

平成 21 年 6 月 1 日現在

研究種目：基盤研究（C）
研究期間：2006～2008
課題番号：18530284
研究課題名（和文） 企業行動に対する外部モニタリングの効果と限界に関する実証研究
研究課題名（英文） A Series of Empirical Research on Effects and Limits of Outside Monitoring of Japanese Corporate Behavior
研究代表者 井上 光太郎（INOUE KOTARO） 慶應義塾大学・大学院経営管理研究科・准教授 研究者番号：90381904

研究成果の概要：本研究は、バブル経済後の時期における日本企業の企業再生、M&A、アクティビズム（株主行動主義）による株主行動など、市場型ガバナンス上の重要なイベントが、それぞれ企業価値の向上に結びついているかを、最新のデータに基づく実証分析により検証している。分析の結果、M&A やアクティビズムを通して、株式市場が日本企業の経営者に対する規律付けにおいて大きな役割を果たしており、株主価値の向上にも貢献していることが判明した。

交付額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2006 年度	600,000	0	600,000
2007 年度	600,000	180,000	780,000
2008 年度	400,000	120,000	520,000
総計	1,600,000	300,000	1,900,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・経営学

キーワード：経営財務、コーポレートガバナンス、株式市場、M&amp;A、企業再生、株主行動主義

## 1. 研究開始当初の背景

筆者は、日本の M&A ブームの中での、M&A に対する市場評価の研究にいち早く着手してきたが、本研究もその発展である。具体的には、昨今のコーポレートガバナンスの変化に着目し、日本では新しいガバナンス構造である市場型ガバナンスが有効に機能しているかについて検証を行うものである。

過去 10 年の間に、日本のガバナンス構造は、従来のメインバンクやグループ企業（ケイレッツ）を中心とした構造から、市場を中心とした構造に移行しつつある。なぜそのような構造変化が生じたのか、市場型ガバナンスはどのような効果を持つのか、どのような新たな問題に直面しているかを検証すること

は、今後のコーポレートガバナンスのあり方を検討する上で重要な情報提供となる。

1980 年代までは、銀行またはグループ企業による企業経営の監視は、監視行動のコストに見合う経済性が期待できること、長期的関係に基づき安定性があることなど、市場型ガバナンスに対して優位性を持つという見方が主流であった。しかし、バブル後の企業の過剰債務問題の解決に 15 年近い時間を要したこと、銀行システム自体が不良債権問題で弱体化したことは、銀行またはグループ企業による監視の問題点を明らかにした。一方、株式市場による経営者の規律付けが、日本で機能するのか、機能するためにどのような障害を取り除く必要があるかに関する検証は

十分に進んでいない状況にあった。そこで、この検証にいち早く取り組もうというのが、本研究の背景と動機である。

## 2. 研究の目的

本研究は上記の「研究開始当初の背景」を踏まえ、1990年以降の時期を対象に、銀行や企業グループによる経営監視と、株式市場による経営監視のそれぞれの効果を明らかにし、日本企業の経営者に対する外部監視が機能しているのかについて検証することを目的としている。具体的には、M&A、企業再生、アクティビズム（株主行動主義）など、企業財務ならびにガバナンス上の重要イベントに注目して、それらのイベントが株主価値や企業業績に与える影響を実証分析による明らかにすることを試みている。

分析結果に基づき、日本におけるコーポレートガバナンス強化に向けた障害の解明、ならびにその解決のための政策と規制の方向性を提示することを目的としている。

## 3. 研究の方法

本研究では、M&A、企業再生、アクティビズムに基づく株主行動といったイベントがなぜ発生し、そのイベントがどのような性格を持ち、株主価値や企業業績に対してどのような影響を持ったかを明らかにすることを試みる。このため、クロスセクション分析によるイベントの発生要因の検証と、株価と企業業績に関するイベントスタディを主たる研究方法としている。

このうち、企業再生とアクティビズムについては、既存のデータベースがないため、筆者自身が企業の開示情報と報告資料（ファイリング情報）、新聞記事検索などからデータベースを構築し、最新のデータベースに基づく実証結果の提示に努めている。

## 4. 研究成果

### (1) 企業再生に関する研究目的

企業再生では、財務破綻を起こした企業において、経営者にその経営責任を負わせ規律付けをすると共に、企業価値の維持のために効率的に債務整理と再建を図ることが重要となる。効率的な企業再生が実施されれば、救済を受ける企業の株主価値は、将来の再成長を織り込み、上昇するだろう。本研究では、その企業再生を主導するのが、専ら問題企業と長期的関係を持つメインバンクやグループ企業など重要なステークホルダーか、または新たな第三者の関与があるかに注目して、それぞれの再建策の株主価値に与える影響を分析し、いずれのガバナンスの担い手が効率的な企業再生を実現可能かを明らかにすることを目的にしている。

