

保田 隆明 提出

## 博士学位申請論文審査報告書

論文題目

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 提出  
博士学位申請論文審査報告書

『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』

I 本論文の主旨と構成

1. 本論文の主旨

本論文は、日本企業の財務戦略と株式所有構造の財務戦略に対する影響を、多面的・包括的に分析したものである。近年の日本企業の資金調達の間接金融から直接金融にシフトし、それと並行して、企業の株式所有構造は、銀行や事業法人などの内部者中心の構造から内外の機関投資家などの外部者中心の構造に大きく移行した。こうした背景の下で、企業経営者は、株式価値への配慮をより強く求められ、その財務政策の選択において、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設計の重要性が以前にも増して高まっている。また、株式の所有構造の大幅な変化は、企業の財務戦略に影響を及ぼし、さらに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。本論文は、こうした問題意識から、第三者割当増資、配当・自社株買いなどのペイアウト政策、機関投資家の投資行動とそのパフォーマンスへの影響という3つの問題を取り上げ、これまでの先行研究の批判的な検討の上に立って、独自のデータベースを構築し、精密な分析を進めた。

本論文の背後にある申請者の主導的な観点は、企業と株主の関係は、建設的かつサステイナブルなものを構築することが望ましいという点にあり、その条件として、①企業経営者は安易に株主利益を毀損しないということ、②企業と株主の対話、あるいは、株主の意向を汲んだ財務戦略の遂行、③株主が企業の業績向上に資するガバナンス行動を取ること、の3点が重視される。本論文は、この3つの条件を検証する形で構成されている。

本論文の第1の主題は、経営者による株主利益毀損リスクの検証であり、エクイティファイナンス、とくに第三者割当増資が主たる分析対象である。第三者割当増資に注目するのは、エクイティファイナンスの中でも、第三者割当増資が、引受投資家と発行企業がクローズドな環境で内容を決めることができるため、特定の株主への利益供与や株主間の利益移転につながりやすいからである。実際、2000年代には新興市場を中心に、引受投資家のみが潤い、一般株主の利益は毀損されるような第三者割当増資が相次いで実施された。それを受けてわが国では、2009年に大規模な第三者割当増資に対して規制が導入されることとなった。

以上の背景の下で、これまで、わが国では第三者割当増資に対して否定的な評価（悪玉論）が支配的であったが、本論文第1部では、こうした通説的理解の根拠を綿密に検討しながら、その

再検討を試みた。分析は、第三者割当増資におけるアナウンスメントリターンと、増資後のパフォーマンスの検証からなる。

前者を対象とする第1章の分析では、具体的には、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累積超過株式収益率(CAR)をイベントスタディの手法によって検証した。その最大の特色は、Krishnamurthy et al. (2005)やBarclay et al. (2007)にならって、第三者割当増資における引受投資家の種別、属性を、4つのカテゴリーに区分し、それを利用して、モニタリング仮説、レスキュー仮説、内部者引受による保証効果あるいはエンブレチメント効果を厳密にテストした点にある。その結果、発表日前後に経済的に有意なプラスのCAR(4.6%)が確認されること、特に筆頭引受投資家の引受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期待できる案件では、よりポジティブに反応するという重要な事実を見出した。一方、業績不振・財務危機企業ではCAR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って株価が上昇するというしばしば有力視される保証仮説については、現実には妥当しないことを示した。

第三者割当に関するいま一つの分析課題は、第三者割当増資と、その後のパフォーマンスの関係の解明である(第2章)。分析サンプルとしては、第1章と同じく、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を取り上げ、増資後の株価および業績のパフォーマンスに関する実証分析を試みた。こうした第三者割当増資後の中長期パフォーマンスに関する実証分析はわが国では初めての試みである。この分析から、わが国の第三者割当増資後の株価は、米国とは異なり、全サンプルの平均で見た場合アンダーパフォームするとは言えないという注目すべき結果を示した。また、第三者割当増資のタイプを独自に分類し、このカテゴリー別の分析から、引受投資家との間でシナジーの発生が見込まれる案件ではアンダーパフォーマンスは確認できず、シナジーの薄い案件でのみアンダーパフォーマンスが確認されるという事実を発見し、そこから、中途半端な第三者割当増資については市場から評価されていないという重要な見方を提示している。

