

平成 29 年 6 月 17 日現在

機関番号：21402

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2013～2016

課題番号：25380397

研究課題名(和文) 機関投資家のガバナンス介入や買収防衛策の導入に関する実証研究：日本企業を中心に

研究課題名(英文) Institutional Investors in Japan's Corporate Governance

研究代表者

葉 聰明 (Yeh, Tsung-ming)

国際教養大学・国際教養学部・教授

研究者番号：20404858

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,100,000円

研究成果の概要(和文)：従来の日本の企業統治を担ってきたメインバンクの代わりに、機関投資家が果たした役割についていくつかの実証研究を行った結果、日本の企業統治における機関投資家の重要性を確認できた。機関投資家は、企業買収を通して経営支配権を行使することで、また、経営支配権を伴わない株主提案という形で経営に介入することで、企業再生や効率化を促すことができた。一方、機関投資家の介入を防ぐための買収防衛策は株主の富を減少させたとの結果がみられた。ただ、法規制により機関投資家による買収などといった介入が難しい銀行の場合、取締役会におけるガバナンス体制が重要であることは実証研究で明らかになっている。

研究成果の概要(英文)：This research project conducts several empirical studies on the roles played by institutional investors in Japan's corporate governance. The results indicate that institutional investors can contribute to the enhancement of firm value by either taking over inefficient companies, or by intervention via the legally binding shareholder proposals. In contrast, it is found that stock market reacts negatively to companies adopting anti-takeover provisions that deter such intervention by outside shareholders. However, such shareholder intervention is constrained for banks which are highly regulated and thus protected by the government. The empirical results, instead, show that board-level governance such as risk-management is important in disciplining bank behaviors.

研究分野：コーポレートファイナンス

キーワード：企業統治 株主提案 買収防衛策 ファンド 地方銀行 リスクマネジメント 企業買収 倒産リスク

### 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。しかし、メインバンク介入型ガバナンスが90年代に入ってその機能領域を縮小させている結果、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。その中で、日本の企業統治の空白を埋める新しい主役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。実際、機関投資家は90年代後半から日本の企業統治に積極的に関わることになってきた。本研究課題は多方面から機関投資家の役割を検証する。

### 2. 研究の目的

この研究の目的は、日本の企業統治の新しい担い手としての機関投資家の役割についてよりいっそうの解明をはかるものである。つまり、機関投資家はどのような形で日本企業のガバナンスに関与し、その過程においてどのように投資先企業のエージェンシー問題を軽減・解決できるのか、あるいは利害相反などの弊害をもたらすのかについて理論的・実証的に分析する。具体的には、機関投資家の介入について 経営支配権を求める企業買収、経営支配権を伴わない株主提案、対比として 機関投資家の介入を防ぐための買収防衛策、そして 銀行のガバナンス体制について検証する。

#### (1) ファンドによる企業買収のガバナンス介入

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で企業価値を高め、再上場や売却などにより投資を回収するパターンが一般的である。欧米の実証研究の多くはファンドによる企業買収の価値向上効果を確認し、しかもその効果は投資先企業のステークホルダーから価値を略奪するものではないとされている。したがって、ファンドのような機関投資家はメインバンクに取って代わり日本企業のガバナンスの空白を埋めることが理論的に期待できる。実際、経済産業省「ファンド事例研究会」はファンドによる買収を「企業に深く関与して企業の成長に寄与している」と評価している。本研究では、買収先企業は短期利益を追求し長期利益を犠牲にさせられていないか、長期効果も含めた検証を行う。また、買収側であるファンドは支配による私的便宜 (private benefit of control) をどれくらい引き出し、それが買収先企業の価値にどのように影響を与えるのかについても検証する。

#### (2) 経営支配を伴わない機関投資家の介入の効果やその要因等について

機関投資家は株主提案など支配権を伴わない形で投資先企業を規律付けるといった介入を行うこともできる。米国の場合、株主提案は法的拘束力がなく、しかも役員人事以外

のものに限定されているが、日本では法的拘束力があり、提案内容の制限も存在しない。したがって日本では株主提案はより効果的ではないかと考えられる。本研究では提案賛成票の決定要因は何か、提案内容に分けて分析するとともに、提案を受けた企業は提案後の長期的な業績変化について検証する。

