

令和元年6月17日現在

機関番号：34310

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2016～2018

課題番号：16K03830

研究課題名(和文) 持続的成長に寄与する企業経営のあり方 資本市場のイベント・スタディ等による検証 -

研究課題名(英文) Corporate management which contributes to sustainable growth -Studies by event study of capital markets-

研究代表者

足立 光生 (Adachi, Mitsuo)

同志社大学・政策学部・教授

研究者番号：90340215

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,400,000円

研究成果の概要(和文)：近年においてわが国では、政府あるいは関連機関が、経済の持続的成長を目的としてコーポレートガバナンス改革を謳い、企業への政策提言を行う潮流がある。本研究では、そうした様々な提言が企業価値を高め、ひいては経済の持続的成長に寄与するか否かについて分析を行った。具体的には、企業価値の変化を長期的な財務パフォーマンスとしてではなく、資本市場の投資家の反応によって直接的に計測するためのイベント・スタディ(Event Studies)分析を主軸に据え、VARモデル(Vector Auto Regressiveモデル、ベクトル自己回帰モデル)分析等を組み合わせた分析を使い、最新の事例を対象に効果を測定した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究は、政府や関連機関からの企業経営効率改善を目標とする政策提言や要求が企業価値の向上や経済の持続的成長に寄与するかを検証した。また、本研究の学術的意義としては従来の理論の枠にはとらえられない新たな枠組みの分析を行った点にある。当研究の対象領域は時事的要素が高く、現在進行中のものであるため、研究では最新の事例を対象とするとともに、研究成果を可能な限り早急に公表することを心がけた。その結果、本研究期間内に最新の事例を対象として3つの研究を行い、それぞれを単著の論文として公表した。3つの研究成果はいずれも、政府提言の可能性と限界を示唆するものであり、当研究の社会的意義は大きいものと考えられる。

研究成果の概要(英文)：In recent years, there has been a trend in Japan for governments and related organizations to make policy proposals for corporate governance reforms and to make policy recommendations to companies for the purpose of sustainable economic growth. In this study, I analyzed whether such various recommendations increased corporate value and contributed to the sustainable growth of the economy. Specifically, I focused on an event studies analysis method that measures changes in corporate value not directly as long-term financial performance, but by the reactions of investors in the capital market. I also combined the VAR model (Vector Auto Regressive model) analysis with the event studies analysis to measure the effect for the latest case.

研究分野：資本市場

キーワード：持続的成長 ROE経営 企業経営 イベント・スタディ 伊藤レポート VARモデル コーポレートガバナンス改革 資本市場

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

1. 研究開始当初の背景

研究を開始した当初の背景の一つとして、当時のわが国で企業の経営効率を改善することを通じて経済の持続的成長を図る提言が諸機関よりなされていたことが挙げられる。特に、2012年12月の第2次安倍内閣発足以降、いわゆるアベノミクスの成長戦略の一環として企業の「稼ぐ力」を取り戻す動向がそうした傾向を加速化したものと考えられる。企業への経営効率改善の提言のなかには株主との持続的な対話やエンゲージメントという長期的視野に基づく要求もある。たとえば2015年6月に政府より公表された「日本再興戦略改訂2015」では「攻め」のコーポレートガバナンス体制の強化や企業と投資家の建設的な対話の促進が提唱されていた。一方、政府あるいは関連機関から提示される政策のなかには、より端的に経営指標等の数値目標が直接提示される内容もしばしばあった。たとえば、2014年には「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」(以下、伊藤レポート)の最終提言が行われた。伊藤レポートでは長期的に株主との対話・エンゲージメントを通じたインベストメント・チェーンの变革を目指し、ROE (Return on Equity、自己資本利益率)を現場の経営指標に落とし込むことで高いモチベーションを引き出し、中長期的にROE向上を目指す「日本型ROE経営」が提示された。そもそも伊藤レポートでは、企業がROEを適切に向上させるための方法について示唆しているものの、ROEの目標水準を8%とした点が世間で大きな話題をよんだ。世の中の企業にとって8%という数字だけが注目を集め、経営効率改善の一里塚として数字が独り歩きしてしまう可能性もあるなか、ROEについては様々な機関の取り組みも注目された。たとえば証券取引所やGPIFにおける様々な施策もそのような流れの後押しをすることになる。2014年より日本取引所グループが算出を始めた「JPX日経インデックス400」においては、当インデックスの銘柄選定及び銘柄入替方法に関して厳しい基準を課し、なかでも銘柄選定及び銘柄入替方法の「定量的な指標によるスコアリング」では3年平均ROEが40%の比重を占める等の措置がとられた。さらに、2014年以降のGPIF (Government Pension Investment Fund、年金積立金管理運用独立行政法人)のアセット・アロケーション見直しに関する議論も企業のROE経営に拍車をかけた。このような状況において、政府ならびに関連機関が経済の持続的成長を図るためのさらなる提言を行う可能性が高まっていた。

