

## 博士論文審査結果の要旨

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

本論文は、法制度の変化が企業金融の実態にどのような影響を及ぼしてきたかについて、主にイベント・スタディと呼ばれる手法を用いて実証分析を行った意欲的な論文である。近年は、企業をめぐる環境が大きく変化し、会社法などの企業に関する法律改正が相次いでいる。しかしながら、そのような法改正が実態経済に対してどのような影響を与えてきたのかについての実証分析が比較的乏しい。本論文ではイベント・スタディの手法を用いて、主に株価の変化をさぐることで、実証可能な情報を得る工夫をしている。本論文で対象としている倒産処理法制の改革等は、90年代以降日本経済が景気回復を目指して行った様々な改革の一部であり、本論文の成果は、日本の経済政策を評価する結果ともなっている。本論文の構成は以下のとおりである。

第1章 序論

第2章 企業内キャッシュフローと企業価値  
日本の株式消却に関する実証分析を通じた考察

第3章 倒産処理法制の改革と金融システム  
企業破綻処理に関する政策が金融機関へ及ぼした影響について

第4章 倒産処理法制改革による企業倒産処理効率化の検証  
再建着手の早期化促進の効果を、財務データによる実証分析によって検証

第5章 大口貸出先に対する非効率な債権放棄の実施  
プロビット分析およびイベント・スタディによる検証

なお、第2章の論文は、『経済研究』というレフェリー付きの学術雑誌に掲載され、高い評価を受けているものである。

## 各章の内容の要約・紹介

各章の内容を要約・紹介すると以下ようになる。

まず、第1章では、法制度分析の重要性や、わが国において企業関連でどのような法制化改革が行われてきたのか、それを分析することの意義等、全体の総論が述べられている。

第2章では、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っている。さらに株式消却のルール変化が行われたことを実証的に利用して、自己株式取得がどのような目的で行われてきたのか、を分析している。

わが国では、2001年10月の商法改正により、金庫株として自社株の取得・保有が可能となったが、それ以前は、自社株の取得は、取得した株式の消却が前提とされていた。その制度上の大きな特徴は、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。

この論文では、それぞれのケースに分けてイベント・スタディを行い、株式消却が株価にどのような影響を与えたのかについて、計量経済学的に分析している。まず商法212条に基づく消却の場合には、消却実施の取締役会決議日に、株価への有意な正の影響があったことが確認できた。一方特例法を用いた消却の場合には、取締役会決議日の翌日に、株価への正の影響があったことが確認できた。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ことも確認できた。

また、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かった。そのため、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している。

さらに、商法212条に基づくケースと、消却特例法に基づくケースとでは機動性において大きな差があり、商法212条の基づく場合、機動的に消却を実施できないという特徴があった。それにもかかわらず、かつ法的にどちらも選択できるにもかかわらず、商法212条による消却実施を行った企業があったことに本書は注目している。そして、それは、余剰資金を株主に還元するというフリー・キャッシュフロー仮説を動機とする株式消却が行われていたからではないかと結論づけている。

第3章では、2000年4月の民事再生法施行などをはじめとして、大がかりに行われた日本の倒産処理法制度の制度改正が、銀行行動に及ぼした影響を検証している。倒産処理に関連する法制度は複雑であり、さまざまな規定の変化が、倒産処理に携わる関係者のインセンティブを変化させると考えられる。また、制度改正によって、法的整理の結

果が今までとは異なってくることが予想されたならば、主要債権者である金融機関の貸出行動等も変化する可能性がある。この章では、このような問題意識に基づいて制度変更の影響を分析している。

より具体的には、民事再生法の導入によって、日本の金融機関がどのような影響を受けたかを分析している。わが国では、2000年代になって、法的手続きによる企業再建のインフラ整備が図られたが、2000年4月の民事再生法施行は、その中でも大きな制度変更であった。民事再生法は、米国倒産法 Chapter 11 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った。

まず、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・スタディを行って、企業価値が著しく毀損する前に倒産処理手続きが行われるなどのプラスの効果があったのかについて検討している。その結果によると、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が、民事再生法施行以降には、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ことが分かった。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がみられた。

次に、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行っている。それは、民事再生法によって倒産時の期待回収可能額が低下するならば、貸出を消極化させる恐れがあると考えたからである。実際、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ことが示された。

第4章では、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・スタディで検証している。法的整理の制度整備が行われた理由のひとつは、経営者に、早期の倒産処理手続き着手を促すことにあるといわれてきた。そこでこの章では、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、財務データを用いた実証分析によって検証した。

