

令和元年6月11日現在

機関番号：12608

研究種目：基盤研究(B) (一般)

研究期間：2015～2018

課題番号：15H03375

研究課題名(和文)コーポレートガバナンスと企業行動、企業パフォーマンスの国際比較研究

研究課題名(英文) Corporate Governance, Firm Behavior, and Firm Performance: International Comparison

研究代表者

井上 光太郎 (Inoue, Kotaro)

東京工業大学・工学院・教授

研究者番号：90381904

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 12,200,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、主として世界の主要先進国の上場企業のパネルデータを使用し、日本企業の財務パフォーマンスおよび株価水準の国際的に評価した場合の相対的な低さが、日本企業の特徴的なコーポレートガバナンス体制、特に内部者支配の取締役会、持ち合い株主の存在、日本における機動的な雇用調整の制限などの企業レベルおよび国レベルのそれぞれの要因によって相当程度まで説明可能であることを、実証研究により明らかにした。  
研究成果として本研究期間を通して6本の国際査読誌掲載論文、2本の国内査読誌掲載論文、上記に含まれない3本の査読付国際学会報告論文を発表している。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の結果として、日本企業に特徴的な内部者により支配された取締役会、会社と取引関係などを持つ親密な大株主、既存従業員の雇用に対する強い保護などが、それぞれ企業の投資行動やリスストラクチャリング行動を阻害し、財務的な低パフォーマンスと低株価に結びついていることを示した。さらに各国のコーポレートガバナンスの制度的強化は、その対象国企業の株価や収益性の改善につながることも確認した。これは、日本におけるコーポレートガバナンス改革、雇用制度改革の経済政策としての妥当性を示す点で学術的、制度設計上の意義がある。

研究成果の概要(英文)：In this research, using the financial panel data of public companies from major developed countries, we show that relatively poor financial performance and low shareholder market value of Japanese companies from international perspective are explained, in the large extent, by Japanese distinctive corporate governance system such as the board controlled by corporate insiders and ownership structure with cross-shareholders, and inflexible labor market of Japan due to relatively strong legal protection of labors.  
During the period of this research project, we published six international peer-reviewed journal articles, two domestic peer-reviewed journal articles, and additional three peer-reviewed international conference papers.

研究分野：経営財務

キーワード：経営財務 コーポレートガバナンス 企業行動 国際比較

## 1. 研究開始当初の背景

研究開始当初において、日本の成長戦略の柱の一つとしてコーポレートガバナンス改革が取り上げられ、その具体策として社外取締役導入の促進、株式持合いの開示、スチュワードシップコードおよびコーポレートガバナンスコードの導入などが進められていた。また、企業の経営環境に合わせた雇用の柔軟な調整を可能にする雇用制度改革も検討されていた。一方、企業側でも事業収益性の改善のため、M&A 等を活用した事業ポートフォリオの再編や産業再編の促進が課題となっていた。日本企業の収益率、株式市場における評価（Q レシオ）などは先進国の比較対象企業と比較して明らかに低く、その潜在的要因として日本のコーポレートガバナンスの非効率、投資家保護の法制度や雇用制度改革の遅れなどが指摘されていた。

一方で、日本企業において、米国や英国と同様のガバナンス構造を強制的に導入しても、米国や英国で観測されるのと同じように株主価値や企業業績に正の効果をもたらすかは明確ではない。日本企業は、従業員や取引関係のある大株主など、いわば内部関係者による経営への参加や監視が重要な役割を担ってきた歴史がある。本研究のメンバーは、こうした日本独自の経営のどの側面が問題の原因となっているかは、国際的に異なる経済環境や法制度の下での比較分析により明らかに出来ると予測した。

そこで本研究では、日本企業のコーポレートガバナンス上の真の問題は何かという学術的にも制度設計上も重要な問題を解明するため、国際比較分析を行う。具体的には日本企業の特徴である内部者支配の取締役会、および日本に特徴的な株式持合いや銀行の株式保有など企業レベルの要因と、欧米に比べ遅れているとされる日本の一般株主保護の法制度や硬直的と評価される日本の雇用制度（解雇の困難度）など国レベルの要因の両方の要因を考慮し、これらが企業の収益性や株価など財務パフォーマンス、また M&A、リストラクチャリングなど企業行動に影響を持つかを実証的に明らかにすることを計画した。国別の雇用制度にも着目するのは、経営者と従業員の関係は国の雇用制度に影響を受け、その経営者と従業員の関係がコーポレートガバナンス体制に影響することが予測できるためである。ファイナンス研究において、労働市場要因を考慮する先行研究は少なく、新規的視点である。

