

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成24年 4月26日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究（B）

研究期間：2009～2011

課題番号：21330088

研究課題名（和文） コーポレート・ガバナンスに関する多角的実証研究

研究課題名（英文） Empirical Study of Corporate Governance from Diversified Viewpoint

研究代表者

蜂谷 豊彦（HACHIYA TOYOHICO）

一橋大学・大学院商学研究科・教授

研究者番号：00251645

研究成果の概要（和文）：

本研究では、企業内部および外部のガバナンス・メカニズムが、企業行動あるいは株式パフォーマンスにどのような影響を与えているかについて、4つの視点から実証分析を行った。その結果、株式所有構造や取締役会構造、大口株主の存在などのガバナンス・メカニズムが、自己株式取得などの企業行動に影響を与え、また投資家による期待エージェンシー・コストの見積もりなどを通して株式パフォーマンスに影響を与えていることを明らかにした。

研究成果の概要（英文）：

We studied some subjects including the effect of ownership structure on firms' financial behavior; the effect of board structure on corporate performance; the effect of block-holding on equity return. Our studies show that internal and external governance mechanisms have statistically significant impact on corporate behavior and performance.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	4,800,000	1,440,000	6,240,000
2010年度	2,400,000	720,000	3,120,000
2011年度	2,300,000	690,000	2,990,000
総計	9,500,000	2,850,000	12,350,000

研究分野：経営学

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，株主構造，自己株式取得，金庫株

1. 研究開始当初の背景

1980年代から株式市場が経営者に対する規律の場として機能しているアメリカを中心に、80年代半ばから、内部者所有、機関投資家所有などが企業価値に与える影響に関する実証研究が行われてきた。これらの研究は研究手法を洗練しつつ断続的に行われ、エージェンシー理論から期待される結果に整合的な実証結果となっている。その後、単な

る株式所有構造ではなく、カルパースに代表される機関投資家によるリレーショナル・インベスティングが企業価値に与える影響が研究されるようになった。一部の研究では、カルパース効果と呼ばれる価値創造効果が検出されているが、サンプルや期間の違い、方法の精緻化などにより検出されないという結果も出ており、必ずしも頑健な結果とはいえない。また1990年代末からは、内部お

よび外部コントロール・メカニズムが企業価値に与える影響の源泉・要因に関する実証研究が行われるようになり、企業価値との直接的な関係ではなく、それを仲介する企業行動への影響にも焦点が当てられるようになった。これまでの研究では、投資政策、資本構成、配当政策、経営者報酬制度、会計政策などが取り上げられている。

我が国における研究では、これまでメインバンクや株式持ち合いを取り上げ、企業価値との直接的な関係に焦点を当てたものがほとんどであり、ガバナンス構造やその変化がどのような経路を通して企業価値や株式リターンに影響を与えるかについては解明されていない。

2. 研究の目的

海外における既存研究は、株主の利益が優先される世界における株主によるガバナンスがどのようなインパクトを与えるかという点に焦点を当てている。一方、我が国におけるこれまでの研究は、株式持ち合いやメインバンクなどの従来型のガバナンスのインパクトに焦点が当てられている。現在、我が国は、ガバナンスの過渡期を迎えており、従来みられなかった敵対的買収やモノ言う株主による行動が目立つようになっている一方で、多くの企業が買収防衛策を導入している。これらの変化しつつあるガバナンス構造のもとで、投資家の行動や企業の行動は従来とは異なるものになることが予想される。

本研究では、複数のプロジェクトを並行して行うことにより、変化しつつあるガバナンス構造のなかで企業の行動がどのように変化するかを分析すると同時に、株式所有構造やその変化に対して投資家行動あるいは形成される期待がどのように変化するかについて、短期および長期的視点から分析を行う。

本研究は、いままさに日本企業が直面している問題に対して、アメリカにおける研究の蓄積を踏まえて、わが国のインスティテューションの変遷を考慮して検証を行う点に特徴がある。取り上げるイベントについても、従来のような、起こったか否かという分類ではなく、イベントの内容を詳細に組み込んだ独自のデータベースを作成し、投資家や企業がどのような要因を認識して行動を変化させたのかを解明する。また、これまでスタイル投資やモメンタムの検出に用いられてきた手法をはじめガバナンスの検証に利用するなど、従来の手法では捉えられなかった投資家の行動を解明する。さらに、取り上げるイベントやサンプリングに工夫を凝らすことにより、フリーキャッシュフロー問題やシグナリング効果を特定し、投資家がどのような期待を形成しているかを解明する。

