

平成 22 年 5 月 28 日現在

研究種目：基盤研究（B）

研究期間：2007 年～2009 年

課題番号：19330066

研究課題名（和文） 日本における企業統治の新展開

研究課題名（英文） The recent development of corporate governance in Japan

研究代表者

胥 鵬 (XU PENG)

法政大学・経済学部・教授

研究者番号：60247111

研究成果の概要（和文）：本研究は、ヘッジ・ファンド・アクティビズム、経営判断の原則、防衛策、株式持合、普通社債市場の発展、銀行株式保有制限法による銀行持株比率の低下、子会社役員等への親会社ストック・オプション付与などの様々な側面から日本における企業統治の新展開及びその効果について、理論・実証分析を行った。その研究成果は、多数の図書・雑誌論文・学会発表として公表された。

研究成果の概要（英文）：In this project, we investigate the new developments in corporate governance from perspectives of cross border hedge fund activism, business judgment rule, corporate bond market, firm-bank relationship, stock option scheme, takeover defenses and cross shareholding structures. We have presented numerous articles in conferences and our several articles are published in journals as well as in books.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2007 年度	5,500,000	1,650,000	7,150,000
2008 年度	5,000,000	1,500,000	6,500,000
2009 年度	5,100,000	1,530,000	6,630,000
年度			
年度			
総計	15,600,000	4,680,000	20,280,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学・経済政策

キーワード：(1)企業統治 (2)コーポレート・ガバナンス (3)敵対的買収 (4)防衛策 (5)株式持合

1. 研究開始当初の背景

日本経済が成熟するにつれて、M&Aの急増や敵対的買収やものいう投資ファンドが出現したことや法改正を背景に、2005年以降にいわゆるライツプラン型買収防衛策を導

入する企業が増加している。また、1990年代から現在まで普通社債の市場規模は急激に拡大している。普通社債では銀行からの借入と比較すると債権者はより分散するため、社債発行の増大は銀行中心、すなわち、大口債

権者中心の負債構成に変更をもたらす。負債構成のみならず、2000年代前半に銀行株式保有制限法が成立し、日本企業の株式所有構造も大幅に変化してきている。続いて、ストック・オプションの運用を巡る諸制度が緩和され、多様なスキームを有するストック・オプションが実施され経営者インセンティブも大きく変容した。上述したように、日本企業を取り巻く資本市場と法律の変化が経済活性化のために行なわれたものが多いことは当初の背景である。

2. 研究の目的

経済学、法学と会計学から企業統治（コーポレート・ガバナンス）の新展開を分析し、企業経営業績にどのような効果を与えるかを検証する目的で、本研究は開始された。ものいう投資ファンドのターゲット企業の特徴を分析し、ものいう投資ファンドの株価、経営業績、配当政策および株式所有構造に及ぼす影響を明らかにすることである。

従来、法学において統計的な手法が活用されることはあまりなかったが、それを積極的に取り込んでいくことによって、伝統的な法学を、より科学的・説得的なものにすることを目指す。それと同時に、ファイナンス学者による研究において、法的な視点についてのアドバイスを提供することによって、それらの研究が、現実の重要な法的問題に対応した、有意義なものになるように改善することを目指す。さらに、法学者、経済学者と会計学者のコラボレーションは日本においては数少ない試みの一つである。

3. 研究の方法

定期的開催される研究会・ワークショップで、法律学者・経済学者と会計学者が報告・討論を行い、そこで得られた知見を基にして、メンバー各自が、単独あるいは共同研究の形で、研究を遂行し成果を公表する、という形をとって行われた。

