

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 25 年 7 月 8 日現在

機関番号：21402

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2010～2012

課題番号：22730254

研究課題名（和文）

日本のコーポレートガバナンスにおける機関投資家の役割に関する実証研究

研究課題名（英文）

Institutional Investors and Corporate Governance in Japan

研究代表者

葉 聰明（Tsung-ming Yeh）

国際教養学部・国際教養学部・准教授

研究者番号：20404858

研究成果の概要（和文）：

日本企業へのメインバンク介入型ガバナンスがその機能領域を縮小させている中で、企業統治の新しい担い手としてファンドをはじめとする機関投資家が活躍するようになってきた。日本における機関投資家の企業買収や株主提案などについて論理的・実証的に検証した結果、機関投資家が企業価値の向上に貢献していることが確認された。一方、ファンド自身のガバナンスにおいて、開示義務の強化よりも、ファンドの取締役の責任や法令順守への罰則を強化したほうが効果的である。

研究成果の概要（英文）：

Main banks used to play the most important role in monitoring Japanese companies. However, as main banking system began to weaken since the late 1990s, institutional investors are becoming active in the Japanese corporate governance. This research project analyzed the economic costs and benefits associated with institutional investors, followed by empirical studies on buyouts and shareholder proposals undertaken by funds in corporate Japanese. The empirical results, in general, provide positive evidence that shareholder activism undertaken by funds can mitigate managerial entrenchment and therefore enhance firm value. In the same time, funds may have their own governance problems. Case studies and economic analysis suggest that heavier punishment is more effective than stricter disclosure requirements for funds.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2010 年度	700,000	210,000	910,000
2011 年度	600,000	180,000	780,000
2012 年度	500,000	150,000	650,000
年度			
年度			
総計	1,800,000	540,000	2,340,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学、金融・ファイナンス

キーワード：企業金融、企業統治、機関投資家、ファンド、メインバンク、企業買収、株主提案

1. 研究開始当初の背景

従来の日本の企業統治は主にメインバンクが担ってきたとされている（青木その他、

1994）。しかし、不良債権問題や資本市場の規制緩和などにより、メインバンクの監督機能が弱まってきている。例えば、筆者は過去

の研究でメインバンクの支配が結果的に融資先企業の価値に負の効果を及ぼしていると報告した(葉,2007)。また、広田・宮島(2001)は「メインバンク介入型ガバナンスが1990年代に入ってその機能領域を縮小させている実証結果」を報告し、「日本企業のガバナンスには別のメカニズムが必要となっている」と指摘した。これを背景に、日本の企業統治の空白を埋める新しい主役がなにかという問題を提起したい。そのひとつの新しい担い手としてファンドをはじめとする機関投資家があげられる。機関投資家は90年代後半から、株主提案、議決権の行使、敵対的買収などを通して日本の企業統治に積極的に関わるようになってきた。したがって日本の企業統治における機関投資家の役割を論理的・実証的に考察する必要がある。

2. 研究の目的

この研究は、日本の企業統治の新しい担い手として期待される機関投資家の役割を論理的・実証的に考察するものである。つまり、機関投資家はどのような目的で、どのような形で日本企業のガバナンスに関与するか、その過程においてどのように投資先企業のAgency Problemや利益相反問題などを軽減・解決できるのか、または、どのような弊害(コスト)をもたらすのか、について解明することである。欧米と異なる所有形態や組織文化を持つ日本企業に対する、機関投資家のガバナンス介入とその効果を経済的な分析と検証を行うことにより、日本企業の新しいガバナンスモデルの形成につながると期待できる。

3. 研究の方法

①ファンドによる企業買収はどのように日本企業の統治と価値に影響するのか、
②機関投資家のアクティビズムと日本企業のガバナンスの変革、
③機関投資家自身のガバナンスの検証と考察
上記の各課題についてそれぞれ、研究対象に関する行動や現状について情報収集をするという事実探求(fact-finding)を経て、事実をふまえた理論分析によって仮説を構築し、最後にcase studyあるいはcross-sectional統計分析で仮説を検証する、というプロセスを採用している。

4. 研究成果

① ファンドによる企業買収はどのように日本企業の統治と価値に影響するのか、ファンドによる日本企業の買収がどのように企業統治と価値に影響するのかについて実証的に分析することを目的とし、2000年から2007年までのファンドによる日本上場企

業の買収60件を分析対象としている。

欧米ではファンドによる企業買収は、主に買収後の人員削減や資産売却により企業価値を高め、再上場や売却などにより利益を回収するというパターンが一般的である。日本の場合でも、買収後において経営陣の交代や人員削減、資産売却などが観察されている。また、確認できるケースでは、投資先のメインバンクが協力的であることが分かった。この意味では、ファンドが旧来のメインバンクの役割を果たしていることは確かである。

また、買収ケース60件の中、実際に買収成立したのは49件であり、さらにその中で、投資先企業の再上場(1件のみ)や売却などのEXITを果たしたものは21件のみで、一方2011年現在においてまだ投資中であるのは23件である(残りの5件はファンドが倒産した場合や、追跡の結果が不明の場合)。

投資先企業の業績変化について調べた結果、収益率や効率性においては著しい改善は観察された。ファンドによる買収と経営介入は、企業価値の向上に効果的であることがわかった。

