

早稲田大学商学研究科博士（商学）学位申請論文
論文概要書

日本企業の財務戦略と株式所有構造をめぐる実証的研究

保田 隆明

連絡先

品川区東五反田2-10-1-3105
03-5422-8739（自宅電話&FAX番号）
090-5779-5160（携帯番号）

2015年10月30日

序章

近年の日本企業の財務戦略は、間接金融から直接金融にシフトしていく過程において、そして、株式の所有構造が経営陣や銀行などの内部者中心から機関投資家を主とする外部者中心に移行する中で、株式価値への配慮をより意識することが求められている。そのような中、効果的なエクイティファイナンスの活用（あるいは非活用）、および最適なペイアウト政策の模索についての重要性は依然にも増して高まっている。そして、株式の所有構造の大幅な変化は、ガバナンス活動を通じて財務戦略に影響を及ぼし、ひいては企業パフォーマンスにも影響を与えている可能性がある。そこで、本論文では、市場から評価されるエクイティファイナンスを規定する要因、ペイアウト政策への影響事由、そして株式所有構造が財務戦略に与える影響について分析し、日本企業の財務戦略への理解を深めることを目的とする。所有構造に関しては、近年わが国において特に存在感を高めつつある機関投資家の影響を中心に分析を実施する。

1章

第三者割当増資におけるアナウンスメントリターンの実証分析 ～第三者割当増資における大株主効果の検証～

問題意識と貢献

株主にとって功罪両面を有する第三者割当増資についての実証分析を通じて、株主利益に資する第三者割当増資を特定し、最適な規制についての示唆を与える。貢献としては、第三者割当増資を一律に規制することの妥当性に疑義を投げかける政策的視点を提供したことである。

第三者割当増資における諸仮説

(1) モニタリング仮説

モニタリング仮説は、株主による保有の集中が進み経営陣へのモニター機能が働くことで、より一層社内リソースの効率的な活用が促されるというものであり、その背景は大株主効果がある(Jensen and Meckling[1976])。

(2) シナジー仮説

モニタリング仮説が株主による経営の規律化やガバナンスに対する期待である一方、株主との間での事業上のシナジーの創出による将来キャッシュフローの改善を期待するものがシナジー仮説である。

(3) 保証仮説

保証仮説は、第三者割当増資に応じる投資家は一般投資家よりも会社についての情報を有しており、市場に対して当該企業の株価は適正だとお墨付き(certification)を与えているに等しいというものである。

(4) エントレンチメント仮説

第三者割当増資は公募増資と異なり、経営陣と引受投資家との相対交渉で実行可能であるため、経営陣の私的便益の追求が第三者割当増資のモチベーションであるとするのがエントレンチメント仮説である。

先行研究と本章での仮説および分析モデル

国内外の先行研究では、短期の株価収益率が有意にプラスであるという点ではおおむね共通認識はできているものの、その要因の解明という点ではまだコンセンサスが得られていない状況ではない。海外の先行研究では上の仮説がそれぞれサポートされる実証分析結果となっている(Wruck[1989]:モニタリング仮説、Krishnamurthy et al.[2005]:保証仮説、Barclay et al.[2007]:シナジー仮説とエントレンチメント仮説)。また、Krishnamurthy et al.(2005)、Barclay et al.(2007)の分析からは、第三者割当増資は案件によってその中身が大きく異なるため、タイプ別でサンプルを分けしたものによる分析が重要であることが明らかになっている。日本についても先行研究が存在するが、上の仮説を実証しに行くという形ではなく、Kato and Schallheim(1993)では系列の影響を、阿萬(2003)では引受投資家に銀行が含まれる影響を、鈴木(2008)では第三者割当増資による引受投資家による支配権獲得の影響をそれぞれ分析している。Kato and Schallheim(1993)ではシナジー効果が、阿萬(2003)、鈴木(2008)ではモニタリング効果が暗に示唆される結果ではあるが、分析結果が mixed であること、Kato and Schallheim(1993)で見た系列は今やわが国において影響力は大きく低下している可能性が大きいこと、阿萬(2003)ではサンプルに東証2部や大証銘柄が含まれており、また、マーケットモデルによる CAR の計算に改善の余地があることなど、分析上の改善および発展の余地が大きい。また、どれもタイプ別の分析は実施しておらず、直接上で提示した第三者割当増資にまつわる仮説を検証しているわけではない。第三者割当増資に対しての規制を導入するならば、それについてタイプ別に分類し、総括的に分析しておく必要がある。

そこで本章では、サンプル期間を1990年から20年弱をカバーし、かつ、サンプルを企業の収益状況や企業特性、引受投資家種別、あるいは第三者割当増資の目的に応じたカテゴリー別に分けて、詳細に分析することでその要因を解明する。仮説としては日本の状況を勘案して以下の4つを設定した。それらは、レスキュー仮説(財務体質改善効果)、モニタリング仮説、内部者引き受けによる保証仮説(情報の非対称性解消効果)、シナジー仮説である。具体的な分析モデルとしては、以下の3つを行う。まずは、発表日前後のCARの測定を実施し、次に企業の収益状況や特性、引受投資家属性別に分けたカテゴリーごと

での違いを検証する。そして、最後に CAR の要因の割り出しを重回帰分析にて実施する。

本研究で使用されるデータとその属性

本章の分析対象は、1990年1月～2008年3月末日までの間に取締役会決議がなされた東証1部上場企業による第三者割当増資である。

分析結果

1990年から2008年3月までの間に発表された東証1部上場企業による第三者割当増資に関する発表日前後の CAR をイベントスタディの手法によって検証した。結果は、発表日前後で4.6%のプラスの CAR があり、筆頭引受投資家の引受割合や持分増分割合が高くモニタリング効果が期待できる企業や引受投資家との間でシナジーの存在する案件でよりポジティブに反応することを見出した。モニタリング効果については、阿萬(2003)、鈴木(2008)でも示唆されるものではあったが、両方とも発行規模で実証したのみであり、モニタリング効果の実証には、Wruck(1989)でも実施されたように引受投資家の持分比率の増分での分析が必要である。今回、その点を実証したことにより、わが国でモニタリング仮説が成立していることが明らかとなった。また、シナジー仮説については、わが国の先行研究では手当されていなかった点である。

なお、実質的に M&A の様相を呈する第三者割当増資案件では、既存株主は TOB プレミアム、または支配権プレミアムを取り損なうが、本分析結果からは、収益状況の悪い企業の場合、そのマイナスよりも、第三者割当増資を引き受けた投資家が発行体にもたらすであろう付加価値への期待値のほうが大きいことが見て取れる。これは、Wruck(1989)、Arena et al.(2007)、鈴木(2008)が実質的な支配権の獲得となる第三者割当増資に対して市場はネガティブに反応をするという結果に沿いつつ、収益状況によってその反応が変わるという点を明らかにしたことで、新たな貢献である。全体としては、今回の分析結果はモニタリング仮説とシナジー仮説の成立が示唆される結果である。

