様　式　Ｃ－１９、Ｆ－１９－１、Ｚ－１９　（共通）

科研費
KAKENHI

# 科学研究費助成事業　　研究成果報告書

令和　４年　６月１６日現在

機関番号：１２１０２
研究種目：若手研究
研究期間：2018～2021
課題番号：１８Ｋ１２８１９

研究課題名（和文）企業統治と企業価値：準自然実験アプローチを用いた実証研究

研究課題名（英文）Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Quasi-Natural Experiments

研究代表者
折原　正訓（Orihara, Masanori）

筑波大学・システム情報系社会工学域・助教

研究者番号：９０７３８７１７

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費）　3,200,000円

研究成果の概要（和文）：安倍晋三元首相はファイナンス理論に基づき、企業統治改革を通じた企業価値向上を目指した。企業統治とは、株主と経営者間の利害対立それ自体あるいはその対立を緩和するメカニズムである。具体的な政策として、2015年に導入されたコーポレートガバナンス・コードに着目した。社外取締役2名以上の選任を推奨する制度である。
２つの相反するように見える成果が得られた。第1に、コード導入を契機に選任された社外取締役が企業価値を引き下げた。第2に、コロナ禍においてコード遵守は企業価値低下を防いだ。すなわち、企業統治政策の効果は時間的視野や経済環境に応じて大きく異なることが明らかになった。

研究成果の学術的意義や社会的意義
企業統治に関する他国での学術研究の多くは、企業統治政策が企業価値向上に成功したことを示している。本研究では、日本企業の分析を通じて既存研究へ疑問を提起した。また、コロナ禍においてはその効果が異なることも明らかにした。
本研究の社会的意義は、日本企業のあり方を大きく変えた公共政策の評価を行ったことにある。その評価は時間的視野など複数の要因によって異なることが明らかになった。継続的な研究の必要性を示唆する結果である。

研究成果の概要（英文）：Former Prime Minister Abe formed his policies based on finance theories. In other words, he aimed to boost firm value through corporate governance reforms. Corporate governance is the conflict of interests between shareholders and management or a mechanism to mitigate such conflicts. We paid particular attention to the introduction of the Corporate Governance Code in 2015. It recommends the appointment of at least two outside directors.
We have obtained two seemingly conflicting findings. First, outside directors appointed in response to the introduction of the Code reduced firm value. Second, compliance with the Code prevented a decline in firm value during COVID-19. We conclude that the effects of corporate governance policies differ depending on whether the perspective is short-, medium-, or long-term, or whether it is in normal times or in crises.

研究分野：企業金融

キーワード：社外取締役　企業統治　COVID-19　同族企業　配当課税　銀行　世界金融危機　現金保有

※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、研究者個人に帰属します。

様　式　Ｃ－１９、Ｆ－１９－１、Ｚ－１９（共通）

## １．研究開始当初の背景

(1)　上場企業は日本経済の中核を担っている。トヨタ自動車など日本を代表する大企業のほとんどは上場企業である。企業数で見れば国内企業の 0.1%を占めるに過ぎないとはいえ、関連会社や下請け企業とのネットワークを通じても日本経済で重要な役割を果たしている。

日本の上場企業への株式市場からの評価は低い。上場企業への評価は株価に基づきなされる。正確には、株価に発行済株式総数を掛け合わせた値である時価総額に基づく。2022 年 5 月時点で、米国テスラ社の時価総額はトヨタ自動車の時価総額よりもはるかに大きい。近年では、時価総額が世界で上位の企業の多くは米国や中国企業である。

なぜ評価が低いか。標準的なファイナンス理論に従えば、その答えは企業統治の機能不全と考えられる。企業統治とは、株主と経営者の利害対立それ自体あるいはその対立を緩和するメカニズムを意味する。すなわち、経営者には株主価値最大化を目指した意思決定が期待されているにも関わらず、経営者はしばしば異なる目的を追求する傾向がある。経営者が株主目線ではないと株主が考えているのであれば、株主による企業への評価が低くなるのは自然である。

(2)　ファイナンス理論に依拠した政策形成を行ったのが安倍晋三元首相である。安倍元首相のリーダーシップのもとで、2014 年にスチュワードシップ・コード、2015 年にコーポレートガバナンス・コードが導入された。前者の対象は該当企業の株式を大量に保有する機関投資家、後者の対象は企業である。

両コードとも、遵守に対する法的義務の存在しない任意制度である。しかし、遵守しない場合にはその理由の説明が求められる。したがって、説明責任を課すことを通じて非遵守のコストを高め、そのコストが高い機関投資家や企業に各コードの遵守を促す制度と言える。

(3)　こうした企業統治改革は意図した効果を上げたであろうか。ファイナンス理論に従えばそのはずである。しかし、ファイナンス理論があらゆる場面に適用されるとは限らない。特に、ファイナンス理論は米国の文脈に依拠して発展してきた。他国でその論理があてはまるか疑問の余地が残る。

