



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	業界再編をもたらした法改正に伴う株価変動とコーポレート・ガバナンスの関係性について
Author(s)	松谷, 崇人; 櫻田, 譲
Citation	企業経営研究, 20, 15-29
Issue Date	2017-05-31
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/68024
Type	journal article
File Information	matsuya_sakurada.pdf



業界再編をもたらした法改正に伴う株価変動と コーポレート・ガバナンスの関係性について

北海道大学大学院経済学研究科 松谷 崇人
北海道大学大学院経済学研究科 櫻田 譲

1.はじめに

昭和 58 年に成立した「貸金業の規制に関する法律（以下「貸法」と略す）」は、本来は無効となるグレーゾーン金利(以下「灰色金利」と略す)を一定の条件下において有効とみなすと規定しているため、高利率に苦しむ債務者を放置した「貸金業者を保護する規定¹⁾」と批判された。この問題に関して貸法改正の契機となった平成 18 年 1 月 13 日の最高裁判決（以下「18 年判決」と略す）では灰色金利の法的有効性を否定し、「貸金業の規制等に関する法律等の一部を改正する法律（以下「貸改法」と略す）」の成立に繋がった。貸改法は貸金業に対する規制を大幅に強化し、貸金業者の適正化や多重債務者の減少に貢献した一方で、貸金業者やその利用者減少による市場縮小をももたらした。そこで本論文では、18 年判決とその後の貸改法公布及び施行が株式市場に与えた影響を、イベントスタディ（以下「ES」と略称する）を用いて分析した結果を基に、その反応が何によってもたらされたのかを明らかにする。

ES は投資家の反応に有意性を見出すに過ぎないため、投資判断において投資家がいかなる情報に基づいて判断を下したのかは窺い知れない。したがって投資家行動を詳細に分析するにはイベントにおける株価の変動だけではなく、投資家がいかなる財務数値に注目するかを分析する必要がある。さらにサンプルとした消費者金融企業には貸法改正後もネガティブイメージが根強く残っており²⁾、企業の信頼性低下は株価下落につながるため、その解決策としてコーポレート・ガバナンス(以下「CG」と略す)体制の強化が必要である³⁾。加えて現在のわが国企業では社外取締役の導入や委員会設置会社への移行等、CG の改革が不十分な状態とされており、企業価値と CG との関係性に関する分析が必要である⁴⁾。そこで本論文では財務数値に加え、CG に対する投資家の反応も分析する。分析では算出した株価の累積超過収益率(CAR : Cumulative Abnormal Return)を被説明変数に、企業の財務数値や CG を数値化した指標を説明変数にして回帰分析を行う。

2.研究の背景～灰色金利に関する最高裁判決の影響と貸法改正～

灰色金利とは、平成 18 年 12 月に改正された「出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律(以下「出資法」と略す)」5②で定められている 29.2%の旧上限金利と、「利息制限法(以下「利制法」と略す)」1 で定められている 15~20%の上限金利との間に位置する金利である。これら 2 つの法律に加えて、灰色金利について規定する法律として貸法が存在する。灰色金利は利制法の上限金利を超えるため本来は無効だが、貸法 43 に定められた 3 条件として①債務者による利息支払いの任意性を保ち、②契約時に延滞なく必要事項を記載した書面を交付し、また③弁済受領後直ちに必要事項を記載した書面を交付することで法的有効性が認められた。しかしこの規定には高利率に苦しむ債務者ではなく「貸金業者を保護する規定」であり、「法による脱法ともいうべき悪法」との批判も存在した⁵⁾。

灰色金利に関しては最高裁判所において過去幾度となく議論されてきたが、18 年判決では灰色金利の支払いにおける債務者の任意性が焦点となり、灰色金利の法的有効性が否定された。問題とされたのは契約に含まれていた債務の返済が滞った場合、利息及び元本の一括返済を求める特約であり、判決では債務者はこの特約による不利益を避けるため、結果的に利息の支払いを事実上強制された状態となり、任意の支払いとは言えないため特約は無効と判断されたのである。

18 年判決を受けて、これまで同金利で融資を受けていた債務者が過払利息の返還請求を起こした。中でも消費者金融大手 4 社(アイフル・アコム・武富士・プロミス)への過払金返還請求額は特に大きく、金融庁[2010]によると平成 20 年度には 5,826 億円に上り、その後は横ばいとなった。さらに過払金返還による収益悪化や貸改法に規定された債務者の借入規制等による市場縮小により、平成 12 年初めには 30,000 社程度あった貸金業者は平成 22 年には 3,000 社程度にまで激減した⁶⁾。

なお、貸改法の施行は、急激な制度変更が引き起こす生活環境悪化等の債務者への影響を抑えると共に、業者へシステム対応に要する準備期間を与えることを目的として、公布後 4 回に分けて段階的に行われたが、詳細は櫻田・松谷[2015,pp.32-34]に記す通りである。

3.先行研究におけるイベントスタディの分析結果

制度変化を分析対象とした ES の困難さ⁷⁾として、問題提起から議論を経て法制化に至るまでの間に多数のイベントが存在し得る点がある⁸⁾。そのためイベントウ

インドウの特定が困難であり、間違ったイベントウィンドウを設定すると発生したはずのAR⁹を観測できない。したがって本論文では2.において言及した18年判決日と貸改法最終施行日をイベント日として設定し、それぞれについてESを試みた櫻田・松谷[2015]の分析結果を基礎とする。18年判決日の他、段階的施行が4度にも及ぶ中、貸改法の最終施行日のみをイベント日とした理由は、公布日及びその他施行日では一部の規制しか適用されないため株価への影響は限定的と考えられる一方、最終施行日では灰色金利の廃止や総量規制の導入等強力な規制が適用されるため、投資家の反応も強くなると予測したためである。

