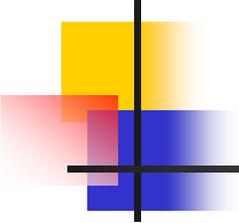


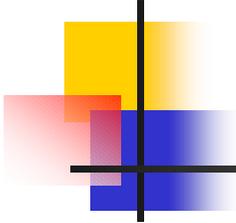
コーポレート・ガバナンス と証券市場

小佐野 広(京都大学経済研究所)



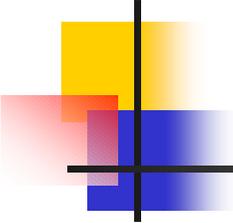
コーポレート・ガバナンス 全般

- 日本企業が被っている変化の圧力
- コーポレート・ガバナンスの適応と変化 I（外部ガバナンスの変化）
- コーポレート・ガバナンスの適応と変化（内部ガバナンスの変化）



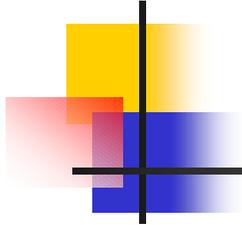
第1部の報告の目的と背景

- 本報告の目的： 日本企業が被っている変化の圧力と、それに対応するコーポレート・ガバナンス変革の動向を探る
- 問題の背景
日本企業の考慮すべき外部与件の変化
 - ➡コーポレート・ガバナンスの変革
 - ➡金融・労働システムの再設計
- 金融・労働システムの再設計
 - ➡コーポレート・ガバナンスの変革

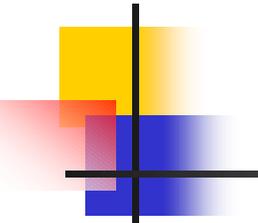


分析の際の留意点

- 日本企業の中における多様性： 一様な形で最適なコーポレート・ガバナンスと労働システムの組み合わせを求めず、多様性を重視
- コーポレート・ガバナンスの目標
 - ✖ 安易な株主重視と安易なステークホルダー重視
 - ◎ 長期的な株主利益の重視
 - 他のステークホルダーとの関係
 - 透明性
- 日本企業が直面する外部与件の変化
 - 金融システムの変革とその内部における不良債権の滞留



- モジュール化・オープン化等の進展とかかわる生産技術や生産組織の変革
- 若年人口の減少と老年人口の増加に代表される人口構造の変化と教育問題に象徴される労働力の質の変化
- グローバルな国際競争の激化
- 環境問題に対する取り組み
- 企業不祥事が多発化とコーポレート・コンプライアンス

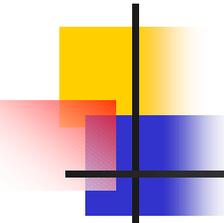
- 
- コーポレート・ガバナンスの変化に関する二つの分類

外部ガバナンスの変化

負債や株式の所有構造に基づく外部債権者や外部株主による企業経営者に対する規律づけ

内部ガバナンスの変化

取締役会、経営報酬契約・経営者の株式保有、事業部制・カンパニー制の選択等を通じた企業の組織内メカニズムによる企業経営者に対する規律づけ



日本企業が直面するいくつかの問題

- **金融システムの変革**

金融自由化⇒社債市場の規制緩和による優良大企業の銀行離れ
不良債権の累積と銀行のバランス・シートの劣化



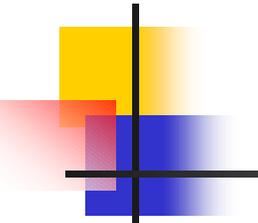
メインバンク制の弱体化⇒銀行融資のソフト・バジェット化
傾向

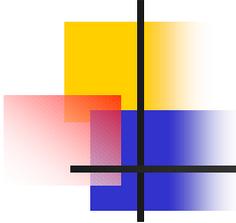
成長力のある企業との間での株式持合の解消⇒銀行しか頼る
ところのない企業群と銀行間の株式持合

- **生産技術・生産組織面の変革**

モジュール化・オープン化の進展⇒労働者の情報共有において事

前の擦り合わせ能力が余り必要とされない⇒戦略構想能力への
転換

- 
- **人口構成や労働力の質に関する変化**
若年労働力の不足と高年齢労働者の増加⇒人口構成に見合った形に生産組織を変革する必要
教育レベルや学力低下の傾向⇒労働力の質の低下
 - **環境問題と企業・金融機関の対応**
温室効果ガス排出削減の必要性(排出量削減、排出権取引)
Polluter Pay Principle(土壌汚染に関する遡及責任と原状回復費用負担)
米国では銀行に貸し手責任
 - **企業不祥事の多発化と内部告発制度**
内部者に不祥事を告発させるメカニズム