本論文の第2の主題は、企業と株主の対話、あるいは、株主の意向を汲んだ財務戦略の遂行が実現されているかを解明する点にあり、配当・自社株買いなどのペイアウトに対する株式所有構造の影響を解明することによってこの課題に接近した(第2部)。ペイアウトに注目するのは、企業経営者にとって、株主と中長期の良好な関係性を維持することが重要であるとすれば、そのためには、企業はある程度は株主の意向に沿った財務戦略を模索するはずであり、その主要な戦略選択の一つがこのペイアウト政策であるからである。

第2部の分析は、株式の流動性と株主の流動性選好の度合いによって企業の還元政策が影響を受けるか否かの分析(第3章)と、近年日本企業で急速に増加する機関投資家による株式保有比率がペイアウト政策に与える影響の分析(第4章)からなる。

前者の分析の大きな特色は、Banerjee et al. (2007)、Brockman et al. (2008)が米国の分析で提示した流動性に対する注目である。この視点は、わが国企業のペイアウト政策の実証分析の中では、これまで試みられてこなかったユニークな視角である。この視点からの丹念な実証を通じて、事前の流動性が高い企業ほど市場買付による自社株買いを実施し、総株主還元金額に占める割合も高いこと、また、投資期間の短い、流動性を重視する株主が多い企業ほど自社株買いに積極的であることを明らかとする一方、自社株買いが日本企業の一部でしか実施されない背景には、株式相互持ち合いなど、流動性を制約する日本固有の株式保有構造の影響が考えられることを指摘した。こうした分析の意義は、わが国におけるペイアウトでは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明確に解明し、さらに、企業に対してはペイアウトにおいて自社株買いの選択肢を機能させ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点に求められる。

ペイアウト政策に関するいま一つの分析課題は、わが国企業の機関投資家による株式保有比率がペイアウト政策に与える影響であった。この点について、本論文は、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を独自に構築し、分析を進めた。海外機関投資家が配当政策に与える影響は、例えば、佐々木 (2010) などが指摘しているが、本論文の分析は、Jeon et al. (2012) に倣って配当と自社株買いの選択をも明示的に考慮した点に大きな貢献がある。また、株式保有期間まで踏み込んだ分析は、単に配当政策の分析にとどまらず、企業行動と所有構造との関係の解明を試みたこれまでの実証分析の中でも、はじめての試みといえる。そこから得られた主要な結果は以下の2点にある。

第1に、機関投資家を国内系、海外系に分けると、海外機関投資家の持分割合が高い企業では配当に積極的であり、国内機関投資家の持分割合が高い企業では自社株買いに積極的である。第2に、機関投資家の投資ホライズンが企業のペイアウト政策に影響を与えている可能性を見出したことである。具体的には投資ホライズンの長い(短い)機関投資家の保有割合が高い企業では配当(自社株買い)に積極的となる。これらについて、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との解釈を示した。

第3の主題は、近年大きく変容した株式所有構造と企業パフォーマンスの関係である。内外機関投資家の株式保有の劇的な増加は、メインバンク制の後退と並んで、日本企業の統治構造における近年の最大の変化の一つである。本論文第5章では、こうした株式所有構造の急速な変化が企業パフォーマンスに与える影響を解明した。株主、特に株主利益の最大化を唯一の保有の動機とする機関投資家がわが国でも実際に企業統治に効果を持ち始めたか否かに解答を与えることが分析の狙いである。1990-2008年度について大株主名簿に遡及して、可能な限り株主の属性を特定した包括的なデータベースに基づき、Del Guercio (1996)、Gompers and Metrick (2003)、Ferreira and Matos (2008)の手法を踏襲した変数設計・計量分析を通じて、本章は次の点を示した。

第1に、銘柄選択において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。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。第2に、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。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。最後に、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。

