

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 6 月 7 日現在

機関番号：32675

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2012～2014

課題番号：24730276

研究課題名(和文)ガバナンス体制の違いによる企業価値への影響

研究課題名(英文)The difference in corporate governance system and its effect on firm values

研究代表者

高橋 秀朋(TAKAHASHI, Hidetomo)

法政大学・比較経済研究所・准教授

研究者番号：90583659

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,100,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の目的は、どのようなガバナンスシステムが企業の長期的な価値の向上に寄与し、そのためにはどのような政策・規制が有効であるかを実証的に検証していくことである。本研究の最初の成果として、銀行と企業の関係が強いガバナンスシステムの下では、株式市場における価格の情報効率性を害する可能性があることを指摘した。また、2番目の研究においては、機関投資家による所有が多いような場合では、インデックス運用や貸株の影響で株価が不安定になる可能性が指摘された。本研究の結果は、企業が価格の情報効率性・安定性を維持するために債務・株式の所有構造を注視しなければ、長期的な企業価値向上に結び付かないことを示唆している。

研究成果の概要(英文)：The object of this project is to provide empirical evidence on what type of governance system contributes to improvement of long-term firm values. First, I find that bank-firm lending relationships impair firm values in the long run. However, when the relationships are short-term, firm values improve. In the second study of this project, I find that larger institutional ownership leads to higher volatility of stock prices in the short run. This is because that larger institutional ownership allows investors to lend shares and some index funds trade in the same direction. Empirical evidence in this project suggests that corporate managers have to care about ownership/debt structures of their firms. Considering ownership/debt structures of firms is important to achieve improvement of firm values.

研究分野：ファイナンス

キーワード：コーポレートガバナンス 株式市場の規律付け 株式市場の情報効率性 株価の安定性

1. 研究開始当初の背景

株式市場に上場されている株式会社の多くは所有と経営が分離され、様々な投資家が株式を所有している。所有と経営の分離によって、(1) 経営能力の優れた人物による企業経営が可能になる、(2) 企業は外部から多額の資金を調達することが可能になる、(3) 株主がリスク分散の恩恵を受けられるようになるなどのポジティブな側面がある一方で、Jensen and Meckling (1976)が指摘するように、自分の利益を最大化するように行動する企業経営者と株主の間の利害対立(エージェンシー問題)、さらにはそれを防止するためのモニタリングに関わるコストなどのネガティブな側面も生じ、この問題をどのようなガバナンス・システムを通じて緩和していくかが課題として長らく議論されてきた。

この企業経営者と株主の間の利害対立を解決する方法のひとつとして、一部の投資家に株式や債券などのキャッシュの分配権や所有権を集中させて経営者に対して規律付けを行うことが考えられる。これに関連して、Kaplan and Minton (1994)、Kang and Shivdasani (1995)、Yafeh and Yosha (1996)がブロックホルダーの存在が企業価値の向上に有効な手段であるという実証的証拠を提示している。

しかしながら、価格の情報効率性という観点からは、一部の株主・債権者に権利を集中することの弊害(情報の独占など)も存在し、株式市場における価格の情報効率性、流動性の低下などの負の影響も考えられる。そこで、企業の所有構造・債権者構造が総合的に企業価値にどのような影響を与えるのかを検証していく必要がある。

2. 研究の目的

多様なガバナンス・システムが存在する中で、企業の所有構造および債権者構造(特に、銀行との関係)に注目し、それらの構造の違いによって長期的な企業価値がどのような影響を受けるのかを実証的に検証していくこととする。具体的には、所有構造の違いや企業銀行間関係の強さが企業の長期的な株価パフォーマンス、株式市場の価格安定性の・流動性の指標に与える影響を考察し、どのようなガバナンス・システムが長期的な企業価値の向上において有効なのかを検証していく。

当該分析によって、学術的世界において長らく議論されている銀行依存型と市場依存型のシステムどちらが有効なのかという議論に対して何らかの示唆を与えることが期待される。

3. 研究の方法

(1) 企業銀行間関係と価格の情報効率性

本研究課題の最初のテーマとして、日本において長く採用されてきている銀行依存型のシステムが株式市場の価格の情報効率性

にどのような影響を与えるのかを検証した。具体的には、銀行の企業に対する貸出データから銀行・企業間関係の強さを測定し、それが株式市場において情報生産活動を行っている銀行傘下の証券アナリストの行動にどのような影響を与えるのかを検証した。

(2) 機関投資家の存在と価格安定性

先行研究では、企業の所有構造において機関投資家の保有割合が増加すると、株の貸出(空売りの供給量)やパッシブな運用の増加で株式市場の流動性に大きなショックが発生する可能性がある(Brunnermeier and Pedersen, 2005)。そこで、2番目の研究においては、流動性に起因する取引が集中する株式インデックスの銘柄入替に注目し、銘柄入替の前後で投機的な取引が行われ価格の効率性を害することがないかを検証し、企業の所有構造に対する政策的なインプリケーションを提示する。

4. 研究成果

(1) 主な研究成果：企業銀行間関係と価格の情報効率性

銀行・企業間関係が市場における情報の質や株価に与える影響を検証した結果、銀行・企業間関係が長期に及ぶと株式市場における情報の質を低下させ、結果として株価の情報効率性を阻害するという実証結果を得ることができた。一方で、銀行・企業間関係が短期の場合、株式市場における情報の質の向上および株価の情報効率性をもたらすという結果が得られた。これは銀行依存が強いようなガバナンス・システムが長期にわたると、企業価値に負の影響を与えるということを示唆している。

