

平成 29 年 6 月 6 日現在

機関番号：12613
研究種目：基盤研究(C) (一般)
研究期間：2014～2016
課題番号：26380460
研究課題名(和文) わが国企業のエクイティファイナンスにおける実証研究

研究課題名(英文) Empirical research of equity finance in Japan

研究代表者
鈴木 健嗣 (Suzuki, Katsushi)

一橋大学・大学院国際企業戦略研究科・准教授

研究者番号：00408692
交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,600,000円

研究成果の概要(和文)：主な研究成果としては4点あげられる。第1に、日本のエクイティ・ファイナンスの発行費用や発行時の企業の特徴についてデータを通じて明らかにした。第2に、50年代の額面発行から現在に至るまでの制度変更や利用状況を明らかにした。第3に、日本企業の株式発行のタイミングについての先行研究を概観し、株式発行のタイミングの決定要因を明らかにした。第4に増資インサイダー事件に対する取り組みの経済的な評価について検証し、増資インサイダー問題に対する取り組みを経済的に評価した。

研究成果の概要(英文)：The research project has 4 large findings. First, I found the characteristics of the equity finance costs through the statistical data. Second, the project examined the history of equity finance in Japan. Third, I found the determinants of the equity finance timing. Finally, I economically evaluated the regulation of the insider trading before public offerings.

研究分野：経営財務

キーワード：経営財務

1. 研究開始当初の背景

本研究の目的は、日本のエクイティ・ファイナンスを包括的に研究することにある。日本におけるエクイティ・ファイナンスは1990年代半ば以降徐々に増加し、その重要性は益々高まっている。

日本銀行の資金循環表調査によると1980年における法人部門の資金調達の内訳は「借入」による調達が最も多く42.2%、次いで「企業間信用」の24.3%、そして「株式」は23.1%と3番手であった。2000年代初頭には「株式」が「借入」による調達を抜き、2015年9月時点では「株式」による調達が51.0%、次いで「借入」による調達が23.5%となっている。これはエクイティ・ファイナンスが盛んといわれている米国とほぼ同水準である。

こうした背景の1つに上場企業の銀行・系列離れがある。高度成長期、企業はメインバンクや系列関係に資金を依存する形で成長してきた。90年代後半から、金融自由化や持ち合い株の解消の流れを経て、メインバンク・系列関係は弱体化している。株式・社債市場で資金調達できる企業は、そうした関係に依存しない資金調達手段を探るようになった。2つ目の要因としては、企業を取り巻く市場環境の変化によって、企業は自己資本充実の必要に迫られていることが挙げられる。高度経済成長期には実質経済成長率は年平均で10%を超えていたが、2000年代は年平均1%にも満たない。多くの企業が成長機会を求めリスクの高い海外進出や買収・合併(M&A)を行うようになった。高いリスク投資にはデット・ファイナンスよりもエクイティ・ファイナンスの果たす役割は大きい。2000年代に入ると多くの外国人投資家が日本市場に参入するようになる。外国資本の受け入れや国際的取引関係の構築、良い信用や格付けを受けるためには、企業の自己資本の充実が極めて重要である。借入依存度の高い日本企業に対し、海外企業・資本からは危機

等に耐えきれない等の評価をされる場合がある。エクイティ・ファイナンスの戦略的利用は日本企業にとって重要な課題である。

日本のエクイティ・ファイナンス市場において、機動的な発行や投資家保護の観点から、法改正や取引慣行の変更などさまざまな改革が行われてきた。しかし、新聞などのメディアでは、増資インサイダー問題、公募増資時の空売り規制、第三者割当増資における株価の非合理性などが取り上げられるなど、いまだ日本のエクイティ・ファイナンス市場は発展途上の段階にある。こうした理由には、日本のエクイティ・ファイナンスに対する実証分析の蓄積、法改正などに対する経済的な評価不足などがある。

エクイティ・ファイナンスの発行費用はどのように決まるのか。エクイティ・ファイナンスの発表に対する株価反応はなぜ生じるのか。企業は誰に対して発行をするべきか。企業はどのようなタイミングでエクイティ・ファイナンスを行うのか。それらはエクイティ・ファイナンスの手段に応じて違いはあるのか。エクイティ・ファイナンスに対する法制度の改正や取引慣行の変更は、どういった影響を及ぼしたのか。投資家、発行企業、証券会社、規制当局が持つエクイティ・ファイナンスに対する基本的な問いに対してすら、実証研究の不足により日本では十分な理解が進んでいない。さらに、2000年代に入り新たに行われるようになったエクイティ・ファイナンス手法や取引慣行(例えばライツ・オフアリング、転換価格修正条項付転換社債(MSCB)、グローバル・オフアリング、投資ファンドの第三者割当市場への参加、大規模な株式分割、発行前の投機的な空売り行動など)は、企業や株主・投資家にどのような影響を及ぼしているのか、規制当局はいかに考え・対応するのか検討すべき課題である。