なお、業績不振企業では株価収益率が高いというレスキュー仮説と、内部者が引き受けることによる情報の非対称性の解消による保証仮説は成立しなかった。一方で、内部者が不当に低い株価で第三者割当増資を引き受けているというエントレンチメントが発生している可能性については否定的な結果であることも確認した。

結論と展望

第三者割当増資は、多くは中堅、中小企業によって用いられており、その性格上、企業にとって最後の資金調達手段と認識される傾向にあること、また、案件数の伸びた時期が不景気時と重なることもあり、財務体質改善を目的とするものがより評価されているような印象を受けがちであるが、実態としては、より M&A 的な案件を市場は評価しているこ

とが分かった。

第三者割当増資に関しては規制の対象となったことから「悪玉」として語られることも多いが、今回の分析では明確に市場に歓迎されない第三者割当増資のカテゴリを見つけることはなく、第三者割当増資悪玉論をサポートする材料はほとんどない。ただ、今回はあくまでも東証1部の案件での発表日前後の株価反応を見たにすぎない。日本で第三者割当増資については批判が多いのは、特に新興市場に対するものである。また、事後の企業パフォーマンスが低下し、中には上場廃止となる企業が存在するためである。したがって、第三者割当増資に関する包括的な分析を行うためには、東証1部以外の市場についても検証する必要があること、また、第三者割当増資実施後の業績推移および中長期の株価パフォーマンスを検証し、第三者割当増資が実際にどのような功罪をもたらしているかを確認する必要がある。

2章

第三者割当増資後の長期株価パフォーマンスと業績推移 ～大株主によるシナジー効果の検証～

問題意識と貢献

1章では、案件の発表直後の短期株価反応をもとに、市場から評価される案件の割り出しを行ったが、中長期的な株価および業績パフォーマンスも合わせて分析することができれば、より正確に評価されるべき第三者割当増資を判別することが可能となる。そこで本章では、第三者割当増資の増資後の株価および業績パフォーマンスを検証した。貢献としては、第三者割当増資の増資後のパフォーマンスに関しての検証はわが国では非常に限られていたが、本章の分析結果は1章の結果と合わせると、わが国の第三者割当増資を一律に語ることの潜在的な弊害を指摘していることである。また、エクイティファイナンスでは、通常は希薄化が懸念されるが、第三者割当増資の場合は、株主によるガバナンスや業績への貢献がその希薄化コストを打ち消しうることを明らかにした。企業は第三者割当増資においては、引受先の効果を丁寧に市場に説明し、また、増資後はシナジーの実現に注力する必要があることがこれら分析からは示唆される。

第三者割当増資後の中長期パフォーマンスに関する諸仮説

海外の先行研究では、第三者割当増資後の中長期パフォーマンスについてはアンダーパフォームすることが報告されている。それに対しての仮説としては以下が挙げられている。

- (1) 市場参加投資家による過度の楽観視仮説

投資家が増資時における企業の将来収益に対して過度に楽観的であるがゆえに、後でアンダーパフォーマンスを引き起こすというものであり、行動ファイナンス的視点に立脚する。

(2) シナジー仮説

1章同様、株主との間での事業上のシナジーの創出による将来キャッシュフローの改善を期待するものがシナジー仮説である。

(3) 内部者が引き受けることによる保証仮説

1章同様の保証仮説であるが、特に内部者が引き受ける場合はそのお墨付き(certification)効果が中長期でも持続するという、これは中長期パフォーマンスに対してプラスの影響を与えるとされる仮説である。

(4) エントレンチメント仮説

1章同様、経営陣の私的便益の追求が第三者割当増資のモチベーションであるとするのがエントレンチメント仮説である。

先行研究と本章での仮説および分析モデル

国外の先行研究では、中長期パフォーマンスは全体ではアンダーパフォームするが、その中身を詳しく見ていくと、タイプによって異なることが報告されている。Hertzel et al.(2002)とChou et al.(2009)は、投資家による過度の楽観視が中長期アンダーパフォーマンスを引き起こしていることを報告している。一方、Krishnamurthy et al.(2005)では、全体では中長期のネガティブリターンを報告しているが、企業の特長や投資家の属性ごとにカテゴリー分けを行って中身を子細に分析した結果、長期株価のアンダーパフォーマンスは、業績不振ではない企業が外部者を引受投資家として実施した第三者割当増資を実施した企業群にのみ観察されることを明らかにした。そして、業績不振企業による第三者割当増資の場合は、中長期でのアンダーパフォーマンスは見られないことを報告している。これは第三者割当増資には、一種のレスキュー効果があることを示唆している。また、内部者引受案件の方が、外部者引受案件よりも短期の株価反応、および長期の株価パフォーマンスともによかったことが報告されており、内部者による保証仮説の成立を見た。そして、Barclay et al.(2007)では、第三者割当後に経営にほとんど関与しないパッシブ投資家によって引き受けられた企業群で長期 CAR がネガティブ、経営に関与するアクティブ投資家が引き受けた場合はポジティブになっていることを実証している。これは、経営陣によるエントレンチメント仮説および引受投資家によるシナジー仮説の成立を示唆する結果である。なお、わが国のデータについて中長期パフォーマンスを検証した先行研究はない。

本章では、海外の先行研究を参考に、投資家の過度の楽観視仮説、内部者引受による保証仮説、エントレンチメント仮説、そしてシナジー仮説のどの仮説がわが国で成立しているかを検証する。また、Krishnamurthy et al.(2005)の結果を踏まえ、業績不振企業の業績下

支え効果があるのではないかという仮説（レスキュー仮説）を新たに設定し追加した。

本章の分析対象データは1章と同じものを用いる。そして、具体的な分析モデルとしては、以下の2つを行う。1つは増資前後での株価パフォーマンスの検証であり、もうひとつは業績推移を分析である。ともに海外の先行研究同様、第三者割当増資を実施していない類似企業を抽出し、それとの対比におけるパフォーマンスの検証を行っている。

分析結果

分析結果からは、わが国では米国で見られるような第三者割当増資後の株価のアンダーパフォーマンスは発生していないことが分かった。業績については、増資後2年間は類似の未実施企業と比べて劣るが、3年目については差が見られない。増資直前年度末に赤字だった企業群のほうが黒字だった企業群より株価のパフォーマンスがよいことと合わせて考えると、第三者割当増資が業績の下支え効果を有する可能性があると思われ、レスキュー仮説が示唆される。

米国の先行研究では、第三者割当増資を実施する企業に対する投資家の過度の楽観が長期株価のアンダーパフォーマンスにつながっているとのことであったが、今回のわが国に関する分析では、第三者割当増資実施企業の事前の株価上昇や高いPBRという状況は見られず、それは当てはまらなかった。内部者引き受けについては、保証効果もエンブレントメント効果も共に明確には観察されなかった。

