

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成24年5月31日現在

機関番号：32612

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2009～2011

課題番号：21530361

研究課題名（和文）日本の経営支配権取引における少数株主保護の有効性に関する実証研究

研究課題名（英文）An Empirical Study of The Effectiveness of Minority Shareholder Protection in Corporate Control Transactions in Japan

研究代表者

井上 光太郎（INOUE KOTARO）

慶應義塾大学・経営管理研究科・准教授

研究者番号：90381904

研究成果の概要（和文）：

本研究は、日本では、米国や EU に比較して少数株主の法的保護が不十分であることに着目し、特に大株主と少数株主の利益相反が生じやすい経営支配権取引（M&A）において少数株主が不利な取り扱いを受けていないかを実証分析により検証している。分析結果は、日本の M&A には強圧的二段階買収の性格を持つものが多いこと、最近の会社法改正等が問題緩和に貢献しているが、不十分な部分も残り、改善の必要があることを示した。

研究成果の概要（英文）：

This study empirically analyzes interests of minority shareholders under corporate control transactions in which conflicts of interests among shareholders are potentially large. Since, legal protections of minority shareholders are relatively weak in Japan compared to the US and the EU, the issues analyzed in this study are quite important for sound development of both equity market and market for corporate control in Japan. My empirical results reveals that large portion of tender offers in Japan have coercive nature. Although new Corporate Law and relevant laws and rules improve protection of minority shareholders, there is still large room for improvements.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	700,000	210,000	910,000
2010年度	500,000	150,000	650,000
2011年度	400,000	120,000	520,000
年度			
年度			
総計	1,600,000	480,000	2,080,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・経営学

キーワード：経営財務、法とファイナンス、少数株主保護、M & A

1. 研究開始当初の背景

La Porta 等による一連の法とファイナンスの研究（La Porta et al. (1998) “Law and finance” 他）は、少数株主利益の保護の状況が、資本市場の発展および企業の資本コス

トの決定要因となることを主張している。彼らの研究の中で、日本は少数株主利益に対する法的保護が弱いとは分類されていない。しかし、日本の企業買収に関しては、会社法改正以降も、米国や EU に比較して支配株主に

よる影響力の行使に対する少数株主の法的保護が不十分な側面がある。また、大株主の信任義務も明確化はされていない。このような状況では、買収者など支配株主や大株主が情報の非対称性や強圧性を利用して、少数株主利益を搾取しようとする機会主義的な行動を生むことが予測される。

企業買収による支配株主の出現は、事前に一般株主が支配株主による利益搾取のリスクを考慮できない点で、事前の公平性が達成されているとは言えない。買収者は自己の利益最大化のため、議決権の過半数など会社に対して影響力を行使するに足る最小限の持分取得と、事後的な私的利益獲得行動（少数株主持ち分の希薄化やオペレーションを通じた利益獲得）をとることが予測される。

もし、日本の企業買収において、実際に少数株主利益の搾取が発生しているとするれば、これは支配株主が所有権以上の利益を獲得していることを意味し、少数株主に対する法的保護の強化が必要であることを意味する。この視点に立つ研究は、米国では1980年代後半の敵対的買収ブームと買収規制強化の時期、欧州では1990年代後半から2000年代初めのEUの買収指令制定時期にそれぞれの地域で蓄積されてきた。日本でも、昨今の会社法改正や買収ブームの中で、法学分野での関心は高まっているが、本研究以前には経営財務分野の研究はほとんどなかった。

2. 研究の目的

本研究は、大株主と少数株主のそれぞれの利益に焦点を当てた実証分析を通して、日本における少数株主保護の有効性を検証し、深刻な問題がある場合には、適切な解決策（特に法的手当ての必要性の有無）を提示することを目的としている。日本の経営財務研究では、コーポレート・ガバナンス上の問題点として経営者のエージェンシー問題が主要なトピックとして取り上げられてきたが、もう一つの問題点である大株主による少数株主利益の搾取問題について、経営財務分野ではほとんど研究されていない。

