

令和元年6月24日現在

機関番号：13601

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2016～2018

課題番号：16K03739

研究課題名(和文) 法制度改革による企業ガバナンス構造の変化に関する理論的検討および実証的検証

研究課題名(英文) The empirical studies to examine how the changes of the institutional structure have affected corporate governance structures of Japanese firms.

研究代表者

廣瀬 純夫 (HIROSE, Sumio)

信州大学・学術研究院社会科学系・教授

研究者番号：60377611

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,500,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、銀行が貸出先企業を引受先に第三者割当増資を実施する際、銀行経営者のモラルハザードが動機となっている可能性を確認した。1990年代末から2000年代初頭の金融危機の時期に実施されたケースでは、引受先が数千件から一万件以上に及ぶ場合が少なくない。このような第三者割当増資は、モニタリング効果等を期待できない。実際、一般事業会社では、増資実施決議時の超過収益率と割当先数との関係は負の相関だが、銀行の場合、逆に正の関係にある。また、増資実施後の中期的株価変化は、市場変動を考慮した後で、割当先数が100件を超えるケースでは低下している一方、100件未満の場合、有意な株価変化を確認できなかった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究では、1990年代以降、特に地域金融機関の存在意義として重視されてきたリレーションシップバンキングの考え方に基づき、地方銀行による自己資本調達について、分析を行った。その問題意識は、借入先金融機関を変更するスイッチングコストが高い場合、銀行側の交渉力が高くなり、銀行経営者側のモラルハザードに基づく取引を、貸出先に強要する恐れがあるという点である。実際に、1990年代後半から2000年代初めの金融危機の時期に実施された第三者割当増資で、非効率な増資実施の可能性を確認できたことは、今後の、金融機関による第三者割当増資のあり方を考える上で、重要な示唆を与えるものである。

研究成果の概要(英文)：We study some topics relating corporate governance those the changes of the institutional environment have affected over the last few decades. Firstly, we confirm that bank managers' moral hazard would force borrowers from their banks to buy their newly issued stocks. During the financial crisis from late 1990s to early 2000s, Japanese local banks issued stocks in order to solve their non-performing loan problems. The borrowers bought these stocks fearing switching cost problem. From the point of view of relationship banking, it is not easy to for small firms to switch to new lenders because of information asymmetry problems. The existence of switching costs enabled the banks managers issue new stock despite the issuances would not improve their banks' firm value. In fact, the stock prices of their banks have significantly declined over two or three years when we evaluate stock price change using the Fama-French 3 factor-model.

研究分野：企業金融

キーワード：新株発行 情報の非対称性 銀行 スイッチングコスト 第三者割当増資 割当先数

## 1. 研究開始当初の背景

本研究が始まる 2016 年度の前年、2015 年には、コーポレートガバナンスコードが制定された。いわば、政策課題として、コーポレート・ガバナンスの充実が掲げられた。その目的は、中長期的な企業価値の向上を図り、投資リターン拡大による国民の安定的な資産形成を進めることにある。こうした政策の背景の一つには、企業の内部留保蓄積が拡大する一方で、研究開発など成長につながる投資が積極化しないことへの社会的批判がある。

たとえば、新聞報道によれば、「企業が内部留保を投資に回さないことが経済の好循環を阻害しているとの批判の声が政府内から出ている。利益から株主に配当金を払った後に蓄える内部留保が増え、2013 年度末に 304 兆円と過去最高を更新したからだ」(日本経済新聞 2014 年 6 月 23 日朝刊)。安倍政権は、内部留保を効率的な投資に向かわせるため、コーポレート・ガバナンス改革が重要だと、強く訴えている。

しかし、企業が内部留保の蓄積を進めることには、制度環境の変化が、影響しているかもしれない。金融市場に情報の非対称性の問題が存在するため、十分に必要資金を調達できなくなる恐れもある。そのようなリスクへの保険として、流動性資産を企業内に準備しておく必要もある。Faulkender and Wang(2006)は、資金制約に直面している企業ほど、現金保有を増やすことの価値が大きいと、株式市場が評価しているとの実証分析結果を示している。

