

2017 年 7 月 11 日

博士学位請求論文審査報告書

早稲田大学大学院
経済学研究科長 船木由喜彦 殿

主査 小倉義明（早稲田大学政治経済学術院教授 Ph.D. in Economics (Columbia University)）

副査 近藤康之（早稲田大学政治経済学術院教授 博士（社会経済）（筑波大学））
鈴木一功（早稲田大学商学学術院教授 Ph.D. in Finance (London Business School)）

学位請求者 Nguyen Duc Giang

学位請求論文 Essays on Corporate Governance in Mergers and Acquisitions

Nguyen Duc Giang 氏が早稲田大学大学院経済学研究科に提出した上記博士学位請求論文（以下、本審査論文と呼ぶ）について、2017 年 7 月 5 日（水）18 時 15 分より口頭試問を実施した。出席者は主査、副査 2 名、船木由喜彦研究科長、玉置健一郎教務主任であった。

本審査論文は以下の 4 章から構成されている。

第 1 章は導入の章である。本審査論文で展開される研究の問題意識、既存研究との関係、及びそれを踏まえた本審査論文の貢献と残された課題が概説されている。ファイナンス分野における合併・買収（Merge and Acquisition、M&A）の研究は、①M&A 公表に伴う買収企業あるいは被買収企業の株価の変化、②M&A 交渉妥結の決定要因、③買収される脅威による経営者の規律付け、の 3 点に焦点を当ててきた。本審査論文はこれらの 3 点について、主に実証的観点から新たな知見を提示するものであることが、各章の要約とともに要領よく解説されている。

第 2 章“CEO Learning and Takeover Success”は、米国の M&A データに買収企業側の最高経営責任者（CEO）の経歴等個人情報を接続したデータベースを用いた計量経済分析により、CEO、あるいは CEO を代表とする経営チームの M&A 経験の多さが、合併・買収（M&A）交渉が成功裏に妥結する確率や、M&A 交渉後の株価収益率を有意に高めることを明らかにしている。このような学習効果については、Hayward (2002)など先行研究があるものの、回帰分析において学習前の CEO の能力の影響を制御していないため、能力が高く成功する見込みがあるから繰り返し M&A を行うのか、あるいは繰り返し M&A を行うことで学習した結果、成功する可能性が高くなるのか、どちらの因果性が妥当するかを検証することができていなかった。このような課題に対して、この章では、CEO にとって初めての M&A の成功確率のうち企業要因、市場要因、業界要因では説明できない部

分、つまり M&A 成功確率の回帰式の残差を学習前の能力の代理変数として用いるという、独自の手法でこの問題の克服を試みている。CEO の過去の M&A 経験回数が増えるにつれて、M&A 交渉の成功確率が高まるとともに、M&A 公表前後の株価の上昇率が改善することが、上記手法により明らかにされている。このような学習効果は、M&A における適正な価格付けにつながるとともに、「勝者の災い」の軽減を通して経済厚生の上昇につながると結論している。

第 3 章 “The Role of Independent Expert Reports in Australian M&A Market” は、オーストラリアの M&A における第三者評価制度が、買収提示価格やその後の株価収益率に与える影響を調べた研究である。被買収企業は、買収企業と比べて規模が小さく交渉力が弱いことが多いことを踏まえて、オーストラリアではこのような買収提案に対する第三者評価制度が 1980 年に導入された。買収提示価格が「neither fair nor reasonable」と第三者機関により判定された場合、買収側に買収提示額を上乗せする圧力がかかることが期待されたが、制度導入当初はそのような実効性は観察されなかった。しかし、第三者評価機関の怠慢を指摘し、これに対して損害賠償を求める裁判例（Duke Case、1998 年 1 月 30 日）が出た後は、第三者評価が実効性を持つようになったことを実証的に明らかにしている。この判決後に第三者評価機関によるレポートの語数が有意に増えていることを確認した研究（Bugeja 2004）はあるものの、これが実際の買収提示額変更に与える影響を示したものはまだない。判例成立を外生的な疑似自然実験として利用し、第三者評価の効果を巧みに検出している。この論文は、国際的学術誌 *International Review of Finance* への掲載が決まっている。

第 4 章 “Takeover Pressure and Corporate Diversification” は、公開買い付け（TOB）の脅威が、CEO による行き過ぎた事業多角化を抑制する効果を持つことを、プリンシパルエージェント理論を応用した理論分析と、米国のデータを用いた実証分析の双方から明らかにした研究である。香港中文大学で助教授を務める Nguyen Xuan Hai 氏との共著論文である。理論部分を共著者との共同で作成し、実証部分を申請者単独で作成した。事業多角化が企業価値を損ない、結果的にこのような多角化企業が公開買い付けの対象となりやすいことはこれまでの実証研究で明らかにされてきたところである。しかし、この傾向を CEO があらかじめ予測し、公開買い付けの脅威が価値毀損的多角化を抑制する効果を持つ可能性については、これまで十分には検証されてこなかった。本研究はこれまでの研究が見落としていたこの論点に焦点を当てたものとなっている。

