

日本企業における資金調達と投資行動に関する実証分析

—コーポレート・ガバナンスの観点から—

Empirical Analysis of Financing and Investing Behaviors of Japanese Firms:  
a Perspective from Corporate Governance

(要 旨)

顔 菊馨



## 1. 本論文の背景と目的

本論文の目的は、日本のコーポレート・ガバナンス構造が大きく変化している環境下で、日本企業における転換社債発行の行動及び合併・買収(M&A)行動に注目し、コーポレート・ガバナンスの観点から、上場企業を対象として、日本企業の資金調達及び投資行動の影響要因について考察することにある。

近年において、日本的経営の在り方は大きく変容していることが論じられている。具体的には、第一に、債権者と株主の関係、すなわちメインバンクによる規律付けには、大きな変化が生じている。1990年代の初めから、適債基準の撤廃等の制度変更に伴い、日本企業は、社債発行を比較的に自由に行うことができるようになり、銀行離れが進行し続けていた。それと同時に、不良債権問題等により、銀行にとっても、企業との従来の取引関係の見直しに迫られている。第二に、日本企業の株主と経営者の関係の在り方が大きく変容した。1990年代末から、株式持ち合いの解消、銀行の株式保有の制限に関する法律の制定に伴い、外国人投資家をはじめとする日本国内外の機関投資家が活躍するようになった。第三に、企業と外部投資家との関係も変化してきた。外部投資家との情報偏在の是正、外部投資家の適切な投資判断の実施のため、四半期情報や決算短信の開示に関する制度が制定され、日本上場企業が情報を迅速かつ適切に開示するようになってきた。

このように、近年における日本企業の経営の在り方の変容により、日本企業の資金調達、投資行動も大きな影響が及ぼされていることが考えられる。資金調達行動について、本論文は、近年において、日本企業が資金調達の意思決定を行う際に、コーポレート・ガバナンスへの影響を念頭に置いているか否かという問題意識から出発し、重要な資金調達手段の1つである転換社債に注目しながら、コーポレート・ガバナンスの諸要素と資金調達行動との関係を検証する。転換社債に注目する理由として、理論的モデル及び海外企業を対象とした実証的分析においては、転換社債は既存株主と外部投資家との情報の非対称性の解消、債権者と株主とのエージェンシー問題の緩和、株主と経営者の間のエージェンシー問題の緩和という3つのガバナンス機能を持つと指摘されていることが挙げられる。コーポレート・ガバナンスの役割が重要視されつつある中、日本企業の経営者は、転換社債のガバナンス機能を意識しながら、それを利用しているか否かを検証することにより、コーポレート・ガバナンスと資金調達行動との関係に関する有益な知見を提供できることが考えられる。

また、投資行動について、本論文は、近年積極的にM&A行動を展開している企業のコーポレート・ガバナンスにおける特徴について分析する。従来の日本的経営モデルの下では、企業は、重要なステークホルダーである従業員をリスクにさらさず、企業グループの安定を保つため、M&A行動を最大限に避けようとしていたのではないかと思われる。近年におけるM&A行動の増加は、日本の銀行-企業間関係の在り方の変化、企業の株主構成の変化等によるところが大きいことが考えられる。このM&A行動の意思決定とコーポレート・ガバナンス構成の変化との関係を検証するために、本論文は、日本企業のM&A行動の決定要因を分析している。

## 2. 「転換社債発行のアナウンスメント効果」に関する実証分析

第2章では、転換社債の発行がどのような市場反応をもたらすのかという素朴な疑問から出発し、転換社債の情報非対称性の緩和というガバナンス機能に着目し、1996年1月から2017年9月までの間の日本の上場企業が発行した転換社債572件を分析対象に、その発行形態・募集方法にも注目しながら、その発行のアナウンスメント効果を他の資金調達手段と比較する。また、私募形式の転換社債について、公募形式のものとの比較を通じて分析する。

分析の結果、1996年以降、日本市場における転換社債の発行に対する株式市場の反応はネガティブであり、かつその超過収益率の大きさが増資と普通社債の中間となることが確認された。これは、企業価値の評価が難しい企業は、転換社債の発行を通じて、外部投資家に企業価値に関するシグナルを送るというStein(1992)の理論的予測と整合的である。第二に、コール条項付き転換社債のアナウンスに対する超過収益率は、コール条項と下方修正条項のいずれも付随していない「純粋な」転換社債のそれより小さいことが分かった。これは、コール条項は企業価値低下のシグナルであるというNyborg(1995)の強制的な転換仮説と整合的な結果であると解釈できる。また、下方修正条項付き転換社債のアナウンスの超過収益率の大きさは、増資と「純粋」な転換社債の中間となることが分かった。これは、Hillion and Vermaelen(2004)の空売り及び倒産の懸念の招致という主張と概ね一致すると解釈できる。第三に、私募形式の転換社債は公募形式より、大きな超過収益率をもたらしていることが確認された。このことは、私募形式の転換社債の発行は、投資家にとってより好ましいシグナルであることを含意している。これらの結果は、サブサンプルを用いた分析においても、及び企業の財務特性・株式市場の変動をコントロールした回帰分析においても頑健的である。したがって、転換社債を含む資金調達手段の選択が企業と外部投資家との間の情報非対称性を緩和することが示され、日本企業は転換社債を発行することによって、外部投資家に情報を伝達することが明らかにされた。