#### (3) 買収防衛策の導入・廃止の効果

機関投資家の介入効果との対比として、機関投資家の介入を防ぐための買収防衛策と比較する。欧米の研究では経営陣の保身のためと思われるような防衛策の導入は株価の下落を招いたと報告されている一方、長期業績への影響については明確な結論が得られていない。日本の研究ではポイズンピルを導入した企業はその後の長期業績 (雇用、研究開発や設備投資を含め) にとくに変化が認められないことが筆者の以前の研究で判明した。本研究では防衛策の効果の検証をより明確するために防衛策の廃止に着眼する。日本企業の事前防衛策の廃止を統計分析し、それが廃止企業の価値にどのように影響を与えるか、分析を行う。

#### (4) 銀行のガバナンスについて

バンクのガバナンスは監督省庁の行政指導などによるところが大きい。08年の金融危機には投資銀行が過度のリスクをとったことが遠因の一つとして批判され、バンクのガバナンスは学術的な説明は日本の企業統治を議論する上でも不可欠である。本研究ではこの問題を検証する。とくに、08年の金融危機を分析調査の期間として、バンクのガバナンス体制とリスクの関係を検証する。

### 3. 研究の方法

#### (1) ファンドによる企業買収のガバナンス介入

ファンドによる日本企業買収を分析対象とする。サンプル案件や企業情報は新聞記事、経済雑誌、企業のホームページや有価証券報告書などから情報を収集・整理した。分析にあたりイベントスタディ法 (event study) を用いる。ファンドによる買収が企業価値への影響について株価分析と業績分析を行う。株価分析は買収のアナウンス日前後の異常リターン (cumulative abnormal return, 以下CAR) を用いて株主の富への影響を表す。買収側であるファンドは支配による私的便宜 (private benefit of control) をどれくらい引き出すかは、買収企業の上場維持が廃止等の意思決定で推測する。上場廃止はファンドが買収コストを全部内部化することになるので、私的便宜がなくなると考えられる。買収による企業価値への影響はファンドの私的便宜にどのような関係を有しているのか、統計分析を行う。

#### (2) 経営支配を伴わない機関投資家の介

入の効果やその要因等について  
ファンドを含む株主からの提案を受けた日本企業買収を分析対象とする。サンプル案件や企業情報は新聞記事、経済雑誌、企業のホームページや有価証券報告書などから情報を収集・整理した。分析はイベントスタディ法を用いる。株主提案が企業価値への影響について株価分析と業績分析を行う。株価分析では提案アナウンス日前後、株主総会日のCARを計算する。

また、株主総会での投票結果に基づき、株主提案への賛成票の割合を計算する。賛成票の割合に対して、株主構成、提案内容、提案前の企業業績などの変数はどのように影響されるのか統計分析を行う。

### (3) 買収防衛策の廃止

事前防衛策を導入した日本企業を分析対象として、その後の追跡調査で防衛策を廃止した企業に焦点を当てる。導入・廃止情報や企業情報は新聞記事、経済雑誌、企業のホームページや有価証券報告書などから情報を収集・整理した。分析はイベントスタディ法を用いる。防衛策の導入・廃止が企業価値への影響について株価分析を行う。株価分析では導入・廃止アナウンス日前後のCARを計算する。

### (4) 銀行のガバナンスについて

08年の金融危機を分析調査の期間として、日本の地方銀行を対象に、危機前のガバナンス体制とリスクテキングの関係を検証する。危機前(06年度)の銀行のガバナンス体制について取締役会の構成、リスクマネジメントの体制、株主構成、監査体制などの変数を計算する。銀行のリスクテキングについては、金融危機中(07~08年度)における株価リターン標準偏差や倒産確率(倒産距離)を測定する。両者の関係を回帰式で推定する。

