

平成 27 年 6 月 19 日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究(B)

研究期間：2012～2014

課題番号：24330116

研究課題名(和文)コーポレート・ガバナンスと企業行動との関係に関する実証研究

研究課題名(英文)Corporate governance and financial activities: Evidence from listed companies in Japan

研究代表者

蜂谷 豊彦 (HACHIYA, Toyohiko)

一橋大学・大学院商学研究科・教授

研究者番号：00251645

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 13,100,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の目的は、株主構造における機関化の進行、株式持ち合いの解消、会社法や金融商品取引法などの改正などを背景としてコーポレート・ガバナンスが大きく変化する中で、それらによって企業行動がどのように変化しているかを解明することにある。平成24年度及び平成25年度は自己株式取得に代表される配当行動に焦点を当てて検証を行ったが、平成26年度には投資行動、とりわけ企業の合併・買収に焦点を当てて検証を行った。また、平成25年度から取り組みはじめた企業のコスト行動についても、コーポレート・ガバナンスがどのような影響を与えているかという視点からの検証を試みた。

研究成果の概要(英文)：Through most of the post-war period, Japan relied for corporate governance primarily on the main bank system, stable shareholders, long-term employment, and cross-shareholding. Recently Japanese corporate governance practices are in transition. The change of governance practices have the impact on financial activities in Japanese firms. This study sheds light on the change of the relationship between corporate governance and financial activities.

研究分野：経営学

キーワード：コーポレート・ガバナンス エージェンシー・コスト 情報の非対称性 自己株式の取得 配当政策 企業の合併・買収 コスト行動

1. 研究開始当初の背景

1980年代以降、株式市場から経営者に対する規律が機能しているアメリカを中心に、80年代半ばから、内部者所有、機関投資家所有などが企業価値に与える影響に関する実証研究が行われてきた。これらの研究は研究手法を洗練しつつ断続的に行われ、エージェンシー理論から期待される理論的帰結と整合的な実証結果が得られている。その後、株式所有構造ではなく、カルパスに代表される機関投資家によるリレーショナル・インベスティングが企業価値に与える影響が研究されるようになった。一部の研究では、カルパス効果と呼ばれる価値創造効果が検出されているが、サンプルや期間の違い、方法の精緻化などにより検出されないという結果も出ており、頑健な結果とはいえない。また1990年代末からは、内部および外部ガバナンス・メカニズムが企業価値に与える影響の源泉・要因に関する実証研究が行われるようになり、企業価値との直接的な関係ではなく、それを仲介する企業行動への影響に焦点が当てられるようになった。これまでの研究では、投資政策、資本構成、配当政策、経営者報酬制度、会計政策などが取り上げられている。さらに、2003年にゴンパースらによる先駆的な研究が公表されて以降は、さまざまなガバナンス・メカニズムを統合したガバナンス・インデックスが用いられるようになり、個々のメカニズムに焦点を当てるのではなく、全体として規律が厳しく株主の権利が保護される企業とそうでない企業との間に、どのようなパフォーマンスの違いが見られるか、どのような企業行動の違いが見られるかが研究されている。

我が国における研究では、従来は、メインバンクや株式持ち合いを取り上げ、企業価値との直接的な関係に焦点を当てた研究が行われていた。しかし、日本企業の国際競争力が低下する一方、市場志向型のコーポレート・ガバナンスが浸透するにつれ、従来のような日本企業の競争力の源泉に焦点を当てた研究は少なくなり、株式所有構造の変化、社外取締役の導入、買収防衛策の導入、親子上場の経済分析というようなトピックが取り上げられている。これらの研究の多くは、それぞれ個々のガバナンス・メカニズムの採用・導入が、どのような企業で行われているのか、それらの採用・導入によって株式市場の評価が向上しているのかどうかに焦点を当てた研究となっている。しかし、コーポレート・ガバナンスが変化しつつある中で、その変化が、配当行動、投資行動、コスト行動などの財務行動に与える影響は解明されていない。

2. 研究の目的

近年、株主構造における機関化の進行、株式持ち合いの解消、新会社法や金融商品取引法の施行などを背景に、株主によるガバナンスが機能しつつある。これは、少なくとも大規模な企業を中心に、メインバンク・システム、株式持ち合い、長期的雇用慣行という制度的補完性をもつシステムが大きく変化し、新しいガバナンス