また、カテゴリーに分けて見てみた結果は、シナジーの発生しうるカテゴリー（引受投資家の増資後持分割合が3分の1を超える、あるいは、引受投資家が1社）では株価アンダーパフォーマンスは発生しておらず、シナジーが期待できないグループでは株価アンダーパフォーマンスが発生している。

以上まとめると、日本の第三者割当増資後の中長期パフォーマンスの分析結果からは、レスキュー仮説と一部シナジー仮説が成立していることになる。

結論と展望

今回の分析結果からは、明確なシナジーや第三者割当増資実施後の成長ストーリーが見えない中途半端な第三者割当増資は市場から評価されていないことが分かったが、1章の分析結果とも整合的な結果であり、二つを合わせて考えると、やはり第三者割当増資は、その中身について子細に検討し、一律の規制で対応する以外の方法を検討してみる余地があると考えられる。また、第三者割当増資では、ロードショーは必要ないものの、丁寧に案件の意義を市場に説明することの必要性が、今回の分析でも改めて認識できる。これらは、それまでの研究では明らかにされていなかったことである。

3 章

自社株買いにおける流動性仮説の検証

～株主所有構造を含んだ流動性が自社株買いの実施に与える影響の分析～

問題意識と貢献

投資家と企業の対話が進んできた昨今においては、経営者は事業リスクに中立な一方、株主利益に資する（株価上昇につながりうる、あるいは、株価下落を避けうる）財務戦略があればそれを模索することになるはずである。その一つがペイアウト政策である。日本では、ほとんどの企業が配当を実施し、一部の企業がその上乘せ的に自社株買いを行っており、自社株買いのみで株主還元している企業はほぼ存在しない。日本で自社株買いが実質的に解禁されてからまだ時期が浅いということの影響も否定できないが、自社株買いを行う上で何らかの制約要因が存在することも考えられ、その解明が必要な状況である。それに対して、花枝・芹田(2008)の企業経営者に対して行ったペイアウトに関するサーベイにおいては、企業は自社株買いの決定要因として、株価水準や自己株式の浮動株比率や流動性、そして株主構成が影響を与えることが示唆されている。本章では、その中でも含まれている流動性に焦点を当てて、自社株買いにおける流動性仮説を実証する。貢献は、わが国におけるペイアウトで配当と自社株買いに代替性が存在していないことの要因を解明したこと、企業がペイアウトにおいて自社株買いの選択肢を有するには流動性向上に取り組むべきという実務的な視点を提供したことである。

本章での仮説：流動性仮説

企業は、自社株買いをすることで株価にネガティブな影響が及ぼしかねない場合は配当を選択するであろうし、逆に自社株買いが歓迎されるなら自社株買いを配当と代替的に用いる、あるいは自社株買いにより積極的になると考えられる。本章ではその重要な要因を流動性に求めた。流動性の低い企業で自社株買いを実施するには、取引コストが大きくなる。また、更なる流動性の枯渇を招き、株価に流動性ディスカウントを生じさせてしまう可能性がある。逆に流動性の高い企業ではそれら問題は存在しない。取引コストに起因する企業によるペイアウトの選択において、事前の市場流動性の高い（低い）企業ほど自社株買いを実施する（実施しない）傾向があるというものが流動性仮説である。

ペイアウト政策における流動性仮説自体は米国のコンテキストでも議論、実証されているが（Banerjee et al.(2007)、Brockman et al.(2008)）、米国の議論では自社株買いのボリュームが増えてきた要因として、市場全体の流動性が上昇してきたことを実証分析で示した。持ち合い株式の存在する日本ではむしろ流動性が制約要因として作用している可能性があり、流動性仮説が実証されればわが国における自社株買い状況の解明のための一つの要素を明らかにすることになる。

分析モデルと分析結果

東証1部上場企業の1997年から2009年3月までの間に支払った配当金額および各社が発表した市場買付による自社株買い実施予定金額のデータをもとに分析を行う。

分析結果は、まず、自社株買いを開始した企業と未実施の類似企業との間でロジット分析を行い、前年度の流動性の高い企業、流動性を好む株主構成の企業ほど翌年度に自社株買いを開始する傾向にあることを明らかにした。その上で、自社株買いの金額やペイアウト総額に占める割合をTobit分析により分析し、金額ベースや割合ベースでも流動性仮説が成立していることを示した。これらは、企業の市場買付による自社株買い実施要因には事前の流動性、そして、株主構成に起因し流動性に影響を与える投資ホライズン（期間）が存在することを意味する。同時に、前年度の株価パフォーマンスが低い企業ほど翌年度に自社株買いを開始し、金額やペイアウト総額に占める割合も大きくなることを確認した。株価テコ入れのために経営者が自社株買いを活用している姿が想像できる。

分析結果そのものは米国の先行研究と整合的な結果であるが（Banerjee et al.(2007)、Brockman et al.(2008)）、米国では自社株買いの促進要因として市場全体の流動性の向上があり、日本ではむしろ流動性が制約要因となっていることが明らかとなった。

結論と展望

本章では、わが国で初めてペイアウトにおける流動性の影響を分析したものである。分析結果は、わが国企業のペイアウトにおいて自社株買いが配当の上乗せ的にしか活用されていない1つの可能性として、流動性制約が存在することを示唆するものである。それは、花枝・芹田(2008)が企業経営者に対して行ったペイアウトに関するサーベイでの結果を実証分析で裏付けることとなった。

投資家によって自社株買いと配当のどちらをより好むかは異なるため、企業として株主還元策に柔軟性を持たせるためには配当のみならず自社株買いも随時実施できるようにしておいた方がよい。そのためには、株式の市場流動性を高めておくことも必要となること今回の分析結果により明らかとなった。特に米国では市場流動性の向上が自社株買いのボリューム増になっているという先行研究と合わせて考えると、流動性への対応の重要度が理解しやすい。

