

(続紙 1)

京都大学	博士 (経営科学)	氏名	中山 健悟
論文題目	劣後債・劣後ローンによる資金調達企業が企業の株価と財務パフォーマンスに与える影響—日本企業の実証研究と事例研究—		
(論文内容の要旨)			
<p>本論文は、日本企業による劣後債と劣後ローンによる資金調達が、株価と財務パフォーマンスに与える影響について、定量的かつ定性的な分析を行ったものである。劣後債は、シニアデット (普通債や通常のローン) と呼ばれる弁済順位が最上位であるローンや債券に劣後特約等のコベナンツ (条件) を付けることで商品特性をエクイティに近づけ、発行額の一部が資本認定を受ける特徴をもつ負債である。そのため、劣後債や劣後ローンは、シニアデットとエクイティの間であるメザニンと呼ばれることがある。2006年以降に事業会社の劣後債や劣後ローンによる資金調達が増加してきた日本では、事例分析はあるが、劣後債や劣後ローンの発行が企業の株価 (短期的な影響) や財務指標 (長期的な影響) に与えた影響を実証した研究はほとんどなく (論文執筆者が知る限りでは存在しない)、本論文が最初の本格的な研究であるといえる。以下、本論文の概要について説明する。</p> <p>第1章では、日本の資本市場において、劣後債や劣後ローンの組成が行われるようになった背景と、近年において増加している要因が説明され、論文の意義と構成が述べられている。</p> <p>第2章では、劣後債と劣後ローンの定義を確認した上で、シニアデット、劣後債・劣後ローン、エクイティファイナンスが、資本性や発行コストの面から比較されている。発行体にとって、劣後債や劣後ローンは、エクイティファイナンスより名目的な発行コストは安価である (シニアデットよりは高い)。投資家である国内金融機関は、2013年以降の異次元金融緩和政策によって国内長期金利が低下したため、シニアデットよりハイリスク・ハイリターンである劣後債や劣後ローンへの投資を増加させたことなどが説明されている。</p> <p>続く第3章では、先行研究を調べることで、劣後債や劣後ローンが、学術研究においてもメザニンに分類されていること (シニアデットやエクイティとは区別されていること) が確認されている。その後、メザニンとしての劣後債や劣後ローンによる資金調達が、発行企業の株価と財務パフォーマンスに与える影響について、仮説が設定されている。</p> <p>第4章は、2006年から2021年の期間において、日本企業が行った劣後債と劣後ローンによる資金調達107件 (劣後ローン56件、劣後債51件) のサンプルを用いた実証分析である。株価の反応についてはイベントスタディ、財務パフォーマンスについては傾向スコアマッチングとDID (Difference in difference) による分析が行われている。実証分析の結果、劣後債・劣後ローンの実施は、発行企業の株価に対してマイナスの影響を与える可能性が示されている。サンプルを資金用途等で分類した結果、事業再生の目的で行われた劣後債と劣後ローンによる資金調達は、有意な株価の下落をもたらしていることが明らかになった。財務パフォーマンスについては、資金調達後の資本利益率が低下しており、株価の反応と整合的な結果となっている。</p> <p>第5章では、事例研究として丸紅、東芝、NECを取り上げ、各事例について資金調達と調達資金の用途や財務パフォーマンスの推移が詳細に分析されている。丸紅は格付けの低下を回避するため資本性をもつ劣後ローンを選択し、安定的な資金調達環境を維持した。NECも資本性をもつ劣後ローンによる調達資金を行い、既存の有利子負債を返済することで財務の健全性を高め、事業ポートフォリオの再構築を実現した。一方、東芝は手元資金の拡充につながったものの、明確な資金用途があったとは考えにくい。NECの財務指標は改善し、丸紅の財務指標は低下していない反面、東芝の財務指標は悪化している。これらの事例は、劣後ローンや劣後債による資金調達の評価には、資金調達方法だけでなく、資金用途 (キャッシュアロケーション) が重要であることを示唆している。</p> <p>第6章では、本論文のまとめと今後の展望が述べられている。</p>			