日本には数多くの上場子会社の存在といった英米の上場企業には見られない傾向もあり、これらが大株主による少数株主利益の搾取を生んでいるのか、もし問題が発生しているとするればどのような解決策があるかを明らかにすることは、日本の上場企業のガバナンスを改善する上でも重要性の高いテーマである。

本研究では、特に大株主と少数株主の利益対立が顕著となる潜在性のある取引として、経営支配権の移転を伴うM&A取引に焦点を当て、株主間での富の移転の有無と、その影響を明らかにし、さらにその対策を検討する。

3. 研究の方法

本研究では、株主利益の変動に関する実証分析を主たる研究手法としている。具体的には、以下の3つのテーマに取り組んだ。

（1）日本のTOB（株式公開買い付け）に関する研究

日本の上場企業に対するTOBを分析対象に、買収スキームや、買付後に大株主となる買い手によるターゲット企業に対する行動と、その株主価値への影響を検証し、買い手が機会主義的な行動を取ること、またはその潜在性により、ターゲット企業の少数株主利益が影響を受けることを検証している。また、マネジメント・バイアウト（MBO）や親会社による子会社買収など、経営者または大株主と少数株主が直接取引をするTOBにおいて、少数株主がその他のTOBに比較して不利な取り扱いを受けていないかを検証している。

（2）ファミリー企業に関する研究

ファミリー企業は、創業者一族出身の経営者が大株主を兼ね、経営に直接影響を持つため、株主間の利害対立が生じる可能性の大きな企業である。経営者がブロック株式を保有することは、エージェンシー問題が生じにくいこと、または長期的視野での経営というポジティブな側面と、ファミリーによる自己利益の追求または支配権維持のための過少投資というネガティブな側面が考えられる。このいずれの側面が日本のファミリー企業において顕著なのかを検証するため、成長投資と資本調達行動の分析、ならびに財務パフォーマンス分析により明らかにすることを試みた。本研究では、上場企業としての歴史が古いが、ファミリー企業とPublic Firmの両方が主要企業として併存しているユニークな業界として百貨店業界を分析対象とし、創業ファミリーの下での経営とその少数株主に与える影響を分析した。分析では、1949年から2000年の期間の経営者、創業ファミリーによる株式持ち分、業績、株価などからなるパネルデータを作成し、ファミリー企業の相対的なパフォーマンスを分析している。

（3）クロスボーダーM&Aと少数株主保護の法制度の関連性に関する実証研究

クロスボーダーM&Aにおいて、証券取引法による規制、法の起源（大陸法か、英米法か）などが、買収価格、株式の取得比率、株価効果に対して、どのような効果を持つかを分析し、主要国の中で日本における少数株主利益を相対的に評価することを試みている。

M&Aにおける少数株主保護の水準は、買付時の支配プレミアム、または株式買付比率などに違いをもたらすとの仮説に基づき、主要国および東アジアのクロスボーダーM&Aをサ

ンプルに、日本における株主保護水準の相対的評価を試みる。具体的には、各国の法制度の下での株主保護の水準が、買収形態（全部買付けか、部分買収かの選択）被買収企業の株主が受け取る支配プレミアム、および買い手企業の株主リターンに及ぼす影響の分析を行っている。

4. 研究成果

(1) 日本の TOB に関する研究

最初に準備段階として日本の TOB が、価値創出効果を持ち、かつその背景にはシナジー効果および経営改善効果という経済性があることを確認した (Hanamura, Inoue and Suzuki, 2011)。その上で、日本においては少数株主に対して強圧性を持つ二段階買収に対する規制がないこと、ならびに大株主の少数株主に対する法的責任が明らかになっていないことに着目し、2000 年から 2007 年の TOB をサンプルに、TOB の中で少数株主利益の変動に関する実証分析を行った。

分析結果として、日本では TOB 後に残存する少数株主利益が、TOB に応じる場合に比較して、有意に減少していることを確認し、その原因が日本では実質的な強圧的二段階買収の比率が高いこと、その状況は会社法改正、金融商品取引法施行後も継続していることを示した。この結果は、日本の M&A 市場において価格メカニズムが歪められていることを示唆し、日本においても米国や EU 同様に強圧的二段階買収を制限する法制度の必要性を示している。

