

機関番号：17102

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2008～2010

課題番号：20530280

研究課題名(和文) コーポレート・ガバナンスの進化に関する実証研究

研究課題名(英文) Empirical Analyses on the evolution of corporate governance

研究代表者

内田 交謹 (UCHIDA KONARI)

九州大学・経済学研究院・准教授

研究者番号：80305820

研究成果の概要(和文)：日本企業の取締役会縮小について、株主価値を創造する効果を持たないことを明らかにした。一方で、新規の社外取締役導入は、株式価値の上昇に貢献している。日本のIPO企業について、コーポレート・ガバナンスに優れている企業ほど外国人持株比率が高くなることを明らかにした。非金融規制企業において、コーポレート・ガバナンスが企業価値に与える影響が弱まることを示した。銀行による債権放棄・債務株式化は、財務破綻企業の債務超過転落による上場廃止を防止するために行われる一方、財務破綻企業のパフォーマンスを改善する効果は持たないことを明らかにした。

研究成果の概要(英文)：Japanese board downsizing did not contribute to increased shareholder value. On the other hand, companies that appoint outside directors for the first time experience an increase in shareholder value. IPO companies have high percentage ownerships by foreigners when they adopt good governance practices. The impact of corporate governance mechanisms on shareholder value weakens for nonfinancial regulated firms. Debt forgiveness and debt-for-equity swaps provided banks intend to prevent borrowing firms from being delisted; those restructuring measures do not improve the borrowers' long-term performance.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	1,200,000	360,000	1,560,000
2009年度	1,400,000	420,000	1,820,000
2010年度	600,000	180,000	780,000
年度			
年度			
総計	3,200,000	960,000	4,160,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学・財政学・金融論

キーワード：コーポレート・ガバナンス、債権放棄、取締役会、社外取締役、私的負債リストラクチャリング、財務破綻、銀行

1. 研究開始当初の背景

1990年代後半以降、日本企業はコーポレート・ガバナンス改革を行った。日本のコーポレート・ガバナンスに関する実証分析は多く行われていたが、研究開始時点では、上場企業全体を対象にした研究やストックオプション報酬に関する研究が多く、下記の点について、十分な実証分析が行われていなかった。

- (1) 取締役会縮小・社外取締役導入の要因・効果の分析
- (2) 情報の非対称性が深刻で創業者による富の収奪が起りやすいIPO企業についての分析
- (3) 規制の影響を受ける銀行・公益企業についての分析
- (4) 財務破綻企業に対する債権放棄・債務免

除の目的と効果

また、分析手法としてクロス・セクショナルな実証分析を行う先行研究が多く、日本のコーポレート・ガバナンス「改革」あるいは「進化」に注目した実証研究はあまり行われていなかった。

2. 研究の目的

本研究プロジェクトでは、「1. 研究開始当初の背景」に記載した(1)~(4)の点について分析するため、取締役会、M&A アナウンスメント、債権放棄・債務株式化等のデータを収集・整備し、企業財務・株価データを用いた本格的な実証分析を行うことを目的としていた。上記データの一部については、企業の有価証券報告書やデータブックなどから手作業でデータベースを構築する必要がある。

また、先行研究に多くみられたクロス・セクショナルな分析だけではなく、パネル・データを構築し、コーポレート・ガバナンス構造の進化及びそれに伴うパフォーマンスの変化についての検証を行う。さらに、主成分分析を用いてコーポレート・ガバナンスの強固さを表わすスコアを作成する。

これらの分析によって、日本のコーポレート・ガバナンス「改革」がなぜ行われるのか、株主価値最大化の観点から見て好ましい「改革」が行われたかについて考察することが目的である。

3. 研究の方法

「1. 研究開始当初の背景」に記載した(1)~(4)の各テーマについて、次に説明する方法で分析を行う。

- (1) 取締役数を3人あるいは20%以上減少させた企業を抽出し、経営機構規模(取締役+執行役員数)と業種調整後パフォーマンス(Tobin's Q; ROA)の変化を分析する。同時期に取締役数を減少させなかった同業種の企業を比較対象企業として採用する。
- (2) 新規上場企業の上場後5年間の取締役数・社外取締役割合、ストックオプション導入状況と外国人持株比率(富の収奪を受けやすい株主)、銀行持株比率(富の収奪を行える株主)をデータベース化し、これらの関係を分析する。さらに、コーポレート・ガバナンスに優れた企業の営業パフォーマンスが優れているかを検証する。
- (3) 買い手としてM&Aを発表した際の株価反応をイベント・スタディの手法で計測し、取締役会構成、ストックオプション報酬との関係を分析する。さらに両者の関係が非金融規制企業、銀行、非規制企業で異なっているか比較を行う。

