

平成 22 年 6 月 28 日現在

研究種目：若手スタートアップ

研究期間：2008 ～ 2009

課題番号：20830052

研究課題名（和文） 転換期における日本の経営者と株主の関係

研究課題名（英文） Shareholders and Japanese firms in the turning point

研究代表者

井上 真由美 (INOUE MAYUMI)

明星大学・経済学部・助教

研究者番号：30452486

研究成果の概要（和文）：いわゆるアクティビストファンドが現れてから数年が経過した。彼らは日本の企業経営者に対し、改革を声高に要求している。すなわち、日本企業のコーポレート・ガバナンスの改革、株主による規律付けの強化、そして企業価値の向上を訴えている。

アクティビズムについてはこれまで多くの研究がなされてきた。しかしそれが経営にどのような影響をおよぼすかという点にかんする合意はほとんど形成されていない。観察の結果、私は、アクティビストが企業業績の向上に何ら寄与することがなかったと日本の経営者が考えていることを明らかにした。

研究成果の概要（英文）：Recent years have seen activist investors, who claim to “reform” Japanese firms’ management systems and activities by improving corporate governance, enhancing shareholder discipline, and increasing market value.

The shareholder activism has been studied extensively, but there is little agreement as to its systematic effects on the business activities in general. I observed that the Japanese firms’ managers didn’t feel any positive contribution of the activism to the corporate performance.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2008 年度	880,000	264,000	1,144,000
2009 年度	700,000	210,000	910,000
年度			
年度			
年度			
総計	1,580,000	474,000	2,054,000

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：企業統治 アクティビストファンド 株主 パフォーマンス

1. 研究開始当初の背景

現在、わが国では、株主の位置づけについて対立したふたつの見解が存在している。一方は英米型の企業統治を日本に根付かせようとする改革論者の見解である。この場合、株主の代理人たる経営者は、株主利益を最大化するために働かなくてはならないとされる。他方このような株主主権の発想は、日本にそぐわないとする見解も根強く残っている。企業が望ましいパフォーマンスを発揮し続けるために、企業への貢献度などの諸点で株主よりもコア従業員のほうがより重要であると指摘する見解や、①企業への愛着が強く②そこからの退出が困難である、という条件のもとに置かれた存在(企業に長期的にコミットする存在)こそ、企業統治および企業経営の主体となるにふさわしいとする見解がある。

このような、株主に対する認識が錯綜する状況の打開をめざし、私は、株主が日本の企業経営に及ぼす影響を調査した。

2. 研究の目的

日本の株式市場における外国人投資家の存在は、近年無視し得ないほど大きくなっている。国内の銀行・国内の銀行・保険会社による持ち合い解消売りによって日本企業の株式が割安となったことが、その主たる原因だと言われている。その持株比率は2003年度に初めて20%を超えた。さすがに2008年度には、サブプライムローン問題を背景とした金融危機の影響で比率を大きく下げたものの、依然として国内の機関投資家に次ぐ20%台の比率を維持している。

もっとも一口に外国人投資家と言っても、その活動形態は多様である。日本でもよく知

られた投資信託会社や年金基金もあれば、私募による富裕層向け金融サービスを提供するヘッジファンドやいわゆるハゲタカファンド、つまり少数銘柄への大規模な投資とその経営への関与によって株価の値上がり益をねらうプライベートエクイティなどがある。また彼らの投資目的もそれぞれ異なっている。しかしながら一般的に言えば、日本のこれまでの機関投資家とは異なり、外国人投資家の企業経営者を見るまなごしは一様に厳しいものがあるのである。

そのような外国人投資家の中で、日本企業の大株主となって積極的に株主提案を行ったり、場合によってはTOBを仕掛けようとしてきたりするファンドが2000年以降から目立つようになってきた。いわゆるアクティビストファンドである。彼らの行動の特徴は、株主価値の向上という理念を掲げて企業経営者をコントロールすること、つまり株主重視のコーポレート・ガバナンスを企業経営者に強いるという点にある。

しかし実際のところ、彼らのふるまいを日本の企業経営者はどのように見ているのだろうか。彼らの行動によって、当事者である企業経営者はどのような影響を受けたのだろうか。すでに語り尽くされた感のある「株主重視の経営」や「株主重視のコーポレート・ガバナンス」という要求を直かに突き付けられている企業経営者の見解は、これまで明らかにされてこなかったと言えるだろう。それらを知ることは、企業経営者の規律付けのありかたを明らかにすることに寄与するものと思われる。したがって、アクティビストファンドが実際に日本企業に対してどのような影響を及ぼしているのかを、経営陣に確認することがこの研究の目的である。

3. 研究の方法

いわゆるアクティビストファンドの活動を評価する研究はいくつかあるが、いずれも統計的手法によるものであり、実態とかけ離れていると感じた。したがってこの研究では、何よりも聞き取り調査を重視した。