このため、バブル経済の崩壊した1990年

から、政府が主要銀行の不良債権問題解決を宣言した2005年3月までの期間において、財務困難に陥り私的整理を要請した上場企業の再建策と株主価値の関係を分析した。その結果、大企業ほど1回の私的整理では問題が解決せず、繰り返し再建策が実施されていることが判明した。また、株式市場も、メインバンクやグループ企業主導の私的整理をプラスには評価していない。一方で、第三者による資本参加があった場合と、金融監督当局による介入があった場合には、債務者企業の株価はプラスに評価されていた。こうした結果は、債務免除額の規模や時期の制御後も変わらない。これらの結果は、日本において株主や少数債権者を代理して企業経営の監視を担ってきたとされているメインバンクや企業グループなどによる監視と規律付けが十分に機能していないことを示す。特にシステムティックな金融危機や不況局面では、メインバンクやグループ企業などガバナンスの担い手自身の意思決定が非効率なものとなることから、最終的には市場（株式市場、社債市場）による監視が重要となる。以上の分析結果をまとめた論文“Corporate Restructuring in Japan: Who Monitors The Monitor”をJournal of Banking and Finance誌に掲載している。

さらに、上記のサンプルについて、私的整理実施後最大5年間の企業の財務パフォーマンスを分析したところ、救済を受けた企業では資産規模や債務額は大幅に減少しているが、売上高の減少は続き、さらに営業利益率も低下していることが判明した。このため、救済を受けた企業の営業利益率は同業企業の中央値に比較して大幅に低いままで推移しており、改善傾向も見られないという結果を得た。この結果から、日本における私的整理による企業再生は、不採算企業の温存につながっていることが明確になった。この結果については、論文“Post Restructuring Performance in Japan”にまとめ、Asia Finance Association 2008 Conferenceにて発表している。

### (2) M&Aに関する分析の成果

上記(1)の分析結果が示すように、メインバンクや企業グループによる企業経営の監視および規律付けが十分に機能せず、これが日本の「失われた15年」の原因になった可能性が高い。これに代わるガバナンス・メカニズムである市場型ガバナンスでは、株価ならびにM&Aに基づく非効率企業の淘汰により、経営者を規律付けすることが期待されている。

このうち、M&Aについては、友好的買収か、敵対的買収かに関わらず、非効率な経営を行う企業が買収ターゲットとなることで、経営

者に対する規律付け効果を持つことが期待される。実際、1990年以降の日本の上場企業のM&Aについて分析を行った結果、高PBR企業が低PBR企業を買収しており、これは株式市場が非効率企業と評価した企業の淘汰の役割をM&Aが担っていることを示す。さらにM&Aは全体として株主価値の創出に貢献しており、経営者の規律付け手段として効率的なメカニズムであると評価できる。この結果は、米国における分析結果と一致している。ここまでの結果は、著書『M&Aと株価』の4章以降にまとめている。

上記の結果は、友好的買収に関する分析結果である。一方、2000年ごろから、日本でも敵対的買収が散見されるようになった。そこで、敵対的買収の経済性に関する米国の研究結果のサーベイと、日本における敵対的買収のケーススタディを行い、その成果を著書『M&Aと株価』の1章から3章に掲載している。

M&Aに関する研究結果をまとめた著書『M&Aと株価』は、日本のM&Aに対する評価の先駆的研究として評価を受け、日本経済新聞の書評(2006年12月10日)で紹介された他、第1回M&Aフォーラム賞『正賞』を受賞した。

ここまでの分析は、株式市場の効率性を前提にした分析および結果の解釈である。しかし、米国では、株価が割高な時にその株式を買収対価としたM&Aが大規模に行われているとの指摘(“Stock Market Driven M&A”)もある。もし、歪んだ株価を利用したM&Aが広範囲に行われているとすれば、それは非効率な結果につながる懸念が強い。そもそも、株式市場に企業経営の監視機能としての信頼を置くことは出来ないことになる。