## 2. 研究の目的

本研究の目的は、経営者、取締役会、株主構成などコーポレートガバナンス体制と企業行動や企業パフォーマンスの関係を解明する。その中で特に国際比較での日本企業の相対的に低い収益性や株価水準の要因を検証するには、日本企業内での比較だけでなく、国際比較が有効と考えられる。国際比較分析を行うことで、国ごとのコーポレートガバナンスシステムの違いや、株主保護や労働者保護に関する法制度の違いの影響が分析可能となる。そこで本研究では、コーポレートガバナンス要因と企業パフォーマンスの関係を国際比較の視点で実証分析を行い、そこから日本企業のコーポレートガバナンスのあるべき方向に関する知見を獲得し、実務的示唆を導くことを目的としている。

## 3. 研究の方法

本研究では、主として主要先進国の上場企業をサンプルとし、その取締役会の構成、株主構成、財務パフォーマンス、株主価値などの時系列データからパネルデータを作成し、このパネルデータを用いて企業パフォーマンスや企業行動の要因を明らかにすることを試みている。実証分析に当たっては、コーポレートガバナンスや法制度と企業パフォーマンスや企業行動の因果関係を明らかにするため、両者の間の内生性問題への対処として、法制度やソフトローの新規導入など外生的イベントを用いた差分の差の分析や、株主構成に関する操作変数を用いた二段階最小二乗法（2SLS）などの手法を用いている。さらに、経営者への国際的サーベイ調査に基づく、経営者の楽観度やリスク回避度など deep parameter と見なせる要因を変数化して分析に用いるなど、独自データの構築と活用も試みた。また、企業ごとのコーポレートガバナンスシステムの違い、経営者の不確実性に対する態度の違い、法制度の違いなどの効果が明らかになりやすいイベントとして M&A に注目し、M&A に関する株価や業績のイベントスタディを用いた検証も行っている。

## 4. 研究成果

本研究の成果は大きく（1）コーポレートガバナンスと企業パフォーマンスの関係を明らかにするためのパネルデータを用いた国際比較研究の成果、（2）企業のコーポレートガバナンスや国際的な法制度の違いが明らかになるイベントとして M&A に注目した実証研究の成果、（3）国際比較検証の準備として日本企業データを用いた検証の研究成果、ならびに国際比較研究を推進する中で、課題の性質または国際比較可能データの制約から国内に限定して検証したほうが適切な検証となると判断し、国内データを用いて検証した研究成果、の3つに分けられる。

このうち、（1）については取締役会の独立性、機動的な雇用調整の制約、経営者のリスク回避や曖昧性回避の高度合いの3点が、日本企業のパフォーマンスに負の効果を持つ要因として明らかになった。これらの結果は、Ikeda, Inoue, and Sugitani (2016)、蟻川・井上・齋藤・長尾 (2017)、Arikara, Inoue, and Saito (2018)などで報告している。また、各国の法制度変更

イベントを使用した差分の差の検証を行った研究では、コーポレートガバナンスの制度的強化、機関投資家のモニタリングの制度的強化がそれぞれ企業パフォーマンスの改善につながるなどの結果を得た。これらの結果は、Catano, Ikeda, and Inoue (2016)、Shiraishi, Ikeda, Arikawa, and Inoue (2019)で報告している。

(2)については、第一に企業経営者の曖昧性回避やリスク回避の度合いが高く、また楽観度が低いほど、代表的なリスク投資と位置づけられるM&Aを行う傾向が低くなるなどの結果を得た。この結果は、日本の企業経営者は曖昧性回避、リスク回避の度合いが相対的に高く、これが日本企業のリスクテイクの水準が相対的に低いことの要因となっていることを示唆する。この結果は、Bremer, Hoshi, Inoue, and Suzuki(2017)および Ikeda, Inoue, and Sugitani (2016)で報告している。また、労働者の雇用に対する法的保護の水準が高い国の企業ほど、国内M&A、海外M&AのいずれのM&Aの投資対象になる可能性も低めること、また実際にM&Aが実施されても株式市場の評価、M&A後の財務パフォーマンスとも相対的に低いとの検証結果を得た。これは、機動的な雇用調整が制限されると、企業価値の改善機会が阻害されることを示唆する。この結果は、岩崎・池田・井上(2019)で報告している。また、井上・池田(2016)において、M&Aにおける一般株主保護の水準を国際比較検証し、日本市場における部分買収において一般株主保護が相対的に弱いことを実証分析により示している。また、Kishimoto, Goto and Inoue (2017)は、電力業界に焦点を当てて、規制緩和への対応として行われているM&A後の業績への効果を検証し、規制緩和後に急増する産業再編を進めるM&Aが効率性改善を伴っており、買い手企業の業績への正の効果のあることを示した。これは、規制緩和による企業の機動的な投資機会の増大が効率性改善に結びつくことを示唆する。