コーポレート・ガバナンスの適応と 変化 I (外部ガバナンスの変化)

- 企業と銀行間の資金調達関係に関する最近のいくつかの実証研究

- 銀行借入とメインバンク借入

- Shirasu & Xu (2000), Hori & Osano (2002)

- 銀行証券子会社による社債引き受け

- Hamao & Hoshi (2000), Hori & Osano (2002)

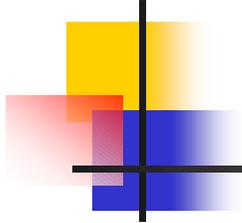
- 銀行との株式持合

- Hori & Osano (2002), 宮島・黒木 (2002)

手法やサンプルは異なるが、実証結果に同様な傾向

銀行借入：成長可能性乏しく財務状況も良好でない。

メインバンク借入：中小型企業



社債引き受け：メインバンク系証券子会社は財務状況が良好な企業が発行する社債を主として引き受け(利益相反)
株式持合：成長可能性が低い企業ほどメインバンク保有比率が大きい、低格付け企業についても同様の傾向あり。

- 今後の外部ガバナンスのあり方(大企業)

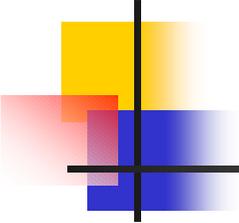
信用格付けが低い、財務状況が良好でない企業

メインバンクのモニタリング機能⇒ソフト・バジェット問題が大きい

場合は有効性低い

成長可能性が高い企業⇒株式持合関係の弱体化と敵対的企業

買収の潜在的可能性



信用格付けが中位程度の企業

成長可能性の低い企業⇒メインバンクのモニタリング機能が

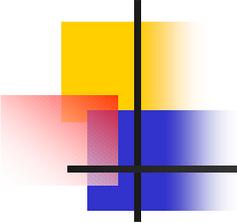
有効か

成長可能性の高い企業⇒株式持合関係の弱体化と敵対的企業

買収の潜在的可能性、機関投資家による経営圧力

信用格付けが高位の企業

株式持合関係の弱体化と敵対的企業買収の潜在的可能性、機関投資家による経営圧力

- 
- 外部ガバナンスのあり方、とくに株式持合に関する企業の意識(最近の財務省財務総合研究所の調査報告からみる)

株式持合関係の維持

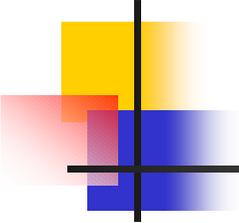
株式持合をしている企業(対事業法人69%、対金融機関78%)の

約半数が今後とも株式持合関係の維持を望む。維持を望む企業の割合は1999年の調査より増加傾向

株式持合の意義

長期で安定した取引関係をメリットとする見方が全体の70%ぐらい

を占め、敵対的企業買収の防止というメリットとする見方は、全体の30%ぐらい(回答は二つ選択)。1999年と変化なし。

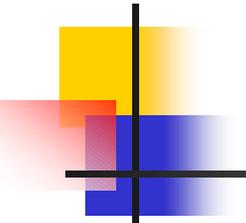


現状の株式持合を維持したいという理由

戦略的提携手段としての理由が対事業法人で42%、対金融機関で36%、敵対的企業買収の防止という理由が対事業法人で16%、対金融機関で15%程度(回答は一つ)。1999年の調査より、敵対的企業買収の防止という理由が減少。

ここ数年敵対的買収の対象となったか？

なっていないとする企業が93.9%で、この時期はあまり敵対的買収の脅威が少なかった事がわかる
(買収する価値がない？あるいは、資金提供側の事情？)