また、分析では株主構成がペイアウトに影響を及ぼす可能性も示唆されたが、それについては4章で詳細に分析を実施する。

4章

機関投資家の株式保有比率がペイアウト政策に与える影響

問題意識と貢献

問題意識は3章同様であり、わが国の配当偏重のペイアウトの状況の要因の解明である。わが国企業の株式所有構造は従来の持ち合いが解消される中で逆に機関投資家（特に海外機関投資家）の持分比率が上昇してきており、内部者および利害関係者株主と外部者株主の持分比率が逆転した。株式投資リターンの最大化を追求する外部株主の割合が増えたことは、それら株主の要求や期待に応えることができなければ、企業は株式を売却される可能性がある。経営陣にとっては、自身の保身（株主総会での再任を得る）の観点からも重要にならざるを得ない。実際、花枝・芹田(2008)によると、経営陣は自社の配当/自社株買いの決定要因として既存株主の要求を重要だと考えている状況が明らかになっている。既存株主には様々な主体が含まれるが、経営陣にとって最も重要なのは機関投資家である。なぜなら、経営陣が避けたいのは、株主が株式を売却することによる株価下落であるが、インサイダー株主は株式を基本的に保有し続ける。したがって株価に影響を及ぼしうるのは日々株式を売買する外部株主、その主たる構成員は機関投資家と個人投資家ということになる。個人株主は一つ一つの株式の保有割合は大きくないため、企業は個人投資家を対象としたIR活動も行っているが、その頻度はいまだ多くなく、中身も形式的なものが多い。一方、機関投資家は1社である程度のまとまりのある持分を有するため、機関投資家とのIRミーティングは重要であり、経営戦略についてのくわしい議論も行う。したがって、経営陣が花枝・芹田(2008)のサーベイ通りの行動をしているならば、機関投資家の意向を汲んだペイアウト政策を企業が柔軟に実施している可能性がある。そこで本章では、わが国で近年存在感を増しつつある機関投資家の持分比率企業がペイアウト政策に与える影響について明らかにする。これはペイアウト政策における顧客効果仮説の検証ということになる。

貢献としては、著者の知る限り日本で初めて機関投資家の持分比率を国内系、海外系、および投資期間で分類したデータで、ペイアウトにおける顧客効果を実証したことであるが、これは機関投資家間での情報の非対称性が乏しい英語圏では実証分析が難しい問題でもあり、国際的な貢献も大きいと考えられる。90年代後半から海外機関投資家の保有割合が上昇しているが、海外機関投資家が自社株買いよりも配当を好むという結果は、わが国でなかなか自社株買いの割合が上昇してこないということと整合的であり、3章の流動性に加えて、配当と自社株買いが代替的に用いられない要因をもう一つ（海外機関投資家の保有比率の上昇）解明したことになる。ペイアウトにおける顧客効果の存在は、ペイアウト以外の財務戦略にも株主の意向が影響を及ぼしている可能性が考えられるため、今後そのような他の分野での顧客効果の検証が期待できる。

先行研究と本章での仮説

機関投資家の保有割合と企業のペイアウト政策の関係を検証したものに、英国の Short et al.(2002)、韓国の Jeon et al.(2012)、日本の佐々木(2010)が存在する。それぞれ機関投資家の持分割合が高いほど、企業はペイアウトに積極的になるという報告になっているが、Short et al.(2002)と佐々木(2010)は、機関投資家のモニタリング効果仮説で議論を行っている。Jeon et al.(2012)はそれに加えて、配当と自社株買いの選択問題に顧客効果仮説から接近した唯一の先行研究である。

株主にとっての株式投資収益はキャピタルゲインと配当の合計であるが、株主によってそのどちらをより重視するか、好むかは異なる。したがって、ペイアウトにおいて配当と自社株買いのどちらを選好するかも変わってくる。自社株買いにおいては逆選択問題が発生し、情報の非対称性度合いが高い海外機関投資家は国内機関投資家に比べると、情報に依拠する必要のない配当を好む可能性がある。また、投資家間で取引コストが異なるが、取引コストの大きい投資家はペイアウトにおいて配当を選好するはずである。さらに、Lucas and McDonald(1998)で議論されているように、企業が実施する自社株買いの買い取り金額がもしも高すぎた場合は、自社株買い後も株式を保有し続ける株主から自社株買いに応じて株式を売却する株主への富の移転となるため、株式を保有し続ける株主にとっては希薄化コストを負担するのと同じことになる。したがって、長期保有の株主はそのような希薄化コストのリスクを避けるために、ペイアウトでは配当を好む可能性がある。このように、配当と自社株買いの選択問題は、株主による顧客効果が影響しうる。実際、Jeon et al.(2012)では、海外機関投資家の保有割合が高いと、自社株買いにおける逆選択を回避するために企業は配当に偏ったペイアウト政策を採ることが実証されている。この国内機関投資家 v.s. 海外機関投資家の顧客効果は米国では重要とはならない。なぜなら、韓国や日本における海外機関投資家は、主に米国籍のものが多いため、米国においてそれら機関投資家は国内機関投資家となる。よって、この国内外の投資家での顧客効果の存在は米国外でこそ実証されるべき問題であり、英語圏以外の先進国で時価総額が最も大きい東京市場でこそ実証分析にふさわしい。

以上を踏まえ、本章では以下の二つの仮説を設定した。

仮説 1：海外機関投資家の持分割合が高いと企業は配当に積極的になり、国内機関投資家の持分割合が高い企業ではその傾向は見られない。

仮説 2：投資期間の長い機関投資家の保有割合が高いと、企業は配当に積極的となり、保有期間の短い期間投資家の保有割合が高いと、企業は自社株買いに積極的となる。

分析モデルと分析結果

配当割合、自社株買い割合、総還元金額に占める配当の割合、総還元割合を被説明変数とし、説明変数に機関投資家の保有割合を投入した3つのモデル（Tobit、パネル、ダイナ

ミックパネル)で検証した。結果は以下である。海外機関投資家保有割合が高い企業、および、保有期間の長い(ポートフォリオの回転率の低い)機関投資家の持分割合が高い企業は、配当に積極的である。これらは、自社株買いにおける逆選択問題と希薄化コストを敬遠する株主の意向を企業側が汲んだ顧客効果による結果だと示唆される。海外機関投資家の結果は、韓国の Jeon et al.(2012)とも整合的である。また、総還元金額に占める配当の割合で分析した場合は、国内機関投資家および保有期間が比較的短い機関投資家において自社株買いの割合が相対的に高くなっている。情報優位にある国内機関投資家、そして、希薄化コストに直面しない短期保有の機関投資家は自社株買いを好むことが示唆される。これらからは、機関投資家の株式保有とペイアウト政策の関係性において、従来のエージェンシー仮説に加えて顧客効果が存在すると理解できる。

結論と展望

わが国のペイアウト政策に関しては、自社株買いが解禁されてからまだ15年程度であり、各社最適なペイアウト政策に関しては模索段階にある。一方で、この20年ほどの間にわが国企業の株式の保有状況は大きく変化し、機関投資家など外部株主の保有割合が上昇した。それは、企業が従来以上に既存株主からの潜在的な売却圧力を懸念せざるを得ない状況に直面しつつあることを意味する。IR活動を通じて、ますます企業と株主の対話が増加していく中で、既存株主のペイアウトに対する選好に答えようとする経営者が一定数存在する、あるいは、増加していくことは不思議ではない。今回の分析は、ペイアウトでのそのような顧客効果をとらえるものであるが、資金調達手段、ガバナンス体制、リスクプロファイルの選択など他の財務戦略においても同様の顧客効果が影響している可能性が考えられる。既存株主によるそれら戦略への嗜好が、中長期的な企業価値および株主価値の向上に資する場合は問題ないが、もし短視眼的なバイアスが強い場合、企業にとってはそのような顧客志向をどの程度反映させるかの問題に直面することになる。今後、これらを解明していくことが、本研究からの発展的課題である。

