

氏名	おかむらひでお 岡村秀夫
学位(専攻分野)	博士(経済学)
学位記番号	経博第139号
学位授与の日付	平成14年7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	経済学研究科現代経済学専攻
学位論文題目	Capital Markets and Corporate Finance (資本市場と企業金融)

論文調査委員 (主査) 教授 橋木俊詔 教授 古川 顯 助教授 島本哲朗

論文内容の要旨

本論文は、転換期を迎えた日本の金融システムにおける資本市場と企業金融に関する分析を目的としている。特に、資本市場との関連に焦点をあてて、企業金融、コーポレートガバナンス、銀行、証券会社を分析していることが特徴である。各章の内容を要約すると、以下の通りである。

Chapter 1 “Introduction” では、論文の目的、背景、概要を述べている。従来の日本の金融システムは銀行中心に形成されており、企業金融・コーポレートガバナンスの問題は企業と銀行の関係から論じられることが多かった。近年、銀行の金融仲介能力が低下する一方、金融自由化・国際化の流れの中で企業の資金調達手段は多様化し、日本の金融システムにおいて資本市場が果たすべき役割は増大している。しかしながら、資本市場との関連から日本の企業金融・コーポレートガバナンスを扱った研究の蓄積は未だ十分ではなく、また証券会社・ベンチャーキャピタルなど資本市場に関連する金融機関を研究対象として取り上げた例は少ない。

したがって、本論文は、銀行経営のガバナンス、証券会社の引受機能、新規公開、自己株式取得、社債市場と企業金融など、日本の金融システムに関する現代的・実務的課題に取り組んだ意義だけでなく、経済学研究における未開拓の分野を埋めるといった学術的意義を持っている。

Chapter 2 “Governance structure of banks and their business performance” では、銀行のコーポレートガバナンスについて実証分析を行っている。従来、日本の企業金融・コーポレートガバナンスで中核的役割を果たしていた銀行だが、いわゆるバブル経済の崩壊後、銀行自身の経営が問題視されている。本章では、非金融業と異なる銀行業の特殊性として負債の大半が預金であることを考慮し、銀行経営のガバナンスにおける株主・株式市場の役割に注目した点の特徴である。主要銀行の経営効率性とガバナンス構造に関して1980年代から90年代半ばまでのパネルデータを用いて推定を行った結果、株主による銀行経営のコントロールの有効性は支持されるものの、機関投資家の代表格である生保はサイレントパートナーに過ぎないことが示された。加えて、労働分配率が高いほど効率性は低いことも明らかになり、銀行業において効率賃金仮説が必ずしも成立していないことが示唆された。次いで、株式持合の影響を考慮して株式の資本コストを推計したところ、1980年代後半以降全般的に減少傾向であると同時に銀行間での格差は拡大していることが明らかになり、経営力格差に応じた評価を株式市場が行っていることが示唆された。

Chapter 3 “Governance structure and management efficiency of Japanese major banks” では、銀行の経営問題が注目を集めた1990年代における主要銀行のガバナンス構造と経営効率性・労働分配率の関係を、株主のタイプに注目して実証分析している。主要な結論としては、第一に、多くが持合相手と考えられる一般法人株主が持株比率を減少させる一方、外国人株主の持株比率が上昇していることが示された。第二に、都市銀行において、金融機関株主、一般法人株主、外国人株主、いずれもが経営効率性を高める方向で影響を与えていることが明らかになった。第三に、都市銀行において、一般法人株主、外国人株主、個人株主、いずれも労働分配率を低下させる方向で影響を与えており、いわゆる「新古典派型企業」としての

性格を強めていることが示された。

Chapter 4 “Ownership structure pre-and post-IPOs and the operating performance of JASDAQ companies”では、1995-96年の新規店頭公開企業を対象に、公開前後でのガバナンス構造の変化、業績の変化、ならびに両者の関係を実証分析している。なかでも、新規公開によるガバナンス構造の大きな変化、さらに銀行・ベンチャーキャピタルの影響に注目した点が特徴である。主要な結論としては、第一に、公開後に銀行が持株比率を増加させる一方でベンチャーキャピタルが持株比率を低下させること、そして、公開後に業績は悪化することが示された。第二に、公開後の筆頭株主持株比率、ならびに公開前後での筆頭株主持株比率減少幅が業績に与える影響から、新規店頭公開企業におけるオーナー経営者の重要性が示唆された。第三に、公開後、10大株主持株比率が高い企業、そしてベンチャーキャピタルが株式を保有している企業ほど業績が良いことが明らかになった。この結果は、新規店頭公開企業のガバナンスにおいて、株式所有の集中が有効なだけでなく、アメリカに引き続き日本においてもベンチャーキャピタルの重要性を示したと考えられる。

Chapter 5 “Securities companies’ underwriting functions : determinants of the discount rate in IPO pricing”では、新規公開株の公開価格決定時のデータを用いて証券会社の引受行動を実証分析している。特に、新規公開株に関しては流通市場での価格情報が利用できないため、証券会社の審査能力・引受機能がきわめて重要となる点に着目している。また、サンプルには、新規公開株の一部が投資家の入札に付され、入札結果をもとに証券会社が公開価格を決定していた時期（1992-1997年）の銘柄を用いていることも指摘しておきたい。主要な結論としては、証券会社は引受リスクや入札情報に応じて、入札結果からのディスカウント率を調整する形で公開価格を決定していたことが示されている。

