

令和元年9月10日現在

機関番号：32682

研究種目：基盤研究(B) (一般)

研究期間：2016～2018

課題番号：16H03662

研究課題名(和文) 投資ファンドが投資先企業経営に及ぼす影響についての国際比較研究

研究課題名(英文) An international comparative study of the influences of Investment Funds to the Investee companies

研究代表者

三和 裕美子 (Miwa, Yumiko)

明治大学・商学部・専任教授

研究者番号：10287881

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 5,600,000円

研究成果の概要(和文)：投資ファンドの投資先企業への影響については先進資本主義諸国において注目されている。さらに投資ファンドは開発途上国においても影響力を増しており、本研究においては、その実態解明および影響力の調査が重要な課題である。本研究においては、以下の5分野に渡る課題を解明した。

日本のコーポレート・ガバナンス改革と投資ファンド、ヘッジファンド・アクティビズムと企業への影響、米国機関投資家、特にプライベートエクイティ・ファンドの投資行動、フランス投資ファンドと社会的責任投資、日本における投資ファンドの企業への影響

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究においては、投資ファンドの企業への影響について国際的な調査、研究を行った。特にわが国におけるヘッジファンド、アクティビストファンドなどの投資ファンドが企業へ及ぼす影響について定量的・定性的に解明した点において学術的貢献は大きい。

投資ファンドなどの機関投資家の台頭は1980年代より英米などの先進資本主義諸国において進んできたが、近年経済の金融化がより進み、その影響力が欧米、日本などにおいて強まっていることを明らかにした。それらはM&A活動といった証券市場への影響のみならず発行体のコーポレート・ガバナンス、企業戦略にまで及んでいることが指摘され、本研究の社会的意義は大きい。

研究成果の概要(英文)：The impact of the investment funds' investee companies is increasing today. Further investment funds are increasingly influential in developing countries also. It is very important theme to study of the influence to the investee companies. In this study, we discussed the following 5 themes.

(1) Japan's corporate governance reform and investment funds, (2) hedge fund activism and corporate influence, (3) Investment funds in the USA, particularly private equity fund investments' activities, (4) Investment funds in France and socially responsible investment, (5) Investment funds' impact on Japanese companies

研究分野：経営学、証券市場論

キーワード：投資ファンド ヘッジファンドアクティビズム プライベートエクイティ・ファンド コーポレートガバナンス・コード 社会的責任投資 株主価値極大化経営 ステークホルダー スチュワードシップ・コード

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19、CK - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

1980 年以降、市場と企業活動のグローバル化が進み、グローバル資本主義と呼ばれる時代になった。ここでは、金融市場と金融産業の肥大化、グローバル化が進み、「経済の金融化」あるいは金融主導型資本主義という資本主義の歴史的・構造的変化が生じた。1990 年代には IT ブームで株価の上昇が世界的に起こり、その後の IT 関連株価バブルの崩壊、2008 年のリーマンショック以降、過剰な流動性資金は、ますますグローバルに移動するようになった。金融のグローバル化は、先進各国を中心とした金融資産の規模の拡大とデリバティブや証券化などの金融技術の進歩による金融・資本市場の拡大をもたらした。この結果、大規模な資金を運用する年金基金、投資信託などの機関投資家、富裕層の資産運用を主に行うヘッジファンドなどの投資ファンド資産残高が急激に伸長した。投資ファンドの投資先企業への影響力が増大する今日、投資家と企業との関係は重要な研究課題となっている。

2. 研究の目的

本研究は投資ファンドの行動、その投資対象企業への影響力を国際比較の観点から定量的・定性的に分析したうえで、投資ファンドの各国金融システムにおける役割を明らかにすることを目的とする。

3. 研究の方法

まず投資ファンドの種類、国ごとの分類をしたうえで、資産運用状況、運用戦略、株主としての行動、エンゲージメント状況、関連規制などの基礎的な調査について文献研究を中心に進める。投資ファンドの投資先企業へ影響力について定量的な分析を行う。具体的には、投資ファンドの株式所有比率が従業員などのステークホルダーにどのような影響をあたえたのかについて実証分析をする。同時に、投資ファンド、投資先企業、関連団体などへのインタビューを行い、定性的な分析も進める。

4. 研究成果

本研究では主に以下の から の分野に渡り投資ファンドの影響を考察し、最後に日本における投資ファンドの企業への影響について実証研究を行った。

日本のコーポレート・ガバナンス改革と投資ファンド
ヘッジファンド・アクティビズムと企業への影響
米国機関投資家、特にプライベートエクイティ・ファンドの投資行動
フランス投資ファンドと社会的責任投資
日本における投資ファンドの企業への影響

日本のコーポレート・ガバナンス改革と投資ファンド

2012 年末に誕生した安倍政権は、影響力を拡大している外国人投資家の期待に応えるべく、GPIF 等の公的年金の運用構成方針を国内株式や海外債券・株式、さらにデリバティブ等の投機的金融商品の比率を高めることを指示し、金融緩和政策として投資信託の拡大を強化した。さらに、コーポレートガバナンス・コード等で「もの言わぬ」株主としての「政策保有株」の縮小も求めている。すなわち、コーポレート・ガバナンス改革として企業経営者に株主主権、株価上昇のための ROE 重視等、さらにものを言う投資家、アクティビストの台頭をもたらした。特に海外投資家は日本企業に対して株主価値重視経営を強く求めるようになったことを明らかにした。

