

論文の内容の要旨

論文題目 法制度環境が企業金融に及ぼす影響について
——イベント・スタディによる実証分析——

氏名 広瀬 純夫

企業金融の観点から、法制度環境が企業行動へどのような影響を及ぼし得るのかについて、日本のデータを用いた実証分析によって明らかにすることに、本論文の問題意識はある。近年の日本では、金融に関連する分野は転換期の最中にあり、1990年代以降、法制度の変革が急速に進んできた。それぞれの法制度改革は、改正作業の過程では、その影響や問題点について活発な議論が繰り広げられてきた。ところが、改正が実現した後の改革の効果については、必ずしも明らかになっていない。法制度改革を実施する場合、法改正が直接対象とした事象以外にも、さまざまな直接的・間接的な波及効果が生じてくる可能性があり、実証分析による事後的評価が重要になってくる。残念ながら日本においては、このような法改正の影響についての実証分析による検証は、十分に行われてきたとは言い難い。

そこで、本論文では、1990年代以降に行われたいくつかの法制度改革の中で、4つのトピックスを取り上げ、イベント・スタディの手法による実証分析を試みた。具体的には、第1章で法制度改革の影響に関する実証分析を行う意義についてまとめた上で、第2章は自社株取得の解禁について、第3章と第4章は倒産処理法制の改革の影響について、そして、第5章では1990年代後半から2000年代初頭にかけての日本の金融市場における主要トピックスの一つである債権放棄の問題について、をそれぞれ対象としている。以下では、第2章以降の各章の概要について紹介する。

第2章の分析の目的は、1990年代に解禁となった株式消却という形式での自社株取得実施が株価へ及ぼす影響について実証分析を行い、自己株式取得による株主へのキャッシュフロー還元インセンティブを解明することにある。2001年10月の商法改正により、金庫株として自社株の取得・保有が可能となる以前の株式消却制度の特徴は、定時株主総会での承認が必要とされ、機動的な実施ができない商法212条に基づくケースと、取得の数量制限があるものの、取締役会決議だけで機動的に消却を実施できる、消却特例法に基づくケースの二通りの方法があったことである。本論文では、この二つの制度が異なった特徴を持つ点に着目し、制度毎に実証分析を行うことで、自己株式取得には2種類のインセンティブが存在することの検証を試みた。まず商法212条に基づく消却については、消却実施の取締役会決議日に、株価への有意な正の影響を確認できた。そして制度上、機動的

に消却を実施できない点を考慮すると、フリー・キャッシュフロー仮説を動機とする自己株式取得だと考えられる。一方特例法では、取締役会決議日の翌日に、株価への正の影響を確認できた。また累積超過収益率の推移を見ると、低下傾向にあった株価が、取締役会決議日を境としてV字型に上昇傾向に転じている。さらに、機動的な消却実施が可能という特徴を考慮すると、自社株式が割安と判断される局面でシグナリングとして消却実施を決定しているものと思われる。なお、どちらの制度においても、消却実施決議時の株価上昇を相殺するような株価低下は見られない。このため決議時の株価上昇は、一時的な需給要因によって生じたものではないと考えられる。

第3章は、民事再生法施行を皮切りとする倒産処理法制の制度改正が、銀行へ及ぼした影響を検証したものである。民事再生法は、米国倒産法 Ch11 手続きの影響を強く受け、企業再建の実効性確保を意識したものである。事後的に経営不振に陥った企業の再建を図るため、DIP 制のように既存経営陣がとどまることを認めるなど、債務者側に有利な法制度を用意することは、企業価値が著しく毀損する前に倒産処理手続きを開始するインセンティブを与えるなど、事後的な効率性改善に寄与し、主要な貸手である銀行にとっても、経営不振に陥った事後の観点からは好ましい側面がある。一方で、倒産処理に入った際の債務者側の交渉力を強化する倒産処理法制は、金融機関側にとっては倒産時の期待回収可能額を低下させるため、事前の意味で、貸出を消極化させる恐れもある。そこで、前者の影響については、法的手続きの申請がなされたタイミングでのメインバンクの株価に着目したイベント・スタディの手法による分析を行った。一方で、後者の影響については、法人企業統計のデータを用いて、民事再生法施行の前後での企業の資金調達状況の比較を試みた。