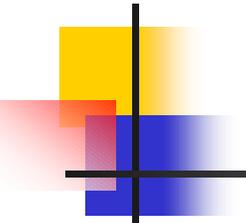


敵対的買収に対する予防・対抗策

とっているのが14%ぐらいで、この数字は1999年の時とあまり変わらないので、この点については敵対的企業買収に対する脅威を少なく感じている割には変化が少ない。

サンプル数、サンプルの対象が違うことも、全体的な違う結果の理由か？

- 機関投資家については後半で触れるが、こちらは経営圧力を増大させていると考えられる。



- **メインバンク制の機能不全の解決**

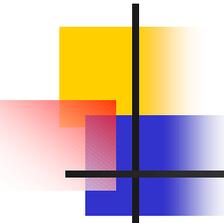
- 資本増強？

- 国有化？

- **財務状況が良好でなく成長可能性の低い企業から新興産業への
資源・資本の移動**

- 成熟産業の大型企業⇒メインバンク機能よりは、企業間での事業

- 買収・譲渡や敵対的企業買収等の資本市場を利用したガバナンス・メカニズムが有効



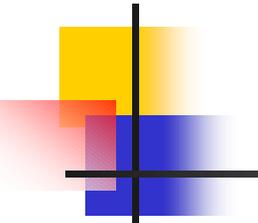
コーポレート・ガバナンスの適応と 変化Ⅱ（内部ガバナンスの変化）

■ 取締役会の改革

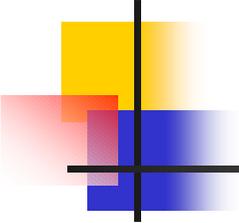
米国型（社外取締役を中心とする委員会等設置会社）と日本型（監査役制度の強化）の選択性（2003年4月より）

問題点

- 企業の行っている事業に対するエキスパートとしての機能か
それとも監査機能か？
- 「社外取締役」の独立性の程度？
- 真に独立であれば、逆に将来的に経営権を奪われる恐れ
➡日本の企業が米国型の取締役会制度を採用するかどうか
他方、機関投資家による米国型への採用圧力

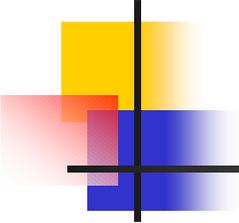
- 
- 取締役や中間管理職等に対する業績連動報酬体系の導入
株価連動報酬
ストック・オプション制度(行使条件を企業のパフォーマンスに依存させる)
新興企業、成熟企業の経営改革とM&A
 - 環境問題・企業不祥事と内部告発制度
企業不祥事(環境汚染)抑制手段としての内部告発制度
米国流の銀行に対する貸し手責任を通じた抑制→メインバンク

機能が回復しないと難しい

- 
- 内部告発を受ける独立監査機関の設置
 - ペナルティを課す権限の必要性
 - 監査能力と監査権限
 - 告発者の匿名性の保持

社外取締役と同様な問題

- 従業員を含む内部者による監査機能
 - ストック・オプションや業績連動給等によって内部告発者に対する十分な告発のインセンティブを与えられるか？
 - ➡逆のインセンティブを与える可能性

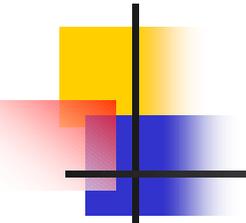
- 
- 内部ガバナンスのあり方に関する企業の対応(最近の財務省財務総合研究所の調査報告からみる)

社外取締役制度の導入:36%の企業が導入

執行役員制度の導入:33%の企業が導入

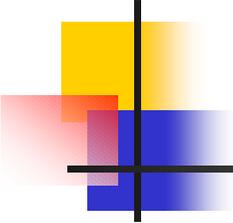
ストック・オプション制度:28%の企業が導入

委員会等設置会社を選択した企業:調査時点では少なかったが、その後増加。ただし、4割程度の企業が監査役がチェック機能を果たせると判断



ガバナンスに関する問題例

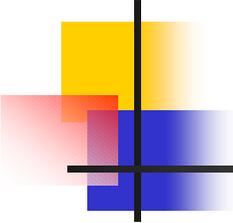
- 企業の不祥事と株価パフォーマンス
- 機関投資家の問題
- コーポレート・ガバナンスと労働システム(今回の報告では省略)



2-1. 企業の不祥事と 株価パフォーマンス

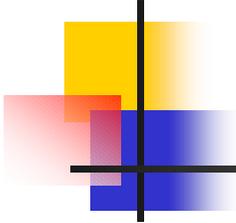
- 不祥事情報は事前に市場参加者に漏洩しているか？
- 不祥事は本当に株価にとってマイナスの材料であるのか？
- 不祥事のタイプによって株価の反応は異なっているか？

以上の問題を、立命館大学の堀敬一氏との共同論文では、イベント・スタディの手法を用いて分析している。



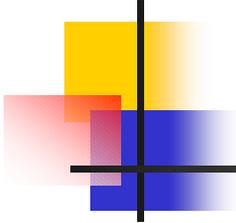
不祥事のタイプ

- A) 製造物責任（リコール、表示の偽装）
- B) 法令順守（粉飾決算、談合、贈賄）
- C) 特許侵害
- D) 生産拠点の破壊（工場火災）
- E) 環境汚染



イベントの確定

- 1990年から2000年までの東証1部・2部上場企業が対象
- イベント日は不祥事が日経4紙で報道された日
- イベント総数は51 (A: 15、B: 15、C: 7、D: 7、E: 7)
- 推定期間は100営業日、イベント・ウィンドウは41営業日(前後20営業日)に設定