具体的な方法は以下のとおり。まず、株式市場による企業経営者の規律付けについての諸見解ならびに日本で活動しているアクティビストファンドに対する評価を概観した。次に、あるアクティビストファンドによって株式を大量保有された日本企業 30 社の動向を新聞記事や有価証券報告書、日経 EEDS Financial QUEST などに依拠して整理し、企業業績や配当政策の変化を調べた。さらにそのうちの 9 社の経営者あるいはファンド担当者に対して、これらの企業に対するアクティビストファンドの影響を聞き取り調査した。

4. 研究成果

あるアクティビストファンドによって株式を大量保有された 30 社の概況は次のとおりであった。

- ① 約 7 割の企業でファンドに株式を保有される以前よりも ROA が向上した。
- ② ファンドの提案が各社に受け入れられることはほとんどなかった。
- ③ ほぼすべての企業がファンドに株式を大量保有される以前よりも配当総額を増加させた。

以上の結果から次のような疑問が生じてきた。第一に、企業の ROA の向上は本当にファンドの株式保有効果といえるのか、またそうだとしたら、それはファンドによる経営陣へのどのような規律付けがあったからなのか。第二に、ファンドから受けた株主提案に対する経営陣の見解とは具体的にどのよう

なものであったのか。第三に、配当政策にかんする経営陣の方針とはいかなるものであったのか。

上記の 3 点を明らかにするために、30 社中 9 社に聞き取り調査を行なった。

聞き取り調査から明らかとなったのは次のようなことであった。

① ファンドが各社の経営上の意思決定に影響を与えたことはほとんどなく、業績が向上していたとしてもそれはファンドによる株式保有効果とはいえない。

② 各社はファンドから自社株買い、自社株償却、増配、不採算事業からの撤退などの提案を受けていた。しかし、そのほとんどが採用されることはなかった。ファンドとの間の考え方の隔たりが、各社にそのような対応をとらせたと考えられる。つまり、各社が長期的な方針にもとづいて事業運営を行っているのに対し、ファンドはその内容を十分に理解しておらず、短期的なリターンの回収を重視する傾向があったという。

③ 配当にかんする経営陣の方針は、ファンドの存在からほとんど影響を受けていなかった。基本的に各社は、長期的に安定した配当を維持する方針を採っていた。さらに、取引先、金融機関、創業者親族、会社 OB を中心とする安定株主の構築を図る会社も見られたことを踏まえると、各社はファンドというよりは、むしろ安定株主を意識した配当を行っていたと考えることができる。

以上をふまえて結論的見解を述べれば次のようである。すなわち、各社の経営陣の見解からは、彼らがファンドとの間に保とうとしている距離感を垣間見ることができらる。たしかに、ファンドによる株式大量保有をきっかけとして、経営計画や各種意思決定にまつわる財務的な数字の根拠をこれまで以上に意識する経営陣が多くなってきて

はいる。とはいえ、そうした経営陣に対して「アクティビストファンドは長期的な「企業価値の向上」のためのパートナーたりえるか」と問えば、その回答はおそらく否定的なものになるのではないだろうか。長期的なコミットのない大株主が企業経営の重大な意思決定に参加することは、その企業にとって望ましい状態ではないということが示唆されたように思われる。

ところで、私は、アクティビストファンドに関する上のような調査を行なった後、事業再生ファンドが企業経営に及ぼす影響についても調査を行なった。具体的にいえば、経営陣による株主の交代を意味するEBO・MBOをサポートする事業再生ファンドの調査である。これまで私が調査できたのは、九州方面で地域活性化を目的として活動しているファンドである。彼らは、様々な工夫を凝らして地域企業を財務的にサポートしていたように見受けられた。

本来ならば、アクティビストファンドと事業再生ファンドという、まったく性格の異なる株主を比較した上で日本企業と株主との関係を論じるべきであったが、時間の関係上、後者の調査に関する報告書を作成できていない。この残された課題は他日を期したいと考えている。

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2件)

- ① 井上真由美、池田広男、日本のコーポレート・ガバナンスとアクティビストファンドの関係、日本経営学会誌、査読有、25巻、2010、3-14

- ② 井上真由美、池田広男、米国のアクティビストファンドによって株式を大量保有された日本企業9社へのインタビュー調査、RIEB Discussion paper Series、No. J105、2009

[学会発表] (計1件)

- ① 井上真由美、池田広男、アクティビストファンドに対する日本企業の反応、日本経営学会、2008年9月4日、一橋大学

[図書] (計0件)

[産業財産権]

○出願状況 (計0件)

○取得状況 (計0件)

6. 研究組織

(1) 研究代表者

井上 真由美 (INOUE MAYUMI)

明星大学・経済学部・助教

研究者番号：30452486