

富田信太郎君 博士（商学）学位請求論文審査報告  
論文題名『上場企業の資金調達行動と銀行の役割』

1. 論文の構成と概要

本論文は、上場企業の資金調達とりわけ負債による資金調達において銀行がどのような役割を果たしているかという問題を、主として「情報の非対称性」の視点から、理論的かつ実証的に考察したものである。具体的には、以下のような構成になっている。

第1章 序論

第2章 情報の非対称性と銀行借入：企業の負債構成に与える影響の分析

第3章 企業の負債構成と負債の再交渉

第4章 目標負債比率への調整と銀行借入：部分調整モデルを用いた分析

第5章 証券発行における銀行の利益相反：引受業者のモラルハザードと証券の発行コスト

第6章 銀行系証券会社による引受が社債の発行価格に与える影響

第7章 銀行系証券会社による引受が社債の引受手数料に与える影響

第8章 結論

このうち、第1章は以下の各章の問題意識と概要を述べたものであり、第8章は各章の分析結果をまとめた結論である。したがって、本論文は、第2章から第7章までの6つの研究から実質的に構成されている。第3章と第5章は、著者独自の理論モデルを用いた分析であり、残りの4つの章は実証分析である。以下、これら6つの研究の内容を概説していく。

企業の資金調達手段のうち、本論文で取り上げるのは銀行借入と社債の2つである。ファイナンスの分野で負債構成と呼ばれている研究領域である。あらかじめ断っておくが、著者のいう銀行借入とは純粋に銀行からの借入を指すが、実証に際してはより範囲の広い「借入金」が使われている。また、著者のいう社債とは公募社債のことであるが、データ上は私募社債も含まれている。こうした扱いは、本来望ましいことではないが、データの制約があるため、やむを得ないことである。

さて、同じ負債金融でも、社債は不特定多数の投資家を相手に市場を通して資金が調達されるのに対して、銀行借入は銀行という特定の相手との相対交渉により調達される。いずれの場合も、資金提供者（債権者）の立場からすると、企業の返済能力や返済努力に関する情報が彼らの意思決定にとって重要な意味をもつ。ところが、一般に、資金提供者は企業自身と比べてこの種の情報を正確に有していないので、少なくともスタートの段階では、両者の間に情報の非対称性が存在する。

この非対称性に対して、銀行は、審査や監視といった情報生産活動により自力でそれを解消ないし軽減することができる。一方、社債の買い手である不特定多数の投資家は、いわゆるフリーライダー問題があるため、自力で非対称性を解消しようという動機に乏しい。格付け情報を利用することはできるが、一般に、銀行が生産した情報ほど正確ではない。そのため、企業との間の情報の非対称性は、資金提供者が銀行なのか一般投資家なのかで異なってくる。それがどの程度異なっているかが企業による銀行借入と社債の選択に重要な影響を及ぼすであろうことは、容易に予想される。

そこで、第 2 章では、この予想を裏付けるために、企業ごとに情報の非対称性の程度を測定し、その大きさと負債構成の関係を明らかにする。ここでは、投資家間の情報格差が株式市場の流動性に反映されることを示したマーケット・マイクロストラクチャー分野の研究成果に基づき、銀行と一般投資家間の情報格差を表す代理指標として、株式市場の流動性指標を採用する。その結果、情報格差の大きい企業ほど、銀行借入への依存度が高いという事実が明らかにされる。

第 3 章では、銀行借入と社債の最適な組合せに関する決定理論を展開している。銀行借入と社債の差異は、債権者による情報生産の程度のほかに、債権者との再交渉の容易さに関してもみられる。一般に、企業が倒産の危機に直面すると、返済計画の見直しに関する再交渉が試みられる。債権者としては、企業が倒産して貸倒損失を被るより、再交渉により（たとえば）利子支払額の減免に応じた方が、結果的に得策となる可能性があるからである。よく知られているように、同じ負債でも、銀行借入の場合、この再交渉は比較的容易に行われるが、社債の場合、社債権者が不特定多数にわたるため、再交渉はほとんど不可能である。本章では、銀行借入と社債の差異として、利子支払額の減免に関する再交渉が可能かどうかという点と、債権者が情報生産を行うかどうかという点の 2 つを仮定して、最適な資本構成（負債と自己資本の組合せ）と負債構成（銀行借入と社債の組合せ）を同時に決定する理論モデルを構築している。