イベント一覧

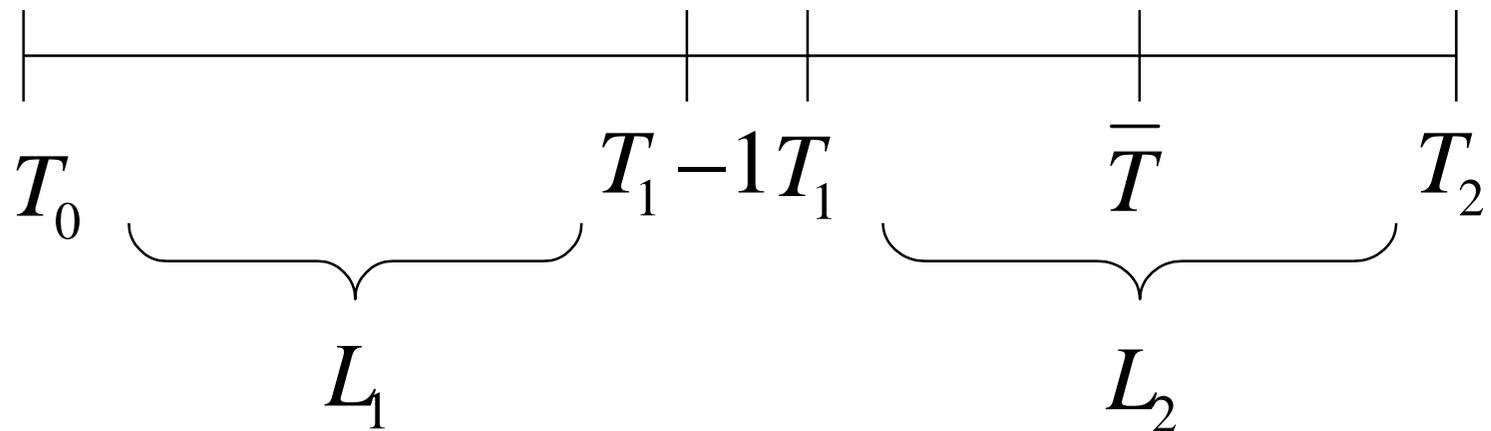
日付	企業名	分類	日付	企業名	分類	日付	企業名	分類
1990/1/29	富士重工業	A	1993/11/7	NTT	B	1997/5/14	野村証券	B
1990/3/30	マツダ	A	1993/11/21	松下電器	A	1997/8/21	大同特殊鋼	D
1990/8/10	キャノン	E	1994/2/26	東燃	D	1998/3/20	ヤクルト	B
1990/11/1	日本精工	C	1994/5/31	三井金属	D	1998/6/6	東芝	E
1990/11/15	トヨタ	A	1994/7/19	TDK	A	1998/7/24	日本航空電子	B
1991/2/20	日産	A	1994/10/22	ツムラ	B	1998/10/21	旭化成	E
1991/6/21	日興証券	B	1994/11/2	本田	D	1999/1/23	クボタ	B
1991/7/19	富士通	C	1994/12/13	資生堂	A	1999/1/26	ヤマハ発動機	E
1991/10/5	富山化学	B	1995/2/8	トーキン	D	1999/5/10	三井鉱山	E
1991/10/29	グリコ	A	1995/8/11	麒麟ビール	A	1999/5/19	トヨタ	A
1992/2/25	シャープ	A	1995/9/26	大和銀行	B	1999/9/1	セイコー	E
1992/6/30	三洋電機	C	1996/5/25	山崎パン	A	1999/10/23	日本板硝子	D
1992/10/13	大日本印刷	B	1996/6/9	高島屋	B	2000/1/14	川崎製鉄	C
1993/1/27	ソニー	C	1996/9/3	カシオ	A	2000/6/30	雪印	A
1993/2/26	西友(良品計画)	A	1996/10/30	びわこ銀行	B	2000/7/27	三菱自動	B
1993/4/26	新日本紡績	D	1997/3/11	味の素	B	2000/9/1	豊田合成	C
1993/7/14	麒麟ビール	B	1997/5/9	麒麟	C	2000/12/20	オムロン	E

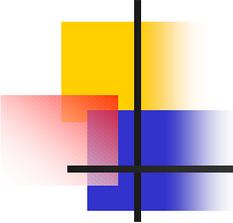
推定期間とイベント・ウィンドウ

推定期間

イベント・ウィンドウ

イベント日





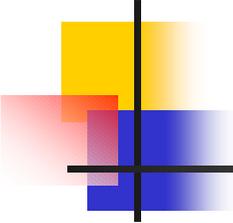
超過収益率の計算方法 1

- マーケット・モデル
- 推定期間のデータを用いてパラメータをOLSで推定する。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