初年度となる平成 19 年度においては、ステップ 1 として、米国における先行研究の整理・データの入手と整備を主たる活動とする。まず法学者は、日本を中心に諸外国のストック・オプション、社外取締役と敵対的買収などをめぐる法制度と実態を調べ、コーポレート・ガバナンス関連の法制度の変化を明らかにする。それと同時に、会計学者は会計基準の変革を調査し、財務データとの関連を明らかにする。法制度や会計基準に密接にかかわる企業統治に関する実証分析を行うために、こういった綿密な調査は不可欠である。経済学者は、米国を中心に先行研究をサーベイし、日本の 90 年代における企業統治改革と 80 年代の米国のコーポレート・ガバナンス改革の相違を整理していく。作業に当たって、法学

者、経済学者と会計学者が協働することによって、異分野間の知識や手法の共有とレベル・アップ、問題意識の突合せと共有を行っていく。また必要に応じて、外部専門家や実務家をゲストスピーカーとして招いて研究会を開いた。

平成 20 年度から平成 21 年度にかけて、法学者、経済学者と会計学者のコラボレーションで、検証すべき仮説を具体的に確定し、仮説を検証するために、データの共有を計りつつ、以下のテーマを中心に実証分析を行なった。

(1) アクティビスト・ヘッジ・ファンドのターゲット企業の株価、経営業績、配当政策および株式所有構造に及ぼす影響、(2) 経営判断の原則の再考、(3) 防衛策と株式持合との関連、(4) 日本におけるライツプラン型買収防衛策導入のインセンティブ(誘引)および株主価値に対する効果、(5) これまで分析されることが少なかった普通社債市場の側面から企業統治に関する知見、銀行株式保有制限法という外生的な要因によって、銀行持株比率の低下と企業のパフォーマンスの変化との関連(6) 子会社役員等への親会社ストック・オプション付与の決定要因および効果。

4. 研究成果

本研究の成果として、後掲 5. に掲げたような、学会発表、単著・共著論文および著書などの多数の研究成果を上げることができた。以下では、上述したテーマ別に、主な研究成果を紹介する。

(1) ヘッジ・ファンド・アクティビズム

ターゲット企業は短期も長期も株価が上昇し、配当や自己株式取得が大幅に増加するが、経営業績などに対して効果は見当たらない(雑誌論文⑬⑭、学会発表④⑦)。また、株式持合は上昇する発見は、胥・田中との共同研究につながった。

(2) 経営判断の原則

これまで、わが国の会社法学においては、当然に存在するものと思われていた「経営判断原則 (business judgment rule)」が、確固とした政策的な基盤を持ったものではなく、実はかなりあやふやな基盤の上に構築されてきたものであることを明らかにした(雑誌論文⑥)。また、森田は本研究計画の共同研究者であるファイナンス学者に対して、法的な観点からのアドバイスを提供することによって、彼らの研究成果の質の改善に対して寄与してきた。

(3) 買収防衛策

田中は株主の同意の有無を重視するわが国の判例法理の下では、事前警告型防衛策の

ようなフォーマルな防衛策よりも、株主の意思決定に直截に影響する株式持合いのほうが有効な「防衛策」となり、実際に、敵対的買収のターゲット企業（ブルドックソース）が株式持合いを進めている状況を明らかにした（雑誌論文④⑪-⑬）。

(4) 防衛策導入と株価

蟻川はコーポレート・ガバナンスに関して問題がある企業で、さらに直近の収益性も低い企業が買収防衛策を導入すると発表した場合に、株式市場はネガティブな反応をしていることが確認された。その理由は、事前に投資家にとって望ましいとは言えない情報が観察されている上に、買収防衛策導入という行為から、経営者の株主利益に対する優先順位の低さを投資家が改めて確認したためと考えられる（雑誌論文⑬図書②）。

(5) 銀行、社債市場

松井は我が国の社債の流通市場において、非効率性の1つである季節性が存在するかどうかを実証的に検証した。結果として米国の社債市場と同様に、我が国でも決算期のタイミングが社債市場の季節性に影響を与えていることを示した。さらに低格付けの債券ほどそうした傾向を見せることが確認された（雑誌論文①⑰学会発表③⑤⑧）。他に社債市場の発展がコーポレート・ガバナンスとの関連等に関する研究成果として、雑誌論文⑫⑭⑰⑳図書⑧が挙げられる。内田は銀行持株の大幅な低下前後で会計パフォーマンスが上昇すること、またそれが、主に負債の規律づけ機能の強化によって生じていることを明らかにした（雑誌論文⑩）。

