

令和元年6月13日現在

機関番号：32689

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2015～2018

課題番号：15K03561

研究課題名(和文)株主の退出を通じた企業統治メカニズムの研究

研究課題名(英文)Corporate governance through Exit

研究代表者

蟻川 靖浩(Arikawa, Yasuhiro)

早稲田大学・商学大学院(経営管理研究科)・准教授

研究者番号：90308156

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,400,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、コーポレートガバナンスのメカニズム、とりわけ株式所有構造が企業行動や企業のパフォーマンスにどう影響するのか、という点を分析の焦点の一つとした。日本企業について分析を行ったところ、1990年代から2000年代にかけて、機関投資家の株式保有比率が大幅に上昇したこと、そして機関投資家の株式保有比率の変化が企業行動に一定の影響を与えている可能性があることが明らかとなった。他方、メインバンクの企業行動への影響についても分析を行った。その結果、企業側の借入比率の低下もあり、2000年代以降について、日本企業に対するメインバンクの強い影響は確認できなかった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

近年の日本のコーポレートガバナンスの特徴である、株式所有構造の大きな変化、とりわけ、機関投資家の株式所有の増加、およびその企業行動への影響について一定程度明らかにすることができた。また、かつて日本企業のコーポレートガバナンスにおいて主要な役割を果たしていたメインバンクについて、その影響の低下が確認されたことも重要である。

研究成果の概要(英文)：We examine the effect of corporate governance on firm behaviors and performances. Especially, we focus on the effect of institutional investors. Then, we find the relationship between the share held by institutional investors and firm behaviors in Japan. As for the effect from main bank on firm behaviors and performances, we find that, with the decline in the borrowing ratio of firms, the influence of the main bank has declined since 2000s.

研究分野：企業経済学

キーワード：コーポレートガバナンス

1. 研究開始当初の背景

コーポレートガバナンスのメカニズムとしては、大きく分けて「Exit」と「Voice」の2つがあるが、これまでの研究では、大株主やメインバンクなどのモニターがモニタリングを通じて投資先・融資先企業に関する情報を多く持ちながら経営に関与すること、つまり「Voice」が関心の中心であった。しかし、大株主が企業情報を保有した上で経営に介入、パフォーマンスに影響を与えるルートをコーポレートガバナンスの中心において議論することについては、以下の理由でその妥当性に疑問がある。日本の上場企業の株式所有構造を見ると、2000年代以降にその重要性を増しているのは、機関投資家である。そこで機関投資家の株式保有比率を見ると、例えば海外機関投資家の場合、2013年の値は30.8%であるが、これは各企業の株式を保有する海外機関投資家の株式保有比率の合計であって、個別の機関投資家の保有比率はこれよりもずっと少ない値であると考えられる。このことはコーポレートガバナンスの観点で言えば、大株主のように高い持株比率を背景に積極的に経営に関与するインセンティブが高くない株主の持ち株比率が上昇していることを意味する。以上から、機関投資家による株式保有比率の増加をはじめとする株式所有構造の変化、さらには他のコーポレートガバナンスの仕組みの変化がどのような影響を企業行動に与えたのか、という点を分析の焦点とする。

2. 研究の目的

本研究は、株式所有構造をはじめとするコーポレートガバナンスの仕組みが企業行動や企業のパフォーマンスに対してどのような影響を与えるのか、という点を分析の対象とする。とりわけ分析の焦点となるのは、企業の株式所有構造、中でも機関投資家の株式保有が、企業行動やパフォーマンスにどう影響するのかという点である。機関投資家を個別に見た場合、株式保有比率は一般的にそれほど高いものではない。そのような株主による株式保有比率が上昇することがどのような影響を企業に与えるのか、という点について明らかにする。さらに、機関投資家による株式保有以外の企業統治メカニズムの変化についても分析を行うことで、近年のコーポレートガバナンスのメカニズム全体の変化とその影響について一定の理解を得ることを目指す。

3. 研究の方法

本研究では、上場企業をサンプルとし、株主所有構造や取締役会の構造、企業収益や企業価値、投資行動や研究開発、資金調達などに関するパネルデータを作成した。そして、パネル分析や操作変数法などの手法を用いて定量的な分析を行った。とりわけ、機関投資家など株式の所有保有が企業行動やその成果に与える影響について分析した。さらに、メインバンクの企業行動や企業業績への影響などについても分析を行った。

4. 研究成果

(1) 機関投資家などによる株式の所有が企業行動やその成果に与える影響について、日本企業をサンプルに実証分析を行った。まず、株式所有構造は2000年代に入り大きく変化している。法人企業などインサイダー株主として分類される株主の持ち株比率は、1990年代まではそれほど大きな変化はなく比較的安定的であった。ところが1990年代以降には状況が大きく変化しており、1990年から1992年の平均が62.3%であったのに対して、2010年から2012年までの平均値は32.4%と半減している。その内訳をみても、例えば銀行持ち株比率は1992年には15.6%であったものが、2006年には4.6%にまで減少している。他方、アウトサイダー株主に分類される機関投資家の持ち株比率は、この間に増加している。海外機関投資家の持ち株比率の場合、1990年代終わりから2000年代前半において大きく変化しており、1992年には6.3%であったものが、2006年には27.8%まで増加している。このように、機関投資家の持ち株比率が大きく増加したのが、近年の日本企業の株式所有構造の特徴の一つである。こうした機関投資家の株式所有の増加の企業行動への影響について分析する目的で、株式所有比率と研究開発投資の間に関係について分析を行った。そして、機関投資家の株式所有比率が高い企業ほど、研究開発において高い成果を出している可能性が確認された。以上の結果は、他の国のデータを用いた先行研究の結果とも一致している。これらの結果が頑健なものか、どのようなメカニズムによってこの結果を説明することができるのか、などについて明らかにすることが今後の課題である。

(2) 日本企業のコーポレートガバナンスにおいて中心的な役割を果たしてきたメインバンクについては、株式保有比率の低下に加えて以下の点が確認された。まず、銀行の役員派遣について、2006年以降、それ以前には確認できた業績悪化と銀行からの役員派遣との相関が失われた。また、顧客企業の事業再組織化に際してのメインバンクの役割は大幅に縮小していることが明らかとなった。銀行が株式を保有するケースでも、業績が悪化した場合に、新規、あるいは追加的に役員を派遣するなど関与を強めるケースは著しく少なかった。総じて企業側の借入比率の低下もあり、株式保有比率に加えて、役員派遣の程度、貸出、業績不振企業に対する救済などの点で見て、メインバンクの影響が2000年代以降に低下していることが確認された。

5. 主な発表論文等

〔学会発表〕(計2件)

Yasuhiro Arikawa, Takuya Kawanishi, Hideaki Miyajima(2018), Innovation of Japanese Big Businesses and Ownership Structure, Society for the Advancement of Socio-Economics (SASE) 30th Annual Conference in Kyoto.

Yasuhiro Arikawa, Kotaro Inoue, and Takuji Saito, (2017), Corporate governance, employment laws, and corporate performance in Japan: A cross-country analysis, 日本ファイナンス学会第 25 回大会.

〔図書〕(計 2 件)

1. 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.
2. 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.

6 . 研究組織

研究代表者: 蟻川靖浩
ARIKAWA, Yasuhiro

所属研究機関名: 早稲田大学

部局名: 商学学院

職名: 准教授

研究者番号 : 9 0 3 0 8 1 5 6