

平成 30 年 6 月 20 日現在

機関番号：17102

研究種目：基盤研究(B) (一般)

研究期間：2015～2017

課題番号：15H03367

研究課題名(和文)法制度・文化・組織特性を用いたコーポレートガバナンスの実証研究

研究課題名(英文)Empirical Research on Corporate Governance: Law and Institutions, Culture, and Organizational Characteristics

研究代表者

内田 交謹(Uchida, Konari)

九州大学・経済学研究院・教授

研究者番号：80305820

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 12,500,000円

研究成果の概要(和文)：日本において、株主のタイプによって、コーポレートガバナンス手段への需要が異なることを発見した。中国の企業支配権取引について、株式の流動性がその効率性に影響することを発見した。中国では規制当局による審査が長期にわたるものの、発行企業がマーケットタイミングに成功していることを発見した。日本企業のM&Aについて、特定のタイプのM&A経験がその後のM&Aの成否と関係することを発見した。機関投資家持株比率の高い企業ほど国連PRIが公表された2006年前後に環境格付けが改善する傾向にあることを発見した。広告などのメディア情報と株式リターン、ボラティリティについて有意な関係が存在することを明らかにした。

研究成果の概要(英文)：We found demands for corporate governance devices depend on the type of shareholders. Analyses on transactions of corporate control in China reveal that stock liquidity affects efficiency of the transactions. Chinese companies successfully time the market in public offerings despite the long screening process by the regulatory authority. In Japan, experience of the specific type of M&As is associated with success/failure of subsequent M&As. Institutional ownership is positively related to the probability of environment rating improvements before and after year 2006, when the United Nations launched PRI. Finally, we find that media information such as advertisements is significantly related to stock return and volatility.

研究分野：コーポレートファイナンス

キーワード：コーポレートガバナンス 取締役会 株主構成 メディア情報 組織学習 企業支配権取引 CSR 第三者割当増資

1. 研究開始当初の背景

近年、日本をはじめとする多くの国でコーポレートガバナンスに関するガイドラインが策定され、コーポレートガバナンス改革が促進されてきた。一方で、一般に好ましいとされるコーポレートガバナンス慣行が本当に企業価値を向上させるのかという問題については、さまざまな実証結果が提示されており、研究者の間でも意見が分かれている。その一つの要因として、コーポレートガバナンスの効果は、それぞれの国における法制度や文化、組織特性によって大きく異なる可能性があることが考えられるが、これらの点を明示的に分析した研究は十分には蓄積されていない。このような実証研究を行うことで、より適切な政策評価を行うことができ、コーポレートガバナンス研究に貢献できると考えられる(動機 a)。

また、一般にコーポレートガバナンスの研究は、着目している変数がそれぞれ他の変数と相関していることから、見せかけの相関を示す可能性が高く、内生性の問題を考慮した研究を行うことがきわめて重要である。日本や中国においては、さまざまなコーポレートガバナンス改革や制度変更が行われており、その前後における変化を分析することで、内生性の問題を軽減した研究を行うことが可能になる(動機 b)。

2. 研究の目的

本プロジェクトでは、次のテーマについて、実証研究に取り組む。

日本企業の株主構成と多様なコーポレートガバナンス手段(ストックオプション、取締役会独立性、配当等)の分析
中国のコーポレートガバナンス改革を用いた株式流動性の効果に関する分析及び規制当局によるモニタリングと公募増資 M&A を用いた企業の学習効果とコーポレートガバナンス構造に関する分析
株主構成と企業の社会的責任(CSR)メディア情報と株価に関する分析。

テーマ では、コーポレートガバナンス改革において焦点となることの多い取締役会の有効性について、株主構成や他のガバナンス手段との関係を考慮しながら分析を行った。日本には従来から株式持ち合いが成立するとともに、支配株主を有する企業も一定以上存在することから、今なお安定的な株主構成の企業が多く存在する。一方で、機関投資家や外国人持株比率の高い企業も一定以上存在しており、株主構成が二極化していると考えられる。このうち安定株主は企業に関与するインフォーマルな手段を保有しているため一般的なコーポレートガバナンス手段をそれほど必要としないと思われるが、投資先企業と一定の距離のある機関投資家・外国

人株主はいわゆるコーポレートガバナンス手段を需要する可能性が高い。このように動機 a に基づき、歴史的経緯による株主構成の二極化が日本のコーポレートガバナンス構造を規定する可能性について分析する。また、規制等の異なるさまざまな業種について、コーポレートガバナンスの効果異なるかを検証する。