日本の場合、保険として企業自ら流動性資産を準備する代わりに、銀行が流動性制約への保険機能を果たしてきたことを、Hoshi et al(1991)が明らかにしている。ところが、1990 年代以降の企業金融分野の法制度改革の結果、社債市場の発達などにより、企業と銀行との関係は大きく変化してきた。企業の銀行依存度が低下すれば、流動性制約の問題を解消する他の手立てを講じなければならない。実際、Hoshi et al(2009)は、1990 年代以降、財務破綻時に、銀行は必ずしも救いの手を差し伸べるわけでないことを示している。銀行依存度が希薄になった結果、財務破綻リスク軽減のため、流動性資産保有を増やして、投資行動を消極化させた恐れもある。

一方、企業による現金等の流動性資産保有は、将来の資金制約への保険という利点だけでなく、経営者の裁量の余地を広げ、モラル・ハザードの恐れを招くという、ガバナンス上の問題点(フリーキャッシュフロー仮説)も指摘されている。流動性資産保有の増加は、経営者のモラル・ハザードを助長し、投資行動が非効率になることなどが、実証分析で示されている。たとえば、Harford, Mansi and Maxwell (2008)は、同業他社との比較で、ガバナンスが弱く、かつ、現金保有が多い企業は、企業価値を損なうような企業買収に積極的に支出する一方で、R&D 投資など企業価値にプラスの投資には消極的傾向にあることを確認している。こうした問題に関連して、Dittmar and Mahrt-Smith(2007)は、ガバナンスが弱い企業ほど、保有する現金の価値が、株式市場に低く評価されることを、米国のデータで明らかにしている。Pinkowitz, Stulz and Williamson (2006)は、企業が保有する現金の価値は、投資家保護が不十分な国の方が低く評価されており、モラル・ハザードの恐れが強く懸念されている結果だと指摘している。モラル・ハザード抑止という点では、自ら流動性資産を保有せず、経営監視者の役割を兼ね、銀行に流動性供給者として依存するという選択もあり得る。

本研究では、上記のような、法制度環境の変化によって、企業金融の分野での銀行の役割が変わってきた可能性について、1990 年代以降の企業金融上のトピックスを分析対象として、実証的な研究を進めてきた。

## 2. 研究の目的

### (1) 借入金金融機関を変更するスイッチングコストの問題

法制度環境の変化によって、銀行の役割が変わった可能性の分析として、流動性供給者としての銀行の存在が、融資先企業にとってどの程度重要なものなのかを検証した。具体的な分析対象は、1990 年代末から 2000 年代初頭の、地方金融機関による第三者割当増資である。金融危機時にあたるこの時期、金融機関による第三者割当増資は、引受先が異例に多いものがたくさんあり、数千件、多いもので 1 万件を超えるケースなどがあった。これらは、報道等によれば、増資を行った金融機関の融資先が引受手となった場合が多いとされる。

地域金融機関を主要な資金調達チャネルとするような中小企業の場合、流動性供給者としての銀行の役割が、依然として大きい可能性が高い。リレーションシップバンキングの文脈で指摘されるように、情報の非対称性の問題から、特に中小企業の場合、借入先金融機関を変更するスイッチングコストが高い。このことが、銀行側の交渉力を高くして、銀行経営者側のモラル・ハザードに基づく取引を、貸出先に強要する恐れがあるという点である。こうした問題の具体的事例として、1990 年代後半の金融危機の時期、破綻懸念のある地方銀行が、借入先変更のスイッチングコストが高いことを利用し、貸出先企業に第三者割当増資の引受を促していた可能性を検証した。

また、今回の分析対象は、新株発行の手段としての第三者割当増資の機能について考える上でも、重要な示唆を得られる可能性がある。日本で言う第三者割当増資、つまり私募(Private Placement)による新株発行の意義は、時価発行増資実施の際の逆選択の問題への対策として論じられている。Private Placement で増資を実施する場合、特定の投資家が引受手になって増資実施企業の収益性に関する情報収集を行うことから、情報収集のコストに対して発行価格のディスカウントを通じて直接補償することが可能になる。このため、増資を引き受けることは、情報収集の結果好ましい情報が得られたことを示し、増資の実現が株価に正の影響を及ぼ

す可能性がある。あるいは、新規に大株主が登場することで、長期的なモニタリング効果が生じる可能性も考えられ、この場合も株価への正の影響が予想される。ところが、本研究が着目する割当先数が非常に多いケースには、上記のような機能は当てはまり辛い。