② 機関投資家のアクティビズムと日本企業のガバナンスの変革

日本の機関投資家による株主活動(Shareholder Activism)に関する研究を行った。一般的に機関投資家の株主活動は、温和的な協調型と衝突的な対決型に分けられるが、前者は対象企業の政策方針や経営行動に変革を促すことに有効であるのに対し、後者は効果がないという結果が先行研究で一致している。しかし、対象企業の長期的業績や長期的株価リターンに関しては、いずれの形式の株主活動も効果が見られないという結果になる。

本研究は日本企業に対する株主提案160件強を調べた。その内訳をみると、個人株主による提案ケースが多く、2000年代後半に入ってファンドなどの投資会社による提案ケースが目立つようになってきたことが分かった。提案の可決率は全体で9%しかなかったが、欧米のケースに比べそれほど変わっていないレベルである。提案内容は取締役の選解任、定款変更、事業政策変更、利益配分などに関するものであった。

さらに、統計分析の結果、少数個人株主の提案では、その提案内容にかかわらず、対象企業の提案後3年間において業績への効果が見られなかった。一方、大株主による提案は株価の向上や業績の改善など生の効果が見られた。その中で、役員選挙を内容とする提案のほうがさらに効果が高い。つまり、機関投資家をはじめ、大株主の機関投資家による株主活動は企業統治の役割を果たしていると考えられる。

③ 機関投資家自身のガバナンスの検証と考察

本研究の趣旨より、研究対象となるファンドは、投資先である日本企業に積極的に介入を行うファンドとした。したがって、投資信託や年金ファンドなどは対象外となり、一方、プライベートエクイティファンド、バイアウトファンドや一部のヘッジファンドは研究対象に該当する。

これらのファンド（あるいはその設定会社）の多くはパートナーシップの形態をとっており、また非上場のため、上場企業によくあるエージェンシー問題とは異なる問題を抱えている。その問題をファンドはどのようにガバナンスしているのかについて経済的に分析を行った。

ファンドマネージャーは外部出資者より資金を募り、企業への買収やアクティビズムを行い、企業価値を向上させたうえで、リターンを回収するというモデルで成り立っている。ファンドマネージャーが出資者のエージェントである点は一般の企業と変わらないが、ファンドマネージャー自身も出資しており、しかも資金の回収にも何らかの制限が課されていることが多いのでエージェンシー問題は軽減されている。

また、マネージャーへの報酬はインセンティブ契約が一般的である。よって、投資先企業の利益からある割合の報酬を徴収することにより、企業との利害関係はより一致している。しかもその報酬に、いわゆるハイウォーターマークの規定、つまり企業のこれまでの業績を上回ったらという条件も付け加えられている。

最近起きているファンド絡みの不正として、内部取引や詐欺といったものが世間の関心を集めている。ファンドに対し透明性を高めるよう開示義務を強化すべきだという意見もあがっているが、バイアウトファンドやヘッジファンドにとってはビジネス戦略機密が漏れることによるコスト増という難点がある。それよりも、ファンドの取締役の責任やファンドの法令順守への罰則は日本ではまだ整備されていないことのほうが、最近の不幸事の背景にあることがケーススタディで分った。

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 葉聰明、The effects of anti-takeover measures on Japanese corporations、Review of Quantitative Finance and Accounting、査

読有、2013、10.1007/s11156-013-0361-0

- ② 葉聰明、台湾と日本のコーポレートガバナンスへの考察、交流、査読無、2巻、2013、1-8
- ③ 葉聰明、Do private equity funds increase firm value? Evidence from Japanese leveraged buyouts、Journal of Applied Corporate Finance、査読有、24(4)、2012、112-128
- ④ 葉聰明、日本企業の欧州での企業買収効果と買収先の法制度との関係について、国際ビジネス研究、査読有、2巻、2010、75-92

[学会発表] (計7件)

- ① 葉聰明、Large Shareholders, Shareholder Proposals, and Firm Performance: Evidence from Japan、The 21th Annual Conference on Pacific Basin Finance, Economics, Accounting and Management、2013年07月5日、Melbourne, Australia
- ② 葉聰明、The Effects of the Shareholder Activism in the Form of Shareholder Proposal: Evidence from Japanese Companies、The 8th International Conference on Asian Financial Markets and Economic Development、2012年11月10日、長崎大学
- ③ 葉聰明、The Effects of the Shareholder Activism in the Form of Shareholder Proposal: Evidence from Japanese Companies、日本経営財務研究学会第36回全国大会、2012年10月06日、専修大学
- ④ 葉聰明、Do buyouts by equity funds enhance firm value in Japan?、The 20th Annual Conference on Pacific Basin Finance, Economics, Accounting and Management、2012年09月09日、Rutgers University
- ⑤ 葉聰明、買収ファンドは日本企業の企業価値を向上させるのか、日本経営財務研究学会第35回全国大会、2011年10月9日、大阪市立大学
- ⑥ 葉聰明、The Effect of Takeover Defenses on the Japanese Firms' Value、The 19th Annual Conference on Pacific Basin Finance, Economics, Accounting and Management、2011年07月9日、台湾台北
- ⑦ 葉聰明、買収防衛策の導入と企業業績の変化、日本経営財務研究学会第34回全国大会、2010年10月10日、立教大学

[図書] (計1件)

- ① 葉聰明、白桃書房、日本企業の合併買収と企業統治、2011、185

6. 研究組織

(1) 研究代表者

葉 聰明 (Tsung-ming Yeh)

国際教養学部・国際教養学部・准教授

研究者番号：20404858

(2) 研究分担者

()

研究者番号：

(3) 連携研究者

()

研究者番号：