倒産企業のメインバンクの株価についてのイベント・スタディの結果によると、法的手続きの申請は、民事再生法施行以前では株価に対して有意にマイナスの影響を及ぼしていた。一方、民事再生法施行以降には、市場は、法的整理の申立を必ずしもマイナス要因だと捉えなくなり、メインバンクの株価へのマイナスの影響は観察されなくなる。さらに、“改革先行プログラム”が打ち出されて金融庁による銀行検査厳格化が図られる2001年度後半以降では、メインバンクの健全性に影響を及ぼすような大口貸出先に限ってみれば、法的手続きの申請は有意なプラスの影響に転じている。つまり、早期の倒産処理手続きを促したことによる効率性改善の効果は、監督当局による銀行検査や銀行破綻に対する政策が大きく変わって「厳格化」されたこととあいまって、メインバンクにまで及んでいる可能性がある。一方で、法人企業統計の業種別・資本金規模別データを用いた分析によれば、民事再生法施行の結果、資本金1000万～10億円の中堅・中小規模を中心にして、金融機関借入比率が低下しており、金融機関貸出が消極化している可能性がある。

第4章は、第3章で取り上げた倒産処理法制の改革が、債務者企業の倒産手続き申立行動へ及ぼした影響を、年次財務データを用いたイベント・スタディで検証したものである。

民事再生法施行を皮切りとする一連の制度改革の目的の一つは、経営者に、早期の倒産処理手続き着手を促すことにある。そこで、実際に倒産手続き申立のタイミングを早期化させる効果があったかを年次財務データを用いたイベント・スタディによって検証した。

企業倒産の事例を見れば、経営不振に陥ったからといって即座に倒産処理手続きに入ることは稀である。むしろ、実質的に債務超過に近い状態にありながら、経営者は、様々な手段を駆使して債務不履行を回避しようと努力を続ける方が通例であろう。こうした倒産を回避するための方策は、資金繰りのための在庫品廉売等、結果的に企業価値自体を損なうことが少なくない。また、倒産手続きに入ることを先送りする間に、信用不安による取引条件悪化が進み、さらに貴重な人材が流出するなど、一層、再建が困難となってしまう可能性もある。従って、一連の倒産処理制度の改革が、早期の倒産手続き着手を促すインセンティブを経営者に与えたのであれば、非効率な倒産処理先送りを抑止するという意味で、効率性を改善させた可能性がある。上場・公開企業を対象とした本論文の実証分析の結果によれば、民事再生法施行より前に法的手続きの申立を行った企業の場合、業績の落込みがあったタイミングから法的手続きに入るまで、平均的にみて5年程度の期間を要していたのに対し、民事再生法施行以降に法的手続きの申立を行った企業では、業績の落込みがあった翌年には、法的手続きに入る傾向があることが確認された。これらの分析結果から、一連の制度改革によって早期の企業再建着手が促進された可能性が高いことが確認された。

第5章は、直接、法制度改革に関係するものではないが、1990年代後半から2000年代初頭にかけての日本の金融市場における主要トピックスの一つである債権放棄に着目し、銀行の貸出行動が非効率になる可能性について分析したものである。1990年代後半に、経営不振の貸出先に対して銀行がとった対応は、第3章や第4章で検討した倒産処理法制改革の背景要因の一つでもある。破綻の危機に瀕した企業に対して多額の貸出を行っている場合、倒産処理を行って貸出損失を確定してしまうと、貸出を行っている銀行自身が経営危機に直面する恐れがある。このような事態を予想する銀行経営者は、倒産処理を躊躇し、追貸しを行ったり、抜本的な再建には結びつかない不十分な規模の債権放棄を実施したりするなど、当座しのぎの策を講じて、破綻の危機にある企業の延命措置を図ろうとする。このような、銀行自身が危険にさらされている構図は、債権放棄に関する交渉の場で、債務者企業の交渉力を強化する可能性がある。本論文では、このような可能性について、債権放棄に関するイベント・スタディの手法を用いて検証を試みたものである。対象サンプルとした債権放棄のイベントは、1993年1月～2004年1月までの期間で、日本経済新聞、日経産業新聞、日経流通新聞、日経金融新聞の日経4紙に対して、「債権放棄」「債務免除」をキーワードとして抽出を行って得られた報道により特定した。その結果は、メインバンクのリスク・エクスポージャーが高い貸出先では、債権放棄の要請を行ったタイミングで、債務者企業の株価は有意に上昇する一方で、メインバンクの株価は有意に低下している。つまり市場は、メインバンクにリスク転嫁を図る形での問題先送りの債権放棄が行われ、

債務者企業の株主を利するような合意に達すると予想しているものと考えられる。このため、抜本的な問題解決を図るには、監督当局がモニタリングを強化して銀行の資産内容を厳格に吟味し、処理の促進を直接的に促すことが、非常に重要な役割を果たす可能性がある。