第*i*企業の
日次収益率

市場ポートフォリオの
日次収益率

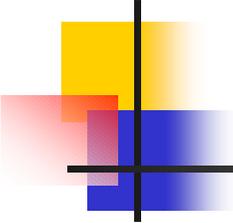


超過収益率の計算方法 2

- 推定されたパラメータに基づき、イベント・ウィンドウのデータを代入して超過収益率を計算
- イベントが影響を与えていなければ超過収益率の期待値は0

$$\hat{\varepsilon}_{it} = R_{it} - \hat{\alpha} - \hat{\beta}R_{mt}$$

$$E[\hat{\varepsilon}_{it} | R_{mt}] = 0$$

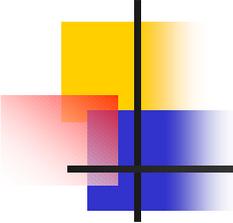


累積超過収益率 1

- イベント・ウィンドウの初日から一日ごとに超過収益率を累積する。
- 累積超過収益率をクロス・セクションで集計する。

$$CAR_i(T_1, T_2) \equiv l' \hat{\varepsilon}_i^*$$

$$\overline{CAR}(T_1, T_2) \equiv \frac{\sum_{i=1}^N CAR_i(T_1, T_2)}{N}$$



累積超過収益率 2

- 累積超過収益率を標準偏差で基準化する。

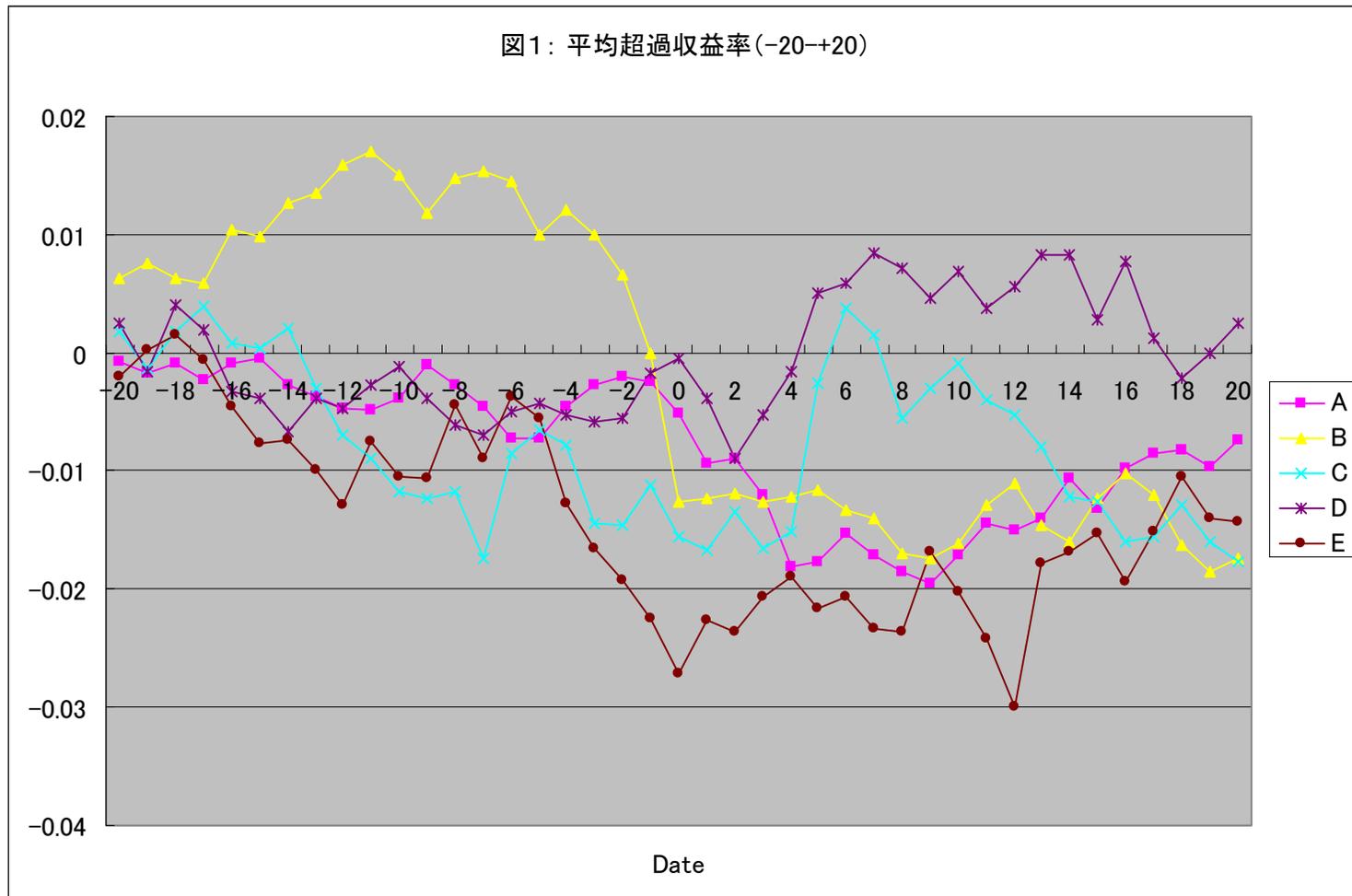
$$SCAR_i(T_1, T_2) = \frac{CAR_i(T_1, T_2)}{\sigma_i(T_1, T_2)}$$