本章は、これまでの日本や海外の先行研究とは異なり、転換社債を他の資金調達手段との序列関係に注目してアナウンスメント効果の分析を行った点に特長がある。また、発行形態及び募集方法に基づいて、転換社債の情報提供機能を詳細に分析した。実際、筆者が知る限り、日本企業を対象に、コール条項付き転換社債の経済的機能に関する詳細な分析や、私募形式と公募形式の転換社債の比較を行うことによって私募形式の転換社債の重要な役割についての分析はほとんどないことから、本章の分析の意義は少なくないと思われる。

## 3. 「転換社債発行の決定要因」に関する実証分析

第3章では、エージェンシー問題の観点から、転換社債に期待される資産代替問題緩和機能及び経営者の過大投資行動の抑制というガバナンス機能に着目し、1991年4月から2016年3月までの間に、日本上場企業が発行した転換社債357件、普通社債4,888件を用

いて、銀行－企業間関係及び株主構成が転換社債の発行に与える影響を分析する。具体的には、転換社債のリスク・シフティング行動を防ぐというガバナンス機能と債権者の株主に対するガバナンス機能との関係を分析するために、銀行－企業間の融資関係、役員関係の代理変数を説明変数として転換社債の発行の確率への影響を分析する。転換社債の経営者の過大投資問題を緩和するというガバナンス機能と株主の経営者に対するモニタリング機能との関係を分析するために、株主の分類、株主集中度、取締役会構成といった株主によるガバナンスの強さを表す変数を説明変数として転換社債の発行の確率への影響を分析する。

分析の結果、普通社債の発行企業に比較して、転換社債を発行した企業の多くは成長性があり、調達資金を投資に使うことが観察された。第二に、銀行－企業間の融資関係・役員関係が緊密である企業のほうが、普通社債ではなく、転換社債を発行する傾向を持つことが確認された。また、時価簿価比率と銀行－企業間の融資関係・役員関係との交差項を回帰分析に入れた結果では、銀行－企業間関係が緊密で成長性の高い企業は転換社債を発行していることが分かった。これらの結果は、債権者の立場にある銀行の株主に対するガバナンスが強い企業ほど、普通社債に対して、転換社債を発行する傾向を持つことを意味している。転換社債のガバナンス機能と銀行のような債権者による株主に対するガバナンス機能とは補完的な関係にあることが示唆され、Green(1984)で提示されている転換社債のエージェンシー問題の緩和機能、具体的に、株主と債権者の間の利害対立の一因となる資産代替問題を緩和する機能がサポートされている。そして、転換社債の発行のアナウンスメント効果の分析結果は、緊密な銀行－企業間関係を持つ企業ほど、転換社債の発行のニュースは市場にポジティブに評価されていることを示しており、上記の結果を裏付けている。

第三に、成長性があり、株主の経営者に対するガバナンスが強い企業ほど、普通社債に対して、転換社債を発行する傾向にあることが観察された。この結果は、Isagawa(2002)で提示されている転換社債の経営者のエントレンチした行動を助長する機能とは整合的ではなく、Mayers(1998)が主張している経営者のエントレンチした行動の抑制機能をサポートしている。そして転換社債のガバナンス機能と株主による経営者に対するガバナンス機能とは代替的な関係というより、補完的な関係にあることが示されている。

したがって、近年の日本においては、転換社債のリスク・シフティング行動の緩和機能、及び経営者のエントレンチメント行動の抑制機能が意識されており、転換社債を発行することによって、債権者による株主に対するガバナンス、株主による経営者に対するガバナンスの機能が補強されていることが示唆されている。

本章と最も関連している Dutordoir et al. (2014b)の実証研究は、コーポレート・ガバナンスの諸変数と転換社債の発行の関係について分析して、経済上においても、統計上においても有意な結果を得ているが、彼らは必ずしもエージェンシー問題の経済主体を明示的に示した上で転換社債のガバナンス機能を分析しているわけではない。本章は Green (1984), Mayers (1998), Isagawa (2002)の理論的モデルに着目して、エージェンシー問題の経済主体を明確にした上で分析を行った点に特長がある。

