

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 24 年 6 月 25 日現在

機関番号：34315

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2010～2011

課題番号：22830090

研究課題名（和文） 企業統治の構造が資金調達に与える影響

研究課題名（英文） The Impact of Corporate Governance on Public Debt Financing

研究代表者

田中 孝憲（TANAKA TAKANORI）

立命館大学・経済学部・准教授

研究者番号：50587285

研究成果の概要（和文）：

本研究では、日本企業の企業統治(コーポレート・ガバナンス)の構造が債券発行による資金調達にどのような影響を及ぼすのか実証分析を行った。まず、企業統治の構造と社債における資金調達コストとの関係について分析を行った。その結果、CEOの持株比率が高い場合や家族企業の場合、当該企業は比較的高い調達コストに直面することがわかった。逆に、大株主としての親会社がある場合、比較的低い調達コストを享受できることがわかった。これらの結果は、日本の企業統治システムによって新規発行社債による調達コストが変化することを示唆している。

次に、外国人投資家と新規発行社債の満期の関係について分析を行った。その結果、外国人投資家による持株比率が高いほど、当該企業は比較的満期までの期間が長い社債を発行することがわかった。この結果は、外国人投資家から経営者がモニタリングを受けることによって、債券投資家等が比較的短い満期の負債でモニタリングする必要がなくなり、結果として当該企業は比較的償還期間の長い社債を新規発行することができると解釈することができる。

研究成果の概要（英文）：

This research explores the impact of corporate governance on public debt financing by focusing on both the cost and the maturity structure of corporate bonds. First, we examine the relation between corporate governance and yield spreads of new bonds. Firms with higher CEO ownership level and family firms face higher yield spreads. By contrast, firms affiliated with parent firms as large shareholders enjoy lower yield spreads. These results show that yield spreads vary with the type of corporate governance.

Next, we investigate the relation between corporate governance and maturity structure of new bonds. Firms with higher foreign ownership could issue new bonds with longer maturity. The result indicates that foreign investors inhibit managerial discretion, thereby leading to lengthen the maturity of public debt.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2010年度	1,050,000	315,000	1,365,000
2011年度	1,050,000	315,000	1,365,000
総計	2,100,000	630,000	2,730,000

研究分野：経済学

科研費の分科・細目：経済学、経済統計学

キーワード：企業統治、資金調達、計量経済学

1. 研究開始当初の背景

企業に投資をしている投資家にとっての一番の関心事は自身が投資した資金が確実に手元に返ってくるかどうかである。しかし、必ずしも、企業側が投資家の意向に常に従うとは限らない。そのため、投資家は投資先企業の経営方針に関心を払うのである。

本研究では、投資家の中でも社債への投資家に着目し、社債発行と企業統治との関係について考える。

そもそも債権投資家と株主との間には潜在的に利害対立が存在すると言われている。一般的に、債権者は自身の投資資金を将来回収することを望むが、株主がそれに反するような経営方針を望むとき、結果として資金が回収できなくなる可能性が高まる。この傾向が顕著になるのは、株主が大量の株式を保有した場合である。大株主が私的便益を享受しようとするインセンティブが高まることによって、債券のデフォルトリスクが高まるのである。この時、債権投資家はそのような大株主がいる企業には高い利回りや満期の短期化を要求すると考えられる。しかし、株主が大量に株式を保有することは債権者にとってメリットも存在する。大株主は自分の都合のいいように経営を行おうとしている経営者を規律付けする役割を果たすことがある。この経営者の規律付けは債権者にとっては歓迎すべきことであり、このような企業に対しては低い利回りや比較的長期の満期の期間を認めよう。

日本では、古くから銀行を中心とした間接金融が主流であった。そのため、顧客企業に融資した銀行による企業統治の研究が多くなされてきた。しかし、バブル崩壊後、大企業を中心に債券発行を通じた直接金融へシフトしていった。その一方で、日本企業を取り巻く企業統治のタイプも以前と異なってきた。銀行による顧客企業の株式の売却により、他の経済主体が株主として企業の意思決定に影響を及ぼすようになったのである。また、長期の不況により日本企業はアメリカ版の企業統治の考えを採用し、低迷している企業業績を向上させようとした。このように調達方法と企業統治構造が新しくなった日本企業を取り巻く現状において本研究のテーマは必要なものとなる。

本研究では、まず社債による資金調達コストがどのような企業統治システムによって

変化するのかについて分析を行う。アメリカにおいては、いくつかの研究が行われているが、日本のデータを用いて企業統治システムと社債による資金調達コストとの関係については未だ分析されていない。

次に、日本企業が発行する社債の満期はどのような企業統治構造に影響を受けているのか分析を行った。現在、アメリカのデータを用いて負債の満期の決定要因に関する分析が行われている。しかし、企業統治に関する分析をほとんどない。このような研究の現状を踏まえて、日本の企業統治と社債の満期との関係を分析するのは重要なトピックである。