そして、Private Placement による調達の場合、現経営陣の私的利益享受を許容するような投資家が引受手となる場合も考えられる。この場合、私募による増資は、経営陣のモラル・ハザードの温床となる恐れもあることを、Krishnamurthy, Spindt, Subramaniam and Woitke(2005)や Barclay, Holderness and Sheehan(2007)が指摘している。

## (2) 株式発行市場の構造変化

銀行の役割変化を考える上では、制度環境の変化による直接金融市場の構造変化を検証する必要がある。本研究では、株式発行市場に着目し、増資実施決議時の市場の反応について、分析を行った。時価発行増資実施の株価への影響は、1980年代後半から1990年代初頭の期間にのデータによる Kang and Stulz(1996)の分析では、有意に正の影響を確認し、米国とは異なる傾向にあることを示した。「時価発行増資実施アナウンスが、株価に正の影響を及ぼす」という点は特異な現象である。そのような増資実施決議時の市場の反応が、制度環境の変化によって変わって行けば、企業と株主との関係が変化している可能性があり、制度変化によるコーポレート・ガバナンスの構造変化を考える上で、重要な示唆を得られる可能性がある。

## 3. 研究の方法

### (1) 借入金融機関を変更するスイッチングコストの問題

金融機関による自己資本調達については、Cornett and Tehranian (1994)が、自己資本規制達成という目的がある場合、必要に迫られた株式発行のため、時価発行増資実施時の逆選択の影響が緩和され、自発的な発行の場合と比べて、株価への負の影響は弱くなることを、米国の増資事例を用いて示している。

Varma and Szewczyk(1993)は、金融機関による時価発行増資と第三者割当増資への市場の反応について分析し、同じ自己資本不足の場合でも、時価発行増資では株価に有意な負の影響が生じているのに対し、第三者割当増資の場合、有意に正の影響であることを示している。

日本の銀行による第三者割当増資については、Aman and Miyazaki (2009)が、1998年1月～2002年12月の事例を対象に分析しており、有意な超過収益率を確認できないという結果を得ている。その上で、超過収益率への影響要因を分析し、自己資本比率が高い場合には負で有意な、そして低い場合には正で有意な超過収益率を確認している。これらの研究は、いずれも、金融機関による自己資本調達のみを対象としている。本研究では、サンプル対象期間の第三者割当増資に対する市場の評価を確認するため、同時期の一般事業会社の事例と比較した。

さらに、先行研究との比較検証を行うため、株価超過収益率と自己資本比率との関係の分析について、サンプルセレクション・バイアスの可能性を考慮し、増資実施の選択の可能性を考慮したヘックマンのサンプルセレクション・モデル(Heckman Sample Selection Model)を用いた。その理由は、本研究の分析対象となった銀行は、他の銀行に比べて、不良債権処理に伴う自己資本充実の必要性に強く迫られたものであり、ランダム性が損なわれている可能性がある。サンプルセレクション・バイアスの問題への対応として、増資実施の判断を考慮したヘックマン2段階推定を用いて分析を行った点が、先行研究と大きく異なる点である。

最後に、地方銀行による第三者割当増資を引き受けたことの価値を評価するため、増資を実施した後の中期的な株価パフォーマンスについても、検証を行った。具体的には、Barber and Lyon(1997)による月次株価データを用いたFama・Frenchの3ファクターモデルで、第三者割当増資実施決議前後の19か月および24か月の株価変化について検証を行った。融資先を巻き込んだ第三者割当増資実施であっても、結果として、増資実施企業の企業価値が改善しているのであれば、一定の評価ができるかもしれない。一方で、増資実施後も継続して企業価値が下落しているとすれば、増資の実施は、経営陣のための、当座の延命策に過ぎなかったとみなすことができる。

### (2) 株式発行市場の構造変化

広瀬(2013)では、Kang and Stulz(1996)の分析期間に含まれる1993～1995年のデータを用いて、やはり時価発行増資の実施決議が株価に正の影響を及ぼすという実証結果を得ている。その上で、株価に正の影響が生じる要因として、この期間、証券業協会が、時価発行公募増資にかかるガイドラインの下に時価発行増資実施を抑制していたことを指摘している。このため、証券取引所上場基準充足などの目的がある必要に迫られた案件に限られ、逆選択の影響が緩和されたと考えられる。そこで、ガイドラインによる公募増資抑制の前の時期まで分析対象期間を拡大し、同様に株価に正の影響が生じているかを検証する。

