

平成 24 年 3 月 1 日現在

機関番号：13601
 研究種目：基盤研究（C）
 研究期間：2008～2010
 課題番号：20530270
 研究課題名（和文） 株主権利保護に関する法制度改革が企業価値に及ぼした影響についての実証分析
 研究課題名（英文） Empirical Research on effects on firm value caused by reforms of regulations designed to protect the interests of stockholders
 研究代表者
 廣瀬 純夫（HIROSE SUMIO）
 信州大学・経済学部・准教授
 研究者番号：60377611

研究成果の概要（和文）：近年の法制度環境変化に伴って生じた企業行動が、企業価値へ及ぼした影響の検証として、以下の3点について実証分析を行った。①会社法施行を契機に導入が始まった買収防衛策について、導入が始まった2005年の場合、導入がその後の業績悪化のシグナルになっていることを明らかにした。②新たなエクイティ・ファイナンス手法であるMSCBが、資本構成改善の有用なツールとなっている可能性を確認した。③倒産法改正の影響の一つとして、効率的な企業再建を考えるため、債権放棄後の再破綻の可能性を検証し、メインバンクの特性が影響を及ぼすこと（不良債権比率が高いと再破綻可能性が低くなること）を確認した。

研究成果の概要（英文）：We empirically investigate effects on firm value caused by reforms of some regulations designed to protect the interests of stockholders. In sum, our key findings are the following three points. First, at the time of the reform of related legal system, an adoption of a takeover defense device has a role to signal a message of near future deterioration in earnings. Second, issuance of MSCB (Moving Striking-price Convertible Bond), which is a new method of equity finance, facilitates debt restructuring. Third, we investigate factors which affect the success of corporate turnaround of a financially distressed firm under private workout and confirm that the success is influenced by some characteristics of its mainbank, specifically, the level of risk exposure to the distressed firm and the ratio of non-performing loans to the total capital.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	1,400,000	420,000	1,820,000
2009年度	1,000,000	300,000	1,300,000
2010年度	800,000	240,000	1,040,000
年度			
年度			
総計	3,200,000	960,000	4,160,000

研究分野：企業金融，コーポレート・ガバナンス，金融論，法と経済学

科研費の分科・細目：経済学・財政学・金融論

キーワード：敵対的買収防衛策，イベント・スタディ，エクイティ・ファイナンス，MSCB，資本再構成，企業倒産，債権放棄，企業再建

1. 研究開始当初の背景

日本では、2006年の会社法施行を初め、近年、コーポレート・ガバナンスに関連する法制度に大きな変革が実施されてきた。ところが、改正が実現した後の改革の効果については、いくつかの実証分析の試みが出てきているものの、まだ、十分とは言えない状況である。また、法制度の内容は、同じ種類のものでも国によって差異があるのが実情であり、米国等での先行研究による結果を、そのまま日本に当てはめて考えることには問題がある。したがって、日本における法制度改革のあるべき方向性を探る上で、これらの改革が実際に及ぼした影響を実証的に検証し続けることは、必要不可欠ともいえる。

本研究の研究代表者は、これまでの研究業績の中で、株価イベント・スタディを用いた実証分析などにより、日本における法制度改革の影響についての検証をおこなってきた。具体的には、敵対的買収防衛策導入の影響、近年のエクイティ・ファイナンス実施への市場の反応、さらには、債権放棄実施への市場の評価などである。

しかし、これまでの研究は、制度改正のタイミングでの株式市場の反応を通じての制度改正に対する評価や、制度改正直後の過渡期の企業業績データを用いた分析である。より厳密な制度改正の影響を検証する上で十分なものとはいえない。たとえば、会社法施行を一つの契機とした敵対的買収防衛策の導入の効果を検証する場合、導入時点での株価イベント・スタディによる分析だけでは、市場の反応が合理的ではない可能性や、株式市場の反応を見て経営者の行動が変化した可能性を考慮すれば、十分な検証とは言い難い。導入後の中長期的な株価変化や業績変化などについても確認を行う必要がある。