18年判決と貸法改正は消費者金融企業だけでなく、クレジット業務を行うノンバンクにも影響を与えるだろう。そのため日本貸金業協会に登録されている企業の内、東京証券取引所第一部上場企業51社をサンプル企業とし、影響の現れ方が異なると推測できる4つのグループ(以下「G1~4」と略す)に分類している。

なお、それぞれの具体的なサンプル企業は先行研究である櫻田・松谷[2015,p.36]に示す通りである。また本論文における分析の枠組みからすると当該先行研究の成果を踏まえる必要から本論文においてもイベント日周辺の検定統計量を参照する必要がある。そこで櫻田・松谷[2015,p.38,p.41]における表-7並びに同8を参考までに表-1並びに表-2として再掲し、確認しておく。

表-1 18年判決日周辺のグループ別の検定統計量

日付	t	G1	G2	G3	G4	備考
平成17年12月27日	-10	-0.072	1.428	-3.114 ***	-1.758 *	
平成17年12月28日	-9	1.824 *	1.281	1.007	-0.510	
平成17年12月29日	-8	-0.437	-0.341	1.300	-1.447	
平成17年12月30日	-7	-0.610	-2.115 **	-0.296	-1.914 *	
平成18年1月4日	-6	1.800 *	1.629	2.127 **	2.112 **	
平成18年1月5日	-5	1.730 *	1.401	1.090	-0.464	
平成18年1月6日	-4	2.296 **	-1.489	-1.581	-2.434 ***	
平成18年1月10日	-3	-3.528 ***	-2.010 **	-2.221 **	-4.616 ***	
平成18年1月11日	-2	1.251	-0.523	-0.755	2.290 **	
平成18年1月12日	-1	-2.841 ***	1.076	-0.632	-0.712	
平成18年1月13日	0	-1.231	-0.153	0.003	-1.231	18年判決日
平成18年1月16日	1	-9.685 ***	1.629	0.552	-1.170	最高裁、利制限法違反(14日日後)
平成18年1月17日	2	-0.041	-7.662 ***	-4.915 ***	-1.169	
平成18年1月18日	3	-0.471	-8.895 ***	-11.121 ***	-5.282 ***	
平成18年1月19日	4	-0.025	8.073 ***	8.225 ***	3.756 ***	日本の金融大手BRICSで事業拡大(日経)
平成18年1月20日	5	0.617	-3.059 ***	-2.717 ***	-0.052	
平成18年1月23日	6	-2.997 ***	-7.376 ***	-4.929 ***	-2.938 ***	
平成18年1月24日	7	0.504	3.977 ***	2.410 **	2.193 **	
平成18年1月25日	8	-0.533	-0.014	-0.331	0.312	
平成18年1月26日	9	0.378	2.580 ***	1.872 *	3.014 ***	
平成18年1月27日	10	-6.665 ***	0.050	1.302	5.682 ***	金融庁借入金額に上限設け(日経)

18年判決日と最終施行日においてG1にのみ1%水準有意で負の反応が見られたが、他グループには有意な負の反応は見られなかった。したがって2つのイベントの影響が及んだ範囲は極めて限定的である。この理由としてG1の4社は消費者金融専業であるため、灰色金利の無効化による過払金返還請求や法改正に伴う規制強

化等による事業への影響が大きい一方、G2~4は消費者金融以外に事業者向けの貸付等も行っていたため影響が小さいのであろう。

表-2 最終施行日周辺のグループ別の検定統計量

日付	t	G1	G2	G3	G4	備考
平成22年6月4日	-10	2.109 **	-0.298	0.072	0.363	
平成22年6月7日	-9	-3.351 ***	-5.060 ***	-3.604 ***	-3.309 ***	緊急の少額借入困難に(6日 日経流通)
平成22年6月8日	-8	-0.306	-0.441	-1.330	-1.081	
平成22年6月9日	-7	-1.999 **	-0.755	-1.548	1.572	
平成22年6月10日	-6	0.144	0.830	1.187	-0.181	
平成22年6月11日	-5	1.124	1.746 *	0.716	1.140	
平成22年6月14日	-4	-0.555	0.050	0.270	-1.034	
平成22年6月15日	-3	0.106	-1.329	-0.521	0.175	
平成22年6月16日	-2	2.036 **	1.855 *	1.716 *	0.826	
平成22年6月17日	-1	2.361 **	-0.031	-0.530	0.936	
平成22年6月18日	0	-3.719 ***	-0.441	1.272	-0.574	改正貸金業法最終施行
平成22年6月21日	1	0.867	1.425	1.665 *	2.176 **	
平成22年6月22日	2	0.080	1.683 *	0.497	3.572 ***	
平成22年6月23日	3	0.027	-2.466 **	-2.101 **	-1.068	
平成22年6月24日	4	-1.166	1.376	1.025	-0.343	
平成22年6月25日	5	-1.006	-1.703 *	-1.078	-0.317	
平成22年6月28日	6	-1.999 **	-1.434	-1.679 *	-0.590	
平成22年6月29日	7	-0.846	-0.953	-0.685	-0.446	
平成22年6月30日	8	0.735	-3.702 ***	-1.402	0.485	
平成22年7月1日	9	-1.315	0.754	-1.405	-1.903 *	
平成22年7月2日	10	0.625	-0.335	-0.562	-0.629	

4.回帰分析

(1)投資家行動における新たな問題提起

既に櫻田・松谷[2015]によって灰色金利に関する18年判決や最終施行日における投資家の反応に有意性を検出しているが、本論文ではその際に投資家がいかなる財務数値に注目して判断を下したかを分析する。また消費者金融の抱える問題の1つとして、多くの消費者が抱く高利貸しや執拗で厳しい取り立て等へのネガティブイメージがある。平成18年に成立した貸改法によって貸金業者の業務適正化が飛躍的に進んだが、消費者金融のイメージは依然としてネガティブなままである¹⁰⁾。さらに消費者金融大手の主要株主は創業者やその関係者であるため、企業の私物化やCGの機能不全が危惧されており¹¹⁾、実際に債権回収における違法行為等¹²⁾が発生している。花嶋[2007]は企業の信頼性低下が株価下落につながる点を指摘し、その解決策としてCGの強化を提言する。