以上の分析は、同様の分析を試みた先行研究である宮島・新田（2011）に対しては、内外機関投資家のガバナンスへの関与を、金融機関（銀行・生命保険会社）と対比して分析を進めた点、株価や企業価値への影響の分析をも試みている点に優位性がある。また、提示された分析結果は、たとえば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という意味で、株主の企業統治効果を支持する重要な結果といえることができる。

最後に、終章では、2000年代の企業と株主の関係に関して、日本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の見方を提示した。

本論文は、以上の通り、第三者割当増資における大株主のモニタリング効果、ペイアウト政策の決定における流動性、並びに株主構造の重要性、機関投資家のガバナンス効果など、多くの新たな事実を発見する一方、今後の企業の財務政策を検討する上でも重要な実践的含意を引き出している。

## 2. 本論文の構成

本論文の構成は、以下の通りである。

序章：はじめに

第1部：エクイティファイナンスに関する実証分析

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～

1.1 はじめに

## 1.2 第三者割当増資に関する先行研究と分析モデル

### 1.2.1 モニタリング仮説

### 1.2.2 シナジー仮説

### 1.2.3 保証（Certification）仮説

### 1.2.4 エントレンチメント仮説

### 1.2.5 日本における先行研究

### 1.2.6 本章での仮説と分析モデル

## 1.3 本研究で使用されるデータとその属性

### 1.3.1 第三者割当増資を実施した企業と投資家の関係、およびその目的

### 1.3.2 サンプルの記述統計

## 1.4 CAR（超過株式投資収益率）のカテゴリ別の分析

### 1.4.1 ディスカウント率を調整した CAR：情報効果を測定

### 1.4.2 カテゴリ別の分析

### 1.4.3 クロスセクションによる回帰分析

## 1.5 結論

## 2 章 第三者割当増資の中長期パフォーマンスの実証分析～大株主によるモニタリング効果の検証～

### 2.1 はじめに

### 2.2 先行研究と本章での仮説と分析モデル

#### 2.2.1 投資家による過度の楽観視仮説

#### 2.2.2 投資家種別、企業属性による増資後パフォーマンスの違い

#### 2.2.3 本章での仮説

### 2.3 本研究で使用されるデータと分析手法

### 2.4 分析結果

#### 2.4.1 株価パフォーマンス

#### 2.4.2 業績パフォーマンス

### 2.5 結論

## 第2部：ペイアウトと株式所有構造に関する実証分析

## 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～

### 3.1 はじめに

## 3.2 先行研究・仮説・検証方法

### 3.2.1 配当と自社株買いの選択についての仮説と先行研究

### 3.2.2 流動性と自社株買いに関する仮説と先行研究

### 3.2.3 投資ホライズンと自社株買いの関係

## 3.3 本研究で使用されるデータと実証分析方法

### 3.3.1 日本における株主還元（配当および自社株買い）の実施状況

### 3.3.2 データと分析手法

### 3.3.3 説明変数

### 3.3.4 記述統計データ

## 3.4 回帰分析の結果と解釈

### 3.4.1 市場買付による自社株買いの開始と流動性の関係

### 3.4.2 市場買付による自社株買いの金額、ペイアウト総額に占める割合と流動性の関係

## 3.5 結論

## 4章 株式所有構造とペイアウト政策の関係性～顧客効果仮説の検証～

### 4.1 はじめに

### 4.2 本研究での仮説の設定

#### 4.2.1 海外機関投資家と国内機関投資家での違いがペイアウト政策に与える影響：情報の非対称性

#### 4.2.2 機関投資家の投資ホライズンがペイアウト政策に与える影響：取引コスト

### 4.3 使用するデータとリサーチデザイン

### 4.4 分析の結果と解釈

### 4.5 結論

## 第3部：株式所有構造と企業パフォーマンス

## 5章 株式所有構造と企業統治を通じた企業パフォーマンスの関係性～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～

### 5.1 はじめに

### 5.2 わが国企業の株式所有構造の変化およびその背景：事実の様式化

#### 5.2.1 持ち合いの解消と機関投資家の増加

#### 5.2.2 株式所有構造の多様化

### 5.3 機関投資家および銀行・保険会社の銘柄選択

#### 5.3.1 銘柄選択基準

- 5.3.2 分析モデル
- 5.3.3 分析結果
- 5.4 機関投資家と株式投資収益率
  - 5.4.1 株式保有が株式収益率に与える影響
  - 5.4.2 機関投資家による株式保有と株式収益率の関係
- 5.5 機関投資家の株式保有によるモニタリング効果
  - 5.5.1 企業価値への影響
  - 5.5.2 業績および将来投資への影響
- 5.6 結論と展望