そこで、株式市場で過大評価されている企業ほど株式対価買収を行う傾向を持つかに関する分析を行った。結果は、日本では経営者が株式市場の非効率性を利用したM&Aをシステムティックに実施している証拠はなく、むしろ効率的企業が、非効率企業を淘汰しているという視点と整合的な結果が得られた。この結果は、現在も追加分析を行っているが、途中経過を論文「M&Aにおける支払い手段とプレミアム」にまとめ、日本経営財務研究学会で発表している。

### (3) アクティビズムに関する分析の成果

市場型ガバナンスでは、経営者に対する規律付けの手段として、敵対的買収の脅威が大きな役割を担うと一般に期待されている。しかし、敵対的買収は、非常に高コストな手段であり、特に日本では株式持合いなどの障害により成功事例は皆無に等しい。

そこで、敵対的買収の代替メカニズムとしてアクティビズム(株主行動主義)の果たす役割が期待されている。日本でも、2000年前

後からアクティビストファンドの行動が注目を浴びるようになってきた。そこで、2000年以降にアクティビストファンドによってブロック株式を取得された企業をサンプルに、同ファンドの規律付け効果に関する検証を行った。

その結果、同規模の同業他社と比較するとROA(資産収益性)は低くないが、内部留保を高水準に蓄積した結果として資本効率が悪化し、株式市場の評価も低い企業がアクティビストファンドの投資ターゲットとなっていることが判明した。こうした企業が、同業他社以上の水準の配当支払いにより資本効率の改善を進めているという証拠もなかった。このような企業は、資本の効率的運用により、株主価値の最大化に努めているとは言えない。アクティビストファンドによるブロック株式の取得は、これらの投資先企業の市場評価を短期的に高めており、長期で見てもその短期的効果が反転している証拠はなかった。この結果については、論文「アクティビストファンドの功罪」にまとめ、『経済研究』に掲載している。

ただし、日本では米国の比較して、株主行動そのものが活発に行われているとは言えない。このため、アクティビストファンドによる投資先企業の株主価値の増大効果が、ファンドによる規律付け効果なのかは曖昧であることを論文「アクティビストファンドの効果：日米比較」(『証券アナリストジャーナル』)に掲載)で指摘した。

そこで、2003年から2008年の期間のアクティビストによる株主提案や、会社提案への反対活動の内容と株主価値への影響を追加分析した。その結果、アクティビストによる株主提案は、株主全体の利益に一致していることを示した。しかし、アクティビストによる株主提案に対して、外人株主の支持は得ているが、個人株主の支持が低いことを発見し、個人株主の理解不足または無関心が、アクティビズムが大きな成果を上げる上での障害となっていることを示した。この背景には、米国との法制度の違いにより、日本では株主提案の議題が狭く限定されており、広く株主の支持を獲得可能な議題を提出できないことも一因になっていると解釈している。この分析結果は、論文「アクティビズムは株主価値を増大するか？日本における株主提案の検証」にまとめ、日本経済研究センターの研究報告書に掲載している。

M&Aとアクティビズムに関する実証結果は、株式市場による企業経営の監視と規律付けメカニズムが機能し始めていることを示している。ただし、敵対的買収に関しては株式持合いが、アクティビズムに関しては個人株主の無関心などが障害となっており、それぞれの限界もあることが示された。

(4) 株主間の利害対立と今後の研究の展望  
市場型ガバナンスでは、株価が経営の規律付けの重要な指標となる。M&A が全体として、株主価値を創出していることは、著書『M&A と株価』、または追加分析を行っている論文「M&A における支払い手段とプレミアム」で確認している。しかし、株主間で常に利益が一致しているとは限らない。特に、大株主と少数株主の間では、利害の不一致が生じたり、大株主による少数株主利益の搾取が生じる可能性がある。このため、研究期間の最後には、M&A を題材に、大株主が少数株主利益を搾取していないかの検証を開始している。

1990 年以降の日本における株式公開買付 (TOB) をサンプルとして、大株主が買い手の場合、または経営者が買い手となる MBO のケースに、少数株主利益が毀損されていないかに関する予備的な分析を行った。その結果は、以下の通りとなる。

米国では、買い手による事前の株式保有比率の大きさが、買収プレミアムの大きさに負の影響を持つが、日本ではそのような線形の関係は確認できない。この日本の結果は、特定株主による少数株主利益の搾取の潜在性という視点には一致しない結果であり、これは少数株主利益の視点からは望ましい。