テーマ では、中国で 2005 年から実施された非流通株改革が企業支配権市場の効率性に与えた影響を分析する。企業支配権市場に関するもっとも基礎的な考え方は、キャピタルゲインを目的とする投資家が経営の非効率な企業を買収し、経営効率化によって株価を高め、株式売却によって利益を得るというものである。よって、経営効率化後に株価を売却できる可能性、すなわち株式流動性が企業支配権市場の効率性に大きな影響を与えると予想できる。本テーマでは、このきわめてファンダメンタルな問いに対し、動機 b に基づいて中国の非流通株改革のデータを用いて回答することを目的としている。

テーマ ではまた、中国の新規株式発行において不適切な新株発行を防止する目的で規制当局による審査に時間がかかることに注目した。具体的には、動機 a の研究の一環として、そのような規制が新株発行の主要動機の一つであるマーケットタイミング行動を困難にしているかを検証した。

テーマ は、動機 a に基づき、企業の学習能力が M&A の成否に与える影響とコーポレートガバナンス構造の関係を検証する。独立的な取締役会など、一般に好ましいとされるコーポレートガバナンス手段の効果は、組織特性によって異なる可能性がある。たとえば、多くの経験を積み、組織内部における学習効果が高い企業において、社外取締役が社外での経験からアドバイスを行った場合、両者の異なる知識が相乗効果をもたらし、M&A のパフォーマンスを高める可能性があるが、逆に外部者である社外取締役のアドバイスが、組織が蓄積した学習による知見の有効活用を妨げる可能性もある。テーマ では、この問題について実証分析を行う。

コーポレートガバナンスは株主価値だけではなく、近年注目を集めている社会的責任(CSR)行動にも影響を与えられられる。しかしながら、両者の関係は典型的な内生性の問題に直面しており、適切な分析が難しい。企業の CSR 行動が株主価値に与える影響もきわめて重要なテーマであるが、同様に内生性の問題が深刻である。これに対し、国連は 2006 年に責任投資原則(Principles for Responsible Investments)を公開し、機関投資家に対して、株主としての力を行使して投資先企業の CSR を改善するよう訴え、日本の機関投資家も 5 社が 2006 年 4 月に PRI に署名した。また日本国内では、環境庁が PRI を重視し、環境配慮を促進するための金融メカニズムを考える委員会を設置するとともに、金

融機関向けセミナー活動を通じて啓蒙活動を行った。また 2006 年前後には環境配慮活動に関するさまざまな優遇措置を講じていた。テーマ では動機 b に基づき、PRI 前後における CSR 格付けの変化と事前の機関投資家持株比率の関係を分析する。

テーマ では、広い意味でのコーポレートガバナンス手段であるメディアに注目し、メディア情報が適切に株価に反映されているかを分析する。メディアはさまざまな情報を発信するが、適切に株価に織り込まれることがコーポレートガバナンス手段として機能する上で、きわめて重要である。

3. 研究の方法

テーマ については、研究代表者・内田と分担者・森保がストックオプション導入に関する日本経済新聞記事を収集し、データベース化した。株主構成やストックオプション以外のコーポレートガバナンスに関するデータは Nikkei NEEDS Cges を利用した。内生性の問題を軽減するために、マッチング分析を行った。また研究分担者・松本が、鉄道事業や銀行業など、固有の規制に直面する企業について実証分析を行った。

テーマ については、研究代表者・内田が共同研究者である Liping Dong 氏より中国における私的な企業支配権取引のイベント・データ及び財務・株価・ガバナンスデータを収集し、イベント・スタディの手法を用いて企業支配権取引のターゲット企業の株価効果を推定した。非流通株改革が実施された 2005 年以前には、ほとんどの企業支配権取引において非流通株が取り引きされたが、2005 年以降には流通株が取り引きされるケースが増大し、両社で株価反応を比較することで、株式流動性が企業支配権取引の効果に与える影響を検証した。

テーマ については、研究代表者・内田と分担者・関が Recof 社の M&A データを用いて、日本における M&A 取引イベントをデータベース化し、すべての取引について、イベントスタディの手法を用いて発表時の短期株価反応を計測した。ここで短期株価反応を M&A の成否の変数として採用するのは、次回以降の M&A 発表・実施に影響を受けないパフォーマンス変数を用いるためである。さらに、同一企業による事前の M&A 実施回数を取引種類別（対上場企業、多角化型等）にカウントして経験データとして採用し、さらに事前の失敗・成功回数をカウントすることで、組織学習レベルの変数を作成した。これらのデータを作成した上で、M&A 経験と学習変数の関係が社外取締役割合などの経験変数と関係しているかを検証した。