終章：まとめ

参考文献

## II 本論文の概要

以上のような構成を持つ本論文の内容は以下の通りである。

**序章**では、本論文の背後にある問題意識と検討課題が設定されている。企業と株主の関係は、「建設的かつサステナブル」であることが望ましく、この関係の維持に、①企業経営者が株主の利益を棄損しないこと、②株主との対話、株主意向を重視した財務戦略を実施すること、③株主が企業業績の向上に貢献する財務政策を選択することが条件になるという、本論文を構成する視点が明示され、研究史との関係を含め上記の3つの視点が明確に説明される。

第1部の課題は、エクイティファイナンスに関する実証分析にあり、第三者割当増資を主たる分析対象とした。

**第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」**では、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、最適な規制の在り方についての示唆を得ることを目的とした。

わが国の第三者割当増資に関する先行研究では、短期の株式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る状況ではない。本章の分析では、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析することで、その要因を解明しようとするものである。仮説としては以下の4つ、すなわち、レスキュー仮説（財務体質改善効果）、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）、モニタリング仮説、シナジー仮説を設定した。これに従い、まず、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の違いを検証した。最後に CAR の決定要因を解明するために重回帰分析を試みた。

分析結果は、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。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を示した。

なお、業績不振企業では株式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が、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 trenchment が発生している状況でもないことを確認した。

**第 2 章「第三者割当増資の中長期パフォーマンスの実証分析」**の課題は、1 章に引き続き、第三者割当増資に関して、その増資後のパフォーマンスを検証することによって、第三者割当増資を客観的に評価することにあつた。本章の分析上の特色は、それぞれ引受投資家の種別、属性に応じて詳細に分析を進めた点にある。

分析対象サンプルは 1 章同様であり、具体的な分析としては、以下の 2 つを行っている。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の分析である。ともに先行研究同様、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。株価パフォーマンスの分析に関しては、3 年間の Buy and hold abnormal return (BHAR) を計測した。業績は第三者割当増資の前後 3 カ年の間の ROA および総資産営業利益率である。

分析結果からは、わが国では米国で見られるような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。第三者割当増資実施企業の増資後の業績については、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い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指摘できる。

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視が長期株価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つたが、本論文における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。

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という興味深い結果を得ている。

以上の分析結果からは、明確なシナジーや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判明した。1章の分析結果と合わせて考えると、第三者割当増資に対しては、一律の規制は副作用が大きいため、今後は、案件ごとにその内容を精査することが可能な、一律の規制で対応する以外の方法を検討してみる必要があるとの政策的含意を引き出した。

第2部は、ペイアウトと株式所有構造に関する分析が主題である。

**第3章「自社株買いにおける流動性仮説の検証」**では、企業のペイアウト政策の選択における「流動性仮説」の検証を行う。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乗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とんど存在しない。日本では自社株買いが実質的に解禁されてからまだ日が浅い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、本章では流動性がその一つの要因である可能性を検証した。

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(配当)を選択する傾向が流動性仮説である。また、投資ホライズン(期間)の長さによって、流動性選好が異なることが先行研究で報告されている。そこで、本章で設定する仮説は以下の二つである。

仮説1：市場流動性が高い企業ほど市場買付による自社株買いを開始する傾向にある。

仮説2：投資ホライズンが短い企業ほど市場買付による自社株買いを開始する傾向にある。

この仮説に従い、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った。

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Logit分析を行い、前年度の流動性の高い企業、投資ホライズンの短い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。次に、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としては、事前の流動性と、株主構成に起因する投資ホライズン(期間)が重要であることを意味する。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を示唆する。