第 4 章では、近年注目されている資本構成の部分調整モデルをわが国の企業に適用して推計している。企業価値を最大にするという意味で最適な負債比率が仮に決定されたとしても、企業はその目標負債比率に向けてただちに資本構成を調整しているわけではなく、実際には数年のラグが観察されている。これを説明しようとするのが資本構成の部分調整モデルである。著者はこのモデルを用いて、目標負債比率の決定要因や調整速度を推計するだけでなく、負債の調整方法を分析している。すなわち、目標負債比率に向けて負債を調整する場合、社債の発行・償還によりそれを行うのか、それとも銀行借入の増減によりそれを行うのかを調べている。分析の結果、調整方法は企業の規模により異なり、大企業が社債と銀行借入を併用して負債比率を調整しているのに対して、相対的に規模の小さい上場企業は銀行借入を主要な調整手段として用いていることが明らかにされる。

第 5 章から第 7 章までの 3 つの研究は、企業が社債を発行する際に銀行系証券会社が引受主幹事を務めることの経済的意味について考察している。3 つの章はセットになっており、第 5 章で理論モデルが展開され、第 6 章と第 7 章で実証分析が展開される。ここで銀行系証券会社に着目した理由は 2 つある。銀行系証券会社は、グループ内の銀行（以下、系列銀行）による情報生産活動のおかげで、引受業務に必要な発行企業情報をより少ないコストでより正確に入手できる可能性がある。そのことを知っている投資家は、銀行系証券会社の引き受ける社債の質を高く評価するかもしれない。これを「質の保証効果」とよぶ。その一方で、銀行系証券会社は、（貸出債権が回収困難となったときに情報劣位の投資家に社債を購入させて資金を回収するという）系列銀行の「利益相反」行為に加担する可能性もある。そのことを知っている投資家は、銀行系証券会社の引き受ける社債を割り引いて評価するかもしれない。それでは、どちらの効果の方が強いのだろうか。第 5 章では、評判効果に関する完全ベイジアン均衡モデルを展開し、質の保証効果が利益相反誘因を抑える形で均衡が成立しうることを理論的に示している。

第 6 章では、前章の結果を踏まえ、質の保証効果と利益相反誘因効果のどちらがより強いかを実証的に調べている。具体的には、銀行系証券会社による引受が、その他証券会社による引受と比べて、社債スプレッドを低下させるのか（＝質の保証効果の方が強いのか）、それとも上昇させるのか（＝利益相反誘因効果の方が強いのか）を、社債の特性別に分析している。それによると、銀行系証券会社による引受は社債のスプレッドを有意に低下させており、その効果は、小規模でリスクが高く社債発行経験の乏しい企業について、より強く観察される。この結果は、銀行系証券会社による引受が質の保証効果を生むという解釈と整合的である。

第 7 章では、銀行系証券会社による社債引受が引受手数料率にどのような影響を及ぼすかを分析している。それによると、全体としてみれば、銀行系証券会社による引受は引受手数料率を低下させる傾向があるが、その効果は系列銀行が社債管理者や財務代理人を務める場合にかぎり有意に観察される。この事実に対して、著者は、系列銀行が社債管理者や財務代理人の座を獲得することの見返りとして、銀行系証券会社が引受手数料を割り引いている可能性があることを指摘する。さらに、サンプルを銀行系証券会社が筆頭主幹事を務めた場合に限定すると、系列銀行が当該企業の最大債権者であるときに引受手数料率が有意に高くなることを示している。この結果に対して、著者は潜在的な利益相反の可能性を指摘している。

## 2. 論文の評価

本論文を構成する 6 つの研究は、理論分析と実証分析のバランスが非常によく、個々の分析のオリジナリティもきわめて高い。以下、評価すべき点を章ごとにみていこう。

第 2 章では、情報の非対称性の程度を測る指標をユニークな方法で推定している。通常は、企業規模などの財務指標を非対称性の間接的指標として採用することが多い。これに対して著者は、投資家間の情報格差が株式市場の流動性に反映されるという他分野での研究成果に基づき、銀行と一般投資家間の情報格差をより直接的な指標でとらえている。情報の非対称性の程度をこうした手法で測定し、その程度が負債構成の重要な決定要因になっていることを明らかにした点は、著者独自の貢献として評価される。

第 3 章では、最適な資本構成と負債構成の同時決定メカニズムを連続時間モデルにより理論的に示している。評者の知るかぎり、2 種類の最適問題を内点解の形で同時に決定する理論モデルは、他に存在しない。また、従来の分析と異なり、このモデルでは、再交渉の形がより現実的な設定（銀行側に交渉力があり再交渉は一回限り）となっている。それにより、銀行にとって最適な利子減免額が存在することを示すのに成功している。こうした点は著者の完全なオリジナルであり、高く評価される。

第 4 章では、資本構成の部分調整モデルを推計している。この分野は比較的歴史が浅く、特にわが国のデータを用いた実証研究のストックはほとんどない。その意味で、この章の推計結果がもつ意義は小さくない。また、資本構成の部分調整モデルの推計にとどまらず、目標負債比率に向けての負債の調整方法を解明している点も評価される。企業規模の違いにより負債の調整方法が異なるという観察事実は、もしそれが企業の主体的選択の結果であるなら、負債構成理論の分野に新たな研究課題を提供するものである。