実際、企業価値とCGとの関係性について、わが国企業におけるCG改革の不十分さに関し「コーポレート・ガバナンスの機能を有効に働かせるためには、コーポレート・ガバナンスが企業価値を向上させることが明らかになることが必要」との指摘もある¹³⁾。そこで本論文では最高裁判決や法改正という経営危機¹⁴⁾における消費者金融企業のCGに注目し、これに対する投資家の評価を解明する¹⁵⁾。

(2) 分析目的とリサーチ・デザイン

本論文の目的は灰色金利に関する 18 年判決と貸法改正における株価変動に際し、投資家が注目した財務数値や、CG に対する投資家の評価を明らかにすることである。そのため本論文では以下のモデルを用いて分析を行う。また被説明変数には ES によって算出したイベント日当日から翌日までの株価の累積超過収益率、つまり CAR(0,1)用い、説明変数の構成は表-3 に示す通りとなる。以上の分析枠組みから、設定したイベントに際して投資家が注目する財務数値や CG に対する評価を明らかにする。

$$CAR(0,1)_i = \alpha + \beta_1 \text{従業員一人当たり売上高}_i + \beta_2 \text{自己資本成長率}_i + \beta_3 \text{従業員増加率}_i \\ + \beta_4 \text{営業キャッシュフロー比率}_i + \beta_5 \text{社外取締役割合}_i + \beta_6 \text{外国人株主比率}_i + \beta_7 \text{外国人役員dummy}_i \\ + \beta_8 \text{利息返還引当金計上dummy}_i + \sum_{k=1 \sim 2} \beta_{9k} \text{グループdummy}_{ik} + \varepsilon_i$$

まず企業の経営状況や規模に対する投資家の反応を見るために、企業の財務数値から 4 つの変数を設定した。従業員 1 人当たり売上高は企業の利益率を予測できるため、CAR(0,1)と正の関係性を有するだろう。自己資本成長率は企業の安定性を表す指標であるため、CAR(0,1)と正の関係性を有すると予想できる。従業員増加率は投資家がリストラ等による経営の効率化を求める場合は CAR(0,1)と負の、企業規模の拡大を求める場合は正の関係性を有すると予想できる。営業キャッシュフロー比率は本業による現金収支を見ることができ、本業によって手元の資金が増加した場合は CAR(0,1)と正の関係性を有すると推測できる。

表-3 説明変数の分類と予測符号

	予測符号	説明変数
財務数値	+	X1N: 従業員1人当たり売上高[百万円]
	+	X2N: 自己資本成長率[%]
	+/-	X3N: 従業員増加率[%]
	+	X4N: 営業キャッシュフロー比率[%]
変数CG	+	X5N: 社外取締役数割合[社外取締役数/全役員数]
	+	X6N: 外国人株主比率
	+	X7N: 外国人役員が居ればX7N=1となるダミー
グループダミー	-	X8N: 利息返還引当金を計上していればX8N=1となるダミー
	-	X9N: G1を1とするダミー
	+	X10N: G2を1とするダミー
	+	X11N: G3を1とするダミー

次に CG への投資家の評価を見るための変数（以下「CG 変数」と略す）として、社外取締役割合、外国人株主比率、外国人役員ダミーの 3 つの指標を使用する。花嶋[2007]ではガバナンスの崩壊が株価下落につながるとされているため、逆に充実

したガバナンスは投資家へ安心感を与えると考え、これら 3 変数は $CAR(0,1)$ と正の関係性を有すると予想した。社外取締役導入企業が増加している¹⁶⁾ことから社外役員への期待は年々上昇していると予測できる。またわが国において高パフォーマンスな企業は外国人投資家の株式保有比率が高いとの指摘¹⁷⁾も存在し、加えて「外国人投資家の存在が、企業経営への一定の規律づけを促¹⁸⁾」すことから外国人株主比率は $CAR(0,1)$ と正の関係性を有すると考えられる。外国人役員は同様に CG を強化する効果が期待できるため¹⁹⁾、外国人役員ダミーも $CAR(0,1)$ と正の関係性を有すると推測できる。

この他、利用者への過払金返還に対する投資家の反応を分析するため、利息返還引当金の計上の有無をダミー変数として組み込んだ。本来は利息返還金若しくは利息返還引当金の実数を変数とする予定だったが、計上しない企業が多いためダミー変数とした。利息返還引当金の計上は過払金返還による将来的な経営圧迫を示唆するため、 $CAR(0,1)$ と負の関係性を有すると予想できる。

最後に投資家がいずれのグループを注目したのかを見るため、サンプル企業のグループ分けに従い G1~3 のグループダミーを説明変数とした。櫻田・松谷[2015]における分析結果では G1 にのみ有意な株価の下落が観測されたため、本論文においても G1 ダミーのみ $CAR(0,1)$ と有意な負の関係性が見られると考える。

(3) データと基本統計量

財務データは株式会社プロネクサス社が提供する企業情報データベース「eol」を参照し、イベント日直前に公表された連結財務諸表を参照している。本論文ではイベント日から翌日までの $CAR(0,1)$ と、前節で解説した 9 変数がいかなる関係を有するのかを検証する。