5章

株式所有構造と企業統治

～機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか～

問題意識と貢献

4章では、ペイアウトにおける顧客効果仮説を実証したが、企業が外部株主の意向を汲む経営戦略を遂行するのであれば、それら外部株主の企業に対する働きかけ(モニタリング)は企業価値の向上に資する必要がある。そこで、本論文で解明したい最後の論点は、

株式の所有構造と企業パフォーマンスの関係である。日々の企業と株主の会話ややり取りを外からうかがい知ることはできないが、少なくとも保有割合と株価や業績の関係性を見ることは可能である。そこに因果関係を見出すことができれば、次の課題として株主が企業に対して行っている具体的なモニタリング活動を検討していくことになる。

本章は、内外機関投資家、金融機関（銀行・保険会社）の銘柄選択行動と、その株価、企業パフォーマンスへのインパクトを解明することを通じて、この問題に接近する。本章の貢献は以下である。まず、機関投資家については、それを国内外で分けて分析をしたことで、これまでグレー投資家と考えられてきた国内機関投資家についても、その株式保有が企業パフォーマンスにプラスの効果があることを解明した。そして、そのメカニズムの解明は今後の課題であるものの、それら国内外の機関投資家による株式保有が実質的なモニタリング効果を有することを解明したことは、それら投資家による日本株投資の環境整備が重要であることを裏付けるものであり、昨今のコーポレートガバナンスコードの導入はその流れに沿ったものであるということが出来る。

先行研究と本章での仮説

投資家は、投資収益最大化を目的とする主体と、投資収益以外の便益をも見越して株式を取得する主体の大きく二つに分別することが可能である。前者は善管注意義務のある機関投資家や個人投資家、後者は銀行や生命保険会社に事業会社など投資先企業と何らかのビジネス上の接点のありうる組織である。ただし、前者の機関投資家の中には、銀行や生命保険会社などの金融機関グループに属するものも存在し、こういう機関投資家はグループ会社の便益を優先した投資行動をする可能性も否めない。したがって、投資収益最大化を目的とする機関投資家としては、独立性の高い機関投資家のみが該当するという議論もできる。その仮定に立てば、独立性の高い機関投資家は、投資先企業に対してのモニタリング活動を通じて企業業績向上に資する一方、それ以外の投資家にはそのようなガバナンス効果は期待できないということになる。この独立性の高い機関投資家によるガバナンス効果を検証した先行研究に、Ferreira and Matos(2008)が存在する。その分析結果は、独立性の高い機関投資家の保有割合が高い企業では、企業価値および企業業績の向上が見られることを報告している。一方、独立性の低い機関投資家の場合はそのような現象は見られなかった。これは独立性の高い機関投資家によるモニタリング効果の影響だと示唆される。日本では、宮島・新田(2011)が、独立性の高い機関投資家に似たプロファイルとして海外機関投資家に着目し、その保有割合と業績の関係性について実証しているが、株価や企業価値への影響は分析していない。また、独立性の低い機関投資家としては国内機関投資家が考えられ、より直接的には金融機関（銀行、生命保険会社）が存在するが、これら株主のガバナンスへの関与についても分析をしていない。

そこで5章では、海外機関投資家、国内機関投資家、金融機関（銀行、生命保険会社）

による株式保有が、ガバナンス効果を有して企業のパフォーマンスおよび企業価値の向上に寄与するかを検証する。仮説としては、海外機関投資家による株式保有はガバナンス上プラスの効果があり、国内機関投資家および金融機関による株式保有にはそのような効果はない、というものである。特に、機関投資家の投資実態、およびその効果はこれまで明らかにされてこなかったが、これが明らかになればわが国における企業財務およびガバナンスの制度設計をよりの確なものにすることが可能となる。

分析モデルと分析結果

分析は、各保有主体の保有割合を被説明変数とする回帰分析によって、保有主体別の銘柄選択行動について明らかにし、その上で、企業価値、株価パフォーマンス、業績を被説明変数、各保有主体の保有割合（1期ラグ）を説明変数とする回帰分析を実施し、ガバナンス効果の有無を検証した。

銘柄選択行動における分析結果は、内外の機関投資家には、規模・流動性のみでなく、収益性、安定性、財務健全性などの点で質の高い企業（high quality stock）の株式を選択するという共通の選好があることが分かった。一方、それと対照的に、銀行・保険会社は質の低い企業への投資を継続している。また、海外機関投資家は国内機関投資家に比べて外形的なガバナンス特性（取締役会の規模・社外取締役）を重視する傾向が強く、いわゆるホームバイアスも一貫して強いことも明らかとなった。

次に、各保有主体によるガバナンス効果の結果は、内外機関投資家による株式保有の増加は実質的な規模で投資収益率にプラスの影響を及ぼすことが分かった。その要因としては内外機関投資家ともに自身の投資によって株価が上がるという需要ショックの側面が強いが、海外機関投資家の場合はモニタリングの側面も確認できる。また、銀行・保険会社の株式保有は企業価値や企業業績にマイナスの影響を与えるのに対して、内外の機関投資家による株式保有は、企業価値や企業業績に対してプラスの効果を及ぼすことも明らかとなった。この結果は、たとえ保有比率の上昇が機関投資家バイアスやホームバイアスに基づき、また、株価へのインパクトが需要ショックによるとしても、いったん内外機関投資家の保有比率が上昇すれば、退出（持分の売却可能生）や発言を通じて実質的なモニタリング効果を持つことを示唆する。

結論と展望

投資行動に大きなバイアスがあり、その結果、投資対象が時価総額の大きく、海外売上比率の高い企業に偏る傾向があるとしても、少なくとも日本のリーディング企業に関しては、内外機関投資家株式は日本の企業における新たな経営の規律付けのメカニズムとして定着しつつあるというのが、本章の結論である。残された課題として、次の2点が指摘できる。第1に、ガバナンス効果の程度や、そのメカニズムはまだ十分には解明されていな

い。第2に機関投資家のコミットメントの程度を考慮に入れる必要がある。コミットメントの程度に関しては、機関投資家の株式保有の規模、期間が注目されるべきである(Mayer[2013])。海外機関投資家の集計された保有比率は高いとしても、それぞれの主体の保有比率が低いため、事後的なモニタリングに対するインセンティブや能力に限界がある可能性もある。この点を明示的に分析することが今後の課題である。