(3)については、日本企業に関して取締役会については社外取締役比率が高いほど、株主構成については株式持合い比率が低く、機関投資家比率が高いほど、企業のリスク投資は増加し、また企業パフォーマンスに正の効果を持つことを示している。これらの結果は、基本的に(1)の国際比較研究の結果と整合的である。これらの結果は、池田・井上(2015)、Ikeda, Inoue, and Watanabe (2018)、Miyajima, Ogawa, and Saito (2018)などにまとめ、報告している。

本研究の意義と課題をまとめる。本研究の特に重要な発見事項は、米国や英国と異なり銀行中心のコーポレートガバナンスの国として性格づけられていた日本においても、米国や英国と同じく取締役会の独立性、機関投資家のモニタリング行動などが、日本企業の収益性と株価水準に正の効果を持つことである。また、そうした検証結果を踏まえた今後の研究課題として、機関投資家のモニタリング活動への動機付けとその効果は重要であり、この課題に対しては今後も分析を深めていくことを計画している。

## 5. 主な発表論文等

[雑誌論文](計13件)

1. 池田直史・井上光太郎 (2015), 「選択と集中」の経営の課題—「多角化M&Aパズル」の検証, 『証券アナリストジャーナル』, Vol. 53, No. 10, pp. 6-16. (査読無、招待論文)
2. 井上光太郎, 池田直史 (2016), 「株式非公開化取引における株主保護制度の効果に関する国際比較研究」, 『第1期JSDAキャピタルマーケットフォーラム研究論文』, 日本証券業協会, Vol. 1, pp. 1-29. (査読無、研究会論文)
3. Takuji Saito, (2015), Determinants of Director Board and Auditor Board Composition: Evidence from Japan, *Public Policy Review* Vol. 11, 395-410. (査読無)
4. Jo Kishimoto, Mika Goto, and Kotaro Inoue, (2017), Do acquisitions by electric utility companies create value? Evidence from deregulated markets, *Energy Policy*, Vol. 105, pp. 212-224. (査読有)
5. Marc Bremer, Kotaro Inoue, and Hideaki Kiyoshi Kato, (2017), Empirical evidence of coercive tender offers in Japan, *Japan and the World Economy*, Vol. 41, pp.71-86. (査読有)
6. Marc Bremer, Akio Hoshi, Kotaro Inoue, and Kazunori Suzuki, (2017), Uncertainty avoiding behavior and cross-border acquisitions in the Asia-Pacific region, *Japan and the World Economy* Vol.41, pp. 99-112. (査読有)
7. Naoshi Ikeda, Kotaro Inoue, and Sho Watanabe, (2017), Enjoying the quiet life: Corporate decision-making by entrenched managers, National Bureau of Economic Research Working Paper 23804. (査読有)
8. Naoshi Ikeda, Kotaro Inoue, and Sho Watanabe, (2018), Enjoying the quiet life: Corporate decision-making by entrenched managers, *Journal of Japanese and International Economies*, Vol. 47, pp. 55-69. (査読有)
9. Hideaki Miyajima, Ryo Ogawa, and Takuji Saito, (2018), Changes in corporate governance and top executive turnover: The evidence from Japan, *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 47, pp.17-31. (査読有)
10. Kotaro Inoue, (2018), The "Quiet Life" hypothesis is real: Managers will put off hard decisions if they can, *Harvard Business Review (web)*, <https://hbr.org/2018/01/the-quiet-life-hypothesis-is-real-managers-will-put-off-hard-de>

cisions-if-they-can (査読無)

11. Kotaro Inoue and Robert Ings, (2018), Do cross-border acquisitions create more shareholder value than domestic deals for firms in a mature economy? The Japanese case, *Corporate Ownership and Control*, Vol. 15, pp. 268-281. (査読有)
12. Yasuhiro Arikawa, Kotaro Inoue, and Takuji Saito, (2018), Corporate Governance, Employment, and Financial Performance of Japanese firms: A Cross-Country Analysis, *RIETI Discussion Paper Series* 18-E-084. (査読有)
13. 岩崎康大, 池田直史, 井上光太郎 (2019), 労働者保護と M&A のパフォーマンス : 国際比較研究, 『経済研究』, Vol. 70, No. 3. (査読有)

[学会発表](計 11 件)