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、2000年4月の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、業績の落ち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。それに対して2000年4月の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、業績の落ち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。この章では、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示されている。

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った債権放棄に関する分析を行っている。対象サンプルとしたのは、1993年1月～2004年1月までに行われた債権放棄である。本章では、まず、債権放棄実施後に再破綻する可能性が、メインバンクにとっての大口貸出先である場合ほど高くなることをプロビット分析によって確認した。また、メインバンクの不良債権比率が高く、監督当局による厳格な検査・指導を受ける可能性が高い場合、再破綻する可能性が低くなる傾向も確認された。

次に、これらの債権放棄が、問題先送りとして銀行の企業価値を毀損するものであることを確認するため、債権放棄の要請のタイミングでの株価のイベント・スタディを行った。その結果、メインバンクの大口貸出先のケースでは、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には負の影響が生じていることが確認された。次に、債権放棄を含む再建策への合意のタイミングでは、メインバンクの不良債権比率が高いケースでは、メインバンクの株価は有意に上昇している一方で、不良債権比率が低いケースでは、有意な株価変化を確認することはできなかった。

## 論文の評価

本論文がとりあげたテーマは、国際的にみても注目度の高い研究分野であり、また現在の日本の法制度のあり方を考えていく上でも重要なトピックスである。したがって、本論文のテーマは、学術的にみてもあるいは実態経済の面からみても、重要性の高いものであり、それに対して、正面から取り組んだ本論文の分析は高く評価できる。また、得られた分析結果も興味深いものであり、そもそもこの分野における実証研究があまり多くないことを考えると、本論文で得られた分析結果の、ファクト・ファインディングとしての貢献は重要と思われる。

第2章で扱っている株式消却の問題は、法学者の間では様々な議論があり、また海外の研究においてはそのインセンティブに関して実証分析も行われてきている。しかしながら、わが国の株式消却がどのような意図で行われてきたのか、またどのような影響を株価にもたらしてきたのかについては、あまり実証分析が行われてこなかった。そのような中であって本論文の得た分析結果は意義のあるものになっている。

第3章で扱われている破綻処理法制の問題についても、わが国の法制度においては重要な法制度改正であったにもかかわらず、実証分析が必ずしもまだ十分には行われていない研究分野である。そのため、本論文で行われているようなマイクロデータに基づいて実証分析を行っていくことの重要性は高い。また、本論文で得られた、民事再生法施行前と施行後での結果の違いは、制度変更の影響を評価するうえで興味深い実証分析結果となっている。

第4章で扱われている倒産手続き申立行動への影響も、破綻法制を評価するうえで重

要な実証結果である。今回の破綻法制度整備の目的のひとつは、早期事業再生を促すためと理解されている。しかし、実際にどの程度早期事業再生を促したのか、法制度がどの程度の影響をもたらしたのかについてのデータや情報はあまり豊富ではない。その点で、この章で得られた実証結果は有意義なものであり、興味深い実証結果となっている。

第5章で行われているイベント・スタディは、債権放棄の影響を理解するうえで重要な分析となっている。1990年代後半から2000年代初頭にかけて多く行われてきたといわれる金融機関による債権放棄については、それが実態経済および金融機関の経営に及ぼして影響は十分に解明されているとは言い難い。その意味で、本論文で得られた実証分析は意義があり、債権放棄によってメインバンクの株価には負の影響が生じたという結果も興味深いものである。このように本論文は、近年の企業関連の法改正が実態経済に与えた影響を考えるうえで、新たな情報を提供する優れた実証分析であるが、改善しうる点が、残されていないわけではない。まず本論文で得られている実証結果が、果たして本当に法制度の影響かどうか必ずしも明確ではないという点があげられる。本論文が分析対象とした時期は、わが国ではさまざまな改革が同時に行われていた時期である。そのため、本論文が対象とした法制度改革以外の影響がどこまできちんと取り除かれているかはやや疑問が残る。また、本論文で展開されている因果関係等の説明は、確かに可能性のひとつではあるものの、そのほかの可能性が必ずしも排除されていないとの指摘もあった。しかしながら、これらの点はいずれも今後の更なる研究の発展を示唆するものであり、本論文の価値を損なうものではないと考えられる。

以上により、審査委員は全員一致で本論文を博士(経済学)のが学位授与に値するものであると判断した。

審査委員(主査) 柳川 範之  
新井 富雄  
中村 恒  
福田 慎一  
松村 敏弘