3. 研究の方法

本研究は、9名の研究協力者との共同研究という体制で、大きく4つのテーマを設定し、同時並行で進める。それぞれのテーマは中核メンバーを中心に進めるが、隔週で開催されるミーティングのなかで進捗を報告し、すべてのメンバーがその情報を共有するとともに、活発なディスカッションを通して、より創造的な方向にブラッシュアップされることが期待できる。また、あるテーマにおける成果がほかのテーマの分析にフィードバックされるという効果も期待できる。4つのテーマごとに、解明すべき中心的な課題は次の通りである。

(1) エージェンシー・コストが与える影響

金庫株の消却が株式パフォーマンスに与える影響について実証分析を通して、エージェンシー・コストが株式パフォーマンスに与える影響を捉える。金庫株消却は、自己株式取得とは異なり、経済的価値の移転を伴わな

いが、それにも関わらず株価が反応するとすれば、投資家の見積もるエージェンシー・コストの変化のみを観察できるという意味で優れた分析対象と考えられる。したがって、買収の脅威が作用しやすい企業とそうでない企業とでは、金庫株消却に対する市場の反応が異なることが予想される。

(2)大口株主の存在が与える影響

大口株主が果たす役割について、理論的には明らかにされてきたが、実証においては不十分な検証しか行われていない。それは世界的に、大口株主の定義があいまいであり、所有者別の株式所有あるいは筆頭株主による所有などの株式所有を対象にした検証しか行われてこなかったからである。

本研究では、株式持ち合いや資本関係のある複数の株主による過半数所有のような日本的な特徴を踏まえたブロックホールディングのあり方を統合的に分析する枠組みを設定し、支配的株式所有構造の相違によって株式リターンにどのような相違が生じるかを検討する。

本研究の貢献は、各企業の株式所有構造を把握するにあたって、経営権を行使していると考えられる株主を「支配株主」と定義し、その「支配株主」が当該企業の株式をどのような比率および形態で所有しているかを独自の切り口で「類型化」し、株主の支配構造と株式リターンとの関係を解明しようとした点に求められる。

(3)取締役会構造が与える影響

2006年に施行した会社法により取締役会決議だけで実行できる経営議案が増えるなど取締役会の権限が大幅に拡大されている。こうした取締役会の裁量拡大に伴い、投資家は取締役会に注目するようになってきている。多くのわが国企業が社外取締役の登用・増員や取締役会の小規模化などを通じて取

締役員改革を推進しており、権限が高まった取締役会に対する株主の不安を取り除こうとしている。しかし、わが国において、取締役会改革が投資家からどのように評価されているかについては解明されていない。そこで、本研究では、取締役会を改革した企業が株式市場にどう評価され、その評価はどのような理由によるものなのかを明らかにする。本研究では特に株主還元政策に注目し、取締役会改革と株主還元政策、企業価値評価との関係を解明する。

(4)自己株式取得

近年、多くの国でさまざまな企業が自己株式の取得を実施している。我が国においても、規制の緩和や株主構造の変化に伴って、自己株式取得の公表および実施が劇的に増加している。自己株式取得が広く用いられるようになるにつれ、その目的も、株主への利益還元として現金配当の代わりに用いられるだけでなく、過小評価のシグナル、買収防衛あるいは資本構成の調整などへと広がっている。これまで多くの研究が、自己株式取得の目的や動機を明らかにしている。株主と経営者とのエージェンシー対立の大きさあるいはそれが起こる可能性の大きさを考慮する必要がある。例えば、同じように過小評価されている企業であっても、経営者がどれくらい株式を所有しているか、大株主が存在するか、独立した社外取締役が過半数を占めているかなどの条件が異なれば、経営者が自己株式取得をシグナルとして用いる動機の強さも異なる。特に、取引関係を持っている事業法人や金融機関が相当量の株式を所有している日本において同様の検証を行うには、株式所有構造の違いを明示的に分析の枠組みに組み込む必要があると考えられる。

そこで、本研究では、3つの視点から実証分析を行うことにした。1つには、ガバナン

ス要因による影響を抽出するため、最も大きな影響を与えていると考えられる規制緩和の影響を解明する。第2に、わが国のガバナンス構造を前提としたときに、経営者が最も強い動機をもつと考えられる過小評価シグナリングに焦点を当て、ガバナンス要因の影響を解明する。第3に、以上2つの研究の成果を踏まえて、わが国において、自己株式取得が株主還元政策として認識されているかどうか、あるいは経営者は自己株式取得を配当に代わるもの、配当と同等のものと捉えているかどうかを明らかにする。