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では、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を重要視していることが明らかとされていたが、本章の分析結果はそのような経営陣の認識を実証分析で確認した。また、

同サーベイでは、株主構成が自社株買いに影響を与えることが示唆されていたが、本章の分析ではその点をも裏付けている。

本論文の分析結果は、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。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が本章の分析結果により明らかとなった。

第4章「株式所有構造とペイアウト政策の関係性」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が企業のペイアウト政策に与える影響が明らかにされる。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高まり、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。従って、ペイアウト政策においても顧客効果がより働きやすい状況が以前に比べると形成されていると考えられる。

こうした想定のもと、本章では、主にペイアウト政策に影響を与えうる2つの要因を検証する。ひとつは海外機関投資家と国内機関投資家の持分割合、もう一つは機関投資家の投資ホライズンの違いがペイアウト政策に与える影響である。実証的には、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。主要な結果は以下の2点である。

第1に、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。海外機関投資家については、それが直面する情報の非対称性に起因する自社株買いの逆選択問題ゆえのものであると考えられる。投資ホライズンが長い機関投資家については、自社株買いが割高な株価で実施される際に希薄化コストを負担することになるため、投資先企業に配当を要求することを示唆する。

第2に、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。

投資収益を最大の投資目的とする機関投資家が、日本の株式所有構造において所有割合を増加

させているという事実は、日本における新たな経営の規律のメカニズムの形成を意味するのだろうか。第5章「株式所有構造と企業統治を通じた企業パフォーマンスの関係性」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。

第1の分析は、保有主体別の銘柄選択行動である。分析結果は金融機関（銀行・保険会社）の投資行動は、流動性が低く、質の低い企業への投資を継続している。日本の銀行・保険会社の株式の保有動機はいぜん投資収益の最大化ではなく、取引関係の維持にある。機関投資家に関しては、投資収益の最大化を目的としていることが確認できた。また、海外機関投資家には、2000年代初頭までは、取締役会規模、2000年以降は、社外取締役会の導入などガバナンス特性に対する選好が確認されるのに対して、国内機関投資家はそうした傾向は確認できない。海外機関投資家が、統治制度改革の一つの機動力であるという見方と整合的である。

第2の分析は、内外の機関投資家の投資行動が株価に与えた実質的な影響とその要因を解明することである。機関投資家の保有比率が上昇すると株式投資収益率に一貫してプラスの影響があることが確認された。また、分析によれば、業績の高い企業を機関投資家が選好するという逆の因果関係を慎重に考慮しても、トービンのQで測った企業価値も財務的な企業業績（ROA）も、海外機関投資家、国内機関投資家の保有比率の水準に対して正の関係にあった。その経路の解明は今後の分析課題であるが、内外の機関投資家の保有は、その増加がバイアスをともなう投資行動の結果であるとしても、いったん増加すれば退出と発言の圧力を介して、ガバナンス効果を果たしている可能性が高い。すなわち、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、内外機関投資家による株式保有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。

終章では、本論文全体の結論として、①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、②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、③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ことが改めて強調されている。

### III 審査要旨

以上、本論文の趣旨、その構成及び内容の概要について述べたが、その審査結果は大要以下のとおりである。

## 1. 本論文の長所

(1) 本論文は、全 5 章を通じて、独自に構築された企業レベルのデータと厳密な計量的手法に基づき、企業金融の中心的な問題（第三者割当増資、配当政策の決定要因、並びに、株式所有構造の企業の財務戦略・パフォーマンスへの影響）を包括的、多面的に解明しており、その実証分析の水準は高く、その実証成果の学術的貢献は大きい。

(2) 具体的貢献としては、第 1 に、これまで否定的な見解が支配的であった第三者割当増資について精緻な分析を通じて、新たな見方を提示した。特に、第三者割当増資に関する発表日前後の累積超過株式収益率（CAR）をイベントスタディの手法によって解明し、筆頭引受投資家の引受割合や持分の増分が高い案件、また、引受投資家との間でシナジーの期待できる案件で株価がよりポジティブに反応することを見出した点の貢献は大きい。また、同じく第三者割当増資に関して、増資後の株価および業績のパフォーマンスに関しての分析を行い、わが国では第三者割当増資後の株価は米国とは異なりアンダーパフォームするとは言えないことを初めて明らかとした。既存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、丹念な実証分析を通じて、株主利益に資する第三者割当増資のタイプを特定した点にも研究上の大きな貢献を見出すことができる。また、こうした事実発見は、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点で、第三者割当増資をめぐる最適な規制の在り方についても重要な示唆を与えている。

