

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 6 月 4 日現在

機関番号：14501
研究種目：若手研究(B)
研究期間：2011～2013
課題番号：23730350
研究課題名(和文) 株式発行を通じた資金調達についての包括的研究

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

研究代表者

鈴木 健嗣 (Suzuki, Katsushi)

神戸大学・経営学研究科・准教授

研究者番号：00408692

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,200,000円、(間接経費) 960,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は我が国の株式発行を通じた資金調達について、実証的に検証を行った。特に、株式発行の際の資金調達コストの決定要因(引受手数料、発行時の株価水準)、公募増資を行う際のインサイダー取引の問題、増資で調達した資金の用途に着目して検証を行った。

本研究成果物として、査読付き雑誌に掲載された論文は4本(うち海外ジャーナル1本)、査読無し論文1本、査読付き雑誌に投稿中もしくはワーキングペーパー8本(うち英語論文7本)、学会発表12回(うち海外学会4回)があげられる。査読雑誌に掲載された論文のうち1本は、証券アナリストジャーナル賞を受賞した。

研究成果の概要(英文)：I empirically examine about the equity finance in Japan. Especially, I analysis about the determinant of fund raising costs, i.e. underwriting fee, the level of offer price, the insider problem around the equity offerings, and the use of proceeds in security offerings. In my research period, I have the 4 refereed journal papers (including the oversea journal), one non-referee journal, 8 paper of working paper, and 12 times presentation of conference. One of my paper also gets the Security Analyst Journal Prize in 2012.

研究分野：経営学

科研費の分科・細目：経営財務

キーワード：エクイティファイナンス

1. 研究開始当初の背景

近年、日本企業の株式を通じた資金調達（エクイティファイナンス）の重要性は非常に高まっている。昨年は東芝、日立、野村ホールディングスなど大企業による公募増資が相次いだ。2009年公募増資額は5兆円を上回り、1989年のバブル期並みの調達額となっている。2010年も現在までに2009年と同水準のエクイティファイナンスが行われていることが指摘されている。こうした背景には、大企業が国内のみならず国際的に経営を行う必要が非常に高まっていることや大企業による銀行離れがある。国際的な取引先や外国資本を受け入れるためには、信用や格付けのため企業の資本の充実が極めて必要となってくる。負債のウェイトが高い日本企業は、海外企業や海外資本にとって、危機等に耐えきれない等の評価を受ける傾向にある。そのため、国際的な企業経営を行う日本企業にとってエクイティファイナンスは喫緊の課題といえる。しかしながら、日本のエクイティファイナンス市場は、未成熟な状況にあり、企業や投資家にとって不利な状況が生じる場合があることが知られている。例えば、公募増資時の空売り規制は日米では異なっている。米国では1988年から公募増資時の空売り規制が行われている（Rule 105）。一方で日本では、公募増資前の空売り規制が導入されていない。公募増資直前に大規模な空売りが仕掛けられ、株価が下落し、下落した株価によって資金調達が余儀なくされることが日本経済新聞等で取り上げられている（2009年7月23日日本経済新聞朝刊）。昨年のJAL（約2000億円の調達）やみずほHD（約5000億円の調達）では、こうした思惑的な空売りによって約1000億円規模の調達コストが増加していることが考えられる。このような思惑的な空売りを制限するような対策を取らなければ、企業にとっ

てエクイティファイナンスの充実が遅れ、国際的な競争に取り残されてしまう可能性が高まる。こうした規制を導入するためには、実際にそれぞれの公募増資企業が、空売りによってどのくらいのインパクトを受け、コストを支払っているか等詳細に定量的に研究する必要があるだろう。しかしながら、日本でこれまで多くの研究者が行ってきた資金調達に関わる研究は、銀行を中心とした間接金融の研究や市場型間接金融についての研究がほとんどであり、株式発行市場を対象にした研究はほとんど行われてこなかった。

2. 研究の目的

本研究の目的は、株式発行を通じた資金調達について、日本市場には株式発行市場にはいかな様な規制や制度が必要であるか、株式調達の中で適切な価格付けが行われているのかについて、実証的に分析を行い、株式発行市場の在り方に対する重要な政策的インプリケーションを得ることである。株式発行を通じた資金調達は間接金融から市場を通じた資金調達へ移行を強調する議論（「わが国金融システムの将来ビジョン」金融審議会）とも整合的であり、日本にはあまり行われてこなかったの株式発行についての研究（花枝, 1989; 鈴木, 2009; Cooney, Kato, and Schallheim, 2003; Kang and Stulz, 1996）を補完するものといえる。

3. 研究の方法

本研究の方法上の特色は、公募増資について、1970年代からの40年間の日本企業の資金調達の特徴、企業の財務データ及び株式データをもとに個々のトピックスについて実証分析を行うことにある。長期的な時系列データを用いることで日本の証券市場の変革や規制をさかのぼり検証することができるため、今日の証券規制などが必要か

否かといった政策に対するインプリケーションを示すことができる。

4. 研究成果

本研究では、1970年代以降のエクイティファイナンス制度の歴史を体系的にまとめ、日本の公募増資時にかかる費用の決定要因（引受手数料、公募価格水準）を実証的に明らかにし、公募増資にかかわる増資インサイダー問題について実証分析を行い、制度的インプリケーションを与え、増資時の資金使途について体系的に検証を行った。

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 14 件)

加藤政仁，鈴木健嗣「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，(2014) p.39-56.