櫻田・松谷[2015]における ES では反応の違いが予想されるグループごとに分析を行ったが、本分析においては業界全体の動向を比較するためにサンプル企業のグループ分けをせずにグループダミーを投入する。表-4 は 18 年判決日及び最終施行日におけるサンプル企業の基本統計量である。なお、18 年判決日において利息返還引当金を計上している企業が存在しないため、利息返還引当金ダミーは同日での分析から除外し、8 変数による回帰を試みる。

表-4 イベント日直前の基本統計量

記述統計量	18年判決日								最終施行日							
	n	最小値	最大値	平均値	標準偏差	第1四分位	第2四分位	第3四分位	n	最小値	最大値	平均値	標準偏差	第1四分位	第2四分位	第3四分位
CAR(0,1)	50	-0.112	0.237	-0.004	0.056	-0.029	-0.015	0.008	51	-0.075	0.041	0.003	0.021	-0.005	0.007	0.015
ln従業員1人当たり売上高	45	3.270	6.330	4.176	0.732	3.675	4.130	4.330	50	3.370	6.300	4.276	0.773	3.805	4.110	4.520
自己資本成長率	45	-18.860	159.420	14.719	30.248	2.005	8.680	14.405	51	-100.000	46.550	-11.840	24.663	-18.910	-4.040	1.900
従業員数増加率	45	-9.800	110.630	6.823	21.986	-3.720	0.560	7.730	50	-14.820	50.110	1.338	9.655	-2.573	0.695	2.813
営業キャッシュフロー比率	48	-298.580	174.530	12.681	78.800	-5.175	7.455	31.650	51	-59.610	971.310	52.809	146.504	2.360	16.270	53.980
社外取締役数割合	50	0	0.765	0.119	0.166	0.000	0.074	0.164	51	0	0.818	0.121	0.164	0.000	0.071	0.167
外国人株主比率	51	1.700	57.330	17.064	14.271	6.080	12.930	23.630	51	1.680	54.330	17.358	12.245	7.640	13.380	24.090
外国人役員ダミー	51	0	1	0.059	0.238	0	0	0	51	0	1	0.039	0.196	0	0	0
利息返還引当金ダミー	51	-	-	-	-	-	-	-	51	0	1	0.255	0.440	0	0	1
G1ダミー	51	0	1	0.078	0.272	0	0	0	51	0	1	0.078	0.272	0	0	0
G2ダミー	51	0	1	0.294	0.460	0	0	1	51	0	1	0.294	0.460	0	0	1
G3ダミー	51	0	1	0.353	0.483	0	0	1	51	0	1	0.353	0.483	0	0	1

(4)18年判決日における分析

①分析結果

本節では平成18年1月13日の最高裁判決日を $t=0$ とした時のCAR(0, 1)を被説明変数とした回帰分析を試みた。被説明変数のCAR(0, 1)は18年判決日から翌日にかけての株価の累積超過収益率である。18年判決日におけるCAR(0, 1)に企業の財務数値とCG変数を回帰させることによって、投資家は何を重視しているかを明らかにする。またCG変数を投入することによって、経営危機に際してCGの優劣が投資家の抱くストレスを緩和させるのかを観察できる。以下の表-5は被説明変数と説明変数それぞれの相関係数であり、表-6は分析結果²⁰⁾を示している。

表-5 18年判決日における相関係数表

相関係数表	CAR(0,1)	ln従業員1人当たり売上高	自己資本成長率	従業員数増加率	営業キャッシュフロー比率	社外取締役数割合	外国人株主比率	外国人役員ダミー	利息返還引当金ダミー	G1ダミー	G2ダミー	G3ダミー
CAR(0,1)	1											
ln従業員1人当たり売上高	-0.002	1										
自己資本成長率	0.363	0.075	1									
従業員数増加率	0.205	-0.012	0.455	1								
営業キャッシュフロー比率	-0.124	0.059	0.065	0.118	1							
社外取締役数割合	0.157	-0.036	-0.100	0.304	-0.071	1						
外国人株主比率	-0.275	0.208	-0.077	0.302	0.124	0.324	1					
外国人役員ダミー	0.020	0.014	-0.044	0.391	0.234	0.534	0.517	1				
利息返還引当金ダミー									1			
G1ダミー	-0.575	0.102	0.018	0.008	0.019	-0.125	0.323	-0.083		1		
G2ダミー	0.001	0.233	-0.119	-0.149	-0.144	0.127	-0.066	-0.143		-0.167	1	
G3ダミー	0.393	0.044	0.242	0.109	-0.097	-0.183	0.047	-0.024		-0.243	-0.416	1

18年判決日における分析結果について述べると、まず企業の財務数値の中ではCAR(0, 1)に対して自己資本成長率が5%水準有意で正の関係性を示した。またCG変数を見ると全変数に有意な関係性が見られなかった。そしてグループダミーに関してはCAR(0, 1)に対してG1ダミーに1%水準有意で負の、G3ダミーに10%水準

で有意な正の関係性が見られた。

表-6 18年判決日における係数

係数	最高裁判決日(平成18年1月13日)				
	予測符号	ベータ	t	有意確率	VIF
(定数)			-1.188	0.243	
ln従業員1人当たり売上高	+	0.065	0.528	0.601	1.2120
自己資本成長率	+	0.287	2.055	0.048 **	1.5420
従業員数増加率	+/-	0.060	0.402	0.690	1.7540
営業キャッシュフロー比率	+	-0.070	-0.567	0.575	1.2080
社外取締役数割合	+	0.240	1.615	0.116	1.7350
外国人株主比率	+	-0.220	-1.364	0.182	2.0450
外国人役員ダミー	+	-0.017	-0.104	0.918	2.1860
G1ダミー	-	-0.422	-2.849	0.007 ***	1.7270
G2ダミー	+	0.010	0.066	0.948	1.7230
G3ダミー	+	0.262	1.718	0.095 *	1.8350
調整済みR ² /F値(有意確率)	0.442/4.481(0.000b ***)				

