

博士学位請求論文審査報告

長瀬毅

『株式公開の経済分析』

1. 論文の主題と構成

企業の株式市場への新規上場すなわち **initial public offering** は、企業の成長過程におけるランドマークであるとともに、貯蓄の社会的動員のメカニズムさらには資本主義のメカニズムの基底となる重要な現象である。しかしこの現象は最近に至るまで必ずしも十分に解明されてきたとはいえない。

長瀬論文は、日本経済における企業の株式市場への上場の中短期的インパクトを包括的に把握しようとするおそらく最初の研究である。従来でも、上場企業の株式価格の評価の問題や、ベンチャーキャピタルの機能の一環として上場行動を取り扱った研究が存在したが、包括的データベースを作成し、それに基づいて企業の経営パフォーマンス、資金調達行動、所有構造について体系的分析を行った研究は存在しない。

論文の中核的部分は4章からなる。第1章は序論的なものであり、戦後日本における株式上場にかかわる時系列データや法制度の解説に当てられている。第2章はイベントスタディの方法により、製造業 244 社の上場直後5年間のパフォーマンスの変化を分析したものであり、第3章は回帰分析により上場企業の増資行動や設備投資行動を分析したものである。最後の第4章は上場の所有構造・ガバナンス構造へのインパクトを分析している。

分析上の特徴は、第一に企業の上場行動の銀行借入行動への影響および企業・銀行関係への影響に焦点が当てられていることである。上場は日本の場合、単に創業者所有からアームズレングスの株主所有への変化を意味するだけでなく、さまざまな形で銀行からのインパクトを受け、企業・銀行関係の変化を伴う。この点に着目してメインバンク機能や借入の規律づけ機能などに関連付けた分析がなされている。第二に、製造業について1980年から2000年にかけての包括的な上場企業のデータベースが作成され分析されていることである。この作業は財務データを日経 NEEDS から、所有データを開銀データから取りマッチングするとともに、上場時点や創業時点の確定を会社四季報や個別の有価証券報告書を利用して行ったものであり、データベース構築自体がひとつの貢献となっている。もともと、第2章の主要部分が『証券経済研究』に発表されたときは産業を限定し70社程度のサンプルであったが、博士論文作成にあたって、サンプルが全製造業をカバーする244社に拡張されている。以下、各章別にその内容を要約し、研究の評価を行う。

2. 各章の概要と評価

第1章「戦後日本の株式市場と企業の株式公開」は、第2章以下の議論のために、戦後

の日本における株式上場・公開に係る制度の変遷に関する要約を行っている。また、日本企業の上場・公開行動に関する基本的な統計数字を、戦後の日本の株式市場全体の変遷の中に位置づける形で示している。

第2章「株式上場の効果の分析—イベントスタディによる統計的整理」では、主要な先行研究である Pagano et al. (1998)の方法に準拠して、サンプル企業の株式上場前後のさまざまな財務構造・経営成果・所有構造等の変化を統計的に検定している。サンプル企業 244社は、上場直後に筆頭株主が明白な事業法人であり、かつその持株比率が 25%を超える企業（「関係企業」）と、それ以外の、経営者・同族支配企業を中心とする企業（「独立系企業」）の2つのグループに分けられ、両者が対比される。具体的には、1）同一グループの上場前後の実績値、2）同一グループの上場前後の実績値と産業平均の差、3）上場前後の各期における新規上場企業と既上場企業の実績値、4）各期における関係企業と独立系企業の実績値、5）各期における関係企業と独立系企業の実績値と産業平均の差、の5種類の指標について、平均値の差の検定が行われる。検定の対象となる財務構造は6種類の負債構成指標と7種類の資産構成指標、3種類の設備投資指標と3種類の支払い金利指標で示され、経営成果は売上高成長率、労働生産性、11種類の収益性指標で示され、所有構造は金融機関持株比率等7種類の指標で示される。

統計的検定の結果、上場後に1）収益性と設備投資比率が低下すること、2）借入制約が緩和され、資金調達費用が低下すること、3）社債の発行による大規模な資金調達が行われること、4）金融機関の持株比率が上昇すること、また特に独立企業では5）株式上場によって調達された資金が手元流動性として保有され、さらに6）金融資産投資や子会社への出資が拡大すること、が確認された。これらのうち、1）と2）と6）は先行研究の結果と一致するが、3）と4）と5）は先行研究では指摘されていない本論文に独自の発見である。関係企業と独立系企業の違いについては、さらに1）独立系企業のほうが規模は小さいが利益率は高いこと、2）独立系企業のほうが負債比率と長期借入金比率および上場前の銀行借入利率が高いこと、3）関係企業では上場後に個人投資家が増え、所有構造が分散化することが明らかにされた。

以上の結果から、長瀬氏は、日本の製造業の新規上場企業は上場によって調達された資金を設備投資ではなく負債の返済や金融資産投資に用いると結論づける。また、株式上場の重要な効果として、金融機関に対する交渉力を高め、有利な条件での社債発行を可能にすることを挙げている。さらに、流動資産、特に現預金としてプールされた資金がフリーキャッシュフローとなって経営者のモラルハザードを助長する可能性を指摘する。