一方、2000年代以降については、鈴木・小山・奈良崎(2007)が、2001年から2005年のデータで、広瀬・大木(2009)が2003年～2007年7月のデータで、それぞれ、株価に対して、有意に負の影響を確認し、米国と同様の傾向にあることを示している。こうした傾向が、2008年のリーマンショック以降にもあてはまるかを、あわせて、検証する。

## 4. 研究成果

1997年から2002年に実施された第三者割当増資について、分析を行った。まず、第三者割当増資の実施に対する市場の反応について、イベント・スタディによって分析を実施した。銀行と一般事業会社との間の傾向を比較すると、一般事業会社を含めた全サンプルでは、株価に正の影響を与えているものの、銀行による実施決議だけに限定すると、有意な株価への影響を確認できない。また、割当先数が多いことは、一般事業会社の場合、超過収益率に負の影響を及ぼす一方、銀行の場合、そのような影響を確認できなくなる。つまり、この時期の銀行による第三者割当増資には、特異な傾向が現れている。この他、銀行の第三者割当増資では、他のケースと比べて、ディスカウント率が低いほど、つまり、割高な募集価格になるほど、割当先数が多くなる傾向を示している。

次に、地方銀行による増資に限定して、ヘックマンのサンプルセレクション・バイアスのモデルを用いて超過収益率へ影響を及ぼす要因を分析したところ、先行研究と同様に、超過収益率と自己資本比率との負の相関が確認された。しかし、説明変数に、希釈化率（増加株式数／発行済株式数（新株発行後））や、ディスカウント率（（取決前日価格 - 募集価格）／取決前日価格）といった発行条件を加えると、自己資本比率の係数は、統計的に有意ではなくなってしまう。このため、自己資本比率の水準に応じて、情報の非対称性の程度が異なるという先行研究の主張は、説得力に欠けると考えられる。

さらに、増資による資金調達額が保有する不良債権残高に比べて小さいほど、超過収益率が低くなる傾向が明らかになった。そして、増資による資金調達額が保有する不良債権残高に比べて小さいケースほど、割当先数が多くなるという傾向を確認した。

このことは、不良債権処理という目的に対して、十分な資金調達ができていないケースでは、市場は増資実施の効果を否定的に捉えていること。さらに、十分な資金調達ができていないケースでは、零細な融資先へ増資引受を強いたために割当先数が多くなった可能性が高い。

最後に、地方銀行による増資実施後の中期的な株価変化（19か月および24か月）について、月次リターンを用いたファーム・フレンチの3ファクターモデルで分析したところ、割当先数が100件を超えるケースでは、市場の変動による影響を取り除いた上で、有意な株価低下を確認できる一方、割当先数が100件未満の場合、有意な株価変化を確認することはできなかった。以上の分析結果から、金融機関による割当先数が非常に多い第三者割当増資は、まず、融資先が直面する借入先変更のスイッチングコストを利用して、増資の引受先とした可能性があることを示している。そして、こうした増資は、経営陣へのモニタリング効果等を期待することができず、結果として企業価値の改善にはつながらず、経営陣のための延命策である可能性が高いと考えられる。

## (2) 株式発行市場の構造変化

制度環境の変化による株主との関係変化を検証するため、バブル期を含む1980年代後半から1990年代初頭の期間と、リーマンショック以降の期間について、時価発行増資実施アナウンスメントに対する市場の反応を、イベント・スタディの手法を用いて検証した。1986～1992年を対象期間とした場合、株価に正の影響を確認できた。この結果、増資規制のあった1993～1995年より前の期間でも、時価発行増資の実施アナウンスが株価に正の影響を及ぼすことが確認された。つまり、ガイドラインによる公募増資抑制の前の時期であっても、株価への正の影響が生じていることを示している。時価発行増資実施アナウンスが、株価に正の影響を及ぼすという点は、特異な現象であり、かつての日本企業のガバナンス構造の特徴を表している可能性がある。一方、リーマンショック以降の場合、時価発行増資実施のアナウンスメントは、株価に強い負の影響が及んでいることが確認された。