②分析結果の解釈

18年判決日における分析結果について解釈を試みると、まず企業の財務数値について自己資本成長率にのみ有意な正の関係性を検出したことから、投資家は経営危機に際し、主に企業の財務的な安定性に注目すると言える。18年判決を受けて過払金の返還請求が起きたことから、急激な収益悪化に耐えうる財務体質を投資家が求めたと推察できる。特にG1の企業は市場の急激な縮小とそれに伴う経営悪化という状況下にあった点を踏まえるべきである。またG2~4の企業についてはトヨタ自動車等の大企業や銀行等も含まれるため、そもそも投資家はこれらに対し、継続企業の前提を疑わないかも知れない。

次にCG変数について全変数に株価との優位な関係性は観測されなかったが、これは花嶋[2007]に反する結果である。社外取締役に有意な関係性が見られなかった原因として、墨[2008]や宮島ら[2003]が指摘する社外取締役制度の形式的な導入が挙げられる。つまり社外取締役制度が平成13年に法制化されて以来、同制度の導入と周知が年々進んだ結果として投資家は導入の有無ではなく、選任された社外取締役が実質的に企業価値の向上等に寄与するか否かに注目するようになったと考えられる。社外取締役に「不祥事の発生を防止するリスク管理体制の構築を「監督」することが求められる²¹⁾ため、経営危機における社外取締役の存在は企業が被る不利益の最小化を期待させるものの、CG制度を効果的に導入するには「企業の事業・組織構造と整合的な選択²²⁾」が必要である。したがって社外取締役が形式的に導入された結果、投資家の期待に応えるだけの成果を挙げられずに期待外

れとの評価が下されたと推測できる。

また外国人株主比率に有意な関係性が見られなかった原因について、外国人持株比率の増加が業績改善につながるのは外国人持株比率が 0~10%の企業に限られるとする研究成果²⁹⁾に学ぶべきかも知れない。表-4 を見ると、サンプル企業の平均外国人持株比率は約 17%であり、第 2 四分位は約 13%であるため、サンプル企業の少なくとも半数以上は外国人持株比率が 10%を超えていると分かる。したがってサンプル企業においてはすでに外国人投資家による規律付けが機能しているため、投資家にとってはあえて注目すべき変数ではないと推測できる。

グループダミーでは G1 ダミーに有意な負の関係性が見られたが、これは櫻田・松谷[2015]の分析において G1 にのみ有意な負の反応が見られたことと一致する。また G3 ダミーに 10%水準有意の正の関係性が検出された。以上より、グループダミーにおける分析結果として 18 年判決の影響はごく限られた企業にのみ現れたという櫻田・松谷[2015]が導出した結論について頑健性を付与したと言える。

(5)最終施行日における分析

①分析結果

本節では平成 22 年 6 月 18 日の最終施行日を $t=0$ とした時の $CAR(0,1)$ を被説明変数とした回帰分析を試みた。被説明変数の $CAR(0,1)$ は貸改法の最終施行日から翌日にかけての株価の累積超過収益率である。最終施行日における $CAR(0,1)$ に対して企業の財務数値と CG 変数を回帰させることによって、投資判断においていかなる要因が重視されるかを明らかにする。以下の表-7 は被説明変数と説明変数それぞれの相関係数であり、表-8 は分析結果を示している。

表-7 最終施行日における相関係数表

相関係数表	CAR(0,1)	ln従業員 1人当たり 売上高	自己資本 成長率	従業員数 増加率	営業キャ ップロー 比率	社外取締 役数割合	外国人 株主比率	外国人 役員ダミー	利息返還 引当金 ダミー	G1ダミー	G2ダミー	G3ダミー
CAR(0,1)	1											
ln従業員1人当たり 売上高	0.041	1										
自己資本成長率	0.117	0.139	1									
従業員数増加率	-0.051	0.265	0.040	1								
営業キャップロー 比率	-0.157	-0.135	-0.272	-0.024	1							
社外取締役数割合	-0.039	0.045	-0.127	0.330	0.369	1						
外国人株主比率	-0.133	0.022	-0.074	0.125	0.201	0.336	1					
外国人役員ダミー	0.138	0.010	-0.046	0.342	0.225	0.659	0.450	1				
利息返還引当金 ダミー	-0.472	-0.060	-0.126	-0.037	0.118	0.157	0.268	0.112	1			
G1ダミー	-0.699	-0.048	-0.153	-0.229	0.078	-0.157	0.178	-0.060	0.497	1		
G2ダミー	-0.077	0.462	0.167	0.168	0.047	0.013	-0.165	-0.127	0.037	-0.184	1	
G3ダミー	0.371	-0.096	0.235	-0.128	-0.282	-0.098	0.058	0.060	-0.255	-0.221	-0.468	1

最終施行日における分析結果について述べると、まず企業の財務数値における分析

結果から、CAR(0, 1)に対して従業員増加率に 5%水準有意で負の関係性が見られた。次に CG 変数では CAR(0,1)に対して社外取締役比率に 5%水準有意で負の、外国人役員ダミーに 1%水準有意で正の関係性が見られた一方で外国人株主比率に有意な関係性は見られなかった。利息返還引当金ダミーの分析結果を見ると、CAR(0, 1)に対して有意な関係性は見られなかった。最後にグループダミーに関しては最終施行日における分析結果には 18 年判決日と同様に、CAR(0, 1)に対して G1 ダミーに 1%水準有意で負の関係性が見られた。