(論文審査の結果の要旨)

本論文は、日本の事業法人による劣後債・劣後ローンによる資金調達を研究対象とし、企業の株価と財務パフォーマンスに与える影響に関する実証分析と代表的な事例を分析した研究成果をまとめたものである。論文でも述べられているが、財務データが利用可能な事業法人による劣後デットの件数は100件程度と少なく、近年の現象でもあるため、日本の資本市場における実証研究は行われていない。本研究は、この分野における最初の実証研究といえる。論文の第3章と第4章は、査読付きの学会報告集に発表されたものである。以下、本論文の意義を述べる。

日本の事業法人による劣後債と劣後ローンを用いた資金調達は、2006年のイオンによる劣後債が最初の案件である。それ以降、日本銀行による異次元金融政策や新型コロナウイルスの影響もあり、実施件数は増加している。一方、利用可能なデータが少ないこともあり、日本企業を対象とした実証研究は報告されておらず、学術的な知見の蓄積は進んでいない。本研究は、日本市場を対象として、劣後債や劣後ローンという新たな資金調達手法を定量的に分析した最初の研究であり、新規性の観点から評価することができる。また、研究を実施するに際して構築されたデータセットにも学術的な価値があるといえる。

実証研究のデザインと結果についても評価できる。本論文では、実証ファイナンスで用いられるイベントスタディの方法を用いて、短期的な株式市場の反応を検証している。また、プロペンシティ・マッチングとDID (Difference in difference) の手法を用いて、中期的な財務指標の変化を分析している。双方の結果を統合することで、短期的な株価の反応と中期的な財務指標の動向の整合性や相違を分析することができる。実際の検証結果においても、短期的な株価は下落する傾向にあること、中期的な資本利益率は低下することが示されている。短期的な株式市場の反応が中期的な財務指標の低下を適切に反映した可能性が示されていることは説得的であり、二つの手法を用いたデザインの成果であるといえる。また、サンプルを分類し、公募と私募で差があること、資金使途（事業再生と買収）で差があることなどを示していることも興味深い。

異なる資金使途を目的として劣後デットファイナンスを行った事例研究にも意義があると考えられる。実証分析から得られる平均的な結果だけでは、企業のファイナンスの背景や資金使途を十分に理解することができない。本論文では、異なる資金使途を目的とした三社の事例を詳細に分析することで、劣後債や劣後ローンによるファイナンスが事業や財務的な観点から成果に結び付くパターンを提示しようとしている。市場の環境が劣後デットファイナンスにとって好ましい時期であっても、明確な事業戦略と結び付かないファイナンスは、財務的なパフォーマンスに結び付かないというのが、事例研究のメッセージである。MMの無関連命題が前提とする完全競争と異なる状態（異次元緩和やコロナ禍の状況）では、資金調達と事業戦略の関係性が重要であることを示唆したことは、学術的にも実務的にも意義があると考えられる。

本論文にも課題はある。まず、イベントの数が必ずしも多くないため、結果の頑健性が十分に示されているとはいえない。また、本論文は劣後デットファイナンスに対する株式市場の反応を検証しているが、社債市場やクレジット市場におけるスプレッド等の反応を調べることも必要である。例えば、私募形式で発行された劣後デットは、公募と比較して流動性が低いと考えられるため、公募と私募の形態の相違が、信用リスクにどのように反映されているかを確認することなどは、興味深いといえる。

しかしながら、これらの課題は、著者が今後の研究において取り組むべきものであり、博士論文としての評価を著しく低下させるものではない。よって、本論文は博士（経営科学）の学位論文として価値あるものと認められる。また、令和4年2月13日、3名の審査委員が論文内容とそれに関連した事項について試問を行った結果、合格と認めた。