2. 研究の目的

こうした一連の問いや課題に対し，国内外の先駆的な理論・実証研究と対比しながら，日本のエクイティ・ファイナンス市場について包括的に実証分析を行うことにある．具体的には，エクイティ・ファイナンス総額の約半分を占める公募増資を中心に，第三者割当増資，ライツ・オフリング，転換社債，株式分割（無償増資），自社株買い（負の増資）をとりあげ，歴史的経緯，発行費用，発行タイミング，制度的問題などさまざまな角度から実証分析を行う．

3．研究の方法

本研究は主に定量的なデータを用いた実証分析を用いて行っている．データとしては，1980年代から2010年代までに行われた，公募増資，第三者割当増資，割当増資，ライツ・オフリング，自社株買い，株式分割などのデータを収集した．それらのデータをもとにエクイティ・ファイナンスのコスト，タイミング，発行前後のパフォーマンスの変化などの特徴について分析を行った．

また，定量的なデータを利用できない歴史的な制度変化などについては，過去の文献を収集し，その制度的変遷をまとめた．

4．研究成果

主な研究成果としては4点あげられる．第1に，日本のエクイティ・ファイナンスの発行費用（アナウンス日前後の株価リターン，ディスカウント率，引受手数料）や発行時の企業の特徴についてデータを通じて明らかにした．第2に，日本の代表的なエクイティ・ファイナンスである公募増資，第三者割当増資，割当増資を取り上げ，50年代の額面発行から現在に至るまでの制度変更や利用状況を明らかにした．第3に，日本企業の株式発行のタイミングについての先行研究を概観し，日本における株式発行のタイミングの決定要因を明らかにした．第4に増資イン

サイダー事件に対する取り組みの経済的な評価について検証し，増資インサイダー問題に対する取り組みを経済的に評価した．

5．主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計4件)

佐々木寿記，鈴木健嗣，花枝英樹(2016)「企業の資本構成と資金調達」経営財務研究 35 巻 1・2 号，pp.2-28．

鈴木健嗣(2016)「増資インサイダー事件に対する取り組みと企業の資金調達コスト」証券アナリストジャーナル，第54巻4号，pp.77-87．

加藤政仁，鈴木健嗣(2014)「日本の公募増資時のディスカウント率の決定要因」経営財務研究，第33巻1・2号，pp.38-55.

鈴木健嗣(2014)「日本のエクイティ・ファイナンス前後の長期パフォーマンス」国民経済雑誌 210(6)，pp.75-90.

〔学会発表〕(計10件)

Tomomi Takada, American Accounting Association 2017 Auditing Section Midyear Meeting, Rosen Centre Hotel in Orlando, Florida (USA), January 14, 2017, “Do Client Knowledge and Audit Team Composition Mitigate Partner Workload?”

Sasaki Toshinori, 29th Australasian Finance and Banking Conference 2016 Shangri-La Hotel, Sydney (Australia), 12月14-16, 2016 “Bank Soundness and Cash Holdings: Evidence from a Bank-Centered Financial Market”

Karpoff, Jonathan, 2016 FMA Annual Meeting, 21 October 2016, Rio Suites Hotel, Las Vegas, Nevada (USA), “Shareholder Perks, Ownership Structure, and Firm Value”

鈴木健嗣，日本経営財務研究学会第40回全国大会 2016年10月8日，武蔵大学，東

京都練馬区, “Do Client Knowledge and Audit Team Composition Mitigate Partner Workload?”

佐々木寿記, 日本経営財務研究学会第40回全国大会, 2016年10月8日, 武蔵大学, 東京都練馬区, “Bank Soundness and Cash Holdings: Evidence from a Bank-Centered Financial Market”

Youichiro Nishimura, SMS 36th Annual conference, Berlin (German), September 20, 2016, “Strategic Change after Succession: The Impact of Social Ties between Prior President and New President”

Katsushi Suzuki, The 28th Asian FA Annual Meeting, June 27, 2016, Anantara Siam Bangkok Hotel, Bangkok (Thailand), “Shareholder Perks, Ownership Structure, and Firm Value”

鈴木健嗣「経営理念と企業の財務行動」行動経済学会 第9回全国大会 2015年11月28-29日 近畿大学, 大阪府, 東大阪市.

Nishimura Youichiro, The 75th Annual Meeting of the Academy of Management - August 7-11, 2015 - Vancouver, British Columbia (Canada). "Incumbent CEO- new CEO Candidate Social Ties, CEO Selection, and Post-succession Outcome: Evidence from Japan,"

Ajai, Singh, The 41st European Finance Association Annual Meeting - Lugano (Switzerland), 27-30 August 2014. "Does Divergence of Opinion Affect Stock Return? Evidence from seasoned equity offerings"

〔図書〕(計 1 件)

佐山展生, 野間幹晴, 宮川大介, 鈴木健嗣, 中川秀敏, 伊藤彰敏, 横内大介, 中村信弘, 大橋和彦, 本多俊毅, 2017/3/15 『MBA チャレンジ 金融・財務』中央経済社, 231 ページ (pp.78-103)

6. 研究組織

(1)研究代表者

鈴木 健嗣 (Suzuki Katsushi)

一橋大学・大学院国際企業戦略研究科・准教授

研究者番号: 00408692