

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 6 月 4 日現在

機関番号：17102

研究種目：基盤研究(B)

研究期間：2011～2013

課題番号：23330107

研究課題名(和文)なぜコーポレート・ガバナンスは重要なのか？経営者交代・配当・事業再構築の実証分析

研究課題名(英文) Why is corporate governance important? Empirical analyses on management turnover, dividend payments, and restructuring

研究代表者

内田 交謹 (UCHIDA, Konari)

九州大学・経済学研究科(研究院)・准教授

研究者番号：80305820

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 15,200,000円、(間接経費) 4,560,000円

研究成果の概要(和文)：日本企業を対象に、社外取締役割合が金融危機時の経営者交代・減配確率に影響すること、ストックオプション導入企業が高い配当支払い及び取締役会独立性を有していること、証券取引所の上場廃止ルールが経営破綻処理方法に影響していること等を明らかにした。中国企業を対象に、政府コントロールが金融危機時には好ましい効果を持ったこと、株式の非流通性が企業支配権市場の機能に影響すること、法的環境及び政治的コネクションが新規株式公開企業の評価に影響すること等を明らかにした。国際データを用いて、労働組合の法的権利が強い国ではリストラクチャリングの実施確率が低いこと、株主構成が配当平準化に影響すること等を明らかにした。

研究成果の概要(英文)：For Japanese firms, we find: (a) board independence affects the probability of management turnover and dividend cuts during the global financial crisis; (b) firms adopting stock option plans pay high dividends and have independent boards; (c) listing requirements affect the mode of resolution of financially distressed firms. For Chinese companies, we find: government control has favorite effects on firm performance during the global financial crisis; (b) the existence of non-tradable shares affects function of the market for corporate control; (c) legal environments and political connections affect valuation of firms going public. By using international data, we find: (a) firms are less likely to conduct restructuring in countries with strong legal rights of labor unions; (b) ownership structures affect the degree of dividend smoothing.

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 経営者交代 配当 事業再構築 金融危機 企業価値 企業支配権取引 ストックオプション

### 1. 研究開始当初の背景

コーポレート・ガバナンスの効果は、古くから分析されている研究テーマであるが、いまだ共通の見解が得られていない問題である。もっとも古典的なテーマはコーポレート・ガバナンスが企業価値に与える影響であるが、有意な影響を報告する研究も多くあるが、内生性をコントロールした場合にはコーポレート・ガバナンスは企業価値に影響しないと結論づける研究も多くある。また、コーポレート・ガバナンスが企業価値に影響を与えると主張する場合も、その具体的なメカニズムは十分には解明されていない。論者によっては、コーポレート・ガバナンスの効果は状態依存的な性質を持ち、主に企業の業績が悪化した時に実効的な効果を持つと主張している。

先行研究は米国のデータを用いたものが多いが、近年では、英米以外の国・市場では、異なる特徴をもったコーポレート・ガバナンス構造が成立していることが知られている。また、近年の研究では法的投資家保護がコーポレート・ガバナンスの効果に大きな影響を与えることが知られている。よって、さまざまな国を対象にした分析及び国際比較を行うことが重要である。

コーポレート・ガバナンスの効果を測る際は、内生性の問題に配慮することが重要であるが、金融危機時のデータや規制改革時のデータを用いることで、内生性の問題を一定程度軽減することが可能である。

### 2. 研究の目的

本研究は、上述の問題意識の下で、コーポレート・ガバナンスが企業価値に影響を与えるメカニズムについて、その経営者交代・配当・事業再構築への影響及びそれらに関連するトピック(企業支配権取引、経営破綻処理等)について国際データを用いた実証分析を行うことで、一定の回答を得ようとするものである。コーポレート・ガバナンスの効果を検証するには、代替的なコーポレート・ガバナンス手段の影響を考察するとともに、さまざまな企業行動に与える影響を分析することも必要であることから、規制や政府保有がコーポレート・ガバナンスの機能に与える影響やコーポレート・ガバナンスが利益調整行動に与える影響についても分析する。

### 3. 研究の方法

コーポレート・ガバナンスが企業価値に影響する具体的なメカニズムを考察するにあたって、近年自発的なコーポレート・ガバナンス改革が行われた日本、コーポレート・ガバナンスに関する大きな規制改革が行われた中国の分析、世界約 50 か国のデータを用いた検証を行う。日本の研究にあたっては、企業が自発的にガバナンス手段を導入した前後での企業価値や企業行動の変化を Difference-in-Differences (DID) を用いて分析