また、1990年代以降の商法改正などを経てエクイティ・ファイナンス市場の環境が変化する中で、MSCB（転換価額修正条項付転換社債型新株予約権付社債：Moving Striking-price Convertible Bonds）といった新たなファイナンス手法が登場し、重要な分析対象となってきた。こうした手法が登場してきた要因を考える上では、MSCB発行決議時の株価イベント・スタディによる分析に加え、時価発行増資などの他のファイナンス手法と比較して、発行後の資金使途の違い、発行後の企業価値の変化等までも分析対象とした検証が必要である。

さらに、2000年の民事再生法施行を初めとした一連の倒産法制改革は、私的整理による企業再建にも影響を及ぼしたと考えられる。そして、法制度環境の変化は、私的整理の場合に中心的役割を果たすメインバンクの意思決定にも影響を与えている可能性がある。

倒産法制改正によるメインバンクの行動変化の可能性を解明するには、債権放棄実施時の株価イベント・スタディだけでなく、債権放棄実施後の企業再建の成否までも考慮した分析が必要になってくる。

上述のような中長期的な視野での株価や業績への影響にまで分析範囲を広げ、法制度環境の変化が企業価値へ及ぼした影響について、より厳密な実証分析を試みることに、本研究の問題意識はある。

2. 研究の目的

本研究は、法制度環境の変化が企業行動へ及ぼす影響を、実証分析で明らかにすることを目的として進めてきた。具体的なテーマとして、以下の3点を取り上げた。まず、(1)エクイティ・ファイナンスに関する状況変化を検証し、近年、日本でも、時価発行増資（以下、SEO）が株価に負の影響を与えることを確認した。また、新たなエクイティ・ファイナンスの手法であるMSCBについて、資本構成改善の有用なツールとなっている可能性を確認した。次に、株主権利保護に関連して、(2)日本で初めて敵対的買収防衛策が導入された2005年に着目し、防衛策導入が情報伝達効果を有する可能性について検証を進めた。3点目として、(3)財務破綻時の効率的な企業再建に関する分析として、債権放棄後の再破綻の可能性を検証し、主要債権者であるメインバンクの特性が、債務者企業の再破綻の可能性に影響を及ぼすことを確認した。

各研究テーマの具体的な問題意識は、下記の通りである。

(1) MSCB発行が資本構成と企業価値へ及ぼす影響の検証

研究(1)は、さまざまなエクイティによる資金調達、既存株主の利害に及ぼす影響を与えているかを実証的に分析するものである。その問題意識は、近年の会社法改正が、エクイティによる多様な資金調達手法を可能とする一方で、既存株主の利益保護という課題も惹起していることにある。具体的な分析内容は、以下の2点である。

- ① 各種のエクイティ・ファイナンス実施決議への株式市場の反応について、株価イベント・スタディの手法を用いて分析を行い、増資形態別の比較を行う。
- ② MSCB発行の動機について、資金調達後の支出状況から検証し、財務内容改善を意図している可能性を検討する。

エクイティ・ファイナンス実施時の既存株

主の利益への影響を検討する上では、まず増資実施決議に対する株式市場の反応を検証することがポイントとなる。米国では、この点について多くの実証分析が積み重ねられてきているが、日本の市場についてはまだ十分な実証分析がなされていない。そこで研究(1)では、最近の日本での増資のデータを用いて日本の市場での実情を把握することを試みた。

もちろん各増資手法についての決議時の株式市場の反応は、その原因についてさらなる検討が必要となる。研究(1)では、特にMSCB発行の動機について、具体的な分析を実施した。MSCBは、発行後に株価が下落すると転換価額も下方に修正されて転換株式数が増大するという商品設計から、既存株主に希釈化による不利益を生じさせるリスクがあることなど、その商品設計についての法律上の問題を指摘する見解や、新たな規制を提唱する見解も目立っていることが、MSCBを具体的な題材として取り上げた理由である。

(2) 敵対的買収防衛策の情報伝達効果

企業による敵対的買収防衛策の導入は、どのような動機に基づいて行われているのか。また、株式価値や企業価値にどのような影響を与えるのか。研究(2)は、この問題について、日本で本格的に買収防衛策の導入が行われた2005年の株主総会時期を主な対象とする実証分析を行ったものである。