本研究については、井上 (2009) にまとめ、2009 年度の日本私法学会大会のシンポジウム「コーポレート・ガバナンスの実証研究：会社法への示唆」で報告した。当該報告については、その後の公開会社法に関する議論の中で法制度改革に具体的な示唆を持つ研究成果として取り上げられている。さらにその分析を発展させ、論文 Inoue, Kato, and Bremer (AFA2010 Proceedings) にまとめ、2010 年のアジアファイナンス学会で報告した。この論文については、現在、海外査読誌に投稿し、査読コメントに対応するための追加分析を行い、再投稿の準備中である。

また、経営者や大株主が、少数株主と直接取引を行う MBO および親会社による子会社買収をサンプルに、これらの取引で少数株主が相対的に不利な取引条件となっていないかを、TOB における支配プレミアムに関する実証分析により検証した。特に、MBO に関する少数株主による訴訟で、裁判所が株主側の主張を支持した判決（レックス・ホールディングス事件に対する東京高裁決定）の影響に注目した。分析の結果、少数株主の主張を認めた 2008 年の東京高裁決定が、その後の時期

における MBO 取引を阻害したという証拠はない一方で、MBO においてのみ支配プレミアムを増大させているという結果が得られた。一方、MBO と同様に、買い手と株主の間の潜在的な利益相反が生じるケースである親子会社間の TOB では、東京高裁決定が支配プレミアムに影響をもったという証拠は見られなかった。これらの結果は、東京高裁決定による少数株主保護の影響は MBO に留まっており、同様の利益相反が想定される親会社による TOB については、追加的な少数株主保護の強化が課題であることを示唆している。この研究は、井上・中山・増井 (2010) として発表している。

(2) ファミリー企業に関する研究

本研究では、戦前から 2000 年までの百貨店業界における創業者一族の株主保有の変化および経営者交代と、資本調達、投資行動、収益性に関するパネルデータの分析を進めた。分析結果として、ファミリー企業は他の企業に比較して過少投資ではないが、資金調達に関しては借入比率が高く、株式市場の評価は相対的に低いとの結果を得た (Obata, Inoue, and Yokoyama, DP)。特に、株式保有比率が 5% 未満に低下した後も創業者家出身の経営者が経営を行う場合、パフォーマンスが悪化することを発見した。これらは、ファミリー企業に対する市場の懸念を裏付ける結果だが、創業家一族の株式保有割合の低下要因、経営者の交代要因などの動的要因の追加的検証が必要であり、継続的な研究課題になっている。

(3) クロスボーダー M&A と少数株主保護の法制度の関連性の実証分析

本研究については、最初に、日本企業はクロスボーダー M&A において国内 M&A よりも買い手の株主価値の増大効果は有意に大きく、支配プレミアムも大きいことを確認した (Ings and Inoue, MFA2012 Proceeding)。この結果は、日本企業にとってクロスボーダー M&A が価値創出機会になっていることと共に、日本における M&A 取引において、少数株主が獲得する利益が相対的に低いことも示唆する。

上記の結果の要因の解明には、クロス・カンントリーデータによる比較分析が必要となる。そこで、分析対象を日本、欧米主要国、アジア主要国など 17 カ国に拡大し、法制度や各国の経済発展状態と M&A の取引条件（株式取得比率、支配プレミアム）の関係性を分析した。分析の結果、La Porta et al. (1998, 2000) により少数株主保護と相関性の高いとされる法の起源が大陸法か、英米法かの違いが、M&A における支配プレミアム、株式取得比率に影響を持つとの結果を得ている