することで、先行研究とは異なる形でガバナンスの効果を検証する。中国の分析では、ガバナンスに関する規制改革前後での企業価値や企業行動の変化を DID で分析する。規制改革は個別企業にとっては外生的な変化と捉えることができるので、コーポレート・ガバナンス研究につきものの内生性の問題を軽減しつつ、先進国のガバナンス制度の有効性を検証することも可能になる。また、金融危機による業績悪化時におけるコーポレート・ガバナンスの効果を検証することも、内生性の問題を軽減する上で有効であり、日本・中国を対象にした分析を行う。最後に世界約 50 か国のデータを用いた検証では、世界共通フォーマットの財務諸表・株主構成データ等を用いて、回帰分析を行う。

### 4. 研究成果

#### (1) 日本企業の実証分析

金融危機時のデータを用いて、社外取締役比率が減配確率と負の関係、経営者交代確率と正の関係にあることを示し、英文書籍の章として公表した。ストックオプション導入前後における配当支払・取締役会構成変化等について分析し、一定の距離のある株主のニーズを満たすためにコーポレート・ガバナンス改革を進めるという仮説を提示し、支持する結果を得た。まだ論文刊行には至っていないが、多くの学会で報告を行っており、間もなく論文を投稿できる予定である。

日本のコーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を果たす銀行が、企業の経営破綻時にどのような役割を果たすかを検証するために、債権放棄等の私的整理と法的倒産の選択の決定要因を検証し、証券取引所の上場ルールが大きな影響を与えていることを示し、国際学術雑誌に公表した。またベンチャー企業にとって重要なベンチャーキャピタルのガバナンス機能を検証し、銀行系ベンチャーキャピタルが独立系ベンチャーキャピタルに比べて成熟した企業を新規株式公開させているという研究結果を提示し、国際学術雑誌に公表した。

規制によってコーポレート・ガバナンスが企業価値に与える影響が弱まることを実証的に示し、国内学術雑誌に公表した。また、地方銀行の利益調整行動の決定要因について実証分析を行い、学会報告を行っている。

#### (2) 中国企業の実証分析

中国では、従来、政府コントロールによる配当の過剰支払いが問題とされることが多かったが、2005年に始まった非流通株改革によって株主構成の集中度が低下することで、配当支払いが減少したことを明らかにし、論文を国際学術雑誌に公表した。

経営者交代をもたらす重要な企業イベントである企業支配権取引について、中国においてどのような企業がターゲットになっているかを検証した。中国においては、私的便

益を享受しやすい企業がターゲットになる確率が高いことを示し、論文を国際学術雑誌に公表した。また、企業支配権取引によって企業の投資行動や企業価値がどのように変化するかを検証し、論文として纏めつつある。

本研究の分析期間の中国上場企業は、その3分の2が政府コントロール下にあると言われている。一般に政府コントロールは企業価値に負の影響を与えていると言われているが、本研究では、金融危機時には特に銀行借入のある企業について政府コントロールが株式価値に正の影響を与えていることを示し、論文を国際学術雑誌に公表した。

法的環境は、コーポレート・ガバナンスの重要な要素であり、法的環境の株主への影響を検証することは重要な課題である。中国では省によって法的環境が大きく異なることを利用して、法的環境と新規株式公開時のアンダープライシングの間に負の関係があることを示し、国際学術雑誌に公表した。法的環境と利益調整の関係についても検証を行い、時期によっては負の関係が見られることを明らかにし、論文を英文著書の章として公表した。

また、中国のコーポレート・ガバナンスの重要な要素である政治的コネクションが、新規株式公開企業の長期株式パフォーマンスに正の影響を与えることを明らかにし、国際学術雑誌に論文を公表した。

### (3) 国際データを用いた実証分析

国際財務データを用いて、従業員数減少及び資産減少水準を基準に、世界50か国を対象に個別企業レベルのリストラクチャリング変数を作成した。先行研究と同様に、労働組合の法的権利の強い国では、リストラクチャリングの実施確率が低いことを明らかにした。現在、リストラクチャリングの困難さと配当政策の関係を検証しており、結果が纏まり次第、学会等で報告していく予定である。

かねてより米国企業は配当を平準化していると言われており、日本企業も従来は利益とは連動しない安定的な配当政策を実施していたと言われている。世界24か国のデータを用いて、配当の調整速度を個別企業レベルで計測し、コーポレート・ガバナンス構造との関係を検証した。株主構成が集中している企業は相対的に配当を平準化しないことを明らかにし、学会報告を行った。

世界40か国のデータを用いて、取締役会規模の決定要因を検証し、私的便益の源泉となるフリーキャッシュフローが大きくなるほど取締役会規模が大きくなることを明らかにし、国際学術雑誌に論文を公表した。