2. 研究の目的

政府ならびに関連機関から提唱される様々な提言が、企業に対して大きな刺激を与える一方、そうした提言がはたして的確な効果を発揮するかどうかは不明である。たとえば伊藤レポートでは、長期的には対話・エンゲージメントを通じたインベストメント・チェーンの变革を目指している一方で、ROEに関しては8%の目標水準を提示した。このように政府から具体的な数値目標が提示されることによって、企業がショートターミズム(短期主義)に陥る可能性も強ち否定できない。当研究の目的は、政府ならびに関連機関から提唱される企業への経営効率改善の提言が真に企業価値を高め、経済の持続的成長に結びついたかの検証を行うことである。特に、本研究では、イベント・スタディ (Event Studies) やその他の手法を用いて、資本市場からの直接的検証を試みる。

3. 研究の方法

本研究では、企業に経営効率改善を目標とする様々な提言や要求が企業価値を高め、ひいては経済の持続的成長に寄与するかについて、従来の理論の枠にはとらえられない新たな枠組みの分析手法を用いる。具体的には、企業価値の変化を長期的な財務パフォーマンスとして分析するのではなく、資本市場の投資家の反応によって直接的に計測するイベント・スタディ分析を基盤として、VARモデル (Vector Auto Regressive モデル、ベクトル自己回帰モデル) 等のモデルを組み合わせた分析を行う。特に、VARモデルにおいてはGranger因果性検定やインパルス応答分析、分散分解等を重視して分析を行う。また、近年計量経済学ではマルコフ・スイッチング・モデル (Markov Switching Model) の有用性も注目されており、当モデルについても当研究の分析に応用することを試みる。

4. 研究成果

当研究が対象とする領域は時事性が高く、現在進行中のものでもある。また世間からの注目度も高い。そこで当研究ではその時々に応じて最新の事例を対象としていくとともに、研究成果を可能な限り早急に公表することを心がけた。そうした結果、最新事例について3つの研究を行い、それぞれを単著の論文として研究期間内に公表した。それらは、

- ・第1研究「企業価値向上に関する政策提言が市場にもたらす影響」
- ・第2研究「政府が提唱する大企業向けKPIとその効果」
- ・第3研究「資本効率改善に関する政策提言 - 企業へのインパクトと波及経路 - 」

である。以下、それらの研究成果について簡単に解説する。

(1) 第1研究「企業価値向上に関する政策提言が市場にもたらす影響」では、企業価値向上に関する政策提言のインパクトについて検証を行うため、2016年5月に発表された提言「わが国企業の持続的な企業価値向上とコーポレートガバナンス整備のあり方に関する提言～社会貢献と長期的視点の日本型経営の再評価とその活用～」を検証対象とした。当提言では、わが国において着実に蔓延しているROE重視経営の弊害を厳しく指摘している点に特徴がある。さら