理論部分では、報酬と部門数の大きさの両方から効用を得る CEO を想定する。役員報酬が非負であるとの現実的な制約の下では、報酬を部門数の減少関数とすることだけでは過大な事業多角化（過大な部門数）を完全には防ぐことができないことが最初に示される。しかし、この企業を買収して、CEO を交替させ、過剰な部門を売却することで企業価値を増加させることのできる買収者が存在すれば、これが CEO に対する脅威となって、上記のような過剰な多角化を防ぐことができることが示される。この結果に基づいて、「TOB の脅威が企業の部門数を減少させる」との仮説が設定される。

実証部分ではこの仮説、及びその派生的な仮説が検証されている。TOB の脅威の代理変数として用いられているのが、Bebchuk and Cohen (2003)が最初に考案し、Cain, McKeon, and Solomon (2017)によって 2013 年まで延長された、anti-takeover index である。これは、TOB を抑制するような効果を持つ 5 種類の法律 (control share acquisition, fair-price,

business combination, poison pill endorsement, constituencies statutes)のうち、制定済みのものを各州・各年について数えたものである。州により、制定の有無やタイミングに相当なばらつきがあるとともに、Cain ほか（前出）の研究により外生変数として扱うことについて相応な検証が行われている指標である。多角化の指標には、10-K レポートに記載された事業部門数、事業部門が複数であることを示すダミー変数、及び、各部門の売上高、資産それぞれを用いて計算した部門集中度（ハーフィンダール指数）を用いている。実証結果は、仮説を強く支持するものであり、TOB の脅威が CEO による企業価値毀損的な事業多角化の誘因を抑制する効果を持つことを明らかにしている。

なお、追加的な分析として、製品市場の競争、あるいは大株主や従業員持ち株会 (ESOP) などモニタリング誘因の強い株主の存在が CEO のインセンティブに対してどのような影響をもたらすかとの点についても検証している。前者については、各企業の主要業種における競争指標を用いて、競争的な業種を主たる事業部門とする企業群と、非競争的な業種を主たる事業部門とする企業群、それぞれについて回帰分析を行い、結果を比較することで確認している。いずれの企業群においても TOB の脅威は上述のような効果を持つが、特に非競争的な業種で効果が強いことから、製品市場での競争が一定のインセンティブ効果を持つとの結論を得ている。同様に、大株主や従業員持ち株会の存在も、一定のインセンティブ効果を持つとの結果を得ている。

中間報告での各章のコメントに対する対応については、以下のような説明がなされた。

第 2 章については、既存文献との違いを強調するような加筆・修正が求められていた。この点については、Introduction を加筆することで対応されている。

第 3 章については、修正は要求されていない。

第 4 章については、①理論モデルにおける仮定の直感的な説明の加筆、②自社株買いダミーの操作変数としての妥当性に関する説明の加筆、③米国の 10-K レポートにおける事業部門の表示形式や定義・産業分類に関する解説、④標本の 75%を占める単一事業部門企業に関する適切な処理の 4 点の指摘があった。①については、理論の説明に加筆することで対応されている旨の説明がされた。②については、各州の毎年の anti-takeover index を用いた回帰分析を主要な結果として示すことで、主要な結果が操作変数法に依存することを回避するような対応がなされている。この点に関しては、anti-takeover index が高い州に企業登記を移すという形で内生性の問題が依然として生じるのではないかと疑義が副査より提示された。これに対して、申請者から、Cain ほか（前出）でそのような傾向は見られないことが示されている旨の説明があった。③については、申請者から表を用いた詳細な口頭説明があった。ただし、主要学術誌に掲載されている多くの既存文献で用いられてきたものであることから、改めてこの解説を申請論文に加筆することはしていない。④については、複数部門企業であることを示すダミー変数を用いた推計を示すことで対応を試みた旨の説明があった。

以上の対応について、いずれも適切であることが、審査委員の全員一致により認められた。ただし、表番号や参考文献リストについて、誤字、脱字、記載漏れがあったため「経済学研究科 軽微訂正報告書」に記載したとおり、これらの点の訂正を指示した。

いずれの研究も、先行研究を丹念に調査・整理した上で十分に考え抜かれた実証戦略に

基づくもので、信頼性の高い実証結果を提示していると評価できる。因果関係を突き止めるための工夫に最善を尽くした跡が認められ、博士論文として十分に頑健性に配慮がなされていると評価できる。第2章では残差を活用することで、第3章では判例の成立、第4章では州ごとの法律制定という、個別企業の行動の観点からすれば外生的な疑似自然実験を活用することで、因果関係を突き止めようとしている。特に、国際的学術誌への公刊が決まっている第3章、及びそれと類似の実証戦略を採用している第4章は十分に説得的な実証戦略を採用していると評価できる。いずれの実証研究も、これまで十分に調査されてこなかった仮説を検証しようとしたものであるとともに、上記実証戦略には他の文脈で用いられた手法を巧みに組み合わせて計量経済学上の諸問題を回避する工夫も含まれており、博士論文として十分な新規性を備えた研究であると評価できる。以上より、審査委員は全員一致して、Nguyen Duc Giang 氏への博士（経済学）の学位授与に賛成するとの結論に至った。

以 上