- (4) 債権放棄・債務免除を実施した企業について、①実施のタイミング(特に帳簿上の負債比率がどの程度の水準に達した時に実施されるか)、②債権放棄・債務免除が実施されるか倒産に陥るかを識別する要因の分析、③債権放棄・債務免除額の決定要因分析、④債権放棄・債務免除実施前後でのパフォーマンス(ROA; 売上高営業利益率)の分析を行う。なお①については、債権放棄・債務株式化金額を有価証券報告書の情報を用いて特定することにより、債務株式化・債権放棄前の負債比率を計算した。

4. 研究成果

- (1) 取締役会縮小・社外取締役導入の要因・効果の分析

取締役数を3名もしくは20%以上減少させた企業について、取締役と執行役員を合わせた経営機構規模は必ずしも減少していないことを明らかにした。また、取締役会縮小前後でパフォーマンスが改善するという結果は得られなかった。これらの結果は、日本企業の取締役会縮小は、必ずしも株主価値最大化を目的としたものではないことを示唆している。

分析時点において過半数の日本企業は社外取締役を導入していなかったが、新規に社外取締役を導入した企業について、Tobin's Qの改善が観察された。以上の結果は、株主価値最大化の観点から見て、日本企業の取締役会改革が十分でないことを示唆している。これは、社外取締役の導入を義務化しようとする規制動向を支持する結論であり、政策提言効果が期待される。

- (2) 情報の非対称性が深刻で創業者による富の収奪が起りやすいIPO企業についての分析

取締役会の規模が小さく、コーポレート・ガバナンス・スコアの高い企業ほど外国人持株比率が高いことが明らかになった。一方で、コーポレート・ガバナンス構造は銀行持株比率に影響を与えていなかった。さらに、取締役会規模の小さな企業は平均的に高いパフォーマンスをあげていることが示された。これらの結果は情報の非対称性に直面し、ビジネス上の取引関係を持たないために富の収奪にさらされやすい株主にとって、コーポレート・ガバナンスが重要な役割を果たすことを意味している。これまで、株主間の富の収奪問題は、主に投資家保護法制の整備されていない国の問題として強調されることが多かったが、本研究の成果は、投資家保護法制の進んだ国(日本)でも同様の問題が存在することを明らかにしたという意味で、インパクトのある結果である。

(3) 規制の影響を受ける銀行・公益企業についての分析

買い手として M&A を発表した際の株価反応を分析した結果、非規制企業では正の株価反応が観察されたのに対し、非金融規制企業(公益企業)では有意な株価反応が観察されなかった。また非規制企業では、コーポレート・ガバナンス・スコアと株価反応の間に正の関係が見られたが、公益企業では両者の関係が弱まっていた。これらの結果は、規制によって投資機会が制限される場合、コーポレート・ガバナンスの重要性が低下することを示唆している。一方でオーバー・バンキング問題に直面し、M&A によって規模の経済を達成する機会があった銀行については、非規制企業と同様に M&A 発表時に正の株価反応がみられ、コーポレート・ガバナンスと株価反応の関係も非規制企業のそれと有意に変わらなかった。

従来から、規制企業のコーポレート・ガバナンスは非規制企業と異なる特質を持つことが指摘されてきたが、本研究成果によって、この点が説得的な形で証明されたことになる。

(4) 財務破綻企業に対する債権放棄・債務免除の目的と効果

①債権放棄・債務株式化が、企業が債務超過転落によって上場廃止に陥る可能性のある決算期に行われていること、②債務超過・上場廃止のコストの高い企業で債権放棄・債務株式化が行われていること、③借入企業の債務超過を防ぐように債権放棄額、債務株式化額が決定されていることを明らかにした。また④債権放棄・債務株式化後に営業パフォーマンスの改善はみられなかった。

以上の結果は、債権放棄・債務株式化が上場廃止による既存株主の損失を防ぐために行われている一方で、長期的な株式価値最大化には貢献していないことを示唆している。日本的な財務破綻企業のガバナンスについて、具体的な長所と短所を示しており、経営破綻処理のあり方を考える上で重要な貢献となっている。

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 6 件)

Naohisa Goto and Konari Uchida, “How do banks resolve firms' financial distress? Evidence from Japan,” *Review of Quantitative Finance and Accounting*, forthcoming (査読あり).