2. 研究の目的

企業統治の構造が債券による資金調達方法にどのように影響を及ぼすのか実証分析を行うのが目的である。特に、企業統治が資金調達コストに与える影響、企業統治が満期に与える影響に注目し分析を行った。

【企業統治と社債による調達コスト】

資本市場からの資金調達である社債の調達コストに着目し、企業統治のタイプによってその新規発行社債のコストが変化するかどうか分析を行った。影響を及ぼし得る企業統治には、CEOの持株比率、家族企業かどうか、親会社の持株比率を用いた。

【企業統治と社債の満期】

企業統治の構造によって、負債の満期の構造が異なるのか分析をした。負債の満期には新規発行の社債を用い、外国人投資家が投資先企業へ影響力を及ぼすことによって、社債の満期の期間がどうなるのか実証分析を行った。

3. 研究の方法

【企業統治と社債による調達コスト】

日本の社債による調達コストに関する研究では、新規発行時の応募者利回りを使うことが多い。本研究でも、先行研究に従い、日本証券業協会から社債の新規発行時の利回りと国債の利回りのデータ入手し yield spread を計算した。

特に、様々な企業統治システムの中から、CEOの持株比率、家族企業かどうか、親会社の持株比率の3つに注目した。これらの変数をデータベースや資料から作成した。

また、企業統治の変数以外にも、他の要因からの影響をコントロールする必要がある。そのため、企業の財務データを主に活用して様々な変数を作成した。

【企業統治と社債の満期】

アメリカとは異なり、日本企業の財務データには帳簿上の負債の詳細な満期の情報というものが得られないのが現状である。そのため、本研究では帳簿からのデータではなく、新規発行の社債の満期のデータを用いて分析を行うことにした。社債の満期に関するデータは日本証券業協会から入手した。

また、アメリカや日本の先行研究では注目されていない外国人投資家による企業統治の役割に着目し、外国人投資家の株式保有比率と新規発行の社債の満期との関係について分析を行った。

研究テーマ【企業統治と社債による調達コスト】と同様、企業統治以外の影響をコントロールするために、財務データから様々な変数を作成した。

企業等変数と財務変数の作成にあたり、日本政策投資銀行の企業財務データを購入した。また、研究成果を国内の学会で複数回発表し、論文の改訂を何度か行った。

4. 研究成果

(1) 概要と成果

【企業統治と社債による調達コスト】

企業統治の構造と社債における資金調達コストとの関係性について分析を行った。その結果、CEOの持株比率が高い場合や家族企業の場合、企業は比較的高い調達コストに直面することがわかった。逆に、大株主としての親会社がいる場合、比較的低い調達コストを享受できることがわかった。これらの結果は、日本の企業統治システムによって新規発行社債による調達コストが変化することを示している。

本研究テーマに関する研究成果を日本ファイナンス学会(2010年5月22日)、日本経済学会(2010年6月6日)で報告した。さらに、“Corporate governance and the costs of public debt financing: evidenced from Japan”というタイトルで、大阪大学のDiscussion Paperとして発行した。

【企業統治と社債の満期】

外国人投資家と新規発行社債の満期との関係性について分析を行った。その結果、外国人投資家による持株比率が高いほど、比較的満期の期間が長い社債を発行できることがわかった。この結果は、外国人投資家により経営者がモニタリングされることによって、債券投資家等が比較的短い満期までの期間でモニタリングする必要がなくなり、結果として比較的償還期間の長い社債を新規発行することができるかと解釈できる。

本研究テーマに関する研究成果を日本ファイナンス学会(2011年5月15日)、日本経済学会(2011年5月22日)で報告した。

(2) 今後の研究の方向性

これまで述べてきたように、本研究では日本の債券のデータを用いて、企業統治との関係性について分析を行ってきた。ただ、企業の資金調達の方法は、債券発行によるものだけではない。他の調達方法と企業統治との関係はどうなっているのか分析する必要がある。また、本研究で着目した企業統治の変数が他の調達方法では、異なった影響を及ぼすかもしれない。今後は、これらの残された課題について取り組んでいきたいと考える。

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1件)

- ① Tanaka, T “Corporate governance and the costs of public debt financing: evidence from Japan” Discussion Papers in Economics and Business, 11-35, Osaka University, 2011 (査読なし)

[学会発表] (計2件)

- ① 田中孝憲 “Corporate governance and debt maturity structure: evidence from Japan” 日本経済学会, 2011年5月22日, 熊本学園大学(熊本県)
- ② 田中孝憲 “Corporate governance and debt maturity structure: evidence from Japan” 日本ファイナンス学会, 2011年5月15日, 早稲田大学(東京都)
- ③ 田中孝憲 “Corporate governance and the costs of debt financing: evidence from Japan”, 日本経済学会, 2010年6月6日, 千葉大学(千葉県)

- ④ 田中孝憲 “Corporate governance and the costs of debt financing: evidence from Japan” 日本ファイナンス学会, 2010年5月22日, 上智大学(東京都)

6. 研究組織

(1) 研究代表者

田中 孝憲 (TANAKA TAKANORI)

立命館大学・経済学部・准教授

研究者番号 : 50587285