終章

本論文では、日本企業の財務戦略に対する市場の反応や、それらを規定する要因を実証分析を通じて明らかにした。その目的は、企業と株主の良好な関係維持のための最適な財務戦略の模索と、株主によるモニタリングを通じた企業価値の向上を明らかにすることである。第三者割当増資の分析からは、通説で言われているほどには企業経営者は安易な株主利益の毀損は行っていないことが判明し、ペイアウトの分析からは企業は株主の有形無形の意向に沿った行動を取っていること、そして、所有構造とパフォーマンスの分析からは、株主によるガバナンス効果が確認された。株主から企業への具体的な働きかけの中身については今後の検証が必要であるが、いずれの分析からも企業が株主と建設的な関係を構築しようとしている姿を確認することができ、中長期的な株主価値の向上を意識した企業経営がある程度は日本企業でも実施されていると言えよう。

参考文献

- 阿萬弘行 (2003) 「第三者割当増資と株式市場の反応について」、『金融経済研究』19、56-71 ページ。
- 蟻川靖浩 (2008) 「アクティビストファンドの自社株買いへの影響」、『M&A 時代のファンドと株主利益：効率的で公平な資本市場を求めて 第2章』M&A と資本市場研究会報告書、日本経済研究センター、37-53 ページ。
- 井上光太郎・加藤英明 (2006) 『M&A と株価』、東洋経済新報社。
- 砂川伸幸 (2003)、「株式持ち合い解消のシグナリング・モデル」、『現代ファイナンス』15、23-34 ページ。
- 砂川信幸・畠田敬・山口聖 (2006) 「ペイアウトと現金保有」、『証券アナリストジャーナル』44 (7)、6-20 ページ。
- 岩壺健太郎・外木好美 (2007) 「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係：分散不均一性による同時方程式の識別」、『経済研究』一橋大学、58 (1)、47-60 ページ。
- 橘木俊詔・長久保僚太郎 (1997) 「株式持ち合いと企業行動」、『フィナンシャル・レビュー』財務省財務総合政策研究所、43、158-173 ページ。
- 石川博行 (2007) 『配当政策の実証分析』、中央経済社。

- 石川博行 (2010)『株価を動かす配当政策 コロボレーション効果の実証分析』、中央経済社。
- 上野陽一・馬場直彦 (2005)「わが国企業による株主還元策の決定要因」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.05-J-6。
- 宇野淳 (2011)「ティックデータによる流動性指標の計測」、『株式市場の流動性と投資家行動 第7章』早稲田大学大学院ファイナンス研究科編、中央経済社、167-191 ページ。
- 宇野淳・神山直樹 (2009)「株主保有構造と流動性コスト:投資ホライズンの影響」、Waseda University Institute of Financial Studies、Working Paper Series、WIF-09-002 April 2009。
- 久保克行・齋藤卓爾 (2006)「コーポレートガバナンスと配当性向」、『早稲田商学』408、25-43 ページ。
- 齊藤卓爾 (2011)「日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果」、『日本の企業統治:その再設計と競争力の回復に向けて 第4章』宮島英昭編、東洋経済新報社、181-213 ページ。
- 佐々木寿記・花枝英樹 (2010)「わが国企業の配当行動のマクロ分析」、『経営財務研究』29 (1/2)、2-31 ページ。
- 佐々木寿記 (2010)「ペイアウト政策と機関投資家持分比率の相互関係」、『証券アナリストジャーナル』48 (12)、102-112 ページ。
- 佐々木寿記 (2013)「企業の現金保有とペイアウト政策の関係」、『証券アナリストジャーナル』51 (6)、26-35 ページ。
- 商事法務 (2004)「我が国のコーポレートガバナンス革命に向けて」、『株主が目覚める日:コーポレート・ガバナンスが日本を変える 第1章』(財)資本市場研究会編、商事法務、1-45 ページ。
- 鈴木一功 (2008)「M&A 取引としての第三者割当増資」、『M&A 時代のファンドと株主利益:効率的で公平な資本市場を求めて 第7章』M&A と資本市場研究会報告書、日本経済研究センター、141-154 ページ。
- 芹田敏夫・花枝英樹 (2007)「わが国企業の株価認識と財務行動ーサーベイ・データにもとづく実証分析ー」、『現代ファイナンス』21、55-79 ページ。
- 芹田敏夫・花枝英樹・佐々木隆文 (2011)「日本企業のペイアウト政策と株式分割:機関投資家へのサーベイ調査による実証分析」、『経営財務研究』31 (1)、2-25 ページ。
- 代田純 (2002)『日本の株式市場と外国人投資家』東洋経済新報社。
- 畠田敬 (2009)「自社株買い」、『資本調達・ペイアウト政策 第10章』花枝英樹・榊原茂樹編、中央経済社、253-283 ページ。
- 畠田敬・相馬利行 (2009)「自社株買いに関する展望」、神戸大学ディスカッションペーパーシリーズ 16、1-26 ページ。
- 花枝英樹・芹田敏夫 (2008)「日本企業の配当政策・自社株買いーサーベイ・データによる検証ー」、『現代ファイナンス』24、129-160 ページ。
- 花枝英樹・芹田敏夫 (2009)「ペイアウト政策のサーベイ調査:日米比較を中心に」、『証券アナリストジャーナル』47 (8)、11-22 ページ。
- 広瀬純夫・大木良子 (2009)「日本におけるエクイティファイナンスの実情」、『商事法務』1874、23-34 ページ。
- 畠田敬・相馬利行 (2009)「自社株買いに関する展望」、神戸大学ディスカッションペーパーシリーズ 16、1-26 ページ。
- 馬場大治 (1997)「公募増資の情報に対する我が国の資本市場の反応」、『証券経済学会年報』32、62-70 ページ。
- 保田隆明・宇野淳 (2011)「自社株買いにおける流動性仮説の実証分析」、『証券アナリストジャーナル』49 (10)、76-87 ページ。
- 牧田修治 (2006)「わが国上場企業の配当政策変更の決定要因に関する実証分析」、『証券経済研究』54、85-104 ページ。
- 光定洋介・蜂谷豊彦 (2009)「株主構成と株式超過収益率の検証:市場志向的ガバナンスの