## 4. 研究成果

### (1) ファンドによる企業買収のガバナンス介入

2001年~12年までの間、ファンドに買収された日本上場企業を調査した。その中で46社の場合、TOBの方法を利用し、その買収後の株価で計算されたプレミアムが平均5.8%であった。一方、そのほかの51社平均35.4%であった。買収プレミアムを支配の指摘便宜をみなすと、ファンドによってTOBではない相対取引の株式取得のほうが高い私的便宜が得られる。また、相対取引が取られた買収先企業は、買収前において所有集中度が比較的に低かったことも、高い支配の私的便宜の可能性を示している。さらに、相対取引を採用したファンドは買収後の企業を上場維持させた割合が高く、支配の私的便宜を得ることができた。

買収後の追跡調査では、相対取引で買収され

た企業はTOBの企業に比べて業績が悪化したことがわかった。前者の場合、倒産した割合が後者の二倍に達しており、ファンドの回収の割合も低かった。これらの結果から判断すると、ファンドの支配的便宜はファンドの戦略や買収先企業の業績などに大きな影響を与えていることが考えられる。

### (2) 経営支配を伴わない機関投資家の介入の効果やその要因等について

日本企業が機関投資家を含めた大株主からの介入を受けた決定要因およびその介入の結果について実証研究を行った。株主は支配権を求めない形で投資先企業への規律付けの役割を果たすことができるのか、という問題を答えるために、株主提案に焦点を絞る。米国では株主提案は法的拘束力がなく、しかも役員人事以外のものに限定されている。一方、日本ではこのような制限は存在しない。したがって、米国に比べ日本では株主提案のほうが効果的であると考えられる。04年から13年まで株主提案を受けた日本企業200社を対象に行った分析の結果は、次のようなことが明らかになった。

株主提案は年々増加の途をたどっており、株主主権の意識が台頭していることを示している。

株主提案の内容において、提案数の多い順番で定款変更、役員選任解任、利益配分、増配、役員報酬となっている。

個人株主による提案は定款変更と役員選任解任にかかわるものが主な内容であるのに対し、機関投資家は主に増配と利益配分に関心を示している。

役員と銀行の持株が少なく、外国人持株が高く、利益が低い会社ほど、役員選任解任を求める提案を受けやすい。

将来の投資機会が少なく、安定的な利益を得ている会社の場合、増配と利益配分を求める提案を受けやすい。なお、株主持株は説明要因の有意性がなくなる。

定款変更などを求める株主提案の場合、会社規模が正の相関関係を持つ以外、株主持株や利益などの説明要因は有意性がなくなる。

大株主から提案を受けた会社のみ、有意の超過報酬率が観察される。提案者の持株が高く、総会時間が長く、外国人持ち株が高い企業ほど、議決の結果、高い賛成票が得られる。

### (3) 買収防衛策の廃止

日本企業による買収防衛策の導入と廃止の株価効果をあわせて実証分析した。会社法の改正により買収防衛策の法整備が整った2005年から07年の間、防衛策を導入した

企業を分析のサンプルとし、その後、16年までの間、買収防衛策を継続したり、廃止したりするグループに分け、その違いを比較分析することによって防衛策の効果を検証した。

導入企業130社について、アナウンスメント日の前後3日間における異常株価リターンを調べた結果、平均が-0.63%で、中央値が-0.97%に達しており、両方とも統計的に有意である。この結果はエントレンチメント仮説を支持し、すなわち防衛策の導入は経営陣の保身として投資家に映って見えたと解釈できる。さらに、導入企業のなか、80社は16年まで防衛策を継続・更新しており、14社は一回の更新をしたのち廃止、7社は二回の更新をしたのち廃止、15社は三回の更新をしたのち廃止、9社は四回の更新をしたのち廃止したことが分かった。防衛策の廃止に関するアナウンスメント日が確認できた30社について、アナウンスメント日前後3日間における異常株価リターンを調べた結果、平均が1.22%で、中央値が0.88%であった。この結果もエントレンチメント仮説を支持し、すなわち防衛策の廃止は企業価値の向上につながると解釈できる。この結果は、防衛策の廃止を求める株主提案が企業価値を高めるとの先行研究に一致しており、買収防衛策は企業統治や企業価値の観点から望ましくないということの意味する。