表-8 最終施行日における係数

係数	最終施行日(平成22年6月18日)				
	予測符号	ベータ	t	有意確率	VIF
(定数)			-0.407	0.686	
ln従業員1人当たり売上高	+	0.170	1.523	0.136	1.4910
自己資本成長率	+	-0.029	-0.282	0.779	1.2370
従業員数増加率	+/-	-0.267	-2.484	0.018 **	1.3840
営業キャッシュフロー比率	+	-0.032	-0.292	0.772	1.4060
社外取締役数割合	+	-0.292	-2.146	0.038 **	2.2140
外国人株主比率	+	-0.055	-0.503	0.618	1.4270
外国人役員ダミー	+	0.386	2.887	0.006 ***	2.1350
利息返還引当金ダミー	-	-0.059	-0.518	0.607	1.5700
G1ダミー	-	-0.764	-6.168	0.000 ***	1.8340
G2ダミー	+	-0.184	-1.373	0.178	2.1460
G3ダミー	+	0.032	0.256	0.799	1.8770
調整済みR ² /F値(有意確率)	0.59/7.412(0.000b ***)				

②分析結果の解釈

最終施行日における分析結果について解釈を試みると、まず企業の財務数値について従業員増加率のみ CAR(0, 1)に対して有意な負の関係性が観測されたが、この根拠として、当該イベント日周辺にはリストラによるコスト削減を用いた経営の効率化が奏功し、収益が改善されたとの報道が多数存在していた²⁴⁾。つまり投資家は従業員増加による事業規模の拡大ではなく、従業員数の増加抑制若しくは減少によるコスト削減と経営の効率化を歓迎したのであろう。経営危機にさらされたサンプルにおいて継続企業の前提が脅かされ得ることから、事業の立て直しの手段として従業員のリストラによるコスト削減が最重視されたと考える。つまり投資家は経営危機において、その時点での企業の財政状態よりもその後の事業継続性に焦点を当てており、危機に対して企業がいかに対応できているかに注目したと推測できる。

次に CG 変数について社外取締役比率に有意な負の関係性が見られたが、これは 18 年判決日における分析結果と変数の符号が異なり、投資家の判断に変化が見て取れる。東証上場企業の内、平成 22 年時点で社外取締役を選任した企業の割合は 48.8%であり、平成 18 年と比べて 6.5%上昇している²⁵⁾。つまり投資家は 18 年判

決日後、未だに社外取締役の形式的な導入が続いていると評価したため負の関係性を示したと考えられ、投資家はむしろ社外取締役導入にかかるコスト²⁶⁾を忌避していると推測できる。実際に平成 16 年の報道に依れば「実質的に機能していない社外取締役の選任案はすべて反対票を投じた」とする第一勧業アセットマネジメントの議決権行使を報じている²⁷⁾。以上より、社外取締役の形式的な導入が続いた結果として投資家の更なる失望を招き、株価が下落したと解される。

外国人役員ダミーには正の関係性が観測されたが、18 年判決日から最終施行日にかけて CAR(0,1)と社外取締役比率の関係性が変化したことを併せて考えると、投資家が注目する CG にも変化が見られたのであろう。報道²⁸⁾によると、わが国上場企業 3,803 社のうち外国人役員を導入した企業は平成 21 年時点で約 3%の 133 社であり、いまだ導入は十分ではないものの、導入によって CG を改善する効果が期待できる。しかし表-4 を見ると、18 年判決日から最終施行日にかけて社外取締役は増加した一方で外国人役員は減少している。つまり投資家は外国人役員が減少する中でその重要性を以前より強く認識するようになるが他方、法制化から 9 年が過ぎて導入企業も増加している社外取締役に対しては期待が薄れ、その反動として外国人役員の採用に期待し始めたと推測できる。

利息返還引当金ダミーにも有意な関係性は見られなかったが、予想外の結果と言える。平成 21 年に消費者金融大手 4 社が返還した過払金は約 3,300 億円に上り、4 社の利息返還引当金の合計は営業収益のおよそ半分である約 6,800 億円にも上ることから²⁹⁾、投資家の注目は非常に大きいと筆者は考えていた。しかし利息返還引当金ダミーが CAR(0,1)に対して有意な関係性が見られなかった理由として、そもそも利息返還引当金の計上について、投資家が判断に織り込み済みであったと考えられる。サンプル企業において利息返還引当金は平成 18 年度決算以降継続して計上されており、平成 19 年以降の消費者金融大手 4 社による過払金返還額は 3,000 億円前後で推移している³⁰⁾。最終施行日が属する平成 22 年時点においても利息返還引当金の計上が続いているとの報道³¹⁾も存在することから、利息返還引当金の計上による市場への影響は織り込まれていたと推測できる。

最後にグループダミーでは G1 ダミーのみが負で有意となり、18 年判決日における分析結果と同様に本論文における主張に頑健性を付与する結果と言える。

5.おわりに

本論文では先行研究である櫻田・松谷[2015]における ES の結果を踏まえ、灰色金利を無効とした 18 年判決日やそれに伴う貸改法最終施行日に注目した。それに依れば両イベント日において G1 のみに有意な反応がみられ、G2~4 には有意な反応が見られなかったことから、18 年判決や法改正による影響を受けた範囲は極めて限定的である。そこで本論文では経営危機における投資家行動の決定要因を明らかにするため、ES で算出した $CAR(0,1)$ を被説明変数とし、投資家が企業の財務数値や CG についていかなる指標に注目しているかを分析した。企業の財務数値を説明変数とした分析結果では前述の通り、投資家は企業の財務的安定性と事業継続性に注目することが判明した。本論文で分析対象としたイベントにおいて消費者金融企業は経営危機に置かれているため事業の立て直しが最重視され、その手段として従業員のリストラによるコスト削減が最優先されたと推測している。