わが国では、2005年より前には、敵対的買収がほとんど存在しなかったこともあり、敵対的買収防衛策の経済的影響について十分な理論的・実証的検討が行われてきたとは言いがたい。欧米ではある程度の実証研究が存在するものの、敵対的買収については各国ごとに法制度に違いがあるため、それらの結果をそのまま日本にあてはめて議論するわけにはいかない。

そこで研究(2)では、初めて本格的に買収防衛策の導入が行われた2005年に焦点をあてた実証分析を行い、敵対的買収防衛策導入が、わが国の制度環境の下で企業価値等に与えた影響を分析することとした。

(3) 私的整理による企業再建の効率性について

Gilson (1997)は、Private workout(私的整理)では、米国での再建型の法的倒産処理手続きであるChapter 11手続きに比べ、最適な負債構成へ向けた債務の再構築(debt restructuring)の進展が遅いことを、実証分析によって明らかにしている。その上で、private workoutによる倒産処理の過程での何らかの取引費用(transaction cost)の存在

が、効率的な債務整理の進展を妨げていると指摘している。取引費用の要因としては、①債権者間での企業再建策への合意形成が困難であること、②機関投資家が負債を好むためにDES(Debt Equity Swap)の実施に消極的であること、③DES実施に際して、債務者企業との情報の非対称性から、株価を過大評価される恐れがあること、④資産売却が安値売却(fire sale)になる恐れなどを挙げている。

研究(3)では、これらの要因の他に、借入先銀行(メインバンク)が抱えている何らかの事情が、破綻企業への効率的な対応を妨げる取引費用(transaction cost)の源泉となっている可能性について、倒産法制の改正や、銀行規制の変化等の法制度環境の変化を考慮しながら検証する。

Gilson, S. C. (1997), "Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms," *Journal of Finance* 52 pp.161-196.

3. 研究の方法

(1) MSCB発行が資本構成と企業価値へ及ぼす影響の検証

研究(1)では、まず、“①エクイティ・ファイナンス実施決議への株式市場の反応”について、2003年～2007年7月までの東証一部上場の企業によるSEO113件を対象にした発行決議時の株価イベント・スタディを行った。さらに、2003年～2007年7月までの第三者割当増資209件および優先株46件のそれぞれについて、決議時の株式市場の反応について分析を行った。

次に、“②MSCB発行の動機”については、まず、MSCB発行が株価に与える影響について株価イベント・スタディを実施し、SEOや通常のCBといった他のエクイティ・ファイナンスの手法での影響との比較を行った。データの制約から、分析対象サンプルを、2004年1月～2005年6月までに日本経済新聞紙上で公告されたCBの発行事例の中から、銀行・保険業を除いたケースで、株価イベント・スタディを行うための株価データを入手できたものとした。公告の記述から、CBを転換価額修正条項のついたもの(MSCB)と、そうでない通常のCBに分類したところ、MSCBが175件、通常のCBは69件であった。さらに、比較対象として、同じサンプル期間に実施されたSEO66件について分析を実施した。

その上で、発行後の企業価値の変化と、調達資金の支出動向との関係について分析を試みた。具体的には、まず、MSCB発行後の(負債比率)の変化について、他の調達方法と傾

向が異なるかどうかを検証する。次に資金調達実施後の支出動向に関して、資産の増加、あるいは負債の返済のどちらに積極的に支出しているかを明らかにした。その上で、調達方法によって違いがみられるかを検討し、支出動向の差異と資金調達後の企業価値の変化との関係を検証することで、MSCB 発行動機について検討を進める。ここでは株価データによるイベント・スタディで用いたサンプルのうち、通常のCBでは53件、MSCBの場合では98件を、そして同じサンプル期間でのSEO 53件を対象として分析を行っている。

(2) 敵対的買収防衛策の情報伝達効果

研究(2)では、2005年に買収防衛策を導入した企業を対象に日次株価データによるイベント・スタディを行い、株式市場からの防衛策導入への評価について分析を行った。その上で、防衛策導入の後、どのようなパフォーマンス変化を経験しているのか、つまり、防衛策導入時の市場の反応が、その後の業績パフォーマンスの変化と整合的なのか、Barber and Lyon (1996)による財務データを用いたイベント・スタディの手法を用いて分析を行ってみた。

