

氏 名	あ まん ひろ ゆき 阿 萬 弘 行
学位(専攻分野)	博 士 (経 済 学)
学位記番号	経 博 第 133 号
学位授与の日付	平 成 14 年 5 月 23 日
学位授与の要件	学 位 規 則 第 4 条 第 1 項 該 当
研究科・専攻	経 済 学 研 究 科 経 済 シ ス テ ム 分 析 専 攻
学位論文題目	日 本 の 企 業 金 融 と コ ー ポ レ ー ト ガ バ ナ ン ス

論文調査委員 (主 査)  
教 授 古 川 顯 教 授 小 佐 野 広 助 教 授 島 本 哲 朗

### 論 文 内 容 の 要 旨

本論文は、日本の企業金融とそれに付随するコーポレートガバナンス構造に関する実証分析を目的としている。とくに、一貫して株式市場に焦点を合わせて分析を行っている。各章の内容を要約すれば、以下の通りである。

まず第1章では、論文の目的と背景を概観する。一般に、企業は投資のための資金を外部投資家からの資金提供に求める。このとき、企業の主たる意思決定主体である経営者と外部投資家の利益が相違する場合が少なくない。「所有と経営の分離」として、この株主と経営者間の利益相反問題を指摘した画期的論文が Berle and Means (1932) である。

この論文以来、さまざまな形で、企業金融におけるガバナンスの問題が盛んに議論されてきた。Berle and Means (1932) が指摘した最も古典的な株主—経営者間の規律付けが、狭義のコーポレートガバナンスの問題である。さらに、より広義のコーポレートガバナンスとして、債権者等の資金提供主体をも含んだより広い関係もありうる。本論文では、一貫した視点として、ガバナンスを資金提供者と経営者の関係として把握する。すなわち、株主または債権者からの資金提供を受けた経営陣を、資金提供主体の利益に沿う方向へと促進する仕組みが、本論文が対象とするコーポレートガバナンスの問題である。

これまで、日本の企業金融構造は、大きく銀行借入に依存してきた。とくに、メインバンクと呼ばれる主力取引銀行が融資額の数量的大きさや多面的取引関係を通じて、日本の企業金融において最も大きな位置を占めてきた。それゆえ、必然的に、ガバナンスの主体としてのメインバンクの存在が強調されてきた。しかし、銀行主体の間接金融から資本市場を中心とした直接金融への趨勢の流れの中で、1990年代初頭以降急速に進んだ銀行の地位の後退や株式相互持合いの解消、一連の株式市場改革などは、企業経営のあり方について株主利益を無視できない方向へと促している。

それにもかかわらず、これまで相対的に見て、日本の株式市場からの企業金融・ガバナンスの実証分析は未開拓な分野である。そこで本論文では、一部に銀行に関する先行研究の成果を活用しながらも、株式市場に重点を置いて日本の企業金融とコーポレートガバナンスに関する実証研究を行っている。したがって、本研究は、経済学研究での空白部分を埋めるといふ学術的意義を持つと同時に、実際の経済状況の変化を背景とした現実的意味合いを持っている。

第2章「株式市場と経営者報酬」では、最も古典的かつ基礎的なガバナンスの問題である「株式市場からの経営陣に対する規律付け」の手段として、経営者報酬をテーマとしている。とくに、企業の経営陣に対する現金報酬の決定について、株式市場の評価機能に着目して実証分析を行っている。近年、企業の意志決定の主体である経営者に対して効率的な経営を行わせるための仕組みとして、報酬システムによるインセンティブ付与が重要性を増しつつあり、とくに、株主利益の重視という経営姿勢の方向性は、従来の会計利益による評価に加えて、業績評価基準としての株式市場の重要性を高めている。この章では、こうした現実を踏まえて、株価が経営者報酬の決定にあたってどのように利用されているかを計量的に明らかにする。主な推定結果として、第一に、80年代を対象とした先行研究の結果と異なり、1998年度の直近データでは、役員賞与の決定に株価指標が用いられていることが示された。第二に、市況の影響については、業種別市場収益率が、株価を業績指

標とする場合のベンチマークとして見なされている可能性が示唆された。第三に、当該株式の変動が小さいという意味で、株価の業績指標としての信頼性の高い企業では役員賞与が株価指標と大きく連動していることが明らかにされた。