- わが国における有効性」、『証券アナリストジャーナル』47 (1)、51-65 ページ。
- 宮川壽夫 (2008) 「日本企業の配当政策における経営者の自己抑制的行動に関する研究」、『経営財務研究』28 (1)、56-75 ページ。
- 宮川壽夫 (2013) 『配当政策とコーポレート・ガバナンス』、中央経済社。
- 宮島英昭・小川亮 (2012) 「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか? : 取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果」、RIETI Policy Discussion Paper、12-P-013。
- 宮島英昭・黒木文明 (2002) 「株式持ち合い解消の計量分析: 複数均衡とポートフォリオの劣化」、『証券アナリストジャーナル』40 (12)、30-46 ページ。
- 宮島英昭・新田敬祐 (2011) 「株式所有構造の多様化とその帰結」、『日本の企業統治: その再設計と競争力の回復に向けて 第2章』宮島英昭編、東洋経済新報社、105-149 ページ。
- 宮島英昭・保田隆明 (2015) 「株式所有構造と企業統治」、『フィナンシャル・レビュー』121、3-36 ページ。
- 山口聖 (2007) 「わが国企業における配当と自社株買いの関係」、『証券アナリストジャーナル』45 (12)、104-113 ページ。
- Ahearne, A.G., W.L. Grier, and F.E. Warnock (2004), “Information Costs and Home Bias: An Analysis of US Holdings of Foreign Equities”, *Journal of International Economics*, 62(2), 313-336.
- Aggarwal, R., L. Klapper and P.D. Woychik (2005), “Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, Issue 12, 2919-2946.
- Aggarwal, R., I. Erel, M. Ferreira and P. Matos (2011), “Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors”, *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154-181.
- Ahearne, A.G., W.L. Grier, and F.E. Warnock (2004), “Information Costs and Home Bias: An Analysis of US Holdings of Foreign Equities”, *Journal of International Economics*, 62(2), 313-336.
- Ahmadjian, C. (2007), “Foreign Investors and Corporate Governance in Japan”, in Aoki, M., G. Jackson and H. Miyajima (eds), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press, 125-150.
- Amihud, Y. (2002), “Illiquidity and Stock Returns: Cross Section and Time Series Effects”, *Journal of Financial Markets* 5, 31-56.
- Allen, F., A.E. Bernaldo, and I. Welch (2000), “A Theory of Dividends based on Tax Clienteles”, *The Journal of Finance*, 55, 2499-2536.
- Allen, F. and R. Michaely (2002), “Payout Policy (Handbook of the Economics of Finance 1A)”, Elsevier, 337-429 (砂川信幸訳 (2006) 「ペイアウト政策」 『金融経済ハンドブック I』加藤英明監訳,丸善,367-457 ページ).
- Al-Shubiri, F., G. Al Taleb, and A.A. Al-Zoued (2012), “The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: An Empirical Investigation”, *Review of International Comparative Management*, 13, 644-657.
- Aoki, M. (2010), *Corporations in Evolving Diversity: Cognition, Governance, and Institutions*, Oxford University Press (谷口和弘訳 『コーポレーションの進化多様性: 集合認知・ガバナンス・制度』 NTT 出版,2011 年) .
- Aoki, Y. (2014), “How Does the Largest Shareholder Affect Dividends?”, *International Review of Finance*, 14(4), 613-645.
- Arena, M.P. and S.P. Ferris (2007), “When Managers bypass Shareholder Approval of Board Appointments: Evidence from the Private Security Market”, *Journal of Corporate Finance*, 13, 485-510.
- Atkins, A.B. and E.A. Dyl (1997), “Transactions Costs and Holding Periods for Common Stocks”, *Journal of Finance*, 52(1), 309-326.
- Baker, M., and J. Wurgler (2004a), “A Catering Theory of Dividends”, *Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165.

- Banerjee, S., V.A. Gatchev, and P.A. Spindt (2007), "Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2), 369-398.
- Barclay, M.J., C.G. Holderness, and D.P. Sheehan (2007), "Private Placements and Managerial Entrenchment", *Journal of Corporate Finance*, 13, 461-484.
- Barclay, M.J., C.G. Holderness, and D. P. Sheehan (2009), "Dividends and Corporate Shareholders", *Review of Financial Studies*, 22, 2423-2455.
- Barclay, M.J. and C.W. Smith, Jr. (1998), "Corporate Payout Policy", *Journal of Financial Economics*, 22, 61-82.
- Brav, A., J. Graham, C. Harvey, and R. Michaely (2005), "Payout Policy in the 21st Century", *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
- Brennan, M. J. and H. Cao (1997), "International Portfolio Investment Flows", *Journal of Finance*, 52, 1851-1880.
- Brennan, M.J. and A.V. Thakor (1990), "Shareholder Preference and Dividend Policy", *Journal of Finance*, 45, 993-1018.
- Brickley, J.A., R.C. Lease and C.W. Smith (1988), "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments", *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.
- Brockman, P., J.S. Howe, and S. Mortal (2008), "Stock Market Liquidity and the Decision to Repurchase", *Journal of Corporate Finance*, 14, 446-459.
- Borokhovichi, K.A., K. Brunarski, Y.S. Harman and R. Parrino (2006), "Variation in the Monitoring Incentives of Outside Stockholders", *Journal of Law and Economics*, 49(2), 651-680.
- Chen, X., J. Harford and K. Li (2007), "Monitoring: Which Institutions Matter?", *Journal of Financial Economics*, 86(2), 279-305.
- Chou, D., M. Gombola, and F. Liu (2009), "Long-run Underperformance Following Private Equity Placements: The Role of Growth Opportunities", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, 1113-1128.
- Crutchley, C.E., M.R. Jensen, J.S. Jahera, and J.E. Raymond (1999), "Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making: The Role of Institutional Ownership", *International Review of Financial Analysis*, 8, 177-197.
- Dahlquist, M. and G. Robertsson (2001), "Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics", *Journal of Financial Economics*, 59(3), 413-440.
- Dann, L.Y., and H. DeAngelo (1988), "Corporate Finance Policy and Corporate Control: a Study of Defensive Adjustment in Asset and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 20, 87-127.
- Del Guercio, D. (1996), "The Distorting Effect of the Prudent-man Laws on Institutional Equity Investments", *Journal of Financial Economics*, 40(1), 31-62.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D.J. Skinner (2004), "Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings", *Journal of Financial Economics*, 72, 425-456.
- Demsetz, H. and B. Villalonga (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-223.
- Desai, M.A. and L. Jin (2011), "Institutional Tax Clienteles and Payout Policy", *Journal of Financial Economics*, 100, 68-84.
- Fama, E.F., and J.D. Macbeth (1973), "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests", *Journal of Political Economy*, 81(3), 607-636.
- Fama, E. and K. French (2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay", *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
- Ferreira, M.A. and P. Matos (2008), "The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors around the World", *Journal of Financial Economics*, 88, 499-533.
- Flath, D. (1993), "Shareholding in the Keiretsu, Japan's Financial Groups", *Review of Economics and Statistics*, 75(2), 249-257
- Franks, J., C. Mayer, and H. Miyajima (2014), "The Ownership of Japanese Corporations in the 20th Century", *Review of Financial Studies*, 27(9), 2580-2625.
- Frankfurter, G.M. and B.G. Wood (2003), *Dividend Policy: Theory and Practice*, Academic Press, San Diego.