- 基準化された累積超過収益率をクロス・セクションで集計する。

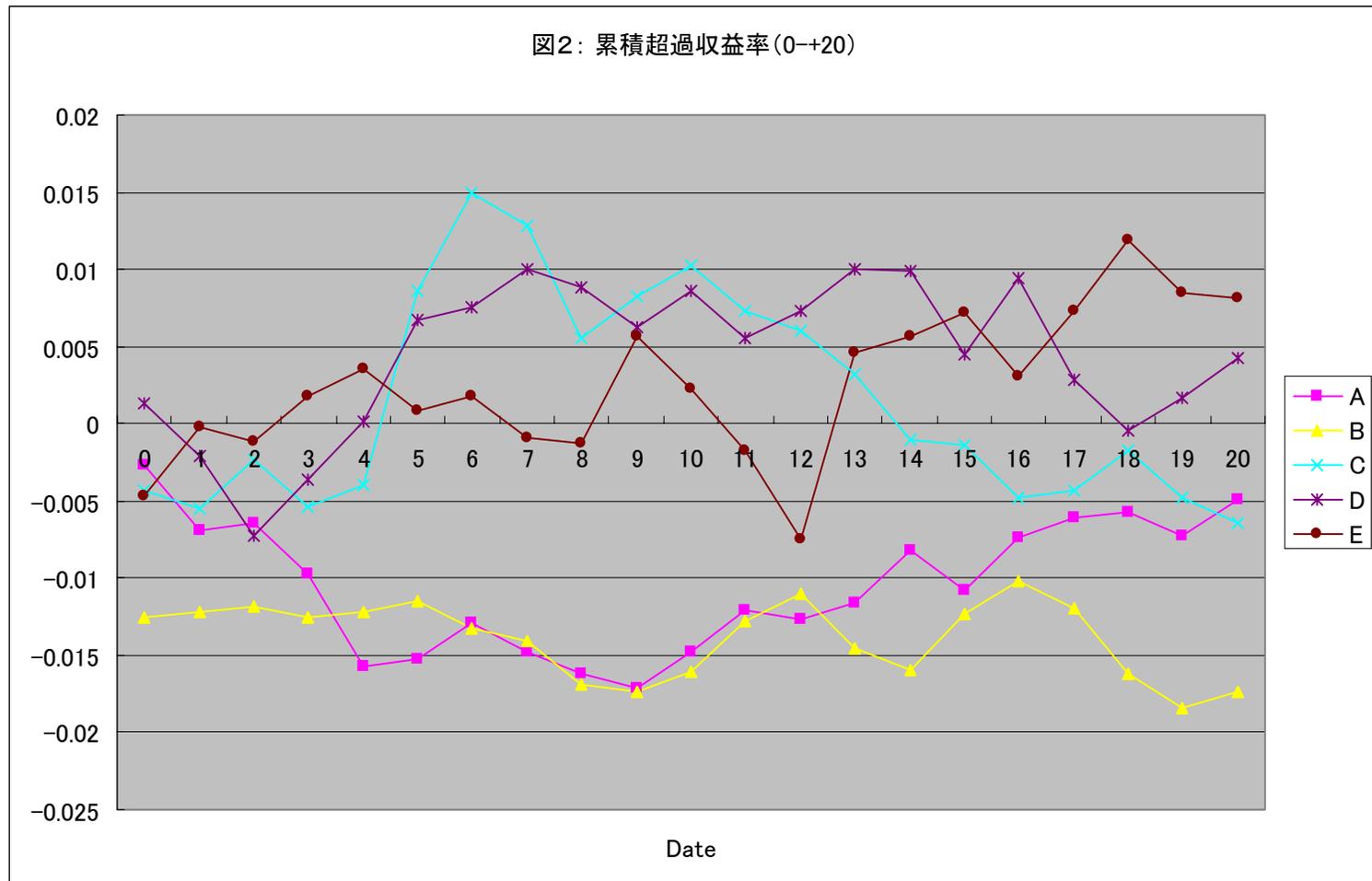
$$\overline{SCAR}(T_1, T_2) = \frac{\sum_{i=1}^N SCAR_i(T_1, T_2)}{N}$$