同様のデータを用いて、資金調達に占める外部資金依存度が高い企業ほど利益調整を行っていることを明らかにし、学会報告を行った。

## 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 16 件)

Jianlei Liu, Konari Uchida, and Ruidong Gao. Earnings management of IPO companies: Evidence from regulation changes in China. *Accounting & Finance*. 査読あり, vol. 54, 2014, 505-537: DOI: 10.1111/acfi.12006

Jianlei Liu, Konari Uchida, and Ruidong Gao. Legal protection and underpricing of IPOs: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 査読あり, vol.27, 2014, 163-187: DOI: 10.1016/j.pacfin.2014.02.006

Liping Dong, Konari Uchida, and Xiaohong Hou. Block trade targets in China. *Journal of Corporate Finance*, 査読あり, Vol. 25, 2014, 188-201: DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2013.12.001

Chunyan Liu, Konari Uchida, and Yufeng Yang. Controlling shareholder, split-share structure reform, and dividend payments in China. *International Review of Economics and Finance*, 査読あり, Vol. 29, 2014, 339-357: DOI: 10.1016/j.iref.2013.06.008

内田交謹「日本企業の取締役会の進化と国際的特徴」『旬刊 商事法務』査読なし, 2007号, 2014, 41-48.

Yuyang Zhang, Konari Uchida, and Hua Bu. How do accounting standard and insiders' incentives affect earnings management? Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 査読あり, Vol. 16, 2013, 78-99: DOI: 10.1016/j.ememar.2013.04.002

松本守・後藤孝夫「観光・レジャー分野における第三セクターを対象にしたソフトな予算制約問題に関する実証分析」『経済政策ジャーナル』査読あり, 2014, 掲載予定。

松本守・後藤孝夫「ソフトな予算制約問題と第三セクターのパフォーマンス 運輸分野を対象とした実証分析」『交通学研究』査読あり, 第57巻, 2014, 57-64.

Yue Sun, Konari Uchida, and Mamoru Matsumoto. The dark side of independent venture capitalists: Evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 査読あり, Vol. 24, 2013, 279-300: DOI: 10.1016/j.pacfin.2013.02.001

森保洋「日経 225 先物の価格発見 大阪証券取引所とシンガポール取引所からの証左」『東南アジア研究年報』査読なし, 54巻, 2013, 53-69.

Jianlei Liu, Konari Uchida, and Ruidong gao. Political connections and the long-term stock performance of Chinese IPOs. *Journal of International Financial Markets, Institutions, & Money*, 査読あり, Vol. 22, 2012, 814-833: DOI: 10.1016/j.intfin.2012.05.005

Naohisa Goto and Konari Uchida. How do banks resolve firms' financial distress? Evidence from Japan. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 査読あり, Vol. 38, 2012, 455-478:

DOI: 10.1007/s11156-011-0235-2

松本守「コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンスの関係に関するサーベイ内部ガバナンス・メカニズムを中心に」『商経論集』査読なし, 48巻, 2013, 53-89.

Chunyan Liu, Konari Uchida, and Yufeng Yang. Corporate governance and firm value during the global financial crisis: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 査読あり, Vol.21, 2011, 70-80: DOI: 10.1016/j.iref.2010.10.003

Shinya Shinozaki and Konari Uchida. Private benefits and board size: International evidence. *Corporate Board: Roles, Duties, and Composition*. 査読あり, Vol.7, 2011, 109-124.

野方大輔・内田交謹「規制がコーポレート・ガバナンス構造に与える影響についての実証分析」『経営財務研究』査読あり, 31巻, 2011, 99-122.

〔学会発表〕(計 20 件)

Yue Sun and Konari Uchida. Strategic investments of bank-affiliated venture capitalists: Evidence from Japan. *Southwestern Finance Association 2014 Conference*, Sheraton Dallas USA, 2014年3月14日.

梅澤俊浩「地方銀行の貸倒引当金に対する市場の評価」日本ディスクロージャー研究会第8回研究大会, 専修大学, 2014年1月11日.

松本守・後藤孝夫「海運業のパフォーマンスとコーポレート・ガバナンス」日本海運経済学会関西西部会, 近畿大学, 2013年12月20日.

松本守・後藤孝夫「鉄道事業におけるコーポレート・ガバナンス・メカニズムが企業パフォーマンスに与える影響」日本交通学会関西西部会, 中央電気倶楽部, 2013年12月6日.

内田交謹「日本企業の取締役会の国際的特徴と進化」日本私法学会第77回大会(シンポジウム), 京都産業大学, 2013年10月13日.