### <引用文献>

- ・Amana, Hiroyuki and Miyazaki, Hironobu (2009) "Valuation effects of new equity issues by banks: evidence from Japan," *Applied Financial Economics*, Vol.19, pp.635-645.
- ・Barclaya, Michael J., Clifford G. Holderness, , Dennis P. Sheehanc, (2007) "Private placements and managerial entrenchment," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, Iss. 4, September 2007, Pages 461-484.
- ・Barber and Lyon(1997) "Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics," *Journal of Financial Economics*, Volume (Year): 43 (1997), Issue (Month): 3 (March), Pages: 341-372
- ・Cornett M.M., and Tehranian H. (1994) "An examination of voluntary versus involuntary security issuances by commercial banks: The impact of capital regulations on common stock returns," *Journal of Financial Economics*, Vol. 35, pp.99-122
- ・Dittmar, Amy, and Mahrt-Smith, Jan, (2007) "Corporate governance and the value of cash holdings," *Journal of Financial Economics*, Volume 83, Issue 3, pp.599-634 .
- ・Faulkender, Michael, and Wang, Rong, (2006) "Corporate Financial Policy and the Value of Cash," *Journal of Finance*, Vol.61, Iss.4, pp.1957-1990.
- ・Harford, Jarrad, & Mansi, Sattar A., & Maxwell, William F., (2008) "Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US," *Journal of Financial Economics*, Vol.87, Iss.3, pp.535-555.

- Hoshi, Takeo, & Koibuchi, Satoshi, & Schaede, Ulrike, (2009) "Changes in Main Bank Rescues during the Lost Decade: An Analysis of Corporate Restructuring in Japan, 1981-2007," ESRI Research Program: "Japan's Bubble, Deflation and Long-Term Stagnation"
- Hoshi, Takeo, & Kashyap, Anil, & Scharfstein, David, (1991) "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," The Quarterly Journal of Economics, Vol.106(1), pp.33-60.
- Kang, J.-K., and Stulz, R.M.,(1996)"How different is Japanese corporate finance? An investigation of the information content of new security issues," Review of Financial Studies Vol.9, pp. 109-139.
- Krishnamurthya, Srinivasan, Paul Spindt, Venkat Subramaniamb, Tracie Woitdkec, (2005) " Does investor identity matter in equity issues? Evidence from private placements, " Journal of Financial Intermediation, Vol.14, Iss.2, Pages 210-238.
- Pinkowitz, Lee, & Stulz, Rene, & Williamson, Rohan, (2006) "Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-Country Analysis," Journal of Finance, Vol. 61, Iss.6, pp.2725-2751.
- Varma, Raj and Szewczyk, Samuel H. (1993) " The private placement of bank equity, " Journal of Banking and Finance Vol. 17, pp. 1111 -1131
- 広瀬純夫(2013)「1990年代のエクイティ・ファイナンス市場に関する実証分析」Waseda Organizational and Financial Economics Seminar 報告(2013年7月1日)

## 5 . 主な発表論文等

[学会発表](計 5件)

広瀬純夫「銀行による第三者割当増資の問題について：1990年代後半の金融危機時の事例に関する実証研究」2018年9月28日，設備投資研究所 金融班・設研共同研究会，大手町フィナンシャルシティ3Fカンファレンスセンター会議室2・3

広瀬純夫「銀行による第三者割当増資の問題について：1990年代後半の金融危機時の事例に関する実証研究」，2018年8月28日，2018年度 第12回 地域金融コンファランス，三島信用金庫・本部

広瀬純夫「銀行による第三者割当増資の問題について：1990年代後半の金融危機時の事例に関する実証研究」，2017年9月1日，Financial Economics Workshop 2018年 夏季研究報告会，東京大学 経済学研究科 小島ホール1F

広瀬純夫「1990年代のエクイティ・ファイナンス市場に関する実証分析」，2016年12月26日，野村財団の研究助成に関する研究会，東京大学法学部研究室224号室

広瀬純夫「銀行による第三者割当増資の問題について：1990年代後半の金融危機時の事例に関する実証研究」，2016年11月5日，2016年度法と経済学会全国大会セッション1『企業経営金融』，熊本大学（黒髪北地区）（文法学部本館）A2教室

## 6 . 研究組織

(1)研究分担者：なし

(2)研究協力者：なし

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。