日米間で企業のあり方は大きく異なる。たとえば、米国や英国では株主を中心とした企業統治が前提とされてきたのに対して、日本では銀行に依存した企業統治が長らく採られてきた。こうした日本企業が企業統治規制を「輸入」しても意図した効果があげられるであろうか。その評価はデータを通じて実証的に行う必要がある。

## ２．研究の目的

(1)　安倍元首相が主導した企業統治政策の評価を中心に、企業統治の企業価値や企業行動への影響の解明を目的に研究を行った。コーポレートガバナンス・コード導入に加えて、伝統的な企業統治メカニズムである銀行および日本の上場企業の中でも大きな位置を占める同族企業の企業統治も研究対象とした。

(2) いずれの研究対象もファイナンス理論や企業統治関連の政策形成に幅広い含意をもたらすと考えられる。この研究を通じて、学術的および社会的意義を広くもたらすことも大きな目的としている。

## ３．研究の方法

(1)　因果関係の識別はファイナンス理論を検証する上でも、企業統治政策を評価する上でも決定的に重要である。しかし、研究者に利用可能な観察データから因果関係を明らかにするのは困難である。因果関係を明らかにできる理想的な状況は実験である。しかし、企業統治は企業経営の根幹をなすことを踏まえると、企業が主体的に実験に参加するとは考えにくい。

(2)　実験に近い状況に基づき分析を行うのが妥協点と考えられる。準自然実験アプローチと呼ばれる分析枠組みである。この分析枠組みを具体的に実施する方法として、差の差分析を用いた。政策や経済ショックからの影響の受けやすさを基準に企業を処置群と対照群に分け、両者の企業価値や企業行動の変化を分析する方法である。たとえば、コーポレートガバナンス・コードは 2 名以上の社外取締役選任を推奨している。コード導入以前の社外取締役数が 2 名未満の企業はコードに影響を受けるので処置群、2 名以上の企業はコードから影響を受けないので対照群と定義できる。

また、必要に応じて操作変数法を用いた。結果を事前に予想して原因となる変数を選択する場合、原因と結果の関係は明らかとは言えない。このため、結果には影響を与えず原因のみを変化させる要因を操作変数として定義し、因果関係の識別も行った。

## ４．研究成果

(1)　コーポレートガバナンス・コード導入を契機として選任された社外取締役が企業価値を向上させたかを実証的に分析した。企業統治に関する国際的な研究は、日本のコードのような遵守が任意の制度は企業価値を向上させることを明らかにしてきた。不要あるいは積極的に不利益をもたらすと経営者が考えるのであれば遵守しなければ良いことを踏まえれば、自然な帰結に思える。

　こうした予想や関連研究の結果に反し、コードの遵守を通じた社外取締役選任は企業価値を引き下げたことが明らかになった。また、社外取締役選任に関するコードの対象である東証一部二部上場企業に加えて、対象外の企業までもが社外取締役を増やしていた。

　この分析結果は、ファイナンスや経済学で広く議論されている群衆行動理論と整合的である。すなわち、社外取締役が他国と比べて稀でありその長所や短所についての情報が不十分であることから他社の意思決定をまねる誘因が生じるとの発想である。この論理と整合的に、同一産業内の他社が社外取締役を選任すると自社も追随する傾向がデータから明らかになった。

　社外取締役への需要が急速に高まる中、供給が追いつかなかったことも明らかになった。この結果、複数のポストを兼任する社外取締役や経営の一線を退いた元経営者が社外取締役として選任されていた。こうした社外取締役は企業価値に負の影響を与えうることは国際的な研究でも知られている。本研究でも、こうした社外取締役が企業価値低下に寄与したことが明らかになった。また、小規模企業、研究開発を活発に行う企業など成長機会が多い企業において企業価値低下は顕著であった。海外投資家が多い企業では企業価値低下は見られなかった。企業統治政策自体は輸入されたものとはいえ、海外投資家が社外取締役選任を無理強いしているわけではなく、適切な選任を求めていることが分かった。

(2)　コーポレートガバナンス・コードの遵守がコロナ禍において市場からどう評価されるかを分析した。上記(1)のとおり、コード導入前後のデータではコード遵守は否定的に評価されていた。しかし、コロナ禍においては異なる評価がなされる可能性がある。大きな経済ショックは不確実性を生み、そうした中ではコードを遵守する姿勢が肯定的に評価される可能性が理論的にも議論されているためである。

　こうした理論と整合的に、コードへの遵守がコロナ禍での企業価値下落に歯止めをかけたことが明らかになった。すなわち、企業統治政策への評価は分析視野が短期的か中長期的か、また平時か危機時かによって異なると考えられる。