Chapter 6 “The effects of stock repurchase”では、1994年の商法改正以降、自己株式取得規制が大幅に緩和されたことをふまえ、企業の財務政策における自己株式取得の効果を整理・分析している。主要な結論として、自己株式取得が経済効果（情報伝達効果）を果たすのは、企業間で既存の投資価値の差が小さいケース、追加投資の収益性が高いケース、投資家が要求する請求権の比率が比較的小さいケースであることが示された。また、経営者が自社株買い戻しに応募できないこと、経営者が自社株を保有していること、報酬が株価に連動していることも、自己株式取得が経済効果をもたらす上で重要となる。

Chapter 7 “Reforms of the corporate bond market and the debt structure of Japanese firms”では、社債市場改革の推移を整理した上で、1997-2000年のパネルデータを用いて企業の資金調達コストと負債構成の関係を実証分析している。主要な結論として、第一に、長期負債に占める社債比率が上昇すると有利子負債利率が低下することが示された。この結果は、社債という代替的資金調達手段が企業側の交渉力を強くし、資金調達コストを低下させる可能性を示唆している。第二に、金融機関持株比率が高いほど有利子負債利率は上昇し、株式持合などによる金融機関との結びつきが強いほど資金調達コストを押し上げていることが示された。本章の分析から、資本市場の整備によって、低コストの資金調達を可能とした直接的効果のみならず、資金調達手段の多様化による間接的効果が存在する可能性が確認された。

論文審査の結果の要旨

本論文は、わが国における資本市場と企業金融に関する経済分析を、理論と実証の面から行なったものである。特に、資本市場とコーポレート・ガバナンスの関係については、わが国において研究蓄積が少なく、これらを知ることがわが国の企業金融にとって重要であることを考慮すれば、本論文は非常に貢献度の高いものといえる。分析は個票データを基本として用い、かつ厳格な計量経済学的手法を用いているので、分析結果に関する信頼性は高いといえる。

本論文の学術的価値については次のように要約されよう。

第一に、従来の企業金融論が銀行貸出の効果に注目していたのに対して、本論文は株式や社債に注目して、それらが企業行動や企業業績にどのような効果があるかを分析した点にある。すなわち、これらの資金調達方法がコーポレート・ガバナンスとしてどれだけ評価できるかを、具体的に数量分析の成果として提出した点にある。

第二に、株式や社債といった資本市場における資金調達方式が、わが国においてどのような制度的な特色をもち、そのような特色がどのような効果があったかを分析している点にある。特に、わが国に特有な株式持合がどのような効果をもたらしているかを厳密に分析している点にある。

第三に、わが国の資本市場はアメリカに比較して未発達であるが、どの点が未発達であることを明らかにした上で、なぜそ

のような状態にあるかを分析している。例えば、IPO、自社株取得、新規店頭公開株市場、等々、これから発展しそうな資本市場にまつわる諸問題について、数量的な分析を加えるとともに、どこに問題があるかを的確に指摘している点がある。特にこれらの制度をいかに発展させるかの政策を議論する時に、本論文によって得られた分析結果は資料として大いに役立つものである。

第四に、本論文の価値は、用いられたデータの豊富さと、個票としての情報力の正確さ、そして用いられる統計手法の厳格さと高度さによって、非常に信頼性の高い研究成果になっている点にある。特に、資本市場がやっとわが国において定着しつつある現在において、これだけの豊富な資料を用いて、しかも的確な分析を行ったことは、わが国の学界のみならず実業の世界の人にも役立つ業績である。

第五に、銀行のみならず、生保会社、証券会社、信託銀行のように、さほど分析のなされていなかった金融機関を、銀行との比較において分析した点が興味深い。

このような理由によって、本論文は学問的に価値の高いものであるが、二～三の問題点も指摘できる。

第一に、論文の目的がアカデミックな分析に主眼があるので、得られた成果を基礎にして、資本市場の改革を実際にどのように行なうべきかに関して、記述がさほどない点である。

第二に、個々の章が別個の独立した研究論文から成立しているので、わが国の資本市場を全体としてどのように把握するかに関して、著者の思想が明確になっておらず、その点やや不十分である。さらに、従来わが国で主流であった銀行貸出による資金調達方法と、株式や社債による調達方法の相違を、もう少し企業金融論全体の視点から考察・分析すればそれらの認識も明確になったと思われる。

第三に、資本市場の分析に関して最先端の分析を行なっているアメリカの学界における研究業績に関する言及にやや不足がみられる。アメリカの研究成果を真似すべきではないが、最先端の研究成果との比較も必要であったと思われる。

本論文はこのように若干の問題点もあるが、資本市場と企業金融の分野において、独創性に富んだ質の高い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る。なお、平成14年5月30日、論文内容とそれに関する試問を行なった結果、合格と認めた。