(3) 第 2 に、従来も多くの研究が行われていた企業のペイアウト政策の決定要因に関して、流動性と、株主構成という新たな視角から分析を試みた。企業の還元政策と、株式の流動性と株主の流動性選好の度合いとの関係の分析では、事前の流動性が高い企業ほど市場買付による自社株買いを実施し、また、投資期間の短い、流動性を重視する株主が多い企業ほど自社株買いに積極的であるという新たな発見を提示した。さらに、機関投資家による株式保有比率がペイアウト政策に与える影響を包括的に分析している点の意義も大きい。①海外機関投資家の持分割合が高い企業では配当に積極的であるのに対して、国内機関投資家の持分割合が高い企業では自社株買いに積極的であること、②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という新たな事実を発見した。本稿が、株主構成、及び、投資ホライズンが企業のペイアウト政策に影響を与えている可能性を見出したことの意義は大きく、投資ホライズンを明示的に考慮した分析はわが国では初めてのものといってよい。

(4) 最後に、1990-2008 年度について、可能な限り株主の属性を特定した包括的なデータベースに基づき、①各機関投資家の銘柄選択と②その株式収益率、企業業績に与える影響とを丹念に分析した。最も重要な貢献は、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くとしても、いったん内外機関投資家の保有比率が上昇すれば、高い機関投資家の保有は、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という見方を実証的に示

したことである。従来のメインバンク制が後退し、機関投資家の地位が上昇する中で、日本企業の企業統治の今後の進化、望ましい方向についての議論が高まっているが、本論文は、そうした論議に対しても重要な貢献を果たすことが期待できる。

## 2. 本論文の短所

しかし、本論文には、以下の短所も見られる。

(1) 第1部に関しては、米国とは異なって、日本の第三者割当増資後の株価は、アンダーパフォームするとは言えないことを解明したのは重要な貢献であったが、どうして日・米の間でこうした差が生ずるかについては、依然として疑問が残った。また、しばしば指摘される第三者割当増資の問題点は、主として新興企業で発生している可能性があるが、本論文では、分析が東証1部上場企業に限られているため、新興企業の問題が直接分析されていない。今後、この点を改善することが望まれる。

(2) 第2部のペイアウトの分析では、株式保有比率がペイアウト政策に与える効果（顧客効果）を明確に提示した点に大きな貢献がある。ただ、機関投資家の株主保有については、合計された保有比率による分析に終始し、投資家の保有割合（ブロック保有）の役割までは、分析が進められていない。また、保有期間については、利用したデータ（FactSet）の分類に強く依存しているため、さらに立ち入った追試・検討が必要であろう。さらに、ここで発見された顧客効果が、他の財務戦略（資金調達手段、リスクプロファイル）やガバナンス体制の選択においても影響している可能性が考えられ、今後、こうした点にまで分析が拡充されることが望まれる。

(3) 第3部の分析では、海外機関投資家の投資行動や、そのパフォーマンス効果が明確に解明されたが、その経路に関していまだ十分に明らかにされていない。実証分析の結果は、機関投資家の銘柄選択の理由は、多くのバイアスを伴うものの、いったん株式保有が増加すれば、企業パフォーマンスの向上効果を持つという点にあったが、こうした効果を持つ経路（発言か退出か）の分析はいまだ残された問題である。日本では機関投資家のアクティビズム（発言）が弱い点では、研究者間にほぼ認識の一致があり、機関投資家の行動の「需要ショックの側面」を強調する本章の分析内容は、退出によるガバナンス効果を予想させるが、十分に明示的に分析されているわけではない。