#### 4. 「M&A 行動の決定要因」に関する実証分析

第4章では、近年の銀行－企業間関係の在り方の変容に注目しながら、日本企業の M&A 行動の決定要因を分析する。具体的には、2000年から2015年間の M&A を実施した買収側の日本上場企業を対象とし、3,815 企業一年のサンプルを用いて、銀行－企業間関係が企業の M&A 行動の実施確率・規模に及ぼす影響を検証する。また、M&A 行動全体の分析に加え、M&A のサンプルを、日本の上場企業同士の間の M&A、買収対象が日本の非上場企業である M&A、買収対象が海外企業である M&A という3つの種類に分けてそれぞれ分析を行う。さらに、銀行－企業間関係を融資関係、持株関係、役員関係といった3タイプに分けて、それらの代理変数を説明変数として逐次的に回帰分析の推計式に入れて精緻な検証を行う。

分析の結果、第一に、他に企業の M&A 行動に影響を与えうる要因をコントロールした上で、全体的に見れば、日本においては、融資関係、役員関係、持株関係といった銀行－企業間関係が密接であるほど、企業の M&A 実施の確率が高まり、M&A 取引の規模も大きくなることが分かった。M&A 行動の種類別で見ると、3種類の M&A 行動、国内上場企業を対象とする M&A、国内非上場企業を対象とする M&A、海外企業を対象とする M&A の確率・規模に対して、銀行と企業間の融資関係・持株関係は、ポジティブな影響を与えることが観察された。また、買収対象企業が国内非上場企業である M&A の実施に対して、銀行役員関係が重要な役割を果たしている。さらに、銀行からの役員の人数より、銀行役員の存在が M&A の意思決定に対して重要であることが分かった。これらの結果は、経済背景の変化・銀行自身の財務状況の悪化及び2000年代初めから起きた一連の金融規制改革に伴い、日本の銀行は自身の情報優位を利用し、取引先事業会社の M&A 行動を促進する機能を果たしていることを示している。

第二に、銀行－企業間の融資関係を持つ企業のサブサンプルを用いて、銀行が取引先企業の債権者であり、かつ大株主であるという関係を表す代理変数を分析に入れた場合、その係数が統計的に有意に負であることが観察された。この結果は、融資関係のみを持つ企業に比較して、融資関係と持株関係が同時に存在するという二重関係は取引先企業の M&A の実施確率及び取引規模に負の影響を与えることを明らかにし、企業に負債と株主資本の両方を提供する場合、銀行は株主としての影響力及び情報優位であるというポジションを利用して、貸出契約を通じてレントを搾取するような私的便益を追求する可能性を提示している。M&A が実施されるに伴い、買収側企業の既存のコーポレート・ガバナンス構成、所有構造に変化が生じかねないので、大株主である銀行はこの変化を好まないことが考えられる。

第4章の分析結果は、操作変数を用いて分析しても、または安定的な銀行－企業間関係のみを考慮する代理変数・初めて M&A を行うケースのみを考慮するサブサンプルを用いて分析しても頑健的である。さらに、買収対象企業の銀行－企業間関係について検証を行い、

上記の買収側企業に関する分析結果とは整合的であることが分かった。全体的に見れば、これらの結果は、銀行は自身が持っている企業の内部情報を利用して、当該企業が企業再編に参加することを促進していることを示唆している。

本章の特長は、日本の多面的な銀行－企業間関係を精緻に分析し、銀行－企業間関係の有無だけでなく、銀行－企業間関係を種類別に、M&A 行動をタイプ別に分けて分析したことにある。本章の分析結果は、日本と同様に複雑な銀行－企業間関係が存在する金融システムを持つ多くの国々にとって、M&A 行動の意思決定を理解するための重要なインプリケーションを提示していることが考えられる。

## 5. 「海外 M&A 行動の決定要因」に関する実証分析

第 5 章では、買収側企業の株主所有構造及び取締役会構造というガバナンス要素に注目しながら、日本企業の海外 M&A の決定要因に焦点を当て実証的に分析を行う。具体的には、買収側企業が東証一部・二部の上場企業で、2001 年 4 月より 2015 年 12 月までの期間において行われた買収金額が 1 億円以上の M&A 案件を対象とし、海外 M&A の決定要因について実証的に分析を行う。