(6) 子会社役員とストック・オプション

武智・竹口は親子会社の利害不一致が高くなるほど、また親子関係の依存度が強いほど、親会社ストック・オプションを子会社の役員等に付与するインセンティブが強くなる点を明らかにした。さらに、子会社役員等に対するストック・オプション付与が企業業績にプラスの影響をもたらすことも明らかにした（雑誌論文③）。

(7) その他の業績

本研究期間中には、上記のほかにも、多数の研究結果を公表した。宮崎(Miyazaki)は割引率モデルが貨幣と資本の加重和である一般的な資産と消費との非の増加関数である場合、最適な貨幣政策が存在することが理論的にしめされ、数値計算によりインフレと経済成長との間にハンプシェイプな関係となることを示した。ただし、その効果は定量的には小さく、経済成長率が高いことが必ず厚生が高いというわけでないことも発見した。

M&Aに関する成果として、図書⑧が挙げられる。日本企業の国際M&Aには技術アクセス要因が重要である点を明らかにした研究成果は、雑誌論文④である、

(8) 今後の研究の展望

2008年以降、サブプライム問題に象徴される資本市場の混乱は、米国型企業統治（コーポレート・ガバナンス）のあり方に対する疑問を生じさせた。同時に、規律を欠いた経営陣の暴走という面に着目すれば、サブプライム危機に起因するグローバル金融不況は経営陣に対する監視（モニタリング）を強化するとの議論にも相応の根拠を与える。そこで、2010年度以後は、本研究のメンバーと多くが共通するメンバーにより、新たな共同研究「サブプライム危機と企業統治の再検討」を企画し、科研費（基盤研究(B)）の交付を受けた。今後とも、法学者、会計学者と経済学者のコラボレーションにより、本研究の成果を踏まえた上で、最近の欧米圏の議論を参考にしながら、90年代以降米国型企業統治に大きく影響されてきた日本の企業統治の問題点を再検討し、理論実証分析や諸外国との制度比較を通じて、ポスト金融危機の企業統治の再構築に関する分析を試みる。

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24件）

- ① 松井 建二、Accounting Year-end Dispersion and Seasonality in the Japanese Corporate Bond Market、Applied Economics、査読有、掲載決定2010年
- ② Kenji Miyazaki、Inflation, endogenous growth, transaction-costs, and varying discount rates、法政大学比較経済研究所ワーキングペーパー、査読無、153巻、2010年、1-33頁
- ③ 武智 一貴、竹口 圭輔（墨昌芳と共著）、子会社役員等への親会社ストック・オプション付与と親子会社関係、法政大学比較経済研究所ワーキングペーパー、査読無、151巻、2010年、1-23頁
- ④ 胥 鵬＝田中 亘、買収防衛策イン・ザ・シャドー・オブ株式持合い—事例研究、旬刊商事法務、査読無、1885号、2009年、4-18頁
- ⑤ Kenji Miyazaki and M. Saito、Risk premiums versus waiting-options premiums: A simple numerical example、The B.E. Journal of Theoretical Economics、査読有、Vol.9(1)、2009年、Article7 (1-31)

