

平成 30 年 6 月 22 日現在

機関番号：32689

研究種目：挑戦的萌芽研究

研究期間：2014～2017

課題番号：26590052

研究課題名(和文)コーポレートファイナンス・ガバナンスの新たな研究パラダイム

研究課題名(英文)A New Paradigm in Corporate Finance and Governance Research

研究代表者

広田 真一(Hirota, Shinichi)

早稲田大学・商学大学院・教授

研究者番号：40238415

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,600,000円

研究成果の概要(和文)：本研究においては、コーポレートファイナンス(企業金融)とコーポレートガバナンス(企業統治)を、新たなパラダイム(ステークホルダー型モデル)の観点から経済学的に分析を行った。その理論的分析、実験研究、実証分析の成果と含意は次の3つにまとめられる。(1)株式市場が非効率的な場合にはステークホルダー型モデルの視点は研究上重要な意味をもつ。(2)株式市場は投資期間の短期化等の要因でしばしば非効率的となる。(3)ステークホルダー型モデルは、企業のファイナンス・ガバナンスに関してこれまでとは異なった新たな見方を提供する。

研究成果の概要(英文)：This research develops a new framework: the stakeholder model. It theoretically, experimentally, and empirically examines corporate finance and governance using an economics approach. The results have the following implications. (1) The stakeholder model is a useful tool to understand the modern corporation in case that stock market is not fully efficient. (2) Stock market often faces inefficiency due to investors' short trading horizons. (3) The stakeholder model offers novel insights into previously overlooked practices in corporate finance and governance.

研究分野：コーポレートファイナンス・ガバナンス、実験経済学

キーワード：コーポレートファイナンス コーポレートガバナンス ステークホルダー 株式市場

1. 研究開始当初の背景

現代の企業の経営に関して、経済学者が何らかの議論を行う場合には、その論者の頭の中には「株主主権型モデル」があるのが普通であろう。株主主権型モデルは、経済学やコーポレートファイナンスの教科書にみられる標準的なパラダイムであり、そこでは企業の目的を「株主利益の最大化」と考える。そして、このパラダイムのもとで、コーポレートファイナンス・ガバナンスの分野において膨大な数の研究が蓄積されてきた。

しかしながら、現実の社会においては、実際の企業の活動は、株主のみならず従業員や取引先、顧客、地域社会等の様々な主体との協力関係によって成り立っている。そのことを考えると、現代の多くの企業が単に株主の利益だけでなく、(株主・従業員・取引先・顧客・地域社会等を含めた)様々なステークホルダーの利益と満足を考えてバランスのとれた経営を行っているというのは、極めて自然な見方である(この見方を「ステークホルダー型モデル」と呼ぶ)。

しかしながら、現代の企業のファイナンスとガバナンスをステークホルダー型モデルの視点から経済学的に分析した研究は、国内のみならず世界的に見てもほとんど行われていないのが現状である。

2. 研究の目的

そこで本研究では、コーポレートファイナンス(企業金融)、コーポレートガバナンス(企業統治)の研究分野において、既存のパラダイム(株主主権型モデル)に代わる新たなパラダイム(ステークホルダー型モデル)を提示し、近年発展した経済学のツール(契約理論・経済実験)を用いて、これまでにはない理論的・実証的な分析を行う。

そして本研究では、理論分析を行う際には、伝統的なミクロ経済学に加えて、近年の契約理論で発展したツール(不完備契約、所有権アプローチ、関係的契約)を大いに利用する。それは、これらのツールが想定する経済環境(契約の不完備性)が、現実の企業とステークホルダーの関係にも特徴的に見られると考えるからである。さらに、ステークホルダー型モデルの研究上の重要性は、株式市場の効率性に依存することから、本研究ではこの点を検討する経済実験を行う。また、実証分析においては、日本企業のみならず世界の大企業(Fortune Global 500の企業)をも対象とする。それによって、本研究の理論的・実証的結論が、現代の世界中の大企業に妥当するものであることを示す。

3. 研究の方法

(1) 企業のファイナンス・ガバナンスに関する理論的研究

理論的研究は2つのプロジェクトからなる。1つは、企業の配当政策に関する理論モデルによる分析である。企業の配当政策に関しては、既存のパラダイム(株主主権型モデル)のもとで数多くの理論的研究が行われてきたが、この問題を新パラダイム(ステークホルダー型モデル)の観点からとらえなおすことを試みる。具体的には、株主以外のステークホルダー(特に従業員)が企業に人的投資を行う状況を考え、企業の配当政策が従業員の人的投資の水準ならびに労働生産性に影響を与えることを示す。もう1つは、株主の法的な権利の強さが従業員の人的投資ならびに企業価値に与える影響を理論的に考察するものである。これに関しては、2011年に研究代表者(広田)が発表した研究の理論モデルを拡張して、株主の短期的な利益の最大化が従業員の人的投資を阻害する可能性を検討する。ただし、株式市場が効率的な場合には、長期的な株価の決定メカニズムを通じて従業員の人的投資が促進され、株主利益の最大化とステークホルダー全体の利益の最大化が両立可能となることが予想される。そして、この株式市場の効率性に関しては、次の(2)の実験研究で検討される。