(3)　コーポレートガバナンス・コードは全上場企業を対象としている。同族企業に特化したルールは規定されていない。ファイナンス理論の視点からは疑問が残る。同族企業では一族による株式保有および経営関与が強く、他の一般投資家の利益が害される可能性があるためである。

　本研究では、配当および配当課税に着目して企業統治について分析した。具体的には、同族大株主の消費平準化動機に基づき配当が決められるとの仮説を検証した。日本の 2011 年配当税制改正は、大口株主等の定義を変更し、株式を 3%以上 5%未満保有する個人株主の配当所得への増税が行われた。企業価値を考えれば、配当増税に際して企業は配当は引き下げるべきである。

　しかし、経営者ではない同族大株主がいる企業においては、配当をむしろ増やしたことが明らかになった。この結果は、配当増税で税引き後の手取り減少を打ち消すために配当の実額を増やしたことを示唆する。この結果は、同族企業固有の企業統治問題を示している。

(4)安倍政権が米国流の企業統治改革を進める以前、日本企業は長らく銀行を中心とした企業統治を採用してきた。ただし、1990 年台後半の銀行危機以降、銀行の役割の低下が指摘されてきた。このため、企業と銀行との関係がその後どう変化したかは明らかではない。

　本研究では企業統治に加えて、08 年世界金融危機と企業の現金保有にも注目した。具体的には、世界金融危機時に借入を行えた企業はその後現金保有を減らしたことを明らかにした。また、同時に子会社への投資を増やしたことも明らかにした。こうした結果は企業統治を含む銀行の役割が依然として重要であることを示唆している。

５．主な発表論文等

〔雑誌論文〕　計3件（うち査読付論文　2件／うち国際共著　2件／うちオープンアクセス　1件）

| | |
|---|---|
| １．著者名<br>Orihara Masanori、Eshraghi Arman | ４．巻<br>80 |
| ２．論文標題<br>Corporate governance compliance and herding | ５．発行年<br>2022年 |
| ３．雑誌名<br>International Review of Financial Analysis | ６．最初と最後の頁<br>102029 |
| 掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子）<br>10.1016/j.irfa.2022.102029 | 査読の有無<br>有 |
| オープンアクセス<br>オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著<br>該当する |

| | |
|---|---|
| １．著者名<br>Kasahara Akitada、Orihara Masanori | ４．巻<br>45 |
| ２．論文標題<br>Family firms’ dividend policies: Evidence from a Japanese tax reform | ５．発行年<br>2022年 |
| ３．雑誌名<br>Finance Research Letters | ６．最初と最後の頁<br>102199 |
| 掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子）<br>10.1016/j.frl.2021.102199 | 査読の有無<br>有 |
| オープンアクセス<br>オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著<br>－ |

| | |
|---|---|
| １．著者名<br>Orihara, Masanori; Eshraghi, Arman | ４．巻<br>1907 |
| ２．論文標題<br>Corporate Governance Compliance and Firm Value: A Cultural Perspective | ５．発行年<br>2019年 |
| ３．雑誌名<br>DBJ Discussion Paper Series | ６．最初と最後の頁<br>1-49 |
| 掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子）<br>なし | 査読の有無<br>無 |
| オープンアクセス<br>オープンアクセスとしている（また、その予定である） | 国際共著<br>該当する |

〔学会発表〕　計4件（うち招待講演　1件／うち国際学会　2件）

| |
|---|
| １．発表者名<br>Orihara Masanori |
| ２．発表標題<br>COVID-19: Firm Value and Pre-Existing Corporate Governance Regulations |
| ３．学会等名<br>4th Bolzano-Padova Accounting Summer Camp（国際学会） |
| ４．発表年<br>2021年 |

| |
|---|
| １．発表者名<br>折原 正訓 |
| ２．発表標題<br>Outside Directors and the Great Uncertainties due to COVID-19 |
| ３．学会等名<br>一橋大学金融研究会 |
| ４．発表年<br>2020年 |

| |
|---|
| １．発表者名<br>折原正訓 |
| ２．発表標題<br>Drivers and Consequences of Overcompliance in Japanese Corporate Governance |
| ３．学会等名<br>15th International Conference, Western Economic Association International（国際学会） |
| ４．発表年<br>2019年 |

| |
|---|
| １．発表者名<br>折原正訓 |
| ２．発表標題<br>Drivers and Consequences of Overcompliance in Japanese Corporate Governance |
| ３．学会等名<br>大阪大学 数理・データ科学セミナー 金融・保険セミナーシリーズ（招待講演） |
| ４．発表年<br>2019年 |

〔図書〕　計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

－

６．研究組織

| | 氏名<br>（ローマ字氏名）<br>（研究者番号） | 所属研究機関・部局・職<br>（機関番号） | 備考 |
|---|---|---|---|

７．科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕　計0件

８．本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

| 共同研究相手国 | 相手方研究機関 | | | |
|---|---|---|---|---|
| 英国 | Cardiff University | | | |