分析の結果、買収側企業の株主構成に関して、外国人投資家・金融機関・投資信託の持ち株比率が高いほど、または個人投資家・安定株主の持ち株比率が低いほど、他の条件を一定として、国内 M&A と比較すると、海外 M&A を行う確率が高いことが分かった。このことは、株主構成における外国人をはじめとする機関投資家の存在が、特に海外 M&A の展開において影響を与え得ることを示唆する結果と言える。第二に、第一の結果は特に株式の流動性の高い企業において顕著であることが観察された。この結果は、潜在的に、株式の売買という株主の退出によるガバナンスの観点から見ると、外国人投資家・国内機関投資家のプレゼンス自体の経営者に対する規律付けが重要であることを示唆していると思われる。第三に、取締役会において外国人役員がいる場合、または外国人役員の人数が多い場合、国内 M&A に対して海外 M&A を行う確率が高いという実証結果が得られた。最後に、海外 M&A のアナウンスに対する超過収益率の結果では、M&A 対象企業と同じ国、または同じ州の出身の外国人役員がいる案件は、そうでない案件の超過収益率より大きいことが確認された。これは、外国人役員は海外 M&A に関する情報提供による情報非対称性の解消という役割を果たしていることを示唆している。したがって、海外 M&A において、株主として、あるいは直接的に取締役会における役員として、外国人の存在は、ガバナンスの観点から見ると、非常に重要な役割を果たしていることを示唆する結果と思われる。

本章の特長は、日本企業の M&A 行動に対して、投資行動の文脈において、株主所有構造がどのような影響を与えるのかを検証ことにあり、コーポレート・ガバナンスの観点から M&A に関する知見の蓄積における意味は少なくないと考えられる。

## 6. 本論文の意義と課題

戦後の日本のコーポレート・ガバナンスのメカニズムの変遷を振り返ると、企業グループ、株式の持ち合い、メインバンクといった要素が中心的な位置を占めてきた。90年代のバブルの崩壊や90年代後半に発生した銀行危機をきっかけに、企業間、銀行－企業間の持ち合いが解消され、企業の銀行借入への依存度が低下し、直接金融市場が整備され始めた。これらに伴い、日本のコーポレート・ガバナンスの中軸は、英米等の先進国において主導的である株主の利益を重視するシェアホルダー・ガバナンスへ転換しつつあると言えよう。このコーポレート・ガバナンスのメカニズムの変化は日本企業の行動にどのような変化をもたらしているかについて分析することは本論文の中心的な問題意識であった。そこで、本論文は、90年代以降、コーポレート・ガバナンスの仕組みが日本企業の資金調達の意味決定、投資の意味決定に与える影響について、様々な側面から分析を加え、有益な知見を提供しようとするものであった。

資金調達の意思決定について、本論文は、海外の多くの先行研究で示されているガバナンス機能を持つ転換社債に注目し、近年において、日本企業は、整備されてきた直接金融市場において外部資金調達を行う際に、外部投資家との情報の非対称性・既存のコーポレート・ガバナンス構成を意識しながら、資金調達手段を選択していることを示している。これは、資金調達の側面から、日本のコーポレート・ガバナンスの重要性に対する意識の高まりの証左を示している。日本の転換社債に関する先行研究のほとんどは、90年代以前の期間を対象としている。また筆者の知る限り、本論文は、日本企業を対象に、コーポレート・ガバナンスの視点から、転換社債の発行の影響要因に関する初めての実証分析である。これらの点からも、欧米の先進国と異なる特徴を持ち、そして変革しつつある日本企業のコーポレート・ガバナンスの仕組みが資金調達手段の選択に与える影響を分析することは有意義と思われる。

投資の意思決定について、本論文は、日本企業にとって最も重要な投資行動の1つであるM&A行動を分析した。本論文の結果は、日本の銀行－企業間関係は従来の安定的な取引関係という枠組みを超えて、企業再編・戦略的な提携に対して促進する機能を果たしていることを示している。また、近年における日本企業の株主構成の変化がM&Aといった投資行動にポジティブな影響を与えることを確認した。これらの分析結果は、コーポレート・ガバナンスの観点からM&Aに関する知見の蓄積の意味は少なくないと考えられる。さらに、近年の日本のコーポレート・ガバナンス改革の成果について新しい知見を提供していると言えよう。

本論文の転換社債に関する分析は、直接金融市場の資金調達手段である転換社債と普通社債に限定して分析しており、今後、増資等の資金調達手段、さらに間接金融による資金調達手段の銀行借入を含めた分析をすることで、社債を発行する意思決定に辿り着く前の資金調達意思決定のプロセスを視野に入れることができると思われる。また、M&A行動については、非上場や海外の買収対象企業の関連データが入手できれば、M&A行動の全体像を



掘んだうえで、M&A 行動の動機・影響要因についてより詳細な検討が行えると思われる。

最後に、近年の日本のコーポレート・ガバナンス構成が大きく変化している環境下で、一部の企業は、依然として銀行と密接な関係を持ち、従来の取引慣行に基づいて経営を行っている。従来の経営モデルを継続することは、伝統的な日本的経営が依然として様々な面において優位性を持つので、企業の自らの選択によるものか、あるいは取引銀行等の外部要因や財務状況等の内部要因によってやむを得ない選択によるものかについて分析することは、日本だけではなく、世界のコーポレート・ガバナンスの行方に有益な知見を提供できると思われる。以上の点については今後の筆者の研究課題としたい。

以上