さらに、防衛策導入後の中期的な変化として、日経 Needs Cges (Corporate governance evaluation system) のデータを活用し、導入後3年間のROAの変化やトービンのQの変化、さらに、株主構成における持比率や安定保有比率など、コーポレート・ガバナンスの問題を考える上で重要な指標を取り入れた分析を進めた。

さらに、比較対象として、買収防衛策に関する議論の方向性が定まってきた2006年に買収防衛策を導入した企業を対象に、同様の分析を実施した。

研究(2)で検証すべき仮説は、「近い将来株価の下落要因を抱えており、買収の危険に直面する可能性が高いと考えた企業が、この時期にいち早く買収防衛策を導入し、そのことを市場が正しく認識していた」という、防衛策導入の内生性に関するものである。「経営者が、敵対買収の恐れが高いと感じた時に、防衛策を導入する傾向がある」という内生性の問題については、米国の事例でも、Comment and Schwert (1995)等が指摘している。

予想される分析結果として、2005年の防衛策導入時点で株価に有意な負の影響が生じ、それに呼応して、防衛策導入直後に有意なパフォーマンス低下を確認できるはずである。

Barber Brad M., and John D. Lyon (1996)

“Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics,”

Journal of Financial Economics, Vol. 41, pp359-399.

Comment, Robert and G. William Schwert (1995), “Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures,” Journal of Financial Economics, vol. 39(1)

(3) 私的整理による企業再建の効率性について

1993年1月から2004年1月にかけて、“債権放棄の実施”について報道された案件を私的整理の事例として分析対象とし、破綻企業の再建につながる企業再建がなされたか否かを検証する。再建につながる企業再建だったか否かを測るために、研究(3)では、債権放棄を実施した後に再破綻して再度債権放棄を受けたり、法的整理が行われたりすれば、当初の債権放棄を含む再建策は、抜本的な企業再建に結びつかない内容であった可能性があるものと捉えることとした。

その上で、債権放棄実施後に再破綻する可能性が、メインバンク独自の要因によって左右される可能性があることをプロビット分析によって検証した。ただし、債権放棄実施の事例は、財務破綻に瀕した企業の中で、法的整理による倒産が選ばれなかった企業という意味で、サンプル・バイアスが生じている可能性がある。そこで、法的整理か私的整理かの選択の可能性を考慮した、Heckman Sample Selection Modelによるプロビット分析を行った。

もし、債権放棄実施時に最適な再建計画が採用されていたとすれば、事後的に再破綻する可能性は、当該企業固有の特性、例えばROA等に影響されるはずであり、当該企業のメインバンク固有の特性には左右されないはずである。逆に、再破綻の可能性にメインバンク固有の特性が影響していれば、メインバンクが抱える事情が、再建計画の内容を変化させる可能性があることと捉えることができる。

ただし、再破綻が生じる可能性が高いことが、そのまま非効率な債権放棄であったことの証左にはならない。たとえば、銀行側が何らかの理由で大幅に譲歩して相当規模の債権放棄を実施すれば、再破綻の可能性は低くなるが、そうした処理が好ましいものとは限らない。そこで、これらの債権放棄実施後の再破綻の可能性について、メインバンクによる大幅な譲歩が影響しているか否かを検証するため、債権放棄実施のタイミングでの株価イベント・スタディを行い、市場の評価を通じて、債権放棄実施の企業価値への影響を検証した。もし、再破綻の可能性が低くなる

ケースについて、債権放棄実施時のメインバンクの株価への影響が有意に負でなければ、メインバンクの過度な譲歩が再破綻の可能性を低くしたとは言えないと解釈できる。

4. 研究成果

(1) MSCB 発行が資本構成と企業価値へ及ぼす影響の検証

“①エクイティ・ファイナンス実施決議への株式市場の反応”については、SEOに関する取締役会決議日およびその翌日の2日間の株価変化で評価した場合、1%水準で有意に負の影響が株価に対して生じており、米国と同様の傾向にあることが確認された。日本では、1980年代後半から1990年代初頭のデータを用いた場合、SEOの実施決議が株価に正の影響を及ぼすという実証結果が、Kang and Stulz(1996)によって示されていた。本研究は、1990年代以降の法制度環境の変化等を経て、日本の市場が米国と同様の傾向に変化したことを確認した。