1. Joe Kishimoto, Mika Goto, and Kotaro Inoue, (2015), An Empirical Study of Mergers and Acquisitions by Electric firms in the Post-Deregulation Period: Evidence from North America and EU, 日本経営財務研究学会第 39 回全国大会.
2. Michele Catano, Naoshi Ikeda, and Kotaro Inoue, (2016), The Effects of Corporate Governance Codes on Board Composition and Firm Value, World Finance and Banking Symposium 2016 in Dubai.
3. Naoshi Ikeda, Kotaro Inoue, and Shoji Sugitani, (2016), Managerial Attitudes and Corporate Investment Behaviors, World Finance and Banking Symposium 2016 in Dubai.
4. Naoshi Ikeda, Kotaro Inoue, and Shoji Sugitani, (2016), Managerial Attitudes and Corporate Investment Behaviors, 日本ファイナンス学会第 24 回大会.
5. Yasuhiro Arikawa, Kotaro Inoue, and Takuji Saito, (2017), Corporate governance, employment laws, and corporate performance in Japan: A cross-country analysis, World Finance and Banking Symposium 2017 in Bangkok.
6. 井上光太郎, 池田直史, 岩崎康大, (2018), 労働者保護と M&A のパフォーマンス : 国際比較分析, 日本ファイナンス学会第 26 回大会.
7. Yasuhiro Arikawa, Kotaro Inoue, and Takuji Saito, (2018), Corporate governance, employment, and financial performance of Japanese firms, Conference on Corporate Governance in Tokyo.
8. Naoshi Ikeda, Kotaro Inoue, and Sho Watanabe, (2018), Enjoying The Quiet Life: Corporate Decision Making by Entrenched Managers, CJEB's Annual Japan Economic Seminar Meeting at Columbia University.
9. Yutaro Shiraishi, Naoshi Ikeda, Yasuhiro Arikawa, and Kotaro Inoue, (2019), Institutional Investor, Stewardship Code, and Corporate Performance, Western Economic Association International 15th International Conference.
10. Yutaro Shiraishi, Naoshi Ikeda, Yasuhiro Arikawa, Kotaro Inoue, (2019), Institutional Investor, Stewardship Code, and Corporate Performance: International Evidence, Finance Workshop at University Zurich.
11. Yutaro Shiraishi, Naoshi Ikeda, Yasuhiro Arikawa, and Kotaro Inoue, (2019), Institutional Investor, Stewardship Code, and Corporate Performance, Asian Finance Association 2019 Conference.

[図書](計 5 件)

1. 井上光太郎, 鈴木有希, (2015), 「日本企業の新興国企業に対する M&A の状況」, 『Next Market を見据えた食品企業のグローバル戦略』第 4 章、pp. 149-157. ぎょうせい, ISBN978-4-324-09975-9.
2. 井上光太郎, 小澤宏貴, (2016), 「公開買付けにおける支配プレミアムと株主の応募行動」, 『日本の公開買付け - 制度と実証』第 8 章, pp. 305-336. 有斐閣、東京、ISBN978-4-641-13758-5.
3. 蟻川靖浩, 宮島英昭, 小川亮, (2017), 「メガバンク成立後の企業・銀行間関係」, 『企業統治と成長戦略』第 1 章, pp.63-96. 宮島英昭編著、東洋経済新報社、ISBN978-4-492-53389-5.
4. 齋藤卓爾, 宮島英昭, 小川亮, (2017), 「企業統治制度の変容と経営者交代」, 『企業統治と成長戦略』第 9 章, pp. 305-334, 宮島英昭編著, 東洋経済新報社, ISBN978-4-492-53389-5.
5. 蟻川靖浩, 井上光太郎, 齋藤卓爾, 長尾耀平, (2017), 「日本企業の低パフォーマンスの要因 - 国際比較による検証」, 『企業統治と成長戦略』第 12 章, pp.397-427. 宮島英昭編著、東洋経済新報社、ISBN978-4-492-53389-5.

〔産業財産権〕

○出願状況（計0件）

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
出願年：  
国内外の別：

○取得状況（計0件）

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
取得年：  
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等 特になし。

## 6. 研究組織

### (1)研究分担者

研究分担者氏名： 齋藤 卓爾  
ローマ字氏名：SAITO, Takuji  
所属研究機関名：慶應義塾大学  
部局名：経営管理研究科  
職名：准教授  
研究者番号（8桁）：60454469

研究分担者氏名：蟻川 靖浩,  
ローマ字氏名：ARIKAWA, Yasuhiro  
所属研究機関名：早稲田大学  
部局名：商学大学院  
職名：准教授  
研究者番号（8桁）：90308156

研究分担者氏名：池田 直史  
ローマ字氏名：IKEDA, Naoshi  
所属研究機関名：東京工業大学  
部局名：工学院  
職名：助教  
研究者番号（8桁）：90725243

### (2)研究協力者

なし

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。