テーマ については、研究代表者・内田が共同研究者である Elizabeth Motta 氏と東洋経済 CSR 総覧に掲載されている日本企業の CSR 格付けデータを環境・社会・コーポレ-

トガバナンス・雇用慣行のカテゴリー別に手入力データベース化した。さらに、Nikkei NEEDS FinancialQuest 大株主データを用いて、国内外の機関投資家持株比率及び PRI に署名した投資家の持株比率のデータベースを作成した。これらのデータと Nikkei Cges より入手したコーポレートガバナンス・データと結合した上で、2005 年における機関投資家持株比率、PRI 署名投資家持株比率と 2005 ~ 2008 年あるいは 2009 年における CSR 格付け変化の関係を分析した。

テーマ については、研究分担者・阿萬がテレビ CM などのメディア情報データを購入して分析可能な形にデータベース化するとともに、研究分担者・森保が高頻度株式取引データを購入し、株式収益率及びボラティリティの計算を行うことで、メディア情報と株式収益率、ボラティリティの関係を分析した。

4. 研究成果

テーマ については、株主構成とストックオプション採用、取締役会構成、配当水準の関係を分析し、投資先企業と一定の距離のある機関投資家・外国人株主はその種類を問わず、好ましいコーポレートガバナンス手段の採用を要求するのに対し、安定株主は一般的なコーポレートガバナンス手段を必要としないという考え方を支持する結果が得られた。これにより、例えばストックオプション採用前後で配当支払いが減少せず、取締役会独立性が向上するなど、日本企業のコーポレートガバナンス手段の間に米国とは異なる関係が成立することを明らかにした。この結果は日本でストックオプション導入が米国ほど進まない理由を提示しており、ファイナンス分野のトップジャーナルの一つである Journal of Financial and Quantitative analysis に掲載された。また、鉄道事業や銀行業におけるコーポレートガバナンスについても、論文を公刊した。

テーマ では、流通株を取引する企業支配権取引が非流通株を取引する場合に比べて、ターゲット企業において有意に高い株価効果を得ていることを明らかにした。特に流通株を取引する場合、成長機会の豊富な企業で株価反応が高く、支配権移転後の投資も多くなっていることが明らかになった。これらの結果は、株式流動性が企業支配権取引の買い手のインセンティブ、さらには取引の効率性に影響することを示しており、コーポレートファイナンス分野のリーディング・ジャーナルである Journal of Corporate Finance に掲載が決定した。

また、中国の新規株式発行における規制当局の審査がマーケットタイミングを防止する効果があるかを検証したところ、規制当局は株価下落時の新株発行を防ぐ目的で株価上昇時に新株発行許可を出す傾向にあり、公募増資決定から実際の発行までにかかりの

時間がかかるにもかかわらず、発行企業はマーケットタイミングに成功していることを明らかにした。この研究も Journal of Corporate Finance に掲載された。

テーマ については、対上場企業の M&A 経験など、特定のタイプの M&A 実施経験がその後の M&A の成否と関係するという結果が得られた。現在、これらの結果を全体として説明できる理論構築を進めている。なお、研究分担者・関がこの研究プロセスで得た知見を企業間提携などに応用し、多数論文を公刊している。

テーマ については、2005 年時点における機関投資家持株比率が 2005 年～2008 年あるいは 2009 年にかけての環境格付けの改善確率と有意に正の関係があるという実証結果を得た。さらにこの期間における環境格付けの改善と株式長期収益率の間に有意な関係は見られなかった。これらの結果は、機関投資家が企業の CSR を改善するドライバーになり得ること、企業の環境格付けの改善は株主価値を毀損しないことを示唆しており、Journal of the Japanese and International Economies に掲載された。

テーマ については、広告などのメディア情報と株式リターン、ボラティリティについて有意な関係が観察され、International Review of Economics & Finance 等に論文を掲載するとともに、研究分担者・阿萬が単著として公刊した。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計 13 件)

1. Dong, L., Uchida, K., Hou, X., forthcoming. Are future capital gain opportunities important in the market for corporate control? Evidence from China. Journal of Corporate Finance, 査読有。
2. Motta, E., Uchida, K., 2018. Institutional investors, corporate social responsibility, and stock price performance. Journal of the Japanese and International Economies 47, 91-102, 査読有。
3. Aman, H., Moriyasu, H., 2017. Volatility and public information flows: Evidence from disclosure and media coverage in the Japanese stock market. International Review of Economics & Finance 51, 660-676, 査読有。
4. Aman, H., Kasga, N., Moriyasu, H., forthcoming. Mass media effects on trading activities: Television broadcasting evidence from Japan. Applied Economics, 査読有。
5. Min, J., forthcoming. No pain, yet gain? Learning from vicarious crises in an international context. Journal of Business

