

事業再編の阻害/促進要因は？

- 日本企業の事業再編は過小状態にあり、それが低収益の原因の一つとみられ、コングロマリットディスカウントも存在
 - 第1回研究会、事務局説明資料
 - 第1回研究会、牛島先生オピニオン
- それでは日本企業の事業再編の阻害/促進要因は何か？
 - Ikeda, Inoue, and Watanabe (2017NBER WP, 2018JJIE)
 - 2004年～14年の東証1部上場企業において、株式持合いで守られた経営者は事業再編による「選択と集中行動」を行わない
 - そうした企業はR&D投資も同様に実施しない傾向
 - 社外取締役比率が高い企業では状況が有意に改善
 - 機関投資家保有比率は特に正の効果を持たない
 - 示唆：事業再編の阻害要因はモニタリング不全であり、経営者に対するモニタリング強化が事業再編の促進に有効
- 近年のコーポレートガバナンス改革の成果は？

ガバナンス改革前後の事業再編

- 2014～15年のコーポレートガバナンス改革で事業再編の阻害/促進要因は変化したか？
 - 特に機関投資家と経営者間の対話環境の整備進む
- 2011年～18年の東証上場企業の事業再編に対する機関投資家の役割に注目（約500件の事業売却）
- 分析結果：ガバナンス改革以降の時期に、機関投資家は多角化企業の事業再編に正の効果を持つ
 - 特に海外機関投資家、アクティブファンドが相対的に強い促進効果を持つ
 - アクティブファンドはモニタリングの動機を持つ
 - パッシブファンドについては促進効果を確認できない
 - インデックス投資で銘柄選択行爲がないため、個別企業に対するモニタリング動機が低い可能性
- 社外取締役比率も、改革以降に事業再編に正の効果

事業再編実施企業の性格

- 機関投資家保有比率が高く、安定株主・銀行保有比率が低く、社外取締役比率の高い企業
- 事業売却実施企業の株価/簿価比率は相対的に高く、追い込まれて実施したとは言えない

	セグメント数	機関投資家比率	外国人投資家比率	アクティブ投資家比率	ヘッジファンド	安定株主比率	銀行保有比率	社外取締役比率	ROA	時価/簿価比率
事業売却実施企業・年	562	562	562	562	562	475	307	562	556	554
平均値	7.7	13.2	8.2	10.8	5.8	34.7	2.5	0.2	6.0	1.3
中央値	6.0	11.0	5.8	8.7	4.7	30.7	2.2	0.2	4.6	1.0
その他	21,544	21,544	21,544	21,544	21,544	18,554	12,112	21,543	21,339	21,317
平均値	4.3	8.0	4.5	6.6	3.5	41.8	3.0	0.2	6.2	1.2
中央値	3.0	4.7	1.9	3.3	1.8	42.1	2.9	0.2	5.0	1.0
(実施企業・年) - (その他)										
平均値の差	3.4	5.2	3.8	4.2	2.3	-7.1	-0.5	0.1	-0.2	0.1
t-value	13.16	1.83	10.55	9.95	10.08	-7.79	-6.48	8.95	-0.51	2.47
有意水準	***	*	***	***	***	***	***	***		**

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

機関投資家保有比率の高い企業が実施する傾向

安定株主、メインバンク保有比率の高い企業は実施しない傾向

社外取締役比率の高い企業が実施する傾向

ガバナンス改革後の要因変化

事業セグメント数4以上の上場企業 (約700社) の事業売却実施確率 (Logit回帰分析結果)

	全期間	全期間	コーポレートガバナンス改革以降			アクティブ投資家が正の効果持った
			2016年以降	2016年以降	2016年以降	
機関投資家	0.0119 (0.00972)	-0.00299 (0.0125)	0.0118 (0.0100)	0.0356** (0.0153)	-0.000834 (0.0213)	0.0343** (0.0156)
海外機関投資家		0.0280** (0.0141)			0.0652*** (0.0241)	
パッシブ投資家			0.00122 (0.0286)			0.0234 (0.0479)
ヘッジファンド	-0.0220 (0.0168)	-0.0252 (0.0168)	-0.0220 (0.0169)	-0.0849*** (0.0310)	-0.0895*** (0.0313)	-0.0860*** (0.0310)
社外取締役比率	0.118 (0.292)	0.0944 (0.293)	0.118 (0.292)	1.142* (0.616)	1.184* (0.629)	1.148* (0.618)
コントロール変数 定数	企業規模、負債比率、セグメント数、メインバンク保有比率、ストックオプション有無、ROA、時価/簿価比率					
	-4.361*** (0.582)	-4.217*** (0.583)	-4.357*** (0.586)	-4.553*** (0.940)	-4.184*** (0.949)	-4.460*** (0.961)
年・固定効果	yes	yes	yes	yes	yes	yes
産業・固定効果	yes	yes	yes	yes	yes	yes
企業・年	5,499	5,499	5,499	1,296	1,296	1,296

機関投資家が正の効果を持った

海外機関投資家が一貫して正の効果

社外取締役比率が正の効果持った

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

意見者作成：出典：Kishimoto, Ikeda, Inoue (2020 DP)

機関投資家と企業の研究開発成果

機関投資家がイノベーションに与える効果 (2004~15年: Logit回帰)

	特許出願数	特許引用数	5年後特許価値
アクティブ投資家持株比率	1.293*** (0.386)	1.428*** (0.397)	3.605*** (1.186)
パッシブ投資家持株比率	2.399 (2.477)	-1.271 (2.471)	-7.876 (8.585)
R&D/売上高	9.848*** (0.857)	9.832*** (0.879)	21.29*** (2.550)
定数	-13.94*** (3.375)	-15.92*** (3.474)	-41.72*** (12.50)
企業・年	5,173	5,173	2,922
調整R ²	0.628	0.647	0.518
コントロール変数	産業競争度、時価/簿価、現金比率、総資産、負債比率、有形固定資産比率		
年固定効果	YES	YES	YES
産業固定効果	YES	YES	YES

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

アクティブ投資家が正の効果持つ

パッシブ投資家は正の効果確認できない

- 機関投資家の影響は短期的に強いが、長期にわたる影響は？
- アクティブ投資家は製造業のR&D成果に正の効果を持つ
 - 因果も確認
- 外国人機関投資家は、創業初期から保有している企業に正の効果を持つ

5年後特許価値：IP Business Information社の評価価値

意見者作成：出典：Baba, Ikeda, Inoue (2020 DP)

実証結果からの政策的示唆

- 機関投資家、特にモニタリング動機を持つアクティブファンドが事業再編の促進効果を持つようになった
 - 近年のガバナンス改革により経営者と機関投資家の間の対話環境が整備されたことが促進要因と解釈可能
- 上記の実証結果に基づけば、機関投資家と企業経営者の間の事業ポートフォリオ戦略に関する対話を促進する環境整備が、事業再編促進に有効
 - 企業に対しては、「事業再編指針」の中で、自社内、産業内の両面から見た事業ポートフォリオ戦略の定期的かつ客観的評価と長期方針の開示要請が有効ではないか
 - 機関投資家に対しては、スチュワードシップコードにおいてエンゲージメント活動内容の開示要請が有効ではないか
 - 国連PRIの下で、有力機関投資家は2018年から対話相手の企業名、内容の開示開始しており、いずれ日本の機関投資家も開示を迫られる
 - エンゲージメント活動の見える化は、パッシブ投資家を含め、機関投資家のモニタリングしないコストを引き上げ、エンゲージメントを動機づける