の時代に入っていることを示唆している。本研究は、このような時代背景の下で、企業行動がどのように変化し、株式所有構造をはじめとするさまざまなガバナンス・メカニズムがそれらの企業行動にどのような影響を与えているのかを解明しようとするものである。本研究では、これまでの成果を踏まえて、次のような3つのテーマに焦点を当てて実証分析を行う。第1のテーマは配当行動である。ガバナンス要因と現金配当との直接的な関係については、これまでに数多くの研究が行われているが、本研究では、支配株主や日本固有の株式所有構造を抽出し、投資機会の大きさや資金的余裕度をコントロールした上で、その影響を分析する。第2のテーマはガバナンスと投資行動との関係である。ガバナンス要因と設備投資、研究開発投資との直接的な関係については既に研究が行われているが、本研究では投資行動のひとつである合併・買収が、ガバナンス要因によって、どのように歪められるかという点に焦点を当てて分析を行う。第3のテーマはコスト行動である。さまざまな環境の変化や直面する状況の変化によって、コスト行動が変化することが知られている。平均的なコスト行動からの乖離の程度が、ガバナンス要因から直接的・間接的にどのような影響を受けているかを分析する。

3. 研究の方法

(1) 配当行動

配当行動については、平成21年度～平成23年度基盤研究(B)「コーポレート・ガバナンスに関する多角的実証研究」において明らかにした自己株式取得に関する研究を異なる視点から捉え直した検証を行った。今回はエージェンシー・コストの視点から、ガバナンスと自己株式取得との関係を明らかにしている。

この研究の特徴は、エージェンシー・コストを3つの次元から捉えている点にある。3つの次元とは、第1に利害の対立があり情報の非対称性が大きいかどうか、第2に経営者の裁量がどれくらい大きいのか、第3にエージェンシー対立を緩和するために別の手段を用いているかというものである。それぞれについて代理変数を設定し、日本の上場企業をサンプルにして、2000年から2006年に行われた自己株式取得のアナウンスメントが、これらのエージェンシー要因に影響を受けているかどうかについて、単変量分析および多変量分析を行っている。

(2) 投資行動

コーポレート・ガバナンスと企業の合併・買収との関係に関する研究では、企業合併における、被合併企業の経営者の利益相反行動に着目した。経営者が、合併後における地位の確保を優先する行動をとるか、株主の利益を尊重した行動をとるかについて、さまざまな経営者特性や企業特性を考慮して実証的に解明している。2000年から2012年に行われた合併を対象として、消滅企業の取締役が、合併後におけるポストをすなわち自分の利害を優先するか、株主の利益である統合プレミアムを犠牲にしないかに

ついて、基本的に2つの仮説 利益相反仮説と交渉力仮説 をたて、その検証を行っている。

(3) コスト行動

コーポレート・ガバナンスと企業のコスト行動との関係については、第一段階として、平均的なコスト行動からの乖離が生じているかどうか、また生じているとすれば、どのような状況で生じているかを解明した。それに続いて、そのような特殊なコスト行動に影響を与える要因の解明を試み、そのひとつとしてコーポレート・ガバナンスに着目した。

4. 研究成果

(1) 配当行動

利害対立があり情報の非対称性の大きい企業ほど、フリーキャッシュフローに伴うエージェンシー・コストを削減しようと、自己株式の取得を行う傾向が強いことが明らかとなった。同時に、このような企業は現金配当による株主還元にも積極的であり、これらは代替的ではなく相互補完的に用いられていることが明らかとなった。また、一時的なキャッシュフローの増加に対しては自己株式の取得で、持続的なキャッシュフローの増加に対しては現金配当で、株主還元を行うことを、実証的に明らかにした。なお、この研究は、2013年に査読論文として受理されて学術誌に掲載されている。

(2) 投資行動

2000年から2012年に行われた、日本の上場企業間の合併において、消滅する被合併側の取締役が、同社の株主に対して利益相反行動をとるかどうかが、すなわち自分の地位保全を優先して、株主の利益となる統合プレミアムを犠牲にするかどうかを検証した。その結果、対等の精神を掲げている場合、あるいは被合併企業の役員持株比率が高い場合には、利益相反行動がとられている可能性が高いことが明らかとなった。ただし、上場企業間の合併のみを分析対象としているため、サンプルが134件と少なく、サブサンプルに分けた検証を行うことが難しいなど、実証分析を行う上での問題を抱えている。そのため、ワーキングペーパーとしてまとめたが、投稿には至っていない。なお、この研究に先行して、多角化企業を対象に投資行動の分析を行った基礎的な研究は、2012年に査読論文として学術誌に掲載されている。