また、第三者割当増資の場合、取締役会決議日およびその翌日の2日間の株価変化で評価した場合、1%水準で有意に負の影響が株価に対して生じていることが確認された。ただし、決議時の株価への負の影響について、SEOによるものとの差に関してt検定を行ったところ、SEOよりも第三者割当増資の方が負の影響が小さいとの結果が得られた。

さらに、優先株の場合、取締役会決議日およびその翌日の2日間の株価変化で評価した場合、1%水準で有意に正の影響が株価に対して生じていることが確認された。このように、SEO以外の増資手段では、増資決議時の株価への負の影響が緩和される可能性があることが確認された。

“②MSCB 発行の動機”については、まず、MSCB 発行決議時点では、有意に負の影響が発行企業の株価に生じている。さらに、MSCB 発行企業の Simple Q の値の平均を発行直前期と発行から3期後とで比較すると、有意な低下が生じていることが確認された。ただし、発行決議時の株価への負の影響や、発行から3期後にかけての Simple Q の低下の程度は、通常のCBの場合と同程度であり、SEOと比べれば有意に小さい。つまり、MSCB 発行が、他のエクイティ・ファイナンスの手法と比較して極端な株価低下を引き起こしているという証左は得られなかった。

また、資金調達後の支出動向をみると、他のエクイティ・ファイナンスの場合に比べ、MSCB 発行企業は負債返済に積極的であることが確認された。まず、ファイナンス手法別に、発行から3期後にかけてのサンプル企業

の負債比率の平均値の変化を比較してみると、MSCB 発行企業についてのみ、負債比率の有意な低下が確認され、通常のCBやSEOでは、有意な変化は確認されなかった。

さらに、MSCBによる調達資金後の支出動向をみると、資本支出にせよ、負債圧縮にせよ、発行後の早いタイミングで資金を支出した方が、発行前と比較して企業価値は改善する傾向にある。そして、資本支出よりも負債返済で支出した方が、その傾向は強くなる。以上の分析から、MSCB発行によって、負債比率の高い企業（過剰債務企業）が財務状況を改善することが可能になったという点で、MSCBの発行は、資本再構成のためのツールとして有用であったと考えられる。

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* 9, pp. 109–139.

(2) 敵対的買収防衛策の情報伝達効果

まず、2005年導入企業について株価イベント・スタディを行ったところ、買収防衛策に関係する公表を行った当日、さらに、公表日当日および翌日の平均超過収益率は、有意にマイナスとなっていた。さらに防衛策のタイプで分類して検討したところ、この傾向は、サンプルから「単なる授権株式数の増加」のケースを除いた、「より防衛措置としての性格が明らかなケース（ポイズン・ピルの導入や取締役の定員等の変更を伴う授権株式数の増加等）」において、一層顕著に現れた。

次に2005年防衛策導入企業について、導入直後となる2005年度末の財務データからみた業績パフォーマンスを分析したところ、有意に悪化していることが確認された。さらに防衛策のタイプで分類したところ、「より防衛措置としての性格が明らかなケースにおいては、有意に業績の悪化が認められるのに対して、「単なる授権株式数の増加」の企業については、有意な悪化を認められなかった。日経 Needs Cges のデータによる導入後3年間のROAなどの指標を用いた分析でも、同様の傾向が確認された。

以上の結果は、防衛策導入が経営者のモラル・ハザードを招く可能性であるとか、経営者のタイプに関する情報を伝達したといった説明にはなじまない。こういった要因が直ちに顕在化して、買収防衛策導入直後の2005年度末にパフォーマンスが悪化したとは考えにくいからである。むしろ、近い将来、株価の（まだ株価には反映していない）下落要因を抱えており、買収の危険に直面する可能性が高いと考えた企業が、この時期にいち早

く買収防衛策を導入したと市場が判断し、それを反映して株価にネガティブな影響を与えたと考える方が調和的である。つまり、防衛策導入の内生性が、「近い将来の業績悪化」のシグナルとなっていたと考えられる。