- ⑥ 森田 果、わが国に経営判断原則は存在していたのか、旬刊商事法務、査読無、1858号、2009年、4-13頁
- ⑦ Konari Uchida、Reduction in bank ownership and firm performance: Evidence from Japan、SSRN Working Paper Series、査読無、1460344巻、2009年、1-39頁
- ⑧ Peng XU(胥 鵬、細野薫と共著)、Do Banks Have Private Information? Bank screening and ex-post small firm performance、RIETI DP シリーズ、査読無、09-E-016、2009年、1-32頁
- ⑨ Kenshi Taketa, Kumi Suzuki, and Yasuhiro Arikawa、Experimental Analysis on the Role of a Large Speculator in Currency Crises、Journal of Economic Behavior & Organization、査読有、72巻、2009年、602-617頁
- ⑩ 内田 交謹、銀行株主とコーポレート・ガバナンス、経済学研究(九州大学)、査読無、76巻、2009年、105-122頁
- ⑪ 田中 亘、なぜ私は心配のし通して防衛策を好きになれないのか、金融・商事判例、査読無、1290巻、2009年、18-21頁
- ⑫ 胥 鵬、Corporate Financing Choices, Deregulations and Corporate Bond Market Development: Lessons from Japan、Journal of International Economic Studies、査読無、22巻、2008年、1-17頁
- ⑬ Yasuhiro Arikawa and Yosuke Mitsusada、"The Adoption of Poison Pills and Managerial Entrenchment: Evidence from Japan、"、RIETI Discussion Paper Series、査読無、08-E-006、2008年、1-35頁
- ⑭ Yasuhiro Arikawa、The Choices between Public and Private Debt by Japanese Firms、Journal of International Economic Studies、査読無、22巻、2008年、19-30頁
- ⑮ 蟻川 靖浩、宮島 英昭、どのような企業がM&Aを選択するのか:企業組織と統治構造、一橋ビジネスレビュー、査読無、56巻3号、2008年、74-91頁
- ⑯ 松井 建二、Revenue Management of Small Securities Houses: Evidence from Japanese Panel Data、International Journal of Revenue Management、査読有、Vol. 2, No. 4、2008年、361-375頁
- ⑰ 松井 建二、Application of the Auction Theory to the Overpricing Phenomenon in a Corporate Bond Underwriting Market、Applied Financial Economics Letters、査読有、Vol. 4, No. 6、2008年、457-460頁
- ⑱ 胥 鵬、ファンド買収に対する敵対と戸惑いを協力とひらきに変えて、M&A 専門月刊誌マール、査読無、164号、2008年、2-3頁
- ⑲ Konari Uchida and Peng Xu、US Barbarians at the Japan Gate: Cross Border Hedge Fund Activism、日本銀行ディスカッション・ペーパー、査読無、巻、2008年、1-36頁
- ⑳ Kenji Miyazaki、The effect of temporal resolution of uncertainty on asset pricing: a survey and an empirical study in Japanese corporate bonds markets、Journal of International Economic Studies、査読無、22巻、2008年、51-69頁
- ㉑ Kazutaka Takechi、R&D Intensity and Domestic and Cross-Border M&A of Japanese Firms before Domestic M&A Deregulation、ICES Working Paper、査読無、133巻、2007年、1-19頁
- ㉒ 田中 亘、ブルドックソース事件の法的検討(上)(下)、旬刊商事法務、査読無、1809号4-15頁、1810号15-28頁、2007年
- ㉓ 田中 亘、買収防衛策の限界を巡って——ニッポン放送事件の法的検討——、金融研究、査読有、26巻、2007年、1-67頁
- ㉔ 田中 亘、買収防衛策と判例の展開——ニッポン放送事件からの流れ、ジュリスト、査読無、1346号、2007年、8-16頁
- [学会発表] (計8件)
- ① Kenji Miyazaki、Inflation, Endogenous Growth, Transaction Costs, and Varying Discount Rates、69th International Atlantic Economic Conference、2010. 3. 26、プラハ、チェコ共和国
- ② Konari Uchida、Reduction in bank ownership and firm performance: Evidence from Japan、Australasian Finance and Banking Conference、2009. 12. 16、Shangri-La Sydney
- ③ 松井 建二、Accounting Year-end Dispersion and Seasonality in the Japanese Corporate Bond Market、2008 American Accounting Association Annual Meeting、2008. 8. 4、Anaheim USA.
- ④ 胥 鵬、US Barbarians at the Japan Gate: Cross Border Hedge Fund Activism (with Konari Uchida)、China International Conference in Finance 2008、2008. 7. 3、中国大