第3章「ストックオプションと株式所有権構造」では、より直接的かつ明示的な株価連動型報酬体系であるストックオプションを分析している。対象とするガバナンスの構造は、株主—経営者関係に債権者が加わる。具体的には、ストックオプション制度と株式所有構造の関係について、日本企業を対象として実証的に分析する。1997年の本格的なストックオプション解禁以来、この制度を採用する企業は増え続けている。しかし、学術的な分野において、同制度の経済学的研究を行っているものは極めて少ない。とりわけストックオプションが株主利益の実現を主目的とする以上、株主構成が与える影響について分析することが主要なテーマである。すべての株主は同一の利害を共有しているわけではなく、実際の株主構成を見ればグループ間の利害の不一致が一般的現象である。本章が目にするのは、株式を保有しつつも、債権保有によって一般の株主とは異質な利害関係をもつ金融機関、そしてストックオプションと類似の機能をもつ予想される役員持株である。

この章での注目すべき実証結果は次の2つである。第一は、金融機関持株比率の上昇がストックオプション依存度を低下させることである。これは、金融機関の債権者としての利害が反映された結果と解釈できる。第二は、役員持株比率の上昇はストックオプション依存度を低下させることである。このことは、役員持株とストックオプションのガバナンス手段としての代替関係を意味する。

第4章では、企業の資金調達行動に視点を移して企業金融とガバナンスの関係を分析する。本論文は、株式市場の分析を主眼としているから、新株発行の中でも90年代を通じて一貫して大きなウエイトを占めてきた第三者割当増資を取り上げ、それに対する株式市場の反応を実証的に分析する。とりわけ、割当を引き受ける企業の数と銀行による割当引受を分析の中心とする。この研究によって2つのテーマを検討する。第一は、第三者割当の顕著な特徴である業務提携・支援の実効性についてである。第三者割当では資金調達目的に加えて、資本提携を通じた業務提携・支援機能が期待される。引受企業数は、各企業が提携・支援を実効あるものにするためのインセンティブに影響を与える。第二は、従来、日本の企業金融・ガバナンスにおける議論で中心的な位置を占めてきた銀行の役割である。資金調達の多くを銀行借入に依存してきた日本企業にとって、とくに財務危機が生じた場合には銀行が主導的な役割を果たしてきた。この章では、イベントスタディの手法を用いて、第三者割当に対する市場の反応を分析し、経営悪化時における銀行の役割を明らかにする。

イベントスタディによる本章の分析結果から、次の2つの相関関係が支持された。第一は第三者割当での引受企業数の増加は、株価を相対的に下落させることである。これは、企業数増加による各引受企業の追加的支援・提携のインセンティブ低下の効果が大きいと考えられる。第二は、銀行による割当引受は株価を下落させることである。これによって、銀行による資金支援に増して、銀行が支援に乗り出すことによる経営悪化を顕示する効果が大きいことが確認された。

最後に第5章では、今後の展望として、企業金融とコーポレートガバナンスの関係について、重要ではあるが本論文では取り扱わなかった課題についてまとめている。

## 論文審査の結果の要旨

本論文は、日本の企業金融とコーポレートガバナンスの関係について実証分析を行ったまことに意欲的な研究である。日本の場合、企業金融とそれに付随するコーポレートガバナンス構造に関する研究は、これまで理論的な分析が中心であり、実証的な分析は極めて少なかった。また、その実証分析も、従来はほとんど銀行（メインバンク）を中心としたものであった。これに対し本論文は、銀行主体の間接金融から資本市場を中心とした直接金融へのシフト、ストックオプションの導入や取締役会改革、時価会計導入など、株主重視の経営という現実的背景を踏まえ、株式市場による企業金融とガバナンスの関係に焦点をあて計量経済学的な分析を展開している。

日本のコーポレートガバナンスを一貫して株式市場との関連から実証的に解明した本論文の意義は非常に大きい。本論文のガバナンス構造に関する体系的な分析のなかで、とりわけ注目に値する業績は以下の5つである。