以上の結果は、2005年の買収防衛策の導入に特有のものであることに注意する必要がある。2006年の導入については、株価についても、パフォーマンスについても、有意な変化は認められない。もし防衛策導入が経営者のモラル・ハザードやエントレンチメントを招く可能性が原因で株価にネガティブな影響が出たのであれば、2006年度にはそれが見られないことは説明し難い。

(3) 私的整理による企業再建の効率性について

Heckman Sample Selection Modelによるプロビット分析の結果によれば、メインバンクのリスク・エクスポージャーが高い、すなわち、メインバンクの信用力への影響が大きい大口貸出先であるほど、債権放棄を実施した後に再破綻する傾向にあることが確認された。一方で、メインバンクの不良債権比率が高い場合、再破綻する可能性が低くなる傾向も確認された。

さらに、株価イベント・スタディの結果によれば、債権放棄の実施について合意に達した際、メインバンクの株価の平均超過収益率は有意にゼロから乖離していないものの、不良債権比率が高いほど株価へ正の影響が生じている可能性がある。これらの結果をまとめれば、メインバンクの不良債権比率が高い場合には、効率的な債権放棄が実施される傾向にあると捉えることができる。この点は、1998年3月期以降、銀行の不良債権開示基準が変更となったことが、銀行自身に積極的な不良債権処理を促進させた可能性を示唆すると言える。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計5件)

- ① 広瀬純夫, 秋吉史夫, 「倒産処理法制改革による企業倒産処理効率化の検証: 再建着手の早期化促進の効果を, 財務データによる実証分析によって検証」 一橋大学経済研究所『経済研究』第61巻 第3号 pp.193-202. (2010), 査読有
- ② 広瀬純夫, “Effects of the Bankruptcy Laws Reform on Banks ? : The examination of recent Japanese experience,” Public Policy Review,

Vol. 5 No. 2, pp.201-228, Policy Research Institute, MINISTRY OF FINANCE, JAPAN (2009), 査読無

- ③ 広瀬純夫, 大木良子, 「日本におけるエクイティ・ファイナンスの実情: 増資決議時の株式市場の反応とMSCB発行動機に関する実証分析」 旬刊商事法務 No.1874, pp.4-19, (2009) 商事法務研究会, 査読無
- ④ 広瀬純夫, 「日本における敵対的買収防衛策導入の特徴: 防衛策導入の初期の状況」日本労働研究雑誌 No.570, pp.4-13, 労働政策研究・研修機構(2008), 査読無
- ⑤ 広瀬純夫, 藤田友敬, 柳川範之 「買収防衛策導入の業績情報効果: 2005年導入事例の分析」 旬刊商事法務 No.1826, pp.4-19, (2008) 商事法務研究会, 査読無

[学会発表] (計5件)

- ① 柳川範之, 広瀬純夫, 「株価と企業価値: イベント・スタディの意義と注意点」 東京大学グローバルCOEプログラム「国家と市場の相互関係におけるソフトウェア」第15回シンポジウム “統計的・計量経済学的手法と法制度” 2012年3月1日, 東京大学法科大学院
- ② 広瀬純夫, 秋吉史夫, 「メインバンクの特性が私的整理による企業再建の成功可能性に及ぼす影響: 債権放棄事例を対象とした実証分析」日本金融学会関西支部会, 2011年9月17日, 関西学院大学梅田キャンパス
- ③ 広瀬純夫, 大木良子, 「日本におけるMSCB発行動機に関する実証分析」日本ファイナンス学会第18回大会, 2010年5月22日, 上智大学四谷キャンパス
- ④ 広瀬純夫, 大木良子, 「日本におけるエクイティ・ファイナンスの実情: 増資決議時の株式市場の反応とMSCB発行動機に関する実証分析」日本私法学会第73回(2009年度)大会 シンポジウム「コーポレート・ガバナンスと経済分析: 実証研究からの示唆」2009年10月12日, 成蹊大学法学部
- ⑤ 広瀬純夫, 大木良子, 「日本におけるエクイティファイナンスの実情」法と経済学会 第7回全国大会, 2009年7月5日, 熊本大学 五高記念館

6. 研究組織

(1) 研究代表者

廣瀬 純夫 (HIROSE SUMIO)
信州大学・経済学部・准教授
研究者番号: 60377611