本章で、長瀬氏は多数の指標に関してそれぞれ5種類の検定を行い、上場企業の2つのタイプの間で株式上場の効果を詳細に比較分析しているが、分析項目が多岐にわたりすぎて結果を総合的に把握するのが困難になっていることが惜まれる。また、関係企業と独立系企業の区分が妥当かつ有意義なものであるかどうか、疑問が残る。長瀬氏は上場直後に筆頭株主が持株比率 25%以上の明白な事業法人であるものを関係企業とし、それ以外を

すべて独立企業としているが、後者には経営者・同族支配型の他にさまざまなタイプが含まれるので、経営者・同族支配会社に限定して事業法人の関係会社と比較するほうが、より有意な結果が得られた可能性がある。さらに、第1章で議論されたように、分析対象期間の後半に株式上場をめぐる制度的・経済的状況は大きく変化したが、本章の分析はそのような状況変化を考慮していない。株式上場の効果に関する時期別の考察は、今後の課題として残されている。

第3章「株式上場と企業の資金調達・設備投資構造の変化」では、資金調達構造が上場前後に有意に変化したか否かを統計的に検定したのちに、増資実施の有無を被説明変数とするプロビットモデル、および、設備投資額または設備投資比率を被説明変数とするパネル分析を行っている。いずれも、資金調達構造に関する諸変数、長瀬氏によって定義された一連の「ガバナンス変数」、企業規模（売上高）等を説明変数としている。

これらの推計では、前章で定義された独立企業および関係企業に分析対象企業を区分すると同時に、上場前と上場後にデータを分割して推計を行っている。したがって基本的な推計式はサンプルの区分に応じて全部で4タイプとなる。また、これら4タイプの推計式に、各々ガバナンス変数として、10大株主による持株比率や事業法人持ち株比率など企業の所有構造に関わる変数を導入して推計を行っている。

まず増資関数についてだが、上場前の推計では、増資確率に対して企業規模がマイナス、負債・資産比率がプラスの影響を与えている。また独立企業を対象とするサンプルで社債比率がマイナスで有意となっているが、長期借入金の係数は有意となっていない。また「ガバナンス変数」に関しては、事業法人持株比率が、関係企業を対象として推計でのみプラスで有意という結果を得ている。

一方、上場後の推計では、増資確率に対して、利益率が有意にプラス、また利子対有利子負債比率が有意にマイナスの影響を与えている。また、筆頭株主、経営者持株比率などいくつかのガバナンス変数が独立企業を対象とする推計で有意となっている。その他の資金調達構造については、頑健な結果は得られていない。ガバナンス変数の種類や、サンプル企業の分割の仕方、また推計モデルの特定化によって結果が強く影響を受けているように思われる。

これらの結果をまとめると、サンプルの分割の仕方によらず増資確率に影響を与えている要因は、上場前における企業規模と負債・資産比率、また上場後の利益率および有利子負債比率である。また独立企業の上場前の増資確率に社債比率がマイナスの影響を与えている。一方上場後のサンプルでは、利益率がプラス、有利子負債比率がマイナスの影響を増資確率に与えるという結果となっている。

次に、設備投資関数の推計では、まず上場前のサンプルでは、内部資金（当期末処分利益金+減価償却実施額-配当-賞与）が、設備投資額に強くプラスで有意の影響を与えている。ただし、設備投資比率（設備投資額÷有形固定資産）を被説明変数とする推計では、内部資金は有意でない。その他資金調達構造に関わる変数の有意性や符号は、ガバナンス

変数の選択によってさまざまな影響を受けている。また利益率は設備投資比率に有意にプラスの影響を与えている。

一方、上場後のサンプルを用いた推計結果では、内部資金および社債調達額が設備投資に有意にプラスの影響を与えている。また、設備投資比率関数で、現預金比率がプラスの影響を与えている。また、関係企業では、長期借入金が設備投資にマイナスの影響を与えている。なお、ガバナンス変数については、関係企業において法人企業持株比率がマイナス、金融機関持株比率がプラス、一方、独立系企業において10大株主持株比率がマイナスの効果をもつことが示唆されている。

以上の分析結果の整理・解釈を整合的に行うことは容易でないが、長瀬氏は、増資関数の推計結果の解釈として、独立系企業では投資機会をもちながらも資金制約に直面しており、負債構成間でのペッキングオーダー仮説が成立していると主張している。また、ガバナンス変数に関連して、大株主の存在が、増資に関しては情報の非対称性を緩和しているが、上場後は設備投資を抑制しているという興味深い解釈を行っている。上場前後における資金調達構造やガバナンス構造が、増資や設備投資の意思決定にどのような影響を与えているかは、これまでの研究でも未だ十分に解明されていない点である。この点、長瀬氏の分析は一定の知見をえており、本論文の重要な貢献部分であるといえるであろう。