また CG 変数を説明変数とした分析結果について述べると、投資家が注目する CG は時間と共に変化している可能性が考えられる。花島[2007]では消費者金融企業の信頼性低下に伴う株価下落への対策として CG の強化を挙げたが、18 年判決日の分析では $CAR(0,1)$ と CG との間に有意な反応が見られなかった。つまり 18 年判決日時点での消費者金融企業の CG 強化に対して、投資家は宮島ら[2003]が指摘するように見せかけの改革や模倣に過ぎないとの評価を下していたと考えられる。その後、平成 22 年の貸改法最終施行日の分析では $CAR(0,1)$ と社外取締役との間に負の関係性が観測された。18 年判決日から最終施行日にかけて分析対象企業の社外取締役がほぼ横ばいで推移したが、形式的な導入に過ぎないとの判断から投資家の失望を招き、経営危機においてはむしろその導入コストを忌避されるようになったと推察できる。一方で篠田[2010]によると、外国人株主比率は社外取締役と共に平成 16 年頃に投資家から注目されるようであるが、本研究では表-5, 7 が示す相関件数表において関係性を認めたものの、非常に強い正の関係性を示すわけでもない。さらに外国人役員は 18 年判決日から最終施行日にかけてその導入企業が減少したにも関わらず、最終施行日周辺では投資家の期待をより強く受ける様子が判明した。これらのことから本研究における分析対象のみならず、広くその他の企業にも一般的に CG に対する投資家評価の観点が年月を経て変化する可能性を示唆する事が出来、この点は本論文のささやかな貢献と言える。

[後記] 本論文は第 53 回研究部会の報告内容に加筆修正を行っている。当日は司会・コメンテーターである梅田勝利先生(九州共立大学)や石井康夫先生(大和大学)及び会場の諸先生方から大変有益な御示唆を数多く頂戴した。また本研究成果は石井記念証券研究振興財団による平成 28 年度証券研究学生団体研究助成、並びに平成 29 年度研究助成(グループ研究)の他、科学研究費・基盤(C)・課題番号 17K04034 の支援を受けている。いずれのご厚意に対しても謝してここに記す。なお、本論文において潜在する誤りの全ては 2 人の筆者の責めに帰すべきであることは言うまでもない。

[注]

- 1) 森泉章[2004]「利息制限法と出資法、貸金業規制法四三条の関係-超過利息無効論の再検討」『消費者法ニュース』No.61, p42
- 2) 酒井理[2014]「消費者金融のステレオタイプ-ネガティブイメージが付与される構造-」『キャリアデザイン学部紀要』(11), p.133
- 3) 花嶋和成[2007]「これからの消費者金融のあり方とは」パーソナルファイナンス学会第 7 回懸賞論文奨励賞受賞, p.133
- 4) 新川本[2009]「日本企業におけるコーポレート・ガバナンス」『東アジア評論』創刊号 p.43
- 5) 前掲脚注 1
- 6) 日本経済新聞朝刊 2010/09/28 4 面
- 7) ES では、イベントが起こらなかった場合に実現したと考えられる株価の期待収益率と、実際に観察された株価の収益率との差を超過収益率 (AR: Abnormal Return) として算出し分析する。期待収益率の算出にはマーケットモデルを用いた。本論文ではイベント日を $t=0$ とし、推計期間を $t=-105$ から $t=-11$ までの 95 日間、AR の動きを見るためのイベントウィンドウを $t=-10$ から $t=10$ までの 21 日間とした。推計期間は前述した Lamdin[2001]の指摘を考慮し、貸改法の公布日及び第 1~3 段階施行日等の前後するイベントと推計期間が重複しないように設定した。
- 8) Lamdin, J.D., 2001, Implementing and interpreting event studies of regulatory changes, Journal of Economics and Business, 53: 173-174
- 9) AR と検定統計量 θ の算出過程は Campbell et.al.[1997]と櫻田・大沼[2010], 広瀬ら[2005]及び山崎・井上[2006]を参考にしており、計算には Microsoft Excel を利用した。紙幅の都合から詳細は示さないが、櫻田・松谷[2015,p.37]に準じることを付言しておく。
- 10) 前掲脚注 2
- 11) 前掲脚注 3, p.11
- 12) 債権回収時の違法行為の例として、平成 18 年 4 月に発覚したアイフルの脅迫的な取り立てがある。(日本経済新聞朝刊 2006/04/14 1 面)
- 13) 前掲脚注 4
- 14) 本論文では企業経営に悪影響を及ぼし、株価下落につながり得る事象を経営危機と称するが、それに対して企業にとって平常通りの時点を企業平時と称することが出来るであろう。株価を下落させる可能性のあるイベントを分析対象とした論文として、移転価格税制の適用による企業評価への影響を検証した次の研究例を参照のこと。加藤恵吉・大沼宏・櫻田謙.2015.「移転価格税制の適用と資本市場の評価に関する実証研究」『研究年報経済学』第 75 巻第 1-2 号, 2015 年 3 月,33-49. <http://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/57592>
- 15) なお CG 改革が企業に与える影響に関しては諸説存在する。例として入江・野間[2008]及び宮島・小川[2012]は社外取締役の導入は企業パフォーマンスを向上させるとした一方、宮島ら[2003]は社外取締役の導入による企業パフォーマンスへの影響はないと結論付ける。また海外において、Agrawal and Knoeber[1998,p.15]は政治的な目的で登用された社外取締役の増加は企業パフォーマンスを低下させるとし、Bhagat and Black[1999,p.30]は取締役会における独立性のある社外取締役の割合は企業の業績や成長性と関係がないとする。しかし一方で Duchin et.al.[2009,p.38]は情

報獲得コストが低い場合、社外取締役は企業パフォーマンスを向上させるとする。ただしこれらの論文はあくまでも企業平時における分析であるため、経営危機に焦点を当てた本論文とは観点が異なる点に留意しなければならない。

16) 東京証券取引所[2014]「東証上場会社における社外取締役の選任状況<確報>」(最終閲覧日 2015/02/27), p.2 <http://www.tse.or.jp/news/09/b7gie6000004qjly-att/b7gie6000004qip9.pdf>

17) Lichtenberger, F. R. and G. M. Pushner, 1994, Ownership Structure and Corporate Performance in Japan, Japan and World Economy 6: 250.