Research, 査読有。

6. 松本守, 2018. 「銀行業の取締役会に関するサーベイ - 取締役会のダイバーシティを中心に - 」『商経論集』第 53 巻, 79-87, 査読無。
7. Huang, Y., Uchida, K., Zha, D., 2016. Market timing of seasoned equity offerings with long regulative process. Journal of Corporate Finance 39, 278-294, 査読有。
8. Sun, Y., Uchida, K., 2016. The role of bank-affiliated venture capital for parent banks in Japan: New evidence. Asia-Pacific Journal of Financial Studies 45, 864-885, 査読有。
9. Shinozaki, S., Moriyasu, H., Uchida, K., 2016. Shareholder composition and managerial compensation. Journal of Financial and Quantitative Analysis 51, 1719-1738, 査読有。
10. Min, J., 2016. Sensitivity of alliance termination to prealliance conditions: Expectation effects of alliance partners. Organization Studies 38, 917-936, 査読有。
11. Aman, H., 2017. Takeover premiums and controlling shareholders: Evidence from Japanese firms. International Review of Business 7, 1-26, 査読有。
12. 松本守・孫月, 2017. 「取締役 Turnover と企業パフォーマンス - IPO 企業を対象とした実証分析 - 」商経論集 第 52 巻 43-69, 査読無。
13. 松本守・後藤孝夫, 2017. 「日本の鉄道事業者における役員賞与と経営者インセンティブ コーポレート・ガバナンスと規制緩和の効果に着目した実証分析 」商経論集, 第 52 巻, 71-86, 査読無。

[学会発表](計 28 件)

1. Min, J., Open versus closed alliance networks as a precaution for organizational disruptions. Academy of Management 2018 Annual Conference, August 2018, Chicago, USA.
2. Huang, Y., Uchida, K., Zha, D., Market timing in private placements of equity. University of Rhode Island Finance Seminar, October, 2017.
3. Huang, Y., Uchida, K., Zha, D., Market timing in private placements of equity. Financial Management Association 2017 Conference, October, 2017, Boston USA.
4. Dong, L., Uchida, K., Hou, X., forthcoming. Are future capital gain opportunities important in the market for corporate control? Evidence from China. Darla Moore School of Business - Hitotsubashi University Second International Conference on Corporate Finance: Governments, Corporate Governance and Corporate

