

平成 2 1 年 6 月 1 1 日現在

研究種目：基盤研究（C）
 研究期間：2006～2008
 課題番号：18530319
 研究課題名（和文） 浮動株比率等でみる株式所有構造と企業パフォーマンスの関係について
 の実証分析
 研究課題名（英文） Positive analytical Study on the Relation between Stock Ownership
 Structure and Corporate Financial Performance
 研究代表者
 宮本 順二郎（MIYAMOTO JUNJIRO）
 帝塚山大学・経営情報学部・教授
 研究者番号：90121053

研究成果の概要：本研究の「研究の目的」に従って、株式所有構造の違いによって、企業の業績にどんな影響が及ぶのかを吟味するに当たって、その企業評価の指標が多様に用いられるようになってきた。そこで、新たに用いられるようになってきた企業評価法も含め、ひとまず機能別・対象別や目的・時点（ないし期間）別等に整理したうえで考察を深めることにした。その成果が「M & A と企業評価」（『経営分析と企業評価』小松章編著（2009年4月）中央経済社発行の第4章所収のとくに前半分）で要約して発表したものである。さらに、それら各評価法の中でも、経営学とくに経営財務論・会計学分野ほかで、よく取り上げられるM & A（合併・買収）の際に、被買収企業を評価する要因（特性）は何かを見出すというテーマに即し、株式所有構造をあらわす（“浮動株比率”・“少数特定者持ち株比率”等）諸比率をも説明変数として、それぞれの統計的有意性を調査した。その研究結果によれば、わが国上場企業で被買収のサンプルを判別分析・ロジット分析モデルによって調査した結果によれば、ROAや総資産対数変換値と並んで、“少数特定者持ち株比率”といった株式所有構造を表わす比率も、統計的に有意な説明変数の一つとして、クローズアップすべきことが判明した。ただし、浮動株比率といった、株式所有構造を示す他の比率や、PBR・流動性・レバレッジ係数その他の企業評価指標は、統計的に有意であるという結果は得られなかった。

交付額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2006年度	500,000	0	500,000
2007年度	700,000	210,000	910,000
2008年度	500,000	150,000	650,000
年度			
年度			
総計	1,700,000	360,000	2,060,000

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：浮動株比率、株式所有構造、持ち株比率、企業パフォーマンス、ROE、ROA、簡易トービンのQ、

1. 研究開始当初の背景

コーポレート・ガバナンスと企業業績との関係については、すでに欧米諸国でも、多くの先行研究が1970年代後半ごろから行われてきていた。とりわけ、コーポレート・ガバナンスの代理指標として“株式所有比率”をとり、それを通してみた株式所有構造の違いによって、企業の成果が以下に異なっているか、TOB(企業買収)の標的になるのはどんな諸特性をもっているのか、といったようなテーマで行われていた。わが国でも、若干の研究の試みがみられたものの、まだまだ少数であった。その両者の関係を見る際、企業の成果指標を被説明変数、コーポレート・ガバナンスを示す指標を説明変数とみなすという、モデル定式化がほとんどであった。そこで、両者の関係を、被説明変数・説明変数の位置を入れ替えて、逆向きの因果性(reverse causality)を吟味する必要性が残っていたのである。

2. 研究の目的

“浮動株比率”ないし“(少数株主保有の)特定株比率”の定義・算出法が、わが国と外国との間では、異なって用いられていることを、実態調査によって調べる。その上で、その所有構造の違いによって、企業のパフォーマンス(業績)が、如何に影響を受けるのかを吟味する。その際、成長が著しい新興企業と、伝統的で(設立来ないし上場来年数で見て)成熟した大企業との間では、所有構造の変化と業績の変化とにおいて、有意な差が認められるのではないかという仮説をたて、実証分析を試みる。銀行等、所有構造がもとより特殊な業種の企業は除き、クロス・セクショナルな多変量回帰モデルを模索するのが、目的であった。

3. 研究の方法

東証一部・二部およびJASDAQ上場企業のうちから、2001~2004年までの期間にわたって、株式所有比率ならびに会計データ・株価データが入手可能な339社をサンプルとして、株式所有構造と企業成果の関係について、クロスセクショナル回帰分析を行った。株式所有構造の違いをあらわす指標、すなわち4大株主所有比率・役員株式所有比率・金融機関株式所有比率・海外法人株式所有比率・個人持ち株比率のほか、(東洋経済新報社の定義による)浮動株比率と(FTSE社の定義による)浮動株比率に対し、企業成果を示す指標とし

て、PFCR(株価キャッシュフロー比率)・PBR(株価純資産倍率)・トービンのQ・ROA・ROEを取り上げ、両変数群間の関連を調べた。ついで、株式所有構造が変化するイベントとして代表的な企業(被)買収が行われる企業の財務的諸特性と株式所有比率との間の関係についても、実証的な分析を試みた;

その調査をはじめめるにあたって、以下のような表に示した仮説を立てた上で、一・二群判別解析および二項・多項ロジット回帰モデルによって、株式所有主体別(とくに浮動株主・安定株主・海外株主)所有比率と各財務指標(レバレッジ係数、当座比率、総資本数液性ほか)との関係を調査したのである。