18) 篠田朝也[2010]「わが国企業における株主による経営の規律づけに関する検討—外国人投資家を中心にした分析—」『立命館経営学』第48巻第5号, p.95

19) 日経ビジネスオンライン 2009/7/21 (最終閲覧日 2015/03/22)

<http://business.nikkeibp.co.jp/article/money/20090714/200069/?rt=ocnt>.

外国人役員への期待を表す事例として、マイケル・ウッドフォード氏がオリンパス初の外国人社長に平成23年4月1日付で就任したことが挙げられる。しかし同氏は企業買収における不透明な資金の追求を試みた結果、社長就任後半年で解任された。このことから元社長らは構造改革のアピールのためだけに同氏を社長に就任させ、宮島ら[2003, p.173]が社外取締役において指摘するような外国人社長の形式的な導入を試みたと推測できる。(日本経済新聞朝刊 2011/02/11 3面, 13面, 10/14 3面, 10/19 9面)

20) 表-6, 8のVIFは多重共線性の発生に対する基準を示すが、説明変数同士が強い相関関係にある場合、t値の低下や回帰係数の符号が一貫しない等、適切な推計が不可能になる可能性がある。ここでは内田[2011, p.51]に準拠し、VIFが10以下の場合には多重共線性に対する問題がないとする。

21) 日本取締役協会[2014]「社外取締役・取締役会に期待される役割について提言」(最終閲覧日 2015/02/27) http://www.jacd.jp/news/odid/140307_01report.pdf, p.2

22) 財務省[2003]「進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生」, p.132

23) 前掲脚注18, pp.88-90

24) 日本経済新聞朝刊 2010/06/08 17面, 06/15 15面, 06/22 10面

25) 東京証券取引所[2013]「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2013」(最終閲覧日 2015/02/27) <http://www.tse.or.jp/rules/cg/white-paper/b7gie60000005ob1-att/white-paper13.pdf>, p.31

26) 大企業全てに1人以上の社外取締役の選任を義務付けた場合、大企業全体で年間600億円前後の費用が掛かると言われる。(日本経済新聞朝刊 2001/05/04 5面)

27) 日本経済新聞朝刊 2004/06/26 15面

28) 前掲脚注19

29) 日本経済新聞朝刊 2010/01/19 4面

30) 金融庁[2010]「改正貸金業法完全施行後の状況について」(最終閲覧日 2015/04/16)

<http://www.fsa.go.jp/policy/kashikin/followup/03.pdf>, p.9

31) 日本経済新聞朝刊 2010/05/14 4面

参考文献

- 1.Agrawal,A, and Charles R. Knoeber, 1998,Outside Directors, Politics, and Firm Preformance, University of Alabama Working Paper
- 2.Bhagat, S., and B. Black, 1999, The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance, *Business Lawyer*, Vol.54: 921-963
- 3.Campbel, J.,Lo,A. and A.C. MacKinlay, 1997, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press. (祝迫得夫・大橋和彦ほか訳[2007]『ファイナンスのための計量分析』共立出版)
- 4.Duchin, R., Matsusaka, J., and Ozbas, O., 2010, When are outside directors effective?, *Journal of Financial Economics* 96: 195-214.
- 5.Jeffrey M. Wooldridge, 2012, *Introductory Econometrics A Modern Approach* 5th Edition, Cengage Learning
- 6.Lamdin, J.D., 2001, Implementing and interpreting event studies of regulatory changes, *Journal of Economics and Business*, 53: 171-183.
- 7.Lichtenberger, F. R. and G. M. Pushner ,1994,Ownership Structure and Corporate Performancein Japan, *Japan and World Economy* 6: 239-261.
- 8.入江和彦・野間幹晴[2008]「社外役員の独立性と企業価値・業績」『経営財務研究』第28巻第1号 pp.38-55
9. 内田治[2011]『SPSSによるロジスティック回帰分析』第1版 オーム社
- 10.櫻田譲[2012]「みなし配当・みなし譲渡課税が資本剰余金配当に与える影響について」『第35回日税研究賞入選論文集』pp.11-50 <http://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/50102>
- 11.櫻田譲・大沼宏[2010]「ストック・オプション判決に対する市場の反応」『第6回 税に関する論文集』, 53-94 <http://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/44424>
- 12.櫻田譲・松谷崇人[2015]「貸金改正法が株式市場に与える影響について」『東 Asia 企業経営研究』第9号, 31-45 <http://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/62390>
- 13.墨昌芳[2011]「日本企業のコーポレート・ガバナンスの再検討ー委員会設置会社の政策評価ー」法政大学大学院経済学研究科経済学専攻委員会『経済学年誌』第46号 pp.1-10
- 14.花嶋和成[2007]「これからの消費者金融のあり方とは」パーソナルファイナンス学会第7回懸賞論文奨励賞受賞
- 15.宮島英昭・小川亮[2012]「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか? : 取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果」<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/pdp/12p013.pdf>
- 16.広瀬純夫・柳川範之・齋藤誠[2005]「企業内キャッシュフローと企業価値-日本の株式消却に関する実証分析を通じての考察」『経済研究』56(1), pp.36-41
- 17.宮島英昭・原村健二・稲垣健一[2003]「進展するコーポレート・ガバナンス改革をいかに理解するか: CGS(コーポレート・ガバナンス・スコア)による分析」『フィナンシャル・レビュー』(財務省財務総合政策研究所)pp.156-193
- 18.山崎福寿・井上綾子[2006]「特許法35条と職務発明制度についての理論と実証-報奨をめぐる判決・和解と制度改定のイベントスタディ-」『法と経済学研究』3巻1号, pp.9-54