

## コミットメントライン型銀行借入 vs. 市場性負債： アナウンスメント効果の比較

慶應義塾大学 金子 隆

慶應義塾大学大学院 渡邊智彦

### < 報告要旨 >

銀行借入には市場性負債にない特殊性があるということは、米国では Fama(1985)によって示唆され、James(1987)ほかによって実証的に確認されている。ここでいう市場性負債とは、具体的にはコマーシャル・ペーパー（CP）や公募普通社債（SB）のことを指す。彼らの指摘を受けて、米国では 80 年代後半以降、「銀行借入のもつ特殊性」を情報の経済学の観点から解明しようとする試みがさかんになされるようになった。

ところが、わが国では、銀行借入についての個別情報がタイムリーに公表されないというデータ上の制約もあって、「銀行借入のもつ特殊性」を直接的に確認するという作業が、われわれの知るかぎり、行われてこなかった。にもかかわらず、状況証拠的にしか認められない「特殊性」を米国流の研究にならって解明しようとする試みが、これまで数多くなされてきた。存在を直接的に確認したわけではない現象を解明しようというのは、考えてみれば奇妙な試みである。

本報告の主たる目的は、わが国でも最近急速に普及しつつあるコミットメントライン型の銀行借入に着目することで、長いこと置き去りにされてきたこの確認作業を実行することにある。すなわち、企業が銀行との間でコミットメントライン契約を結ぶとそのニュースがしばしば新聞等に掲載されるという点に着目し、契約締結のニュースが株価に及ぼすアナウンスメント効果をイベントスタディの手法を用いて計測する。そして、それを市場性負債の発行決議が株価に及ぼすアナウンスメント効果と比較する。もし市場が銀行借入のもつ特殊性を認識しているなら、前者は有意に後者を上回るはずである。さらに本稿では、米国の実証研究にならって、市場性負債の発行を資金用途別に分け、銀行借入の返済を目的とした発行が株価に及ぼすアナウンスメント効果についても計測し、有意にマイナスかどうかを確認する。

日経 4 紙に契約締結ないし発行計画の記事がはじめて掲載された日をイベント日とし、139 日前から 20 日前までの 120 日間を推定期間とするマーケットモデルによるイベントスタディを行ったところ、予想通りの結果が得られた。すなわち、SB や CP のアナウンスメント効果は、イベント日の異常収益率でも前日からの累積異常収益率でも有意にゼロから異なっていないのに対して、コミットメントライン型銀行借入のアナウンスメント効果は、いずれも 1% 水準で有意にプラスであった。さらに、SB の発行決議を資金

使途別に分け、銀行借入の返済を目的としたそれが株価に及ぼすアナウンスメント効果を調べたところ、有意にマイナスであることが判明した。

以上より、少なくともコミットメントライン型に関する限り、銀行借入には市場性負債でない「何か特別なもの」(something special)があることが、わが国でも実証的に確認されたことになる。

#### < 討論者コメント >

一橋大学 小西 大

報告論文の目的は、コミットメントライン契約(以下 CL 契約)および市場性負債(CP・公募社債)発行決議のアナウンスメントに対する株価の反応をイベントスタディの手法を用いて比較し、銀行借入の特殊性について検証することにある。主要な実証結果は以下のとおりである：

1. CL 契約のアナウンスに対して、市場はポジティブに反応する。
2. 市場性負債発行のアナウンスに対して市場は反応しない。
3. 借入金返済目的の起債のアナウンスに対して、市場はネガティブに反応する。

以上の結果は、銀行借入が特殊であること(つまり銀行が何らかの情報生産を行っていること)を示唆するものであり、米国における実証結果(James, 1987, JFE)とも一貫している。日本で CL 契約が定着してきたのが比較的最近であるため、従来はこのような分析を行うことはできなかった。このような分析は私の知る限り日本では初めてであり、高く評価できる。

#### コメント：

1. 正の異常収益率が生じるのはなぜか？

論文では、正の異常収益率は銀行借入が特殊であるために生じると解釈しているが、これ以外にも可能性はある。例えば、この論文の分析期間は金融危機後の貸し渋りが問題になった時期なので、コミットメントライン契約の締結が企業の流動性確保を市場に伝達したとも解釈できる。また、コミットメントライン契約の締結が企業の財務効率を高めることを期待して、市場ではポジティブに評価されているのかもしれない。(事実新聞では、コミットメントライン契約締結にともない手元現預金を借入金の返済にあて負債を圧縮、自己資本比率を向上させる、といったことが好意的に報道されている。また、融資のたびに契約を結ぶ手間が省けるといった利点もある。)以上の仮説を識別するためには、あるいはそれぞれどの程度市場で評価されているかを確か