第一に、本論文の第2章では、最も古典的で基礎的なガバナンスの問題である「株式市場の規律付け」の手段として、企業の経営陣に対する経営者報酬の決定メカニズムを取り扱っているが、業績評価基準としての株価水準が経営者報酬の決定に大きな影響を及ぼしている点を実証的に明らかにしていることである。これは、経営者報酬に関する先行研究が、もっぱ

ら種々の会計指標と経営者報酬の関係を中心に分析してきたことを考えると極めて独創的であると考えられる。

第二に、第3章では、直接的かつ明示的な株価連動型報酬体系であるストックオプション報酬についての実証分析を行い、金融機関の持株比率が高い企業では、ストックオプション運用に消極的であることや、役員持株がストックオプションと一定の代替関係をもっているなどの興味深いファインディングを得ていることである。こうしたストックオプションに関する実証分析は少なくとも日本では皆無に近く、先駆的で極めて貴重な貢献である。

第三に、第2章および第3章では、単なる実証分析にとどまることなく、実証分析の前段階としてモラルハザード・タイプの契約理論を用いて、経営者と資金提供主体の利害不一致という基礎的な枠組みを明快に分析していることである。これらの理論モデルは、後に続く実証分析の準備以上の独創的な価値を持っていると考えられる。

第四に、第4章では、企業の資金調達において大きなウェイトを占めつつある第三者割当増資に焦点を当て、いわゆるイベントスタディの分析手法を用いて第三者割当増資に対する株式市場の反応を分析し、第三者割当増資の特徴である業務提携・支援の実効性の問題や、従来の日本の企業金融・ガバナンスの主体であったメインバンクの役割を再検討していることである。こうしたイベントスタディに基づく第三者割当増資の分析は、内外ともに本論文をもって嚆矢とする。

第五に、本論文では、実証分析に際して企業の財務データおよび株価関連データを総合して計量分析を行っているが、企業金融やコーポレートガバナンスに関する先行研究において、本論文に用いられているようなデータを用いた実証分析は皆無に近いことである。ストックオプションにせよ、第三者割当増資にせよ、本論文で採用されたデータは、公刊された既存のデータファイルからダウンロードしたような、ありきたりのものではなく、著者がさまざまな資料から非常に苦心して蒐集したデータである。例えば、本論文のストック報酬の分析においては、日本経済新聞の企業財務欄に「適時開示」原則に従って随時掲載されるストックオプション制度の導入を公表した企業名を知るために、日本経済新聞全文記事データベースを検索し、制度解禁の1997年から現時点のデータベースがカバーしている1999年12月までにヒットした企業を拾い上げ、その上で、ストックオプションの具体的な制度運用に関しては、その企業の有価証券報告書をいちいち調べるという方法を採用している。本論文の最大のメリットは、ある意味では、このように苦労して集めた資料を用いて実証分析を行ったところにあり、この点で、他の追随を許さないユニークな貢献となっている。

以上のように、本論文は独創性に満ちた斬新な研究であることは間違いないが、もちろん本論文にも問題が残されている。

問題の第一は、第2章の経営者報酬の決定メカニズムの分析における理論モデルにおいて、株価指標と会計指標が同一の努力水準を反映するものとして単純化している点である。しかし、実際の株価指標と会計指標の大きな違いとして、株価が企業の長期的業績見込みを表し、会計指標がその期の業績のみを示すという違いがあることを考慮するとき、こうした相違点をモデルに導入し、さらにそれを実証分析によって検証することができれば望ましい。

第二は、本論文のストックオプションに関する分析では、既にストックオプションを導入した企業のみを対象としている点である。企業の意思決定としては、ストックオプションを導入すべきか否かの決定と、それを導入した後の運用方法に関する決定の2つがあるが、本論文が対象とするのは後者のみであり、前者については考慮の外に置かれている。ストックオプションに関してこうした事前と事後の2段階の意思決定があるとすれば、株主構成が前者にも影響を及ぼすか否かを検討することは興味深いテーマであると思われる。

本論文には以上のような若干の問題点があるものの、日本の企業金融とコーポレートガバナンスの領域における、オリジナリティに富んだまさに第一級の研究として高く評価できる。よって、本論文は博士（経済学）の学位論文として価値あるものと認められる。なお、平成14年3月26日、論文内容とそれに関する試問を行った結果、合格と認めた。