(3) コスト行動

2000年から2013年をサンプル期間とし、金融保険業を除く日本の上場企業を対象に、平均から乖離したコスト行動がとられるかどうかに関する実証研究を行った。先行研究と同様に、日本においても、減収時には「コストの下方硬直性」と呼ばれる、売上高変化率と費用変化率との相関の低下が見られることが明らかとなった。さらに、これらの関係に影響を与える要因として、財務スラックの存在、需要の不確実性、株主と経営者とのエージェンシー対立、経営者の先見性が、売上高変化率と費用変化率との相関および下方硬直性に影響を与えることを明らかにした。これら一連の研究は3本のワーキン

グペーパーとしてまとめられ、現在、それらに基づいて学会発表を行い、研究をブラッシュアップしている段階にある。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計4件)

石田惣平、会計保守主義とエージェンシー問題との関係性に関する予備的考察、一橋商学論叢、査読有、9巻、2014、pp.33 - 47

Teng, M., T. Hachiya, Agency Problems and Stock Repurchases: Evidence from Japan, Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, 査読有, Vol.16, 2013, pp.135 - 150

DOI: 10.1142/S0219091513500161

山田方敏、蜂谷豊彦、多角化企業の投資決定と内部資本市場の効率性、管理会計学、査読有、20巻、2012、pp.43 - 61

Ramirez, P., T. Hachiya, Intangible assets and market value of Japanese industries and firms, International Journal of Technology Management, 査読有, Vol.59, 2012, pp.1 - 21

DOI: 10.1504/IJTM.2012.047248

〔学会発表〕(計10件)

安元雅彦、蜂谷豊彦、不確実性下のコスト行動と株式リターンへの影響、日本経営財務学会東日本部会、2015年3月14日、日本大学(東京都世田谷区)

安元雅彦、蜂谷豊彦、コーポレート・ガバナンスがコストの下方硬直性に与える影響、日本経営財務研究学会全国大会、2014年10月5日、明治大学(東京都千代田区)

石田惣平、The Effect of Accounting Conservatism on Corporate Financing Activity: Evidence from Japan、日本経営財務研究学会全国大会、2014年10月4日、明治大学(東京都千代田区)

安元雅彦、蜂谷豊彦、財務スラックがコストの下方硬直性に与える影響、日本管理会計学会全国大会、2014年9月12日、青山学院大学(東京都渋谷区)

石田惣平、会計保守主義は無用の長物か?、日本会計研究学会全国大会、2014年9月5日、横浜国立大学(神奈川県横浜市)

石田惣平、The Effect of Accounting Conservatism on Corporate Investment Behavior、20th Annual Midyear Meeting and 10th Ph.D./New Faculty Consortium - International Accounting Section of the American Accounting Association、2014年2月22日、Texas(USA)

石田惣平、会計保守主義が企業の資金調達活

動に及ぼす影響、日本ディスクロージャー研究学会第8回研究大会、2014年1月11日、専修大学(東京都千代田区)

石田 惣平、The Effect of Accounting Conservatism on Corporate Investment Behavior、25th Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues、2013年11月11日、Bali(Indonesia)

石田 惣平、The Effect of Accounting Conservatism on Corporate Investment Behavior、14th Annual Asian Academic Accounting Association Conference、2013年10月28日、Penang(Malaysia)

石田 惣平、The Effect of Accounting Conservatism on Corporate Investment Behavior、日本会計研究学会第72回大会、2013年9月6日、中部大学(愛知県春日井市)

〔図書〕(計2件)

Ito, K., M. Nakano (Eds.), Springer, International Perspectives on Accounting and Corporate Behavior, (S. Ishida, The Effect of Accounting Conservatism on Corporate Investment Behavior), 2014, 335 (59-80)

伊藤邦雄先生還暦記念論文集編集委員会、中央経済社、企業会計研究のダイナミズム、(蜂谷豊彦、エージェンシー問題と自己株式取得、第部 第21章)、2012、462(361-380)

6. 研究組織

(1) 研究代表者

蜂谷 豊彦 (HACHIYA, Toyohiko)
一橋大学・大学院商学研究科・教授
研究者番号: 00251645

(2) 連携研究者

山田 隆 (YAMADA, Takashi)
名古屋商科大学・商学部・教授
研究者番号: 10705958

(3) 研究協力者

石田 惣平 (ISHIDA, Sohei)
一橋大学・大学院商学研究科・特別研究員
(DC1)

安元 雅彦 (YASUMOTO, Masahiko)
一橋大学・大学院商学研究科・博士課程

Teng, Min
Huazhong University of Science and
Technology・Department of Finance・
Assistant Professor

Ramirez, Pablo
前東京工業大学・COE 研究員