本研究は、9名の研究協力者との共同研究という体制で進める。9名のうち1名は企業の研究者、1名はCOE 研究員(ポスドク)、7名は博士課程に在籍している社会人である。研究協力者のうち8名は、ビジネスの最前線で実務に携わり、それぞれの実務を通してコーポレート・ガバナンスに強い関心と見識を持っている。

4. 研究成果

前節で述べた4つのテーマごとに主要な研究成果を簡潔に示す。

(1) エージェンシー・コストが与える影響

まず、経営者がどのような動機で金庫株消却を行うのかについて分析を行った結果、株主圧力が大きく、当該企業の財務レバレッジに余裕がある場合に、経営者が金庫株消却を実行していること、また有望な投資機会の少なさが金庫株消却の動機に直接結びついていないことを明らかにした。

次に、金庫株消却のニュースがもたらす株価への効果を分析し、全企業では有意な株式超過収益率は確認されないが、相対的に株主還元を意識しないと見えない企業、言い換えると相対的な成長余地が低く、フリーキャッシュフロー問題が深刻な企業では、有意な正

の株式超過収益率が確認されることを明らかにした。

(2) 大口株主の存在が与える影響

大口株主による所有が株式リターンにどのような影響を与えているかを実証するため、株式の「所有比率」と「所有形態」という2つの軸を設定して株式所有構造の類型化を行った。第1に、株主の属性(投資主体)による所有比率ではなく、「大口株主を特定するための所有比率」を設定した。これは株主総会における決議要件(会社法)に準拠し類型化している。第2に、株主間の「資本関係の有無」を考慮した「大口株主の所有形態」の軸を設定した。これらの類型化に基づいて分析を行った結果、大口株主の存在する企業の超過リターンは「所有比率」、「所有形態」それぞれのカテゴリーにおいて、分散所有されているベンチマーク企業より有意に小さいことが示された。また大口株主の存在する企業は、財務行動、配当行動および収益性において、ベンチマーク企業と異なることが判明した。企業行動が超過リターンに与える影響を考慮すると、超過リターンを引き下げている理由のひとつは財務行動に求められる。検証結果から、大口株主による所有が、企業のファンダメンタルズや経営者行動を通して、またその所有自体が株式リターンに影響を与えている可能性が高いことを明らかにした。

(3) 取締役会改革が与える影響

社外取締役の登用・増員や取締役削減に焦点を当て、取締役会改革と企業価値の変化の関係を実証分析により検証したところ、主に次の2点が明らかになった。第1に、機関投資家の圧力ではなく、能動的に社外取締役を登用・増員した企業は、配当と自社株買いの和である総還元を同業他社より増加させることで企業価値を創造しているものの、そ

れ以外の企業行動を媒介したり、直接的に作用する効果を通じては、例え独立した社外取締役であっても企業価値を毀損させる場合がある。第2に、執行役員制度を活用せずに取締役会を小規模化した企業は、それが機関投資家の圧力による場合は同業他社よりも配当を払い過ぎることに対してガバナンス効果を発揮し、企業価値を創造しているが、株主還元以外の企業行動や直接的に作用する効果においては、機関投資家による圧力だけでなく、企業が能動的に改革を進めた場合においても企業価値を創造している。

(4)自己株式取得

まず、経営者がどれくらいの規模の自己株式取得を選択するかについて、過小評価シグナリング動機に焦点を当てて、株式所有構造がどのような影響を与えるかについて分析を行った結果、過小評価されている可能性が高いときには、外部株主からの圧力が相対的に大きい企業ほど、自己株式取得のインセンティブが大きいこと、また過大評価されている可能性が高いときには、外部株主からの圧力が相対的に大きい企業ほど、自己株式取得を抑制しようとするという結果が得られた。

次に、エージェンシー・コストを3つの次元—経営者と株主間の利害対立および情報の非対称性、経営者の裁量性、エージェンシー・コストを緩和する代替方法の利用—から識別して、エージェンシー・コストの視点から自己株式取得という財務行動を説明できるかどうかを検証した。検証の結果、外部株主企業では、経営者支配企業に比べて、株主の利害を意識した行動がとられていることと、自己株式取得が利益還元に積極的な企業を中心に現金配当と補完的に用いられていることを明らかにした。また、外部株主企業において、キャッシュ・フローの累積的な産