めるためには、異常収益率の決定要因についてクロスセクションの分析を行う必要がある。

2. 公募社債との比較ができていますか。

サンプル中には社債管理会社を設置しない不設置債も含まれていると思われるが、不設置債の発行が認められるのは、社債券面が1億円以上の場合、社債総額を券面額で除した値が50を下回る場合、など実質的に私募に近いものである。もし、公募普通社債との比較をするのであれば、少なくとも不設置債はサンプルから除外する必要があります。

3. コミットメントライン契約と公募普通社債の発行決議に対する市場の反応を比較することで、銀行の特殊性を検証できるのか。

コミットメントライン契約を締結した企業は、多くの場合すでに銀行と通常の取引関係にあり、また契約締結後も取引関係は継続される。よって、銀行が特別な機能を果たしているとすれば、すでに株価に織り込まれていると考えられる。したがって、この論文で検証しているのは、銀行の特殊性ではなくコミットメントライン契約の特殊性ではないか。

4. 銀行のバックアップライン付きCPはサンプルから除外しているのか。

CPを発行する際にしばしば設定される銀行のバックアップラインは、コミットメントラインと同様の役割を果たす。したがって、バックアップライン付きのCPはサンプルから除外する必要があります。

5. 金融業が発行したCPはサンプルから除外した方がよい。

6. 銀行の特殊性をテストするならば、情報問題が相対的に深刻な規模が小さい企業を対象にした分析を行うことが望ましい。

7. estimation window において取引日が少ない銘柄は、何らかの基準を設けて除外した方がよい。

8. 本論文の分析では効率的株式市場が前提になっているが、近年日本でも市場の効率性を疑問視する研究成果が報告されている。市場が非効率的であることに配慮するならば、今後長期（例えば2, 3年間）の分析にも取り組まれるとよいのではないか。

< 報告者リプライ >

大変貴重なコメントをありがとうございます。今後の改善に向けて大いに参考にさせていただきます。

1. 正の異常収益率が「銀行借入の特殊性」以外の要因によって生じた可能性は、確かに否定できません。今後は、異常収益率の決定要因に関するクロスセクション分析を行い、

他の要因によるものなのか否かの識別を行ってみたいと思います。

2．確かにご指摘の通りですので、不設置債を公募普通社債のサンプルから除外した上で再計測してみたいと思います。

3．従来型の銀行借入についてはデータの制約があるため、本研究ではコミットメントライン型に限定して銀行借入の特殊性を検証しました。そのため、ご指摘のように「銀行借入の特殊性ではなくコミットメントライン契約の特殊性を検証している」という可能性は否定できません。今後は、データの取り方や計測方法を工夫して、従来型の銀行借入についても同様の実証分析を行い、この問題に決着をつけたいと考えています。

4．今回の計測では、銀行のバックアップライン付き CP か否かの情報が利用可能でなかったため、サンプルからは除外していません。ご指摘の通り、銀行借入と比較するという観点からは除外した方がより適切であると考えられますので、今後、この情報を入手して再計測してみたいと思います。

5．今回の計測では、サンプルサイズを確保するため金融業の発行した CP をサンプルに含めましたが、今後、CP のサンプルサイズが十分に確保されるなら、金融業の発行した CP を除外して再計測を行いたいと思います。

6．今回の分析では、データの制約から小規模企業をだけ取り上げて計測することはできませんでしたが、中堅企業によるコミットメントラインの利用がここへきて急増していますので、今後は、情報問題が相対的に深刻な中堅企業にまで分析対象を拡大して銀行借入の特殊性を検証してみたいと思います。

7．分析対象として取り上げた企業はすべて東証一部上場企業であり、取引日が少ないという点は心配ないと思われます。

8．ご指摘の通りで、株式市場が効率的でない可能性を考えると、短期の効果だけでなく長期の効果を見ることは重要だと思います。この点についても今後の課題とさせていただきます。