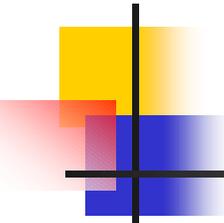
推定結果 1

圖1: 平均超過收益率(-20+20)



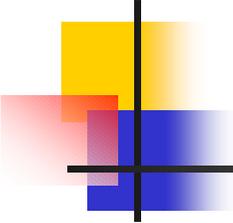
推定結果 2





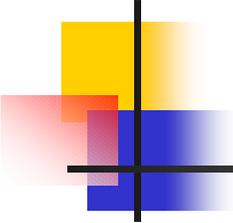
企業の不祥事と株価パフォーマンスに関する結論

- 企業の不祥事は株価に対して有意に負の影響を及ぼすことはなく、不祥事企業の株式を持ち続けることは株主に損害を与える可能性が低い。
- 法令順守に違反した不祥事については、市場参加者は事前に不祥事に関する情報入手している。また、新聞報道も株価に負の影響を与える。
- 環境汚染や生産拠点の破壊に関しては、情報公表後に株式を購入することにより利益が得られる可能性を否定できない。



2.2 機関投資家の役割

- 近時、機関投資家による企業経営者に対するガバナンスの役割への期待が高まっている。
- その一方で、ガバナンスの役割を果たそうとするとコストがかかる。
- それにもかかわらず、最近の株価低迷で、株式運用の収益率は低い。



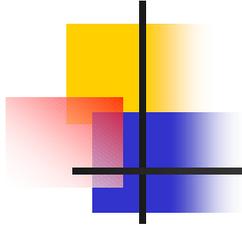
米国における年金基金と株主行動

- 年金基金・受託機関の受託者責任：従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act)、prudent man rule 規制

議決権の行使は受託者責任の一部で、年金運用責任者に議決権行使の権限

議決権行使を行う機関投資家がほぼ公務員退職年金基金や私学共済年金基金に限定される理由

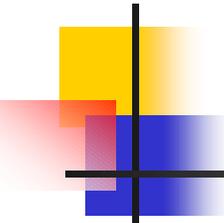
- (1) 投資先企業と年金基金や投資信託のスポンサー企業との間にある企業間関係の存在



(2) 証券取引におけるインサイダー取引規制、社外取締役になることを回避

(3) 経営改善を行うには、投資先の企業数を限定する必要性

- 1990年代初頭までは、経営者との対立型のスタンスであったのが、それ以降は株主提案権行使よりは、むしろ、経営者との話し合いのような対話型のスタンスになっている。

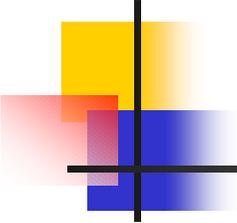


米国流の株主アクティビズムの効果に関する実証研究の結果

- 結果の要約

(1) 機関投資家が投資信託・奨学基金・公的年金基金である場合に、保険会社・銀行・信託会社・当該会社と取引関係にある企業である場合よりも経営者の経営の変更を迫る上で効果がある。

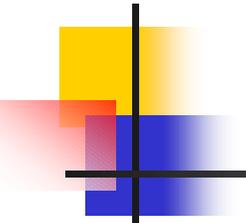
(2) 企業のパフォーマンスの改善に役立っているかどうかは、はっきりしない。



- ・ パフォーマンスに対する効果がはっきりしない理由

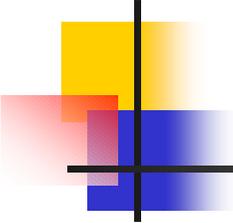
(1) 株主アクティビズムをとっている機関投資家の目的が、標的企業の経営者の政策を変化させることやテイクオーバーを誘発する等、標的企業のパフォーマンスの改善というよりは、もっと広い意味での影響をねらっている可能性がある。

(2) 外部の運用者に委託してインデックス運用している機関投資家の目標は、アクティビズムに動きを公開することにより、他の多くの企業にも同時に変化を引き起こさせるスピル・オーバー効果である可能性がある。



(3) 株主総会で争う前に行われる機関投資家とその標的企業の相対交渉も重要で、そこで議論されている問題が、企業価値の即時的上昇につながらない狭く定義されたガバナンス問題に集中している。