ヘッジファンド・アクティビズムと企業への影響

近年のヘッジファンド・アクティビストの要求は、株主還元策の強化と会社分割や事業譲渡やそれに関連する M&A である。DuPont や Dow、ソニー、ファナックの事例にもみられるように投資家主導がさらに進んでいるといえる。ヘッジファンド・アクティビズムは、究極の「株主価値極大化」戦略であり、それはステークホルダーや既存の株主の利益にも反することがある。これらの活動は短期的には株価の上昇をもたらす場合も多いが、長期的な効果は不透明であることを明らかにした。

米国機関投資家、特にプライベートエクイティ・ファンドの投資行動

米国の P E ファーム、3 G キャピタルの事例からパイアウト投資の現状を明らかにした。3 G キャピタルは、典型的なパイアウト投資として、成熟企業でありグローバルに事業を展開する企業を L B O 投資対象とした。買収企業の同業種や関連業種企業の継続的な M & A を展開することによる投資対象企業の事業にシナジー効果をもたらそうとした。投資対象企業を買収する際、他の投資家と協調的な投資行動、すなわちクラブ・ディールを展開した。投資対象企業を買収後、非公開会社とし、ゼロベース予算方式に基づき向上閉鎖や人員削減によるコスト削減など効率的経営を推進し、再上場による創業者利得を取得した。このように 3 G キャピタルは、支配株主として投資対象企業の取締役兼任や取締役派遣を行い、戦略的意思決定を主導することにより徹底した効率的経営を推進した。

フランス投資ファンドと社会的責任投資

フランスにおいて社会的責任投資が重要視される理由について 3 点指摘した。(1)国際化され、しかも債券投資が多いフランス証券市場ではそれに対応した包括的な国際規範に準拠した環境 (E) 社会 (S) の社会的責任投資が中心となった。(2) E ・ S という規範はマクロ政策と密接に結びついており、国家的戦略と適合している。すなわち、E U の潜在的な成長が望めない状況に鑑みて、短期主義の利益追求よりも長期的な視点で持続的な成長を志向するフランスの経済状況と符合する。(3)フランスの社会的責任投資の収益性は一般指標のそれよりも高い、ことなどがあげられる。

日本における投資ファンドの企業への影響

本稿では外国人投資家が日本の企業システムを変えるビッグブッシュなのか、もし、ビッグブッシュならば、サブシステムであるパイアウト政策や雇用政策が変化し、サブシステム自体が新たな補完性を持つのではないかという問題意識の下で 4 つの問題提起を行い、それぞれの仮説を検証した。

第一の問い、株主利益と従業員利益はトレードオフかという問いについては、株主利益である配当と従業員利益である雇用がトレードオフ関係にあることから、株主利益と従業員利益はトレードオフ関係にあることが示唆された。第二の問い、この関係は外国人投資の増大が影響しているのかについては、外国人投資家が増えると配当が増加、雇用が抑制される検証結果となったことから、株主利益と従業員利益とのトレードオフ関係は外国人投資家の増大によって増幅されることが示唆された。第三の問い、企業が赤字を計上するといった危機的な状況でも外国人投資家は従業員の利益を抑え、自らの利益を追求するのかについては、赤字の場合、配当を抑制することから、自らの利益追求はしないことが示唆された。しかし、赤字であっても人件費を抑制しないといった従業員利益を優先する行為に対してはこれを抑制することが示唆された。第四の問い、自社株買いは配当の硬直性を補てんするものか、そして、それは外国人投資家の影響かについては、配当の増加率を抑えた場合、自社株買いを実施する確率が高まることから、自社株買いが配当抑制の補てんであることが示唆されたが、外国人の影響は見られなかった。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 13 件)

平成 28 年度

- ・三和裕美子 「ヘッジファンド・アクティビズムと現代企業の社会的責任」『経済』No.255.
- ・國島弘行 「社会と企業のガバナンスの関係」『経営学論集』、87 巻
- ・野中郁江 「『株主の利益最大化』原則に対する会計学からの疑問」、名城論叢、17 巻
- ・岩波文孝 「ブラジル証券市場とコーポレート・ガバナンス」『経営学論集』、86 巻
- ・高久保豊 「中国のビジネスモデル転換に関する一考察：二重移行論との関連」商学集志、86 巻

平成 29 年度

- ・三和裕美子 「わが国における戦前の株式分割制度の実態について」『明大商学論叢』、100 巻
- ・Yumiko Miwa “Professional Asset Managers and the Evolution of Corporate Governance in France and Japan”、Revue Francaise de Gouvernace d'Enterprise、No18.
- ・野中郁江 「今日の私立大学」『経済』268 巻