加藤政仁，鈴木健嗣「増資インサイダー問題と資金調達コスト」証券アナリストジャーナル Vol. 51, No. 1. pp.88-99. (2013) (with 加藤政仁)（証券アナリストジャーナル賞受賞論文）

Katso, M., K. Suzuki "Insider Trading Problems Related to Japanese Seasoned Equity Offerings," Securities Analysts Journal Prizes, 2012.

鈴木健嗣. (2013). 「日本のエクイティファイナンスのあゆみ。」国民経済雑誌, 207(2), 39-63.

中嶋幹，小西大，鈴木健嗣「新規株式公開企業による資金調達使途に関する分析」現代ファイナンス，No.32, pp.33-54. (2012)

Suzuki K., K. Yamada "Do the use of proceeds disclosure and bank characteristics affect bank underwriter's certification roles?" Journal of Business Finance and Accounting 39 (7)&(8), (2012) pp.1102-1130.

Katsushi Suzuki "Unique Dividends for Retail Investors: Evidence from Shareholder Perks" (2014) Working paper.

M. Breamer, H. Kato, A. Singh, K. Suzuki "A Revisit to the Share Repurchase Puzzle: The Supply Effect Really Matters in Japan" (2012) Working paper

K. Suzuki "Hedge fund as monito or last resort investor: Evidence from Japanese PIPE market" (2014) Working paper.

M.Raj, K. Suzuki and T. Yamada "Business and government Nexus: Retired bureaucrats in corporate boardrooms" (2013) Working paper.

Suzuki, K., T.Takada "Partner tenure, familiarity effect and auditor choice" (2013) Working paper.

H. Kato, A. Singh, K. Suzuki "Does Divergence of Opinion Affect Stock Return? Evidence from seasoned equity offerings" (2012) SSRN working paper.

加藤英明，鈴木健嗣「再考公募増資のアナウンスメントリターン」(2011)ワーキングペーパー。

Suzuki, K. "Type of short selling and

issuer costs in seasoned equity offerings," Kobe University discussion paper series 2010-35, (2010) ワーキングペーパー.

〔学会発表〕(計 12 件)

"Hedge fund as monito or last resort investor: Evidence from Japanese PIPE market" South Western finance association conference, (2014) March 11-16, Sheraton Hotel, Dalas, Texas, USA.

「日本の第三者割当増資に関する実証分析」(2013)日本経営財務研究学会西日本部会 7月27日, 兵庫県立大学

"Does Divergence of Opinion Affect Stock Return? Evidence from seasoned equity offerings"(2012)日本経営財務研究学会全国大会, 10月6-7日

「再考公募増資時のディスカウント率 - 1980年代からの公募増資制度の変更とその影響について - 」日本経営財務研究学会全国大会, (2012) 10月6-7日

"Stock Repurchases in Japan"(2011) Asian Finance Association and Taiwan Finance Association 2012 Joint International Conference, July 6-9, 2012.

「需要曲線右下がりと自社株買い」(2012)日本ファイナンス学会全国大会, 2012年5月26日(土)一橋大学

「公募増資時の需要曲線右下がりとプライスプレッシャー効果」(2011)行動経済学会全国大会, 2011年12月10日(土)関西学院大学

"Corporate tax avoidance and public disclosure of taxable income" (2011) IABE-2011 Annual Conference, Las Vegas, October 16-18

"Do the Use of Proceeds Disclosure and Bank Characteristics Affect Bank Underwriters' Certification Roles?" (2011)日本経営財務研究学会, 大阪市立大学.

「公募増資費用と証券アナリスト」(2011)日本経営財務研究学会, 大阪市立大学

"Stock Repurchases in Japan"(2011) The 24th annual AJBS conference, the Aichi Industry and Labor Center, June 24.

"Are Japanese Targets Better off Getting Overtaken by Asian Firms?"(2011) The 24th annual AJBS conference, the Aichi Industry and Labor Center, June 24.

〔図書〕(計 件)

〔産業財産権〕

出願状況(計 件)

名称:

発明者:

権利者:

種類:

番号:

出願年月日:

国内外の別:

取得状況(計 件)

名称:

発明者:

権利者:

種類：

番号：

取得年月日：

国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

<https://sites.google.com/site/suzukikat>

[su18/kenkyu](https://sites.google.com/site/suzukikat)

6．研究組織

(1)研究代表者

鈴木健嗣（代表）

研究者番号：00408692

(2)研究分担者

（ ）

研究者番号：

(3)連携研究者

（ ）

研究者番号：