松本守・後藤孝夫「ソフトな予算制約問題と第三セクターのパフォーマンス 運輸分野を対象とした実証分析」日本交通学会第72回研究報告会, 流通経済大学, 2013年10月6日.

Hiroyuki Aman, Norihiro Kasuga, Hiroshi Moriyasu. Mass media effects on stock market liquidity: Television broadcasting evidence from Japan. *Asian Finance Association 2013 Conference*, Nanchang China, 2013年7月17日.

Hiroyuki Aman, Norihiro Kasuga, Hiroshi Moriyasu. Mass media effects on stock market liquidity: Television broadcasting evidence from Japan. *日本経済学会 2013年春季大会*, 富山大学, 2013年6月22日.

Hiroyuki Aman, Norihiro Kasuga, Hiroshi Moriyasu. Mass media effects on stock market liquidity: Television broadcasting evidence from Japan. *日本ファイナンス学会第20回大会*, ,

武蔵大学, 2013年6月1日.

Hiroshi Moriyasu, M. Wee, and J. Yu. The role of algorithmic trading in stock liquidity. Evidence from Tokyo Stock Exchange. *FMA Asia 2013 Conference*, Fudan University Shanghai China, 2013年4月19日.

Liping Dong, Konari Uchida, and Xiaohong Hou. Block trade targets in China. *Midwest Finance Association*, Chicago USA, 2013年3月15日.

Shinya Shinozaki and Konari Uchida. Ownership structure, tax regime, and dividend smoothing: International evidence. *Midwest Finance Association*, Chicago USA, 2013年3月14日.

Liping Dong, Konari Uchida, and Xiaohong Hou. Block trade targets in China. *The 25<sup>th</sup> Australasian Finance and banking Conference*, Sydney Australia, 2012年12月18日.

Hiroshi Moriyasu, M. Wee, and J. Yu. The role of algorithmic trading in stock liquidity. Evidence from Tokyo Stock Exchange. *Annual Conference of Financial Integrity Network*. Tasmania Australia, 2012年11月10日.

内田交謹・張宇揚. Corporate governance, investor protection and earnings management: New international evidence. *日本経営財務研究会第36回全国大会*, 専修大学, 2012年10月6日.

Li Lin and Konari Uchida. Deposit financing and bank loan supply during the global financial crisis: Evidence from Japan. *29<sup>th</sup> GdRE Annual International Symposium on Money, Banking and Finance*. Nantes France, 2012年6月28日.

梅澤俊浩「地方銀行の裁量的な利益調整行動」日本会計研究学会全国大会, 一橋大学, 2012年8月31日.

森保洋. Volatility and public information flows: Evidence from disclosure and media coverage in the Japanese stock market. *日本ファイナンス学会*, 一橋大学, 2012年5月26日.

Yue Sun and Konari Uchida. The Dark Side of Independent Venture Capitalists: Evidence from Japan. *Midwest Finance Association*, New Orleans USA, 2012年2月24日.

Shinya Shinozaki and Konari Uchida. Do stock option rewards increase dividend payments? New evidence from Japan. *Asian Finance Association 2011 Conference*, Macau China 2011年7月3日.

〔図書〕(計 3 件)

Yuyang Zhang, Konari Uchida, and Hua Bu. Regional legal protection and earnings management: Evidence from China: In Duc Khuon Nguyen and Sabri Boubaker. *Corporate Governance in Emerging Markets: Theories, Practices and Cases*. Springer, forthcoming.

Yuhua Li and Konari Uchida. Divestment of

foreign strategic investment in China's banking sector: causes and consequences. In Narjess Boubakri and Jean-Calude Cosset (eds.), *Institutional Investors in Global Capital Markets (International Finance Review)*, Emerald Publishing, 2011, 83-110.

Chunyan Liu, Jianlei Liu, and Konari Uchida. Do independent boards effectively monitor management? Evidence from Japan during the financial crisis: In Xiuping Sun, Jim Stewart, and David Pollard (eds.), *Corporate Governance and Global Financial Crisis*, Cambridge University Press, 2011, 188-214.

〔産業財産権〕

出願状況（計 0 件）

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

取得状況（計 0 件）

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

〔その他〕

ホームページ等

## 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

森保 洋 (MORIYASU, Hiroshi )  
長崎大学・経済学部・教授  
研究者番号：10304924

梅澤 俊浩 (UMEZAWA, Toshihiro )  
北九州市立大学・経済学部・准教授  
研究者番号：60350360

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

### (3)連携研究者

( )

研究者番号：