#### (4) 銀行のガバナンスについて

本研究では07~08年の金融危機という外的ショックを利用し、日本の上場(地方)銀行78行を対象に企業統治と企業価値との関係を実証的に分析した結果。

危機前において貸出以外の業務に多角化していた銀行は金融危機期間中より高い倒産確率を抱えていることがわかった。また、外国人株主が多い銀行ほど、リスクテイクの度合いが高く、危機期間中より高い倒産確率を抱えていることも報告された。一方、取締役会レベルのリスク管理体制が整っていた銀行は倒産リスクを軽減させている効果が確認された。最後に、いわゆるビッグフォーといわれる四大監査法人から監査を受けた銀行は、財務情報の信頼性がより高いため、危機期間中その株価が適正に評価されることができると、倒産リスクが低いという現象が観察された。しかし、外部取締役の存在や人数はとくに有意な影響が観察されなかった。

金融危機の原因の一つは銀行による過大なリスクテイクであることに着目し、危機期間中における銀行のガバナンスと倒産リスクの関係を直接調べることで、企業統治の役割をより解明することができる。本研究の結果は、外部取締役の存在や人数などの表層的なものよりも、リスクマネジメント体制の充実といったファンクション要因は銀

行の過度のリスクを抑制させ、金融システムの安定化につながることを示唆する。

#### 5. 主な発表論文等

(雑誌論文)(計4件)

Determinants and consequences of shareholder proposals: The cases of board election, charter amendment, and profit disposal, *Journal of Corporate Finance* 45, 245-261, 2017, 葉聰明, 査読有  
DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2017.05.004

Governance, Risk Taking and Default Risk during the Financial Crisis: the Evidence of Japanese Regional Banks, *Corporate Governance* 17(2), 212 - 229, 2016, 葉聰明, 査読有  
DOI: 10.1108/CG-02-2016-0027

Large Shareholders, Shareholder Proposals, and Firm Performance: Evidence from Japan, *Corporate Governance: International Review* 22(4), 312-329, 2014, 葉聰明, 査読有  
DOI: 10.1111/corg.12052

The effects of anti-takeover measures on Japanese corporations, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 42(4), 757-780, 2014, 葉聰明, 査読有  
DOI: 10.1007/s11156-013-0361-0

(学会発表)(計6件)

What are the Roles of Shareholders Proposals in Japanese Corporate Governance? 葉聰明 2016.06.25. The 29th Annual Conference of Association of Japanese Business Studies. New Orleans (USA).

What are the Roles of Shareholders Proposals in Japanese Corporate Governance? 葉聰明 2015.10. 日本経営財務学会第38回全国大会 九州大学(福岡)

The Motives and Consequences of Shareholders Proposals in Japan. 葉聰明 2015.09. International Corporate Governance Society Conference. Copenhagen Business School (デンマーク)  
Corporate Governance and Performance of Financial Institutions during the 2007-2008 Credit Crisis. 葉聰明 2014.09.05. The 22nd Annual Conference on Pacific Basin Finance, Economics, Accounting & Management. 愛知大学(名古屋)

Does corporate governance matter? Taiwanese companies before & during financial crisis 葉聰明 2014.08.30 国際ビジネス研究学会第7回東北北海道セミナー 北海道大学(札幌)

Large Shareholders, Shareholder Proposals, and Firm Performance: Evidence from Japan. 葉聰明 2013.07. The 21th Annual

Conference on Pacific Basin Finance,  
Economics, Accounting & Business.  
Melbourne ( オーストラリア )

6 . 研究組織

(1)研究代表者

葉 聰明 ( Yeh, Tsung-ming )

国際教養大学・国際教養学部・教授

研究者番号 : 20404858