に具体的な提言として、四半期開示の義務付けを廃止すること、2017年から始まる会社法改正論議において株主提案権を見直すこと、3月決算の企業は7月に株主総会を開催すべきといった株主総会日程の見直し議論に対して推奨や要請でなくオプションとすべきということの3点が提唱されている。本研究では最初に、政策提言のインパクトについて、イベント・スタディの手法であるAR (Abnormal Return、超過収益率)とCAR (Cumulative Abnormal Return、累積超過収益率)の形状から考察するものである。固定平均リターンモデルを採用してTOPIX (東証株価指数)の日次収益率を採取してNR (Normal Return、正常収益率)を測定した。そして5日間にわたって、ARとCARを求めてその形状を確認した。ARやCARの反応をみると発表のインパクトはうかがえるが、持続力という点から弱いことが明らかとなった。次に同様の方法で業種ごとに検証を行うために、東京証券取引所の業種別株価指数TOPIX-17シリーズ (以下、TOPIX-17)を対象とした。前述のTOPIXの場合と同様にTOPIX-17に対しても固定平均リターンモデルを使用し、それぞれの業種別株価指数について日次収益率からNRを測定し、ARとCARを求めてその形状の確認を行った。結果をみるとTOPIXの場合と同様に、ARについては当初高い水準を維持している業種別株価指数が多いものの、その後、崩れているものも多いことが判明した。このような結果に対して、該当提言が新聞各紙の報道において大きく扱われたものではなく、該当提言の影響が市場に対してかりにあった場合でも、徐々に浸透していくことも考慮に入れる必要がある。そのため、該当提言のインパクトを検証する際により緩やかな構造変化を想定して事後的に検証するために、本研究では市場は複数のレジーム(Regime)によって構成されるという視点からレジーム転換に対する分析のためにマルコフ・スイッチング・モデルを採用した。本研究では、市場全体のトレンドを明確に把握するための株式市場全体を対象としたマルコフ・スイッチング・モデル、前述のモデルに外国為替市場の影響を除去したマルコフ・スイッチング・モデルの2種類のモデルを用意した。最初にTOPIXの収益率について検証を行ったところ、確かなレジーム転換は確認できなかった。次にARやCARの検証結果から2つの業種別株価指数を選択し、その収益率に対してマルコフ・スイッチング・モデルを使った同様の検証をおこなったところ、これらについてもレジーム転換の判断は難しかった。このような本研究の結果から、該当提言が市場に短期的なインパクトをもたらした可能性は否定できないものの、市場のレジームを転換するものではないことが明らかになった。

(2) 第2研究「政府が提唱する大企業向けKPIとその効果」では、政府から企業に対して企業経営に関する数値目標がKPI (key Performance Indicators、一般的には重要業績評価指標と訳されることが多い)として提言されたケースの効果について測定した。具体的には、「未来投資戦略2017」に関わるものである。日本経済再生本部は、2016年9月に安倍首相を議長とする未来投資会議の開催を決定した。未来投資会議については、「未来への投資」の拡大に向けた成長戦略と構造改革の加速化を図る目的とされている。2016年9月12日に未来投資会議第1回が開催され、その後継続的に会議が開催された。2017年5月30日には第9回の未来投資会議が開かれ、「未来投資戦略2017」(素案)が提示された。そして、10回目の2017年6月9日は「未来投資戦略2017」(案)が閣議決定され、公表される運びとなった。「未来投資戦略2017」(案)では様々な成長戦略が提言されている。さらに、当案で提示される政策に関しては中短期工程表が付属しており、政策群ごとにKPIが定められている。当案では企業のコーポレートガバナンスについても様々な提言がなされており、そして他の政策と同様にKPIが提示されている。特に、こうしたKPIは大企業のROA(Return On Asset、総資産利益率)に関して、数値目標を含んだ内容となっている。たとえば「未来投資戦略2017」(素案)本文には、様々な政策が提言されており、コーポレートガバナンスに関する具体的施策として、『大企業(TOPIX500)のROAについて、2025年までに欧米企業に遜色のない水準として4%台を目指す』とある。かりに、今回の大企業向けKPIが国民の総意を得たものであっても、その提示が真に企業価値を向上させ、経済の持続的成長に寄与するか否かの検証が必要である。本研究では、該当KPIが提示されることになった経緯を整理するとともに、予備的検証としてTOPIX500収益率にイベント・スタディを行い、市場への短期的影響についての検証を行った。検証対象をTOPIX500としたのは、該当KPIは対象企業をTOPIX500採用銘柄企業に限定しており、さらに、今回提示された多くのKPIのなかで、TOPIX500に対象を絞ったKPIは他にないことによる。イベント・スタディの検証結果に基づけば、政府からの大企業向けKPI提言によって、対象企業(TOPIX500採用銘柄の企業)の株価が、短期間のうちに、的確に反応をしたとは言い難い。ただし、その後TOPIX500収益率が上昇したことも確認できることから、今回の提言について長期にわたって、違う角度からの検証も必要と考えられた。そこで、本研究では、提言のインパクトをイベントの発生時点で検証するだけでなく、イベントが世の中に浸透する形状を長期的な構造変化としてとらえる検証も行う。こうした構造変化を検証する際に、2つあるいはそれ以上のレジームが転換すると設定したモデルとして、マルコフ・スイッチング・モデルを導入した。マルコフ・スイッチング・モデルの変数選択において、該当提言以外の要因がレジーム転換を誘引した可能性を排除する必要があるため、わが国におけるドル円レートの営業日寄り付き価格を採取して、その前日比収益率を説明変数とした。そのうえで2状態のマルコフ推移確率行列を用いてマルコフ・スイッチング・モデルを構築し、そのうえで事後確率を抽出してレジーム転換の有無を視覚的に検証した。本研究のマルコフ・スイッチング・モデルによる検証結果からは、2017年に政府から提示された大企業向けKPIがTOPIX500収益率に大きな影響をもたらしていないこと、すなわち、大企業向けKPIによって、ROAの数値目標設定の対象となったTOPIX500採用銘柄

