

[博士論文審査要旨]

申請者：顔菊馨

論文題目：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 －

審査員 三隅 隆司
安田 行宏
小西 大

本論文は、コーポレート・ガバナンス構造が企業の資金調達や投資の意思決定にいかなる影響を与えるかについて、日本の上場企業を対象として実証的に検証することを目的とした研究である。

本論文は、4つの研究(資金調達行動として転換社債の発行に着目した2つの研究と、投資行動としてM&Aに着目した2つの研究)によって構成されている。第1の研究では、転換社債が情報の非対称性を緩和するガバナンス機能を有しているかについて、イベント・スタディにもとづいて考察している。その結果、転換社債の発行に対する超過収益率は、増資よりも高く、普通社債の発行よりも低いものとなっており、転換社債が株主と債権者の間のエージェンシー問題を解決しうるものとして市場から認識されていることを指摘している。さらに、転換社債に付されたさまざまな追加条項が、企業に関する私的情報を市場に伝達する機能を有していることを明らかにしている。第2の研究は、コーポレート・ガバナンス構造が転換社債発行に与える影響を分析することを通じて、転換社債が有するエージェンシー問題緩和機能をより具体的に考察したものである。その結果、銀行-企業間関係が緊密で債権者の影響が強いと想定される企業や経営者に対する株主のガバナンスが強いと考えられる企業において、普通社債より転換社債の発行を選択する傾向が強いことを明らかにしている。この結果は、株式と普通社債の中間的な性質を有する転換社債の利用によって、経営者と資金供給者(債権者や株主)との間のエージェンシー問題を解決しうることを示している。第3の研究では、日本企業にとって重要な投資戦略であるM&A行動に対して、コーポレート・ガバナンス構造(具体的には銀行-企業間関係)がどのような影響を有しているかを考察している。分析の結果、融資関係・持株関係・役員派遣といった銀行-企業間関係が密接であるほど、企業がM&Aを行う傾向が強くなり、その規模も大きくなることが明らかにされ、日本企業の投資行動に対して、銀行の影響力は依然として小さくはないことが示されている。第4の研究は、日本企業の海外M&A(In-Out型M&A)に対して、株主がどのような影響を与えているかを分析したものである。分析の結果、外国人投資家および外国人役員のプレゼンスが高いほど、国内M&A(In-In型M&A)に対して海外M&Aを行う傾向が強くなることが明らかにされ、日本企業の投資行動に対して株主構成が影響を与えることが示されている。

近年、日本企業のコーポレート・ガバナンス構造は大きく変化しており、それが企業の財務的意思決定(資金調達や投資の意思決定)に与える影響を明らかにすることは、日本のコーポレート・ファイナンス研究における重要課題の一つとして、多くの理論的・実証的研究が行われてきた。本研究は、このような一連の研究の流れに位置づけられるものである。その中で、コーポレート・ガバナンス構造を多様な観点からとらえ、それらが企業の財務行動に与える影響をより具体的に考察し、新たな知見を加えることによって従来の研究を発展させたことは、本研究の貢献として評価することができる。

他方、本論文にはいくつかの課題が残されている。第1は、仮説検証に用いた実証手法の選択に対するよりいっそうの留意の必要性である。一部の仮説については、実証手法として他の可能性を検討することがより適切ではないかと思われる点があり、この点についてより広範な考察と検証を試みる事が望まれる。第2に、本研究で提示された結果の一部は、先行研究の結果と異なっているが、それに対する考察が必ずしも十分ではなく、追加的な検証が必要と考えられるものが存在している。これらの課題は、非常に興味深くかつ重要なインプリケーションをもつ可能性を有しており、筆者の今後の研究・検証によって拡充・補完され、将来的により完成された形でまとめられることを期待したい。

以上のような課題を残すものの、本論文は査読付き学術雑誌に掲載された複数の論文を含んでおり、総合的に学位授与に足る水準に十分達していると認められる。よって審査員一同は、所定の試験結果をあわせ考慮して、本論文の筆者が一橋大学学位規則第5条第1項の規定に準じた取扱により一橋大学博士(商学)の学位を受けるに値するものと判断する。