Konari Uchida, “Does corporate board

downsizing increase shareholder value? Evidence from Japan,” *International Review of Economics and Finance*, forthcoming (査読あり).

Daisuke Nogata, Konari Uchida, and Naohisa Goto, “Is corporate governance important for regulated firms' shareholders? Evidence from Japanese mergers and acquisitions,” *Journal of Economics and Business* 63, 2011, pp.46-68 (査読あり).

Kotaro Inoue, Konari Uchida, and Marc Bremer, “Post-restructuring performance in Japan,” *Pacific-Basin Finance Journal* 18, 2011, pp.494-508 (査読あり).

Mamoru Matsumoto and Konari Uchida, “Internal corporate governance mechanisms and foreign investors: Evidence from Japanese IPOs,” *SSRN Working Paper*, 2010 (査読なし).

内田交謹「取締役会構成変化の決定要因と企業パフォーマンスへの影響」『旬刊 商事法務』No.1874, 2009. 15-22 ページ (査読なし).

[学会発表] (計 12 件)

Mamoru Matsumoto and Konari Uchida, “Internal corporate governance mechanisms and foreign investors: Evidence from Japanese IPOs,” The 23rd Australasian Finance and Banking Conference, Dec.17, 2010, Shangri-La, Sydney Australia

内田交謹「日本のコーポレート・ガバナンス改革：実証研究からの示唆」日本応用経済学会(推薦講演), 2010年11月14日, 高崎経済大学。

Mamoru Matsumoto and Konari Uchida, “Internal corporate governance mechanisms and foreign investors: Evidence from Japanese IPOs,” The 18th Annual Conference on Pacific Basin Finance, Economics, Accounting, and Management, Jul. 24, 2010, Chinese Academy of Sciences, Beijing China.

内田交謹・松本守, “Internal corporate governance mechanisms and foreign investors: Evidence from Japanese IPOs,” 日本応用経済学会, 2010年6月19日, 西南学院大学。

Daisuke Nogata, Konari Uchida, and Naohisa Goto, “Is corporate governance important for regulated firms' shareholders? Evidence from Japanese mergers and acquisitions,” Southwestern Finance Association, Mar. 4, 2010, Sheraton Dallas, USA.

Konari Uchida, “Does corporate board downsizing increase shareholder value? Evidence from Japan,” Joint Conference of Kyushu University, Renmin University of China and Nanjing University, Nov. 19, 2009, Fukuoka Bank, Japan.

内田交謹「取締役会構成変化の決定要因と企業パフォーマンスへの影響」日本私法学会統一論第シンポジウム, 2009年10月12日, 成蹊大学。

内田交謹“Why do Japanese firms downsize boards?” 日本経営学会, 2009年9月4日, 九州産業大学。

内田交謹, “Why do companies downsize boards? Evidence from Japan,” 日本経営財務研究学会九州部会, 2009年3月17日, 熊本学園大学。

Naohisa Goto and Konari Uchida, “How do banks resolve firms’ financial distress? Evidence from Japan,” Global Conference on Business and Finance 2009, Jan. 7, 2009, Trump Plaza, Atlantic City, USA.

内田交謹 The change in corporate board structures: Evidence from Japan,” 日本応用経済学会, 2008年11月23日, 金沢大学。

Masaya Yasuoka and Naohisa Goto, “Pension and Child Care Policies in an Endogenous Fertility,” 日本応用経済学会, 2008年11月23日, 金沢大学。

Kotaro Inoue, Konari Uchida, and Marc Bremer, “Post-restructuring performance in Japan,” Asian FA-NFA International Conference 2008, Jul. 8, 2008, Pacifico Yokohama, Japan.

6. 研究組織

(1) 研究代表者

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

(2) 研究分担者

後藤 尚久 (GOTO NAOHISA)
北九州市立大学・経済学部・教授
研究者番号：20275118

松本 守 (MATSUMOTO MAMORU)
北九州市立大学・経済学部・准教授
研究者番号：50435096