(4) 実証分析の推計期間は、1997-2007年を含む点では各章とも一致しているが、第1・2章が1990年度から2007年度まで、第3・4章が1997年度から2008年度まで、第5章が1990年度から2008年度までと、微妙にずれている。基本的な論旨に齟齬を生み出すほどの差とは見られないが、2009年度以降の分析の拡張を含めて、計測期間を統一することは今後の課題であろう。

### 3. 結論

以上の短所が指摘できるものの、いずれの点も問題は軽微にとどまるか、今後の研究課題とすべきものである。また、企業金融研究の中心的問題を精緻に解明し、多くの理論的・実践的含意を持つ新たな事実を発見した本論文は、そうした短所を補って余りある内容と独自性を持つといえる。企業の最適な財務政策、株主の企業への適切な関与と、企業の最適な株式所有構造の決定といった問題は、引き続きいっそうの解明が期待されており、本論文の成果を発展させていく機会は大いと考えられる。

本論文提出者・保田隆明は、本学商学部を1998年3月に卒業し、同年4月よりリーマンブラザー証券会社東京支店に入社、2002年6月にUBS証券会社東京支店に転じて2004年2月まで勤務した。両社は投資銀行であり、この間に企業金融に関する実務に従事した。本論文の主題である企業の資金調達行動、ペイアウト政策、及び、機関投資家の投資行動の分析にあたって、この時期の実務経験が十分に生かされている。その後、2004年3月にソーシャルネットワーキングサービスを運営する企業を興し、同年12月に同社を売却した。2005年からはネットエイジキャピタルパートナーズ株式会社に勤務し、ベンチャーキャピタルファンドの組成および運営に携わり、その後、2006年1月から2010年3月までは財務コンサルタントとして主にベンチャー企業の資金調達戦略のアドバイザー業務を手掛けた。2008年4月に早稲田大学大学院ファイナンス研究科に入学し、コーポレートファイナンスなどを習得し、2010年3月にファイナンス修士（専門職）を取得した。同研究科では成績優秀者として表彰されている。その後、直ちに本論文研究のため早稲田大学商学研究科博士後期課程へ進学した。本研究科では、宮島研究室に所属して企業金融・コーポレートガバナンスの実証分析に関する学習を深め、2015年6月に本論文を提出した。

この間、本論文提出者・保田隆明は、日本ファイナンス学会、日本経営財務研究学会、日本経済学会などに参加し、研究報告や論文投稿を重ねてきた。本博士論文の中核をなす諸論文は、日本経済学会、日本経営財務研究学会、日本ファイナンス学会などで報告され、そこでの多くのコメントを基に改訂を積み重ねたものである。また、第4章を除く各論文の中心部分は、「証券アナリストジャーナル」、「フィナンシャル・レビュー」、「経営財務研究」などに公刊され、すでに高い学術的評価を得ている。なお、本博士論文に収録されていないが、同氏は2009年3月より2010年3月まで金融庁金融研究センター専門研究員として、株式公開や新興市場に関する研究を行っていたが、その間の研究をもとにした新興市場に関する共著論文は、2012年に日本ベンチャー学会賞を受賞している。

教育活動では、2010年から小樽商科大学大学院商学研究科に奉職し、コーポレートファイナンスを講じた。その後、昭和女子大学グローバルビジネス学部を経て、現在、神戸大学大学院経営学研究科に異動し、アントレプレナーファイナンスを担当している。また、独立行政法人・経

済産業研究所（RIETI）の企業統治分析のフロンティア研究会委員などを務めるなど、実務・学術の両面で積極的な活動を展開している。ビジネス経験を兼備した気鋭の研究者として、今後の活躍が大いに期待されている。

以上の審査結果にもとづき、本論文の提出者 保田隆明には「博士（商学）早稲田大学」の学位を受ける十分な資格があると認められる。

2016年1月12日

審査員

(主査)	早稲田大学教授	博士（商学）早稲田大学	宮島英昭
	早稲田大学教授	博士（経済学）同志社大学	広田真一
	早稲田大学教授	博士（金融経済学） ロンドン大学（ロンドン・ビジネス スクール）	鈴木一功
	東京工業大学大学院教授	博士（経営学）筑波大学	井上光太郎