(2) 主な研究成果：機関投資家の存在と価格安定性

株式インデックスの一つである日経225の銘柄入替に注目し、その前後で投機的な空売りが行われたかを検証した結果、投機的な空売りが可能となっている貸借銘柄で観察され、当該空売りが多いほど価格が不安定になることが実証的に示された。空売りは機関投資家が多く、貸株の供給量が多い環境で行いやすい、近年増加しているパッシブ運用により同方向の取引が集中するという実証結果と合わせて考えると、本研究課題で示された実証結果は、企業が価格の安定性を維持するために株主の保有構造に注意を払わなければ、将来における株式市場からの資金調達などで支障が発生し、効率的な投資が行えない可能性を示唆している。

(3) 得られた成果のインパクト

本研究課題の成果として完成した2つの研究論文は、ともに国際的に高い評価を受けているジャーナルに採択されており(下記5. 主な発表論文等における、雑誌論文を参照)

第三者の観点から非常に高く評価されていると言える。

前者・後者の研究論文はともに、これまで多くの研究が対象としてきた企業の収益性、成長率、生産性の指標や株式パフォーマンスだけでなく、企業が資金調達を行う株式市場における価格の情報効率性や価格の安定性に注目し、企業のガバナンス・システムに対するインプリケーションを得たという点が非常に大きな貢献であると考えられる。また、後者の機関投資家の存在と価格安定性の研究論文(下記5.主な発表論文等における、雑誌論文)は、これまで実証的に検証することが難しかった株式インデックスの銘柄入替前後の価格の動きと投機的な投資家の動きを関連させたという点でも非常に大きな評価を得ている。

(4) 今後の展望

本研究課題を通じて、企業は株価や収益性などの企業価値を高めていくだけでなく、証券市場における価格の効率性、安定性を向上させ、将来的な投資を効率的に行うために準備していくことが、最終的に重要となることが分かった。企業がどのようなガバナンス・システムを採用するにしても、便益とコストが存在するので、企業はそれを認識し所有・債権者の構造に注意を払っていく必要があると思われる。

今回の研究課題においては、企業の所有・債権者構造というストックの面に焦点を当てたので、今後の研究においては企業が所有・債権者構造を変化させるべく行う資金調達手段(増資・新規借入)によって、証券市場の情報効率性や価格安定性がどのような影響を受けるのかを分析していくことを考えている。

<参考文献>

- Brunnermeier, M.K., Pedersen, L.H., 2005. Predatory Trading. *Journal of Finance* 60, 1825-63.
- Jensen, M., Meckling, W., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-60.
- Kang, J.-K., Shivdasani, A., 1995. Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *Journal of Financial Economics* 38, 29-58.
- Kaplan, S., Minton, B., 1994. Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers. *Journal of Financial Economics* 36, 225-257.
- Yafeh, Y., Yosha, O., 1996. Large shareholders and banks: Who monitors and how? manuscript, Hebrew University, Jerusalem, Israel.

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)

Hidetomo Takahashi, Peng Xu, Trading activities of short-sellers around index deletions: Evidence from the Nikkei 225, *Journal of Financial Markets*, 査読有, 印刷中, 2015
DOI: 10.1016/j.finmar.2015.05.001

Hidetomo Takahashi, The effect of bank-firm relationships on sell-side research: Evidence from financial deregulation in Japan, *Journal of Financial Services Research*, 査読有, vol.46, 2014, pp.195-213
DOI: 10.1007/s10693-013-0170-6

[学会発表](計 5件)

高橋秀朋・胥鵬, Predatory short selling and covering around pre-announced deletions from index composition: Evidence from Nikkei 225 Index deletions, *World Banking & Finance Symposium (Singapore)*, 2014/12/12-13, Nanyang Business School (シンガポール)

高橋秀朋・胥鵬, Predatory short selling and covering around pre-announced deletions from index composition: Evidence from Nikkei 225 Index deletions, 日本経済学会春季大会, 2014/06/14, 同志社大学(京都府京都市)

高橋秀朋・胥鵬, Predatory short selling and covering around pre-announced deletions from index composition: Evidence from Nikkei 225 Index deletions, AIDEA 2013 Conference, 2013/09/19-21, Hilton Acaya Golf Resort (レッツェ・イタリア)

高橋秀朋・胥鵬, Predatory short selling and covering around pre-announced deletions from index composition: Evidence from Nikkei 225 Index deletions, 日本ファイナンス学会第21回大会, 2013/06/01, 武蔵大学(東京都練馬区)

高橋秀朋, Does tax-loss selling affect turn-of-the-year returns? Evidence from the 2003 capital gains tax regime change in Japan, 4th International IFABS Conference, 2012/06/18-20, Fundación Universidad Empresa - ADEIT

(バレンシア・スペイン)

〔図書〕(計 0件)

〔産業財産権〕

出願状況(計 0件)

取得状況(計 0件)

〔その他〕

ホームページ等

<https://sites.google.com/site/htakahashi141a/>

6. 研究組織

(1) 研究代表者

高橋 秀朋 (TAKAHASHI, Hidetomo)

法政大学・比較経済研究所・准教授

研究者番号：90583659