第 5 章では、銀行が（グループ内の証券会社を通して）引受業務も同時に営む場合に問題となる利益相反の可能性が、企業の証券発行コストにどのような影響を及ぼすかを、理論的に考察している。評判効果に関する完全ベイジアン均衡モデルに依拠したこのアプローチ自体は、すでに他の文献でも似たような形で採用されており、特に目新しいものではない。しかし、引き受ける証券の質を保証することで長期的に形成される評判の効果が、短期的な利益をもくろんだ利益相反行為を防ぐ可能性があることを、より厳密な形で示すことができた点は、著者独自の貢献であり、高く評価される。また、利益相反の可能性が発行価格の低下（＝スプレッドの上昇）や引受手数料率の上昇といった形で発行コストを高める効果をもつという帰結は、この後の 2 つの実証分析の理論仮説となっており、理論・実証間の連携と一貫性はみごとである。著者の研究者としてのセンスのよさが伺える。

第 6 章では、銀行系証券会社による社債の引受がスプレッドに及ぼす効果を計測している。そして、銀行系証券会社による引受は質の保証効果を生むという解釈と整合的な結果を得ている。これは、利益相反誘因効果の優位性を指摘する先行研究とは逆の結果であり、非常に興味深い。結果の逆転がなぜ起きたのかはさらに検討する必要があるが、より最近の期間を分析対象としただけに、銀行・証券会社間の情報共有のあり方論議に重要な一石を投じるものである。

第 7 章では、銀行系証券会社による社債の引受が引受手数料率に及ぼす効果を計測している。そして、全体としてみれば、銀行系証券会社による引受は引受手数料率を低下させるという結果を得ている。これ自体は質の保証効果の存在をうかがわせるものであり、前章の結果と整合的である。しかし、著者は話をそれで終わりにせず、系列銀行の当該企業との関係や立場が上述の結果に及ぼす効果まで掘り下げて分析している。そして、影響力の強さを武器にした利益相反の可能性がみられるなど、じつに興味深い結果を得ている。これは、社債の引受に関する従来の分析枠組みにまったく新しい視点を提供するものであり、発展可能性の非常に高い研究である。

以上、本論文の 6 つの研究に対して評価すべき点を述べてきたが、もちろん問題点もないわけではない。たとえば、第 2 章の実証分析で採用された「情報の非対称性」の程度を測るメソッドであるが、株式市場の流動性に影響に及ぼす情報と、資金調達企業に関する情報の非対称性という場合の情報とは、本来別物のはずである。その意味でこのメソッドは考え方にやや難があるといわざるを得ない。また、第 4 章の実証分析の結果、負債の調整方法が企業規模により異なるという点は明らかになったものの、ではなぜそうなったのかという分析には物足りなさを感じる。また、第 7 章の実証結果に対する頑健性も、その主張の学術的価値が高いだけに、今後ぜひとも確認してもらいたい点である。

先行研究の渉猟の仕方がやや不十分である点も否めない。各章で取り上げた研究テーマに関連した先行研究はたくさん存在するが、それらを体系的に整理して紹介・検討することはせず、自身の研究に直接関係のあるものだけを取り上げている。また、先行研究との違いを明確にして自身の研究の独自性を強調するという作業も、やや不十分である。今後一流ジャーナルへの掲載を目指すためには、不可欠な作業といえよう。

最後に、本論文に収められている研究の大半は、理論的関心からスタートしたものである。つまり、最初に理論ありきで、理論的に予想されたことが現実に成り立っているかどうかを実証的に確認するというスタイルがとられている（第 4 章は若干異なる）。そうすることの意義を否定するつもりはないし、若い研究者にはそうした訓練も必要である。しかし、応用経済学としてのファイナンスを専攻している以上、理論は現実を解明するためである。今後は、未解明の現実問題を解明するために理論仮説を構築し、その妥当性を検証するというスタイルも心掛けてもらいたい。

### 3. 結論

こうした問題点は存在するものの、これらは著者の力量をもってすれば今後十分に解決可能なものであり、本論文のもつ高い学術的価値を損なうものではない。以上の理由により、富田信太郎君によって提出された『上場企業の資金調達行動と銀行の役割』は、同君に博士（商学）の学位を付与するにふさわしい論文であると判断する。最後に、同君には

今後積極的に海外の学会やジャーナルで発表することを心掛けてもらいたい。それに値するだけの研究をすでに行っているというのが、評者の一致した見解である。

2013年7月9日

主査 慶應義塾大学商学部教授・商学研究科委員 金子 隆

副査 慶應義塾大学商学部教授・商学研究科委員 辻 幸民

副査 慶應義塾大学商学部教授・商学研究科委員 和田賢治