- French, K. and J. Poterba (1991), "Investor Diversification and International Equity Markets", *American Economic Review*, 81, 222-226.
- Gaspar, J., M. Massa, P. Matos, R. Patgiri, and Z. Rehman (2013), "Payout Policy Choices and Shareholder Investment Horizons", *Review of Finance*, 17, 261-320.
- Giannetti, M. and A. Simonov (2006), "Which Investors Fear Expropriation? Evidence from Investors' Portfolio Choices", *Journal of Finance*, 61(3), 1507-1547
- Gompers, P.A. and A. Metrick (2001), "Institutional Investors and Equity Prices", *Journal of Quantitative Economics*, 116, 229-259.
- Grinstein, Y. and R. Michaely (2005), "Institutional Holdings and Payout Policy", *Journal of Finance*, 60, 1389-1426.
- Grullon, G. and R. Michaely (2002), "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis", *Journal of Finance*, 57, 1649-1684.
- Gugler, K. (2003), "Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment", *Journal of Banking and Finance*, 27, 1297-1321.
- Grullon, G. and R. Michaely (2002), "Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis", *Journal of Finance* 57, 1649-1684.
- Hertzel, M., M. Lemmon, J.S. Linck, and L. Rees (2002), "Long-run Performance Following Private Placements of Equity", *Journal of Finance*, 57, 2595-2617.
- Hertzel, M. and R.L. Smith (1993), "Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately", *Journal of Finance*, 48, 2, 459-485.
- Hiraki, T., H. Inoue, A. Ito, F. Kuroki, and H. Masuda. (2003), "Corporate Governance and Firm Value in Japan: Evidence from 1985 to 1998", *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(3), 239-265.
- Hiraki, T., A. Ito, and F. Kuroki (2003), "Investor Familiarity and Home Bias: Japanese Evidence", *Asia-Pacific Financial Markets*, 10, 281-300.
- Inoue, K., H.K. Kato and M. Bremer (2008), "Corporate Restructuring in Japan: Who Monitors the Monitor?", *Journal of Banking and Finance*, 32, 2628-2635.
- Jacoby, S.M. (2009), "Foreign Investors and Corporate Governance in Japan: The Case of CalPERS", in Whittaker, D. H. and S. F. Deakin (eds), *Corporate Governance and Managerial Reform in Japan*, Oxford University Press, 99-133.
- Jagannathan, M., C.P. Clifford, and M.S. Weisbach (2000), "Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases", *Journal of Financial Economics*, 57, 355-384.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 5-360.
- Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, R., D. Solberg, and T. Zorn (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247-263.
- Jeon, J., C. Lee, and C.M. Moffett (2011), "Effects of Foreign Ownership on Payout Policy: Evidence from the Korean Market", *Journal of Financial Markets*, 14, 344-375.
- Jiang, Z., K.A. Kim, E. Lie, and S. Yang (2013), "Share Repurchases, Catering, and Dividend Substitution", *Journal of Corporate Finance*, 21, 36-50.
- Kang, J and R. Stulz (1996), "How Different is Japanese Corporate Finance? An Investigation of the Information Content of New Securities Issues", *Review of Financial Studies*, 9(1), 109-139.
- Kang, J. and R. Stulz (1997), "Why is there a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan", *Journal of Financial Economics*, 46, 3-28.
- Khan, T. (2006), "Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data", *The Economic Journal*, 116, 172-189.
- Korkeamaki, T., E. Liljeblom, and D. Pasternack (2010), "Tax Reform and Payout Policy: Do Shareholder Clienteles or Payout Policy Adjust?", *Journal of Corporate Finance*, 16, 572-587.
- Kato, K and J.S. Shallheim (1993), "Private Equity Financings in Japan and Corporate Grouping (*Keiretsu*)", *Pacific-Basin Finance Journal*, 1, 287-307.
- Krishnamurthy, S., P. Spindst, V. Subramaniam, and T. Woidtke (2005), "Does Investor Identity Matter in Equity Issues? Evidence from Private Placements", *Journal of Intermediation*, 14, 210-238.

- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny (2000), “Agency Problems and Dividend Policies around the World”, *Journal of Finance*, 55, 1-33.
- Leuz, C., K.V. Lins and F.E. Warnock (2009), “Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms?”, *Review of Financial Studies*, 22(8), 3245-3285
- Leland, H.E., and D.H. Pyle (1977), “Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation”, *Journal of Finance*, 32, 371-387.
- Lucas, D.J. and R.L. McDonald (1998), “Shareholder Heterogeneity, Adverse Selection, and Payout Policy”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(2), 233-253.
- Mayer, C. (2013), *Firm Commitment: Why the Corporation is Failing us and How to Restore Trust in it*, Oxford University Press (宮島英昭監訳, 清水真人・河西卓弥訳『ファームコミットメント：信頼できる株式会社をつくる』NTT出版, 2014年)。
- McConnell, J.J. and H. Servaes (1990), “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Merton, R., (1987), “A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information”, *Journal of Finance*, 42, 483-510.
- Miller, M.H. and F. Modigliani (1961), “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”, *Journal of Business*, 34, 411-33.
- Morck, R. and M. Nakamura (2000), “Japanese Corporate Governance and Macroeconomic Problems”, *Working Papers (Harvard Institute of Economic Research)*, Number 1893.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny (1988), “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Miyajima, H. and F. Kuroki (2007), “The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications” in Aoki, M, G. Jackson and H. Miyajima (eds.) *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press, 79-124.
- Myers, S.C. and N. Majluf (1984), “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Rubin, A. and D.R. Smith (2009), “Institutional Ownership, Volatility and Dividends”, *Journal of Banking & Finance*, 33, 627-639.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny (1986), “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Short, H., H. Zhang, and K. Keasey (2002), “The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership”, *Journal of Corporate Finance*, 8, 105-122.
- Skinner, D.J. (2008), “The Evolving Relation between Earnings, Dividends, and Stock Repurchases”, *Journal of Financial Economics*, 87, 582-609.
- Truong, T. and R. Heaney (2007), “Largest Shareholder and Dividend Policy around the World”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47, 667-687.
- Wruck, K.H. (1989), “Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Finance”, *Journal of Financial Economics*, 23, 1, pp.3-28.
- Wruck, K.H. and Y. Wu (2009), “Relationships, Corporate Governance, and Performance: Evidence from Private Placements of Common Stock”, *Journal of Corporate Finance*, 15, pp.30-47.
- Wu, Y. (2004), “The Choice of Equity Selling Mechanisms”, *Journal of Financial Economics*, 74, 93-119.

謝辞

本博士論文の執筆にあたり、宮島英昭氏（早稲田大学）、井上光太郎氏（東京工業大学）、鈴木一功氏（早稲田大学）、広田真一氏（早稲田大学）から大変貴重な指導を頂いた。皆様に感謝申し上げます。