物としての現金残高との間には安定した関係がみられないのに対し、相対的に短期的なキャッシュ・フローとの間には安定した関係がみられるという一貫した傾向が観察できた。これは、外部株主企業が、長期的な現金残高の変動と単年度のキャッシュ・フローの変動に対して、それぞれに適した手段を用いて柔軟に対応していることを示唆する。

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10件)

- ① 光定洋介・蜂谷豊彦 「企業はどういう動機で金庫株消却を行うか—企業行動に関する実証分析—」 経営財務研究 日本経営財務研究学会 第30巻 第1・2号 61-82 2011 査読有
- ② 蜂谷豊彦・藤 敏 「自己株式取得の動機と株式所有構造—過小評価シグナリング動機からみた株主の影響—」 証券経済研究 第76号 pp.129-146 2011 査読有
- ③ Teng, Min, and Toyohiko Hachiya "Ownership Structure, Managerial Decision, and Stock Repurchase in Japan" Middle Eastern Finance and Economics Issue 12 pp.25-41 2011 査読有
- ④ Teng, Min, and Toyohiko Hachiya "The Impact of Regulatory Reform on Stock Repurchases: Evidence from Japan" Journal of Applied Finance & Banking Vol.1 No.3 pp.159-187 2011 査読有
- ⑤ 蜂谷豊彦・藤 敏 株主の圧力と経営者の判断『日本企業研究のフロンティア7』第5章 有斐閣 pp.49-61 2011 査読無

- ⑥ 入江和彦・蜂谷豊彦 「取締役会改革と企業価値の変化」 現代ファイナンス No.28 pp.45-67 2010 査読有
- ⑦ 山田隆・蜂谷豊彦 「株式所有構造と株式リターン—大口株主による所有の影響—」 証券経済研究 72号 pp.141-153 2010 査読有
- ⑧ 光定洋介・蜂谷豊彦 「投資家はなぜ消却を求めるか：金庫株消却からみるエージェンシー・コスト」 証券アナリストジャーナル 第47巻第5号 pp.89-102 2009 査読有
- ⑨ 山田方敏・蜂谷豊彦 「内部資本市場の効率性からみたM&Aのパフォーマンス」 管理会計学 第18巻 第1号 pp.33-48 2009 査読有
- ⑩ Ramirez, G. Pablo, and Toyohiko Hachiya "Assessing the intangible sources of profitability in Japan" International Journal of Business Performance Management Vol.11 No.4 pp. 259 - 276 2009 査読有
上記論文は、一橋大学機関リポジトリで公開しています。
<http://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/ir/index.html>
- [学会発表] (計4件)
- ① Teng, Min, and Toyohiko Hachiya Regulatory Reform and Corporate Financial Behavior: Evidence from Lifting the Ban on Treasury Stocks in Japan, the Twenty Second Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues, Gold Coast, Australia, November 2010
- ② 藤 敏・蜂谷豊彦 Agency Problems and Stock Repurchases: Evidence from Japan 日本ファイナンス学会第18回大会 2010年5月23日 上智大学
- ③ 藤 敏・蜂谷豊彦 Ownership structure

and incentives to stock repurchase 日本経営財務研究学会第33回全国大会 2009年9月25日 山口大学

- ④ Teng, Min, and Toyohiko Hachiya Stock Repurchase as a Leverage Adjustment Device, Asian Financial Association 2009 International Conferences, UQ Business School, Brisbane, Australia, July 2009

6. 研究組織

(1) 研究代表者

蜂谷 豊彦 (HACHIYA TOYOHICO)
一橋大学・大学院商学研究科・教授
研究者番号：00251645

(2) 研究協力者

山本 修 (YAMAMOTO OSAMU)
ユニゾン・キャピタル株式会社

Ramirez Pablo Gonzalo

東京工業大学 COE 研究員

市川 朋治 (ICHIKAWA TOMOHARU)
株式会社あおぞら銀行

光定 洋介 (MITSUSADA YOUSUKE)
あすかアセットマネジメント株式会社

重見 庸典 (SHIGEMI YOUSUKE)
日本銀行金融研究所

入江 和彦 (IRIE KAZUHIKO)
三菱商事株式会社

水谷 謙作 (MIZUTANI KENSAKU)
GCA サヴィアングループ株式会社

山田 方敏 (YAMADA MICHITOSHI)
旭硝子株式会社

山田 隆 (YAMADA TAKASHI)
新光投信株式会社