(Bremer, Inoue, and Suzuki, DP)。一方で、日本企業は、国内に特段の株式取得に関する規制がないにも関わらず、その他の要因を考慮した上でも、主要先進国の中で際立って部分買収の比率が高く、支配プレミアムも有意に小さいことを確認している。これらの結果は、日本企業の少数株主は、M&A から獲得可能な利益水準が相対的に低くなっていることを示す。このことは、会社支配権を獲得しなくても、買い手企業が買収先企業の経営に影響を及ぼすことが可能である可能性を示唆する。ただし、日本企業は、海外企業を買収するケースも同様の買収形態をとる傾向が顕著であり、その要因はこれまで準備した変数では説明がついていない。このため、この分野の研究は、他の要因を考慮した詳細な追加分析が必要となっており、今後の継続的な研究課題となっている。

(4) その他の分析

この他に、債務の私的整理による問題企業のリスストラッキングにおける経営者、銀行、株主の3者間の利益相反の有無を分析した。本論文では、問題企業に対する銀行のみの支援では再生が実現せず、新規の出資者を得て、経営者交代を伴うケースのみで再生可能性が高まることを示した。この結果は、問題企業の再建を主導する経営者や銀行は問題の抜本的解決に乗り出す動機に欠けるため、少数株主利益につながる問題企業の再建には、新たな資本提供者による経営の導入が望ましいことを示した(Inoue, Uchida, and Bremer, 2010)。

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4件)

(1) Hanamura, S, K. Inoue and K. Suzuki, Bidder and target valuation and method of payment of M&As in Japan: Evidence against the misvaluation-driven transactions, 査読有、Corporate Ownership & Control, 8, 2011, 406-416.

(2) K. Inoue, K. Uchida, and M. Bremer, Post-restructuring performance in Japan 査読有、Pacific Basin Finance Journal, 18巻、2010、494-508.

(3) 井上光太郎、中山龍太郎、増井陽子、レックス・ホールディングス事件は何をもたらしたか、査読無、旬刊商事法務 1918号、2010、4-17

(4) 井上光太郎、TOB(公開買付け)と少数株主利益、査読無、旬刊商事法務 1874号、2009、34-44

〔学会発表〕(計8件)

(1) 井上光太郎, Do cross-border acquisitions create more shareholder value than domestic deals for firms in a mature economy? The Japanese case, 2012年日本ファイナンス学会大会、2012年5月27日、一橋大学

(2) K. Inoue, Do cross-border acquisitions create more shareholder value than domestic deals for firms in a mature economy? The Japanese case, Midwest Finance Association 2012 Conference, 2012年2月24日, New Orleans, US

(3) 井上光太郎, An empirical analysis of corporate behavior and performance of family firms, International Conference on Ownership, Management Control, and Family Businesses: Theory and Evidence, 2011年9月2日, 南山大学

(4) K. Inoue, Controlling controlling shareholders in Japan, Asian Finance Association 2010 Conference, 2010年7月1日, Hong Kong

(5) 井上光太郎、「クロスボーダーM&Aと金融機関」、証券経済学会第73回全国大会(招待講演)、2010年6月5日、明治大学

(6) 井上光太郎, Controlling controlling shareholders in Japan, 2010年日本ファイナンス学会大会、2010年5月23日、上智大学

(7) 井上光太郎、「TOB(公開買付け)と少数株主利益」、日本私法学会第73回全国大会、2009年10月12日、成蹊大学

(8) 井上光太郎、「TOBと少数株主の法的保護」、日本経営財務研究学会第33回全国大会統一論題(招待講演)、2009年9月26日、山口大学

〔図書〕(計1件)

(1) K. Inoue, Do M&As in Japan increase shareholder value? in *M&A for Value Creation in Japan*, 117-132, 2010, World Scientific

〔その他〕

報道関連情報

(1) 井上光太郎、日本経済新聞、「やさしい経済学」に『M&A 研究の新潮流』連載(全8回)、2011年5月

ホームページは、所属大学移籍に伴い現在閉鎖中

6. 研究組織

(1) 研究代表者

井上 光太郎 (INOUE KOTARO)

慶應義塾大学・経営管理研究科・准教授

研究者番号：90381904

(2) 研究分担者 なし

(3) 連携研究者

加藤 英明 (KATO HIDEAKI)

名古屋大学・経済学研究科・教授

研究者番号：80177435