- したがって、企業のパフォーマンスの改善に役立っているかどうかははっきりしないからといって、株主アクティビズムが無駄とは限らない。



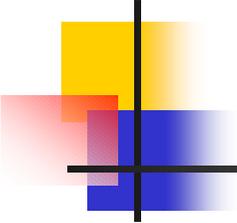
英国における年金基金と株主行動

- 年金基金はスポンサー企業から独立した信託形態をとるトラスティーが運用

小規模な年金基金：保険会社の長期ファンドで運用

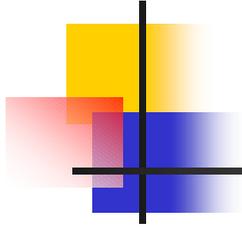
大規模年金基金：自主運用

- 議決権行使の権限：トラスティーとその代理人であるファンド・マネージャーに与えられている
- ファンド・マネージャーに対する評価の問題：短期ベースでの評価

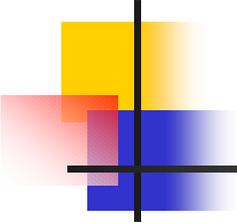


- 米国との違い

- (1) 株主総会における実際の投票率はそれほど高くない→機関投資家は事前の経営者との情報効果を重視して経営者に問題解決を促し、実際の議決権行動には慎重
- (2) 多様なステークホルダー間の利害関係を広く配慮しその間の対話を強調
- (3) 機関投資家に他のステークホルダーに対する情報仲介の役割を担わせるとともに、経営者にステークホルダー間の利害調整の役割を担わせている
- (4) 経営者、株主、監査役それぞれがとるべき責任を明らかにして、会計システムに対する信任を強化

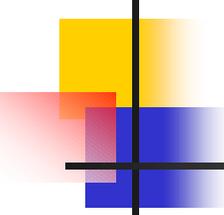


- 英国でも、米国流の株主アクティビズムの影響が強まる
- 英国型の機関投資家によるガバナンスのエッセンス
 - (1) 他の利害関係者に対する説明責任
 - (2) 機関投資家の活動における、投資先企業との間における不断のコミュニケーションの重要性
 - (3) 経営陣への影響力の行使は顧客の代理人としてオープンに行動している限りにおいて合法的



- **問題点:**

- (1) 普通の機関投資家にとっての英国型ガバナンスのコストはどうか？
- (2) 機関投資家が他のステークホルダーへの情報仲介を行うインセンティブを持つのか？
- (3) 機関投資家の行動を誰がモニターするのか？

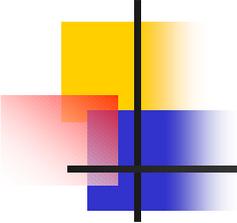


日本における年金基金と株主行動

- 議決権行使の権限：顧客との投資一任契約により定められ、企業年金基金の受託機関である信託銀行や生命保険会社も行使できる

利点：年金基金のスポンサー企業と投資先企業との間の企業間関係の影響を受けない。企業年金が小規模な場合でも、代わりに受託金融機関がガバナンスを代行できる。

欠点：年金基金と受託金融機関の間のエージェント問題→解決策としては、委託機関側が自己の運用目的と運用方針を明確にし、受託機関側は受託者責任と説明責任に基づいて行動

- 
- 日本における投資一任会社による議決権行使状況(2002年9月)
(他の人が行ったアンケート調査)

何らかのスクリーニング基準もしくはガイドラインあり(81社/110社)

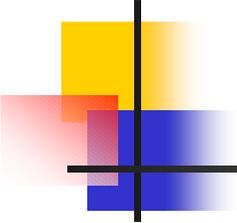
主なスクリーニング基準

収益基準

反社会的行為

取締役選任基準

監査役選任基準



会社提案に対する反対・棄権状況

反対・棄権した会社(45社/98社)

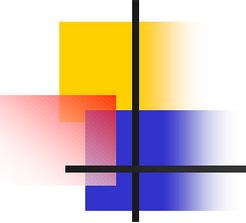
一社当たり平均の企業件数で(32企業/414企業)

一社当たり平均の議案件数で(67件/2214件)

議案の内容としては、退職慰労金、利益処分関係、取締役選任、
監査役選任関係が多い

議決権行使指図に係わる通年の専任担当者を設置(39社/99社)

議決権行使指図に係わる業務量(52.5人日)

- 
-
- 企業活動への関与の仕方:機関投資家ごとに、投資目的、規模、投資年限が異なれば、企業活動への関与の仕方も異なってよい。
 - **問題点:**各機関投資家がそれぞれの投資目的、投資戦略をはっきりさせることが必要