平成 30 年度

- ・三和裕美子 「グローバル化下のコーポレート・ガバナンス論再考 日産自動車の事例から考える」『創価経営論集』43 巻 1 号
- ・三和裕美子 「機関投資家のエンゲージメントとその評価－日英の比較から－」『同志社法学』71 巻 1 号
- ・國島弘行 「社会と企業における情報創造－誰のため、何のための情報か？－」『明治大学経営学研究所、経営学論』66 巻 2 号
- ・佐藤猛 「フランスの投資ファンドは何故、社会的責任投資（ISR）を好むか」『財務管理研究』30 巻
- ・高久保豊 「中国における衆創空間の発展とその背景－北京と深センの比較を中心に－」『商学集志』88 巻 4 号

〔学会発表〕(計 9 件)

平成 28 年度

- ・岩波文孝 「米国機関投資家の投資行動と M&A-Private Equity のパイアウト投資を中心として」日本比較経営学会東日本部会
- ・岩波文孝 「米国 Private Equity の投資行動と M&A」JSA ファンド研究会
- ・Katsuhiko Hirasawa, Professional Manager and Corporate Behavior in Japan International Conference on Business, Society and Governance (国際学会) Pokhara University, Nepal

平成 29 年度

- ・三和裕美子・壺内慎二 「もの言う株主」が日本企業の経営政策に与える影響」証券経済学会全国大会第 87 回
- ・高久保豊 「中国における双創構想とメイカーズスペースの新展開」アジア経営学会

平成 30 年度

- ・三和裕美子「機関投資家の ESG 投資の現状と課題－日英のエンゲージメント活動に対する評価から－」企業経済研究会

- ・ Yumiko Miwa “ Were Japanese Investors Speculative in the Early Showa Period (1926-1945)? ” 2nd International Conference on Challenges & Opportunities in Thailand
- ・ 佐藤猛 「 フランスにおける社会的責任投資 (ISR) の現状 」 日本管理学会第 47 回秋季全国大会
- ・ Katsuhiko Hirasawa “ Globalization and Small Business “ 7th Dialogue on Social Market Economy

〔図書〕(計 7 件)

平成 28 年度

- ・ 三和裕美子編著 『東アジアとアセアン諸国のコーポレート・ガバナンス』 税務経理協会
- ・ 佐藤猛 『証券理論の新体系』 税務経理協会
- ・ 佐藤猛 『金融と経済』 白桃書房

平成 29 年度

- ・ 國島弘行 (小西勝明、小坂隆秀、田村八十一編著) 『現代の産業・企業と地域経済ー持続可能な発展の追求ー』 晃洋書房
- ・ 國島弘行 (重本直利、篠原三郎、中村共一編著) 『社会共生学研究ー資本主義をマネジメントするー』 晃洋書房

平成 30 年度

- ・ 三和裕美子 (境睦・落合信彦編) 『グラフィック経営財務』 新生社
- ・ 岩波文孝 (百田義治監訳) 『CSR の終焉 資本主義における役割を問う』 中央経済社

〔産業財産権〕

出願状況 (計 0 件)

取得状況 (計 0 件)

6 . 研究組織

- ・ 研究の総括・実証分析・日本担当 明治大学・商学部・教授 三和裕美子
- ・ 日本担当・企業分析 明治大学・商学部・教授 野中郁江
- ・ アメリカ担当 創価大学・経営学部・教授 國島弘行
- ・ アメリカ・ブラジル担当 駒沢大学・経営学部・教授 岩波文孝
- ・ ドイツ・フランス担当 日本大学・商学部・教授 平澤克彦
- ・ ドイツ・フランス担当 日本大学・商学部・教授 佐藤猛
- ・ 中国担当 日本大学・商学部・教授 高久保豊

(1) 研究分担者

研究分担者氏名：野中郁江

ローマ字氏名：Ikue Nonaka

所属研究機関名：明治大学

部局名：商学部

職名：教授

研究者番号 (8 桁) : 10290983

研究分担者氏名：國島弘行

ローマ字氏名：Hiroyuki Kunishima

所属研究機関名：創価大学

部局名：経営学部

職名：教授

研究者番号（8桁）：10287881

研究分担者氏名：岩波文孝

ローマ字氏名：Fumitaka Iwanami

所属研究機関名：駒沢大学

部局名：経営学部

職名：教授

研究者番号（8桁）：40258637

研究分担者氏名：平澤克彦

ローマ字氏名：Katsuhiko Hirasawa

所属研究機関名：日本大学

部局名：商学部

職名：教授

研究者番号（8桁）：70181154

研究分担者氏名：佐藤猛

ローマ字氏名：Takeshi Sato

所属研究機関名：日本大学

部局名：商学部

職名：教授

研究者番号（8桁）：70287572

研究分担者氏名：高久保豊

ローマ字氏名：Yutaka Takakubo

所属研究機関名：日本大学

部局名：商学部

職名：教授

研究者番号（8桁）：20246804

(2)研究協力者

研究協力者氏名：壺内慎二（金沢星稜大学）

ローマ字氏名：Shinji Tsubouchi

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。