(2) 株式市場の非効率性に関する実験研究

上の理論的研究の予想によると、効率的な株式市場のもとでは、株主の自らの利益の最大化はステークホルダー全体の利益の最大化につながることになる。この場合、既存のパラダイム(株主主権型モデル)の分析結果と新パラダイム(ステークホルダー型モデル)の分析結果は一致することになる。したがって、新パラダイムが研究上重要な意味をもつかどうかは、現実の株式市場に非効率性が見られるかどうかポイントとなる。

そこで、本研究においては、数人の研究者と共同で開始した資産市場の非効率性に関する3つの実験研究を遂行し、その研究成果を発表することを通じて、現実の株式市場の非効率性を考察する。

まず、第一に、イェール大学のサンダー教授らと行う株式市場の非効率性に関する実験研究である。この研究は、株主の投資期間の短期化が株式市場のバブルを引き起こすかどうかを本格的に考察するものである。次に、第二の実験研究は、株式市場のノイズトレーダー(非合理的な投資家)が株価に与える影響を考察するものであり、高知工科大学の草川孝夫准教授らとの共同研究である。第三の実験研究は、不動産市場の価格付けの非効率性を考察するものであり、米澤女子短期大学の鈴木久美准教授らとの共同研究である。

(3) 企業のファイナンス・ガバナンスに関する実証研究

この実証研究は主として2つのプロジェ

クトからなる。1つは、研究代表者（広田）が2012年に出版した日本語の書籍（『株主主権を超えて』東洋経済新報社）を英語の書籍として出版することである。この日本語の書籍には、ステークホルダー型モデルの観点からとらえたコーポレートファイナンス・ガバナンスの実証研究が数多く収録されている。したがって、この書籍の英語での出版は、それらの実証研究の成果を世界に向けて発信することになる。もう1つは、世界の大企業（Fortune Global 500に掲載されている企業）を対象にした企業のパフォーマンスに関する研究である。伝統的には（株主主権型モデルに基づく）企業のパフォーマンスは利益率や株式投資収益率で測られてきたが、本研究ではステークホルダー型モデルの観点から利益の安定性や企業の存続確率も企業パフォーマンスの指標と考える。そして、それらのパフォーマンス指標が国ごとに異なるのか、またそうだとすれば各国の制度的環境（金融システム・法・文化等）がパフォーマンスにどのような影響を与えるのかを考察する。

4. 研究成果

（1）企業のファイナンス・ガバナンスに関する理論的研究（後にあげる雑誌論文）

株主の法的な権利の強さが従業員の人的投資・企業価値に与える影響に関して、不完備契約・関係的契約の手法を用いて理論モデルを構築し分析を行った。その結論は次のようなものである。まず、株主の力が強まると従業員の人的投資が阻害され企業価値は低下するが、この問題は株主・従業員がともに長期的視野をもち継続的な関係を構築できる場合には回避される。しかし、株主の株式保有期間が短期で株式市場の効率性が成立しない場合には、企業価値の最大化は実現できないことになる。こうした理論分析の結果は、現代の日本企業で観察される現象（株主の権利の強化と株式投資の短期化、株式会社の価値生産性の低下）と整合的である。

（2）株式市場の非効率性に関する実験研究

4つの実験研究を通じて資産市場（株式市場・不動産市場）の効率性を吟味し、いずれの研究においても市場の効率性に否定的な結果を得た。

まず、第一に、株主の投資期間の短期化（あるいは投機家の存在）が株式市場のバブル（価格の非決定性）を引き起こすことを実験室で確認した（雑誌論文、学会発表）。この実験結果は、標準的なファイナンス理論の理論的前提（合理的期待形成、backward inductionによる価格付け）が必ずしも現実妥当性をもたないことを意味し、今後の資産価格理論の新たな展開の必要性を示唆する。

第二に、株式市場のノイズトレーダー（非

合理的な投資家）が株価に有意な影響を与えることを示した。さらには、この実験結果から、ケインズの美人投票原理（株式市場において投資家が他人の予想によって株式価値を決める現象）の妥当性を吟味し、美人投票原理が現実の株式市場においても起こる可能性を示した（学会発表）。

第三に、投資家が株式の本来の価値（ファンダメンタルバリュー）に関する情報を得られなくなった場合に、株価が過去の株価や別の株式の株価に依存することを示した（学会発表）。この実験結果は、現実の株価の時系列的な相関やクロスセクショナルな相関が、不完全情報下での投資家のアンカリングによって起こることを示すものである。