ただし、以上の推計結果については、推計モデルの特定化によって影響を受ける変数が多いこと、ガバナンス変数が結果を大きく左右しているように見受けられることなど、さらに深く解明すべき点が残されている。長瀬氏も指摘しているように、利用した企業財務データでは、借入金、社債等の当期発行額・当期返済額（償還）や新規借入について捕捉できていないが、そのような制約のもとで、資金調達に関わる諸変数の構成方法について、なぜ本論文のような定義を採用したか、その場合の留意点は何かをより明確にすべきであるように思われる。また、本章の推計結果については、続く4章における利潤関数の推計結果と合わせて解釈する必要があるが、この点で長瀬氏の見解は必ずしも明確とはいえないように思われる。

第4章「新規上場企業のガバナンス構造について—上場・公開に伴う企業の規律付け主体の変化とその効果」では前2章の分析結果を受け、上場後に低下する企業パフォーマンスに対し、金融機関や外国人投資家による株式所有、および負債比率がどのような影響を与えるかを考察している。本章における長瀬氏の主たる関心は1) 金融機関や外国人株式所有によるモニタリング、2) 経営者持ち株によるエントレンチメント、3) 負債による規律付けであり、前章までと同様に、サンプルを関係企業・独立系企業、および上場前後に分けて分析を行っている。

使用総資本事業利益率を被説明変数とした線形回帰モデルにより、長瀬氏は下記の結果を得ている。1) 上場前の独立系企業利益率に対し、金融機関比率と負債比率はプラスの、経営者持ち株比率はマイナスの効果を与えている。2) 上場前の関係企業益率に対しては、所有構造・負債比率のいずれも有意な効果を与えていない。3) 上場後の独立系企業にお

ける利益率に関しては、10 大株主所有比率および外国人所有比率がプラスの効果を持つ。

4) 上場後の関係企業利益率に対しては、外国人所有比率がプラスの、負債比率がマイナスの効果を持つ。以上の結果から、長瀬氏は金融機関によるモニタリング機能に対して疑問を呈し、さらに上場後における外国人によるモニタリングが有効なガバナンスメカニズムであると結論付けている。

詳細なパネルデータを用いて日本企業の外国人所有と株式の集中が上場後利益率と正の相関があることを見出したことが本章の最大の貢献である。また、いわゆるメインバンクメカニズムの指標とみられる金融機関との融資や資本関係に関して明確な結果を見出せないことは、最近の多くの先行研究の結果と一致しており、上場行動という企業にとって重要なステップに注目しても、日本企業におけるある種のガバナンスメカニズムの有効性に関して上場後のみに注目している他の研究と同様の傾向を見出したことは大きな貢献であると評価することができる。

一方、分析手法や計量モデルには若干の課題が残されている。上場前の関係企業では多くの変数が有意となっていないが、関係企業のサンプル数が独立系企業の四分之一 (30 社) 程度しか存在せず、さらに年ダミーや産業ダミーが入り自由度が極めて小さくなっている。関係企業と独立系企業間で変数の有意性に相違が生じるのは単にサンプル数の違いによるものである可能性がある。より大きな問題としては、外国人所有比率や負債比率を外生変数とみなして分析しているが、長瀬氏本人が認めているように、企業パフォーマンスを無視して外国人投資家が投資の意思決定を行っているとは考えにくい。そのような内生性への考慮が十分になされているとは言えず、長瀬氏の導いている結論に対しては、異なる解釈が可能であることは指摘せねばならない。とはいえ、企業の上場前後に関して所有構造は金融機関との関係を詳細に記録したサンプル数を十分に確保できないのは仕方ないことであり、また、所有構造の内生性は、この分野に関する多くの研究においても問題として残されているものであり、本章において十分な配慮ができないとしてもやむを得ないこととも言える。そのような問題を認識した上で本章の結果を眺めれば、日本企業の上場行動という研究の蓄積が少ない対象に対し、企業利益率と多くの変数の間で明確な相関を確認できたことの意義は大きいと評価できる。

3. 全体的な評価

以上のように、本論文で長瀬氏は、長期間にわたる日本の新規上場企業の上場前後 11 年間のデータを丹念に収集・整理し、財務構造・所有構造・経営成果の変化に関して詳細な比較検定を行って、先行研究と比較可能な形で日本企業の株式上場の効果とインセンティブ構造を明らかにした。分析の方法は Pagano et al. (1998)などに基本的に依拠しているが、先行研究では指摘されていない多くの新たな知見を得て、その総合的な解釈を試みたことは十分な注目に値する。とりわけ、上場によって得られた資金の多くが手元流動性として

保持され、設備投資は銀行借入に依存する傾向が強いことや、上場後も特定の金融機関との関係は継続するが、そのような金融機関によるモニタリング機能が独立系企業では顕著であるのに対し、既存企業の子会社・関連会社では見られないことなどは、日本の資本市場・企業システムの今後を考えるにあたって大きな意味を持つ発見である。もちろん各章ごとに詳しく指摘したように、残された問題も少なからずある。しかしそうした限界にかかわらず、本論文全体としてはパイオニア的な研究として高く評価できる。

以上から、審査員一同は長瀬毅氏が一橋大学博士（経済学）の学位を授与されるに十分な資格を有していると判断する。

2006年6月13日

阿部修人

祝迫得夫

岡田羊祐

岡室博之

寺西重郎