柄企業の価値向上を想定することが難しいことが判明した。

(3) 第3研究「資本効率改善に関する政策提言 - 企業へのインパクトと波及経路 -」では、企業の資本効率改善に関して具体的な数値目標を提示した伊藤レポートに関して、実際の企業経営に結びついた可能性、ならびにその場合の波及経路について考察した。より具体的には、伊藤レポートの「日本型 ROE 経営」が本邦企業の資本効率改善に寄与した可能性について検証を行った。伊藤レポートの性質上、「日本型 ROE 経営」が日本全国の企業に広範囲に伝わった可能性を鑑み、法人企業統計調査の全産業(金融業、保険業を含む)の原数値に関する時系列データから、四半期ごとの資本効率に関する資本効率指標を作成した。また、資本効率指標については、資本金全規模のデータとともに、資本金の規模毎に3つに分類して作成した。本研究では最初に、資本効率指標の変化が伊藤レポートに起因するか否かの簡易な検証を行うために、伊藤レポートの発表を疑似イベントと仮定したうえで、資本効率指標に対してイベント・スタディを行い、そのインパクトを視覚的に検証した。そのような検証結果においては、伊藤レポートに関する正の反応は認められるものの、反応が遅れ気味であり、伊藤レポートの「日本型 ROE 経営」が世の中の企業の資本効率改善にインパクトを及ぼした可能性が高いとはいえなかった。次に、時系列をトレンド成分とサイクル部分に分解する Hodrick-Prescott フィルターを使用して、資本効率指標の変動を確認しようとした。具体的に Hodrick-Prescott フィルターによって時系列のトレンド成分を抽出し、トレンド転換の有無について検証したところ、世の中の企業が資本効率を意識して改善を目指していたのは伊藤レポート発表以前からの可能性が示唆された。すなわち、多くの企業は伊藤レポート以前にも独自に自社の経営効率改革を行っていたことが想定される。次に、伊藤レポートの「日本版 ROE 経営」の発表がかりに世の中に影響を与えたとすれば、どのような企業間の波及経路を通じたのかを明らかにするための分析を行った。伊藤レポートの「日本版 ROE 経営」は政府レポートの性質上、広範な企業を対象としたため、波及の経路については企業規模の垣根を乗り越えたことが想定される。すなわち企業規模の異なる企業間でも波及経路が形作られたという前提から、経路解明を試みるアプローチとして、VAR(Vector Auto Regressive、ベクトル自己回帰)モデルを導入した。具体的には、推計された VAR(2)モデルを基盤として、Granger 因果性検定で因果関係を検証するとともに、イノベーション計算の一つとしてインパルス応答分析を行った。さらに、予測誤差の分散分解を行い、RVC (relative variance contribution、相対的分散寄与率)の変動に関する検証を行った。このような分析結果から、従来から資本効率指標の開拓に余念なく、経営効率指標を追求していた大企業でも、伊藤レポートの内容が広く世の中に普及し潮流を意識したことが示唆された。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 3件)

足立光生、資本効率改善に関する政策提言 - 企業へのインパクトと波及経路 -、同志社政策科学研究、査読無、20巻2号、2019、1-11

足立光生、政府が提唱する大企業向け KPI とその効果、同志社政策科学研究、査読無、19巻2号、2018、123 - 133

足立光生、企業価値向上に関する政策提言が市場にもたらす影響、同志社政策科学研究、査読無、18巻2号、2017、1-11

〔学会発表〕(計 0件)

〔図書〕(計 0件)

〔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:

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：
国内外の別：

〔その他〕
ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究分担者

研究分担者氏名：
ローマ字氏名：
所属研究機関名：
部局名：
職名：
研究者番号（8桁）：

(2) 研究協力者

研究協力者氏名：
ローマ字氏名：

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。