- 連
- ⑤ 松井 建二、Accounting-year-end Variation and Seasonality in the Japanese Corporate Bond Market, 31st Annual Congress, European Accounting Association, 2008. 4. 24、オランダ・ロッテルダム
- ⑥ 内田 交謹、The change in Japanese corporate ownership structures: Causes and Consequences, Southwestern Finance Association, 2008. 3. 6, Hyatt Regency, Houston USA
- ⑦ 胥 鵬・内田 交謹、US Barbarians at the Japan Gate: Cross Border Hedge Fund Activism, The All China Economics (ACE) International Conference The Second Conference, 2007. 12. 14, City University of Hong Kong
- ⑧ 松井 建二、A Model of Competitive Behavior by Investment Banks in Securities Underwriting Services, Singapore Economic Review Conference 2007, 2007. 8. 3, Singapore

[図書] (計 8 件)

- ① 蟻川 靖浩、PHP研究所、「政府の危機管理と過剰介入～「大反動」を繰り返さないために」若田部昌済編著、日本の危機管理力、2009年、36
- ② 蟻川 靖浩・光定洋介、日本評論社、「日本企業の買収防衛策導入と株主価値への影響」宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』、2008年、165-184
- ③ Yasuhiro Arikawa and Hideaki Miyajima, Palgrave Macmillan, “Understanding M&A wave in Japan,” in Masao Nakamura (eds.), Changing Corporate Governance Practices in China and Japan: Adaptations of Anglo-American Practices, 2008年、153-182
- ④ 内田 交謹、中央経済社、価値創造のための投資意思決定 (榊原茂樹・砂川伸幸編著) (第6章 投資決定としてのM&A)、2008年、137-161
- ⑤ XU Peng, Oxford University Press, Corporate Governance in Financial Distress (in Corporate Governance in Japan) Aoki, Miyajima, 2007年、26
- ⑥ Yasuhiro Arikawa and Hideaki Miyajima, Oxford University Press, Relational Banking in Post-Bubble Japan: The Coexistence of Soft- and Hard-Budget Constraints (in

Corporate Governance in Japan, edited by M. Aoki, G. Jackson and H. Miyajima)、2007年、28

- ⑦ 蟻川 靖浩・宮島 英昭、東洋経済新報社、「M&Aの経済分析：M&Aはなぜ増加したのか」『日本のM&A』(宮島英昭編著)、2007年、35
- ⑧ 蟻川 靖浩、法政大学出版会、「日本企業の負債選択」『社債市場の育成と発展：日本の経験とアジアの現状』(法政大学比較経済研究所/胥鵬編)、2007年、20

6. 研究組織

(1) 研究代表者

胥 鵬 (XU PENG)
法政大学・経済学部・教授
研究者番号：60247111

(2) 研究分担者

森田 果 (MORITA HATSURU)
東北大学・法学研究科・准教授
研究者番号：40292817

田中 亘 (TANAKA WATARU)
東京大学・社会科学研究所・准教授
研究者番号：00282533

蟻川 靖浩 (ARIKAWA YASUHIRO)
早稲田大学・商学大学院・准教授
研究者番号：90308156

松井 建二 (MATUI KENJI)
神戸大学・経営学研究科・准教授
研究者番号：20345474

内田 交謹 (UCHIDA KONARI)
九州大学・経済学研究科・准教授
研究者番号：80305820

湯前 祥二 (YUMAE SYOUJI)
法政大学・経済学部・教授
研究者番号：60440096

宮崎 憲治 (MIYAZAKI KENJI)
法政大学・経済学部・教授
研究者番号：10308009

竹口 圭輔 (TAKEGUTI KEISUKE)
法政大学・経済学部・准教授
研究者番号：80386333

武智 一貴 (TAKECHI KAZUTAKA)
法政大学・経済学部・准教授
研究者番号：80386341