第四に、不動産市場の実験では、人々の行動ファイナンス的な行動（サンクコスト効果、アンカー効果）が不動産バブルの原因になることを示した（学会発表）。

（3）企業のファイナンス・ガバナンスに関する実証研究

まず、研究代表者（広田）が2012年に出版した日本語の書籍（前述）を英語の書籍として出版した（図書）。この出版を通じて、ステークホルダー型モデルの観点からとらえたコーポレートファイナンス・ガバナンスの実証研究を国際的に発信することができた。この英語の書籍は、コーポレートファイナンス・ガバナンス研究の世界の第一人者、インベリアル・カレッジ・ロンドンのアレン教授（元アメリカファイナンス学会会長）から「コーポレートガバナンスに興味がある全ての人に読まれるべき本」とのレビューを受けた（下のサイトを参照）。

(<https://www.amazon.co.jp/Corporate-Finance-Governance-Stakeholder-Society/dp/0415870690>)

次に、世界の大企業の過去40年間（のべ約2万社）のデータを用いて、企業パフォーマンスに関する実証研究を行い、企業の収益性・安定性・存続可能性という複数の尺度から、企業パフォーマンスの国際比較を行った。その結果、これらのパフォーマンスが国によって異なること、企業の収益性と安定性（存続可能性）にはトレードオフの関係があること、また各パフォーマンス指標に各国の制度的環境（金融システム・法・文化等）が有意な影響を与えていることが明らかになった（学会発表）。

（4）その他

各国の文化（国民性）がファイナンスとガバナンスに与える影響について、近年の研究の動向を行動経済学会で報告した（学会発表、招待講演）。また、ステークホルダー型モデルの観点から現代の株式会社を考察したメイヤー氏（オックスフォード大学教授）

の洋書 (*Firm Commitment*, Oxford University Press, 2013) の書評を執筆し、国際学術雑誌に掲載した (その他: 書評)。

5 . 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 2 件)

Shinichi Hirota, Jurgen Huber, Thomas Stockl, and Shyam Sunder (2018), "Speculation and Price Indeterminacy in Financial Markets: An Experimental Study", Cowles Foundation (Yale University) Discussion Paper No. 2134, 査読無.

川西諭、田村輝之、広田真一 (2016), 「現代の株式会社が社会的価値を創造するには? 不完備契約理論からの考察」『経済経営研究』(日本政策投資銀行設備投資研究所), Vol. 36, No. 4, 1-30 頁、査読無.

〔学会発表〕(計 11 件)

Shinichi Hirota, "Keynes's Beauty Contests in Stock Markets: A Laboratory Experiment," 2018 Asia Pacific Economic Science Association Conference, 2018.

Shinichi Hirota, "Profitability or Business Stability? Cross-Country Variations in Corporate Performance," Globalization and Risks Symposium, 2018.

Shinichi Hirota, "Profitability or Longevity? Cross-Country Variations in Corporate Performance," Society for the Advancement of Socio-Economics, 2017.

Shinichi Hirota, "Profitability or Longevity? Cross-Country Variations in Corporate Performance," 日本ファイナンス学会, 2017.

Shinichi Hirota, "Profitability or Longevity? Cross-Country Variations in Corporate Performance," INCAS Annual Conference, 2017.

Shinichi Hirota, "Pricing Securities without Backward Induction," Experimental Finance Conference, 2016.

Shinichi Hirota, "Culture, Finance, and Corporate Governance," 行動経済学会(招待講演), 2015.

Shinichi Hirota, "When Owners Buy Higher, They Offer Higher Rents: Experimental Evidence," Experimental Finance Conference, 2015.

Shinichi Hirota, "Short Investment Horizons, Difficulty of Rational Expectations, and Price Indeterminacy in Financial Markets: Evidence from Laboratory Experiments," 日本ファイナ

ンス学会, 2015.

Shinichi Hirota, "Short Investment Horizons, Difficulty of Rational Expectations, and Price Indeterminacy in Financial Markets: Evidence from Laboratory Experiments," Experimental Asset Pricing Conference, 2015.

Shinichi Hirota, "Short Investment Horizons, Difficulty of Rational Expectations, and Price Indeterminacy in Financial Markets: Evidence from Laboratory Experiments," Experimental Finance Conference, 2014.

〔図書〕(計 1 件)

Shinichi Hirota (2015), *Corporate Finance and Governance in Stakeholder Society: Beyond Shareholder Capitalism*, Routledge, 総ページ数 279 ページ.

〔その他: 書評〕(計 1 件)

Shinichi Hirota (2015), A Book Review of *Firm Commitment*, by Colin Mayer (Oxford University Press, 2013), *British Journal of Industrial Relations*, Vol. 53, No. 4, pp. 831-832.

6 . 研究組織

研究代表者

広田 真一 (HIROTA, Shinichi)
早稲田大学・商学大学院・教授
研究者番号: 40238415