表 被買収企業の財務的的特性(諸仮説)と、説明変数・各々の(予想される)符号

被買収企業の特性	説明変数名	予想される符号
企業規模	(対数変換)総資産	-
過剰流動性	当座比率	?
レバレッジ(他人資本調達割合)	負債対総資本比率	?
(対売上高)収益性(マージン)	売上高(営業)利益率	-
(総資本)収益性	総資産利益率(ROA)	-
(株主資本)収益性	株主資本利益率(ROE)	-
会社支配力安定度その1	外国人持ち株比率	+
会社支配力安定度その2	浮動株比率	+
会社支配力安定度その3	少数特定者持ち株比率	-
企業(対一株あたり利益)過小評価	株価収益率(PE)	-
企業(対一株あたり純資産)過小評価	株価純資産倍率(PBR)	-
企業(対総資産)過小評価	(簡易)トービンのQ	-

4. 研究成果

“M&A in Japan, (esp.) on TOB prediction”というテーマで、2009年6月23日、Copenhagen Business School, the Center for Corporate Governance Department of International Economics and Management セミナールにて口頭発表。

「被買収企業の財務的諸特性と株式所有比率 被買収予測モデル化へむけて Acquired Firms TOB Target Prediction Modeling」というタイトルで、日本経営財務研究学会全国大会(2009年9月: 於山口大学)で口頭発表予定。

調査結果の一部を示すと、以下の表に示すように、判別モデルでも、ロジット回帰モデルでも、財務指標(総資産利益率・(規模の大小を表す)対数変換総資産額)と、少数特定者持ち株比率・株価純資産倍率といった株式所有比率との間で、統計的に有意な関係が見られた。モデルのタイプでは、判別分析よりもロジット回帰モデルの方が若干ながら説明力が高いことも判明した。

表6. 被買収予測モデルリス 有意水準欄の *は1%水準、**は5%水準、***は10%水準でそれぞれ統計的に有意であることを示す

モデル	変数	Log-A334 (対数変換 給資金額)	ROA (総資産利 益率)	ROE (株主資 本利益率)	外人持株 比率 Figs 54%	少数株 持比率 Stab 45%	PBR (株価一 あたりの 純資産)	定数	
全77 (N=120)	1層判別	非被買収	-0.276*	-6.593*			5.168	0.023	0.469
	3層判別	D1	-0.308**	-5.618*			5.133	0.021*	0.834
	国内外別被買収	D2	-0.122	15.079			1.886	-0.039	0.141
	二項対スライク回帰	非被買収	-0.255*	-4.976*			3.985	0.03	-0.477
2年前 (N=302)	1層判別	L1	-0.336*	-4.086**			4.516	0.027***	-0.203
	3層判別	L2	-0.107	-7.969*			1.824**	0.035**	-2.378
	国内外別被買収	非被買収	-0.313*				5.712		0.489
	D1					7.089		-3.679	
国内外別被買収	D2								
二項対スライク回帰	非被買収	-0.265**			-2.691***	4.366		-0.406	
多項対スライク回帰	L1	-0.356*			-2.011	4.771		0.001	
国内外別被買収	L2	-0.087			-7.66***	2.719		-2.633	
1年前 (N=302)	1層判別	非被買収	0.316*		2.065**	-5.046		-0.926	
	3層判別	D1				7.031		-3.668	
	国内外別被買収	D2							
	二項対スライク回帰	非被買収	-0.282**	-4.578***			3.976	0.049	-0.243
多項対スライク回帰	L1	-0.378*				4.947		0.006	
国内外別被買収	L2	-0.211				1.115		-0.913	
0年前 (N=302)	1層判別	非被買収	0.253*	5.631**			-5.605		0.039
	3層判別	D1		-9.433*			3.928	0.042	-2
	国内外別被買収	D2		3.08			5.88	-0.032	-3.088
	二項対スライク回帰	非被買収	-0.28**	-4.331*			4.619		-0.763
多項対スライク回帰	L1	-0.353*	-2.216			4.997		-0.235	
国内外別被買収	L2	-0.054	-7.646***			3.013		-3.615	

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1件)

宮本順二朗、「M & A と経営分析」、年報『経営分析研究』(日本経営分析学会)、第23号、25~32頁、2007年、査読有

〔学会発表〕(計1件)

Junjiro Miyamoto, "Stock Ownership Structure and Corporate Financial Performance", Proceedings of IFSAM V th World Congress in Berlin Freie Universitaet, Track 14, No.00166, 2006年9月

〔図書〕(計1件)

小松章編著、宮本順二朗、中央経済社、「M&A と企業評価」(『経営分析・企業評価』)、2009年、95~123頁(第4章所収)

〔その他〕

“M&A in Japan, (esp.) on TOB prediction” というテーマで、2009年6月23日、Copenhagen Business School, the Center for Corporate Governance Department of International Economics and Managementにて(Powerpoint Presentation)、口頭発表。

6. 研究組織

(1) 研究代表者

宮本 順二朗 (MIYAMOTO JUNJIRO)
帝塚山大学・経営情報学部・教授
研究者番号：90121053

(2) 研究分担者：なし

研究者番号

(3) 連携研究者：なし

研究者番号：