- Policies. September 2017, Tokyo, Japan.
5. Motta, E., Uchida, K., Institutional investors, corporate social responsibility, and stock price performance. Asian Finance Association 29th Annual Meeting, July 2017, Seoul, Korea.
 6. Dong, L., Uchida, K., Hou, X., Are future capital gain opportunities important in the market for corporate control? Evidence from China. INCAS Annual Conference, May 2017, Oxford UK.
 7. Min, J., No pain, yet gain? Learning from vicarious crises in an international context. Academy of Management 2017 Annual Conference, August 2017, Atlanta, USA.
 8. 阿萬弘行・高橋陽二「投資信託の資金フローと市場構造要因」証券経済学会第87回大会, 2017年12月, 福岡大学.
 9. 松本守「海運事業者における取締役会のダイバーシティと企業パフォーマンス - スーデモグラフィック・ダイバーシティとタスク・ダイバーシティの視点から - 」日本海運経済学会関西支部会 2017年4月, 西南学院大学.
 10. Motta, E., Uchida, K., Institutional investors, corporate social responsibility, and stock price performance. 26th NBER-TCER-CEPR Conference/ 東大・設研共同主催シンポジウム, 2016年12月, 日本政策投資銀行, 東京.
 11. 内田交謹, Market timing in private placements of equity. 日本経営財務研究学会第40回全国大会, 2016年10月, 武蔵大学, 東京.
 12. Motta, E., Uchida, K., Corporate governance, CSR, and performance. JSPS Core-to-Core Program Workshop INCAS-2nd Workshop, 2016年9月, 早稲田大学, 東京.
 13. Aman, H., Kasuga, N., Moriyasu, H., Corporate advertisements and the investor attention effect. The 21st ITS Biennial Conference, June 2016, Taipei, Taiwan.
 14. Aman, H., Kasuga, N., Moriyasu, H., Corporate advertisements and the investor attention effect: Evidence from the television commercials. 日本ファイナンス学会, 2016年5月, 横浜国立大学, 横浜, 日本.
 15. Uchida, K., Market timing of seasoned equity offerings with long regulative process, Beijing Wuzi University Finance Seminar, April 2016, Beijing, China.
 16. Uchida, K., Market timing of seasoned equity offerings with long regulative process, Capital University of Economics and Business Finance Seminar, April 2016, Beijing, China.
 17. Miyazaki, H., Aman, H., 2015. Effects of regional bank merger on small business borrowing: Evidence from Japan. International Journal of Economics and Finance 7, 62-75.
 18. Zhang, Y., Uchida, K., External financing and earnings management: Evidence from international data. Asian Finance Association 28th Annual Meeting, June 2015, Changsha, China.
 19. Min, J., The effects of prealliance formation options on alliance instability. The 31th Colloquium of the European Group for Organizational Studies, July 2015, Athens, Greece.
 20. Huang, Y., Uchida, K., Investor sentiment and stock price movements surrounding seasoned equity offerings. 日本経営財務研究学会第39回全国大会, 2015年10月, 九州大学, 福岡.
 21. 松本守「取締役 Turnover と企業パフォーマンス - IPO 企業を対象とした実証分析 - 」日本経営財務研究学会第39回全国大会, 2015年10月, 九州大学, 福岡.
 22. 小野慎一郎「株主資本簿価/時価比率とROEを用いた資本コストの推計: 日本企業のデータによる Lyle-Wang モデルの検証」日本経営財務研究学会第39回全国大会, 2015年10月, 九州大学.
 23. Motta, E., Uchida, K., Institutional ownership, corporate social responsibility, and stock price. 日本経営財務研究学会第39回全国大会, 2015年10月, 九州大学.
 24. Aman, H., Moriyasu, H., Disclosure information, press coverage, and their influence on market liquidity: Evidence from Japan. 27th Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues, November 2015, Gold Coast, Australia.
 25. Aman, H., Kasuga, N., Moriyasu, H., Corporate advertisements and the investor attention effect: Evidence from the television commercials. 28th Australian Finance and Banking Conference, December 2015, Sydney, Australia.
 26. Huang, Y., Uchida, K., Zha, D., Market timing of seasoned equity offerings in long regulative environment. The 11th International Conference on Asian Financial Markets and Economic Development, December 2015, Nagasaki University, Nagasaki, Japan.
 27. Motta, E., Uchida, K., Institutional ownership, corporate social responsibility, and stock price performance. The 11th International Conference on Asian Financial Markets and Economic Development, December 2015, Nagasaki University, Nagasaki, Japan.
 28. Huang, Y., Uchida, K., Zha, D., Market timing of seasoned equity offerings in regulative environment. Midwest Finance Association, March 2016, Atlanta, USA.

〔図書〕(計 5 件)

1. Shiozaki, S., Uchida, K., 2017. Ownership structure, tax regime, and dividend smoothing: in Naito, T., Lee, W., Ouchida, Y. (eds.), Applied Approaches to Societal Institutions and Economics, 41-55, Springer.
2. 阿萬弘行, 2018. 『株価の情報反映メカニズム - マスメディアと企業情報の効果 - 』中央経済社, 総ページ数 210.
3. Min, J., forthcoming. Open versus closed alliance networks as a precaution for organizational disruptions: in Das, T.K. (ed.), Management Trust in Strategic Alliances, Information Age Publishing.
4. 内田交謹, 2015. 「企業の資本構成とペイアウト政策」内田交謹・多和田眞・成生達彦・山田光男編著 『トピックス応用経済学 I 貿易, 地域, 産業, 企業』, 199-215, 勁草書房.
5. 阿萬弘行, 2015. 「企業情報の伝達プロセスと株式市場」内田交謹・多和田眞・成生達彦・山田光男編著 『トピックス応用経済学 I 貿易, 地域, 産業, 企業』, 232-248, 勁草書房.

〔産業財産権〕

○出願状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

○取得状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

6. 研究組織

(1)研究代表者

内田 交謹 (UCHIDA, Konari)
九州大学・大学院経済学研究・教授
研究者番号：80305820

(2)研究分担者

森保 洋 (MORIYASU, Hiroshi)
長崎大学・経済学部・教授

研究者番号：10304924

小野 慎一郎 (ONO, Shinichiro)
大分大学・経済学部・准教授
研究者番号：20633762

閔 廷媛 (MIN, Jungwon)
上智大学・経済学部・教授
研究者番号：30632872

松本 守 (MATSUMOTO, Mamoru)
北九州市立大学・経済学部・准教授
研究者番号：50435096

阿萬 弘行 (AMAN, Hiroyuki)
関西学院大学・商学部・教授
研究者番号：70346906

(3)連携研究者

()

研究者番号：

(4)研究協力者

()