しかし、投資ファンドと経営陣が買い手となる MBO のケースには、相対的に低い買収プレミアムで相対的に高い売却応募比率を実現している。MBO など投資ファンドが買い手のケースでは、買い手のファンドとターゲット企業の経営陣の利益が一致し、逆に経営陣と一般株主の利益が不一致となる。分析結果は、経営陣が一般株主利益の最大化に反する条件設定を行い、その取引が実現するように影響力を行使している (強圧性の行使) との解釈と整合的なものである。以上の結果は、論文「日本の TOB は強圧的か？」にまとめ、日本経済研究センターの研究会報告誌に掲載している。

現在、さらに論点を発展させ、買い手による買収後の残存株主からの利益搾取の有無などを検証し、日本における買収法制度のあり方について分析を進めている。今後については、少数株主保護のために追加的な法制度が必要か否かの判断材料を提供することを目的として、大株主と少数株主の利害対立が潜在的に発生するケース (親子上場、上場企業の非公開化、ファミリー企業など) の実証分析を継続していく計画である。

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計7件)

(1) 井上光太郎、「アクティビズムは株主価値を増大するか？日本にける株主提案の

検証」、『日本企業の株主構造と M&A : ガバナンスの担い手を再考する (日本経済研究センター : M&A と資本市場研究会報告書)』、巻なし、21-39、2009 年、査読無。

(2) Kotaro Inoue, Hideaki Kiyoshi Kato, Marc Bremer “Corporate Restructuring in Japan: Who Monitors The Monitor?” *Journal of Banking and Finance*, 32, 2628-2635、2008 年、査読有。

(3) Kotaro Inoue, Hideaki Kato, James Schallheim, “Parent Company Puzzle in Japan: Another Case of The Limits of Arbitrage” *Hitotsubashi Journal of Commerce and Management*, 42, 67-85、2008 年、査読有。

(4) 井上光太郎、「M&A と少数株主利益の保護」、『証券経済学会年報』、43、212-216、2008 年、査読無。

(5) 井上光太郎、「日本の TOB は強圧的か？」、『M&A 時代のファンドと株主利益 (日本経済研究センター : M&A と資本市場研究会報告書)』、巻無、99-114、2008 年、査読無。

(6) 井上光太郎、「アクティビストファンドの効果：日米比較」、『証券アナリストジャーナル』、46、56-66、2008 年、査読無。

(7) 井上光太郎・加藤英明、「アクティビストファンドの功罪」、『経済研究』、58、203-216、2007 年、査読有。

〔学会発表〕(計6件)

(1) 井上光太郎、「M&A における支払手段とプレミアム」、『日本経営財務研究学会第 32 回全国大会、2008 年 9 月 28 日、東洋大学

(2) Kotaro Inoue, “Post Restructuring Performance in Japan” Asia Finance Association 2008 Conference, 2008 年 7 月 8 日、神奈川県横浜市西区

(3) 井上光太郎、「TOB プレミアムとテnder 比率」、『日本経営財務研究学会東日本支部会、2008 年 3 月 29 日、専修大学

(4) 井上光太郎、「M&A と少数株主利益の保護」、『証券経済学会、2007 年 10 月 13 日、関西大学

(5) Kotaro Inoue, “Corporate restructuring in Japan: Who monitors the monitor?” Asia Finance Association 2007 Conference、2007 年 7 月 5 日、香港シャング

## リラホテル

(6) 井上光太郎、「アクティビストファンドの功罪」、日本ファイナンス学会第15回大会、2007年6月16日、慶應義塾大学

〔図書〕(計 1件)

(1) 井上光太郎・加藤英明、東洋経済新報社、『M&Aと株価』、2006年、209頁

〔その他〕(計4件)

受賞

(1) 著書『M&Aと株価』が第1回M&Aフォーラム賞「正賞」受賞

報道関係

(2) M&A および企業再生に関する分析結果を2006年7月28日の日本経済新聞朝刊「経済教室：敵対買収、統治にプラス」に掲載

(3) 著書『M&Aと株価』について、2006年12月10日の日本経済新聞書評に掲載された他、2008年6月7日発刊の週刊東洋経済記事「M&Aと株価の関係」にて1ページに渡り分析結果の概要が紹介されている。

(4) 企業再生に関する実証分析の結果を2009年6月22日発刊(予定)の日経ビジネス特集記事「レポート企業再生」にて3ページに渡り紹介されている。

## 6. 研究組織

(1) 研究代表者

井上 光太郎 (INOUE KOTARO)

慶應義塾大学・大学院経営管理研究科・准教授

研究者番号：90381904

(2) 研究分担者

なし

(3) 連携研究者

なし