

コーポレート・ガバナンスと証券市場

小佐野 広

若林常務理事 お待たせいたしました。

ただいまより、本日の講演会「資本市場を考える会」を開催いたします。

本日は、京都大学の小佐野広教授をお招きし、「コーポレート・ガバナンスと証券市場」というテーマでお話をお伺いすることにしております。

小佐野教授につきましては、現在コーポレート・ガバナンス論を中心に積極的に研究発表を行っておられますので、ご存知の方々も多いと思いますが、お手元に御略歴をお配りさせていただいておりますので、それに沿って御紹介させていただきます。

一九七八年に京都大学を御卒業になりまして、一九

八二年に大阪大学大学院経済学研究科を修了されまして、その後、滋賀大学、大阪大学を経て一九九六年に京都大学経済研究所助教授に御就任になりまして、一九九七年から現職に就いておられます。

御略歴の次のページに御著書等を紹介させていただきましたとおりですが、二〇〇一年に出版されました「コーポレート・ガバナンスの経済学」は日経経済図書文化賞を受賞されるなど、各方面から高い評価を受けておられます。

御専門分野は企業金融論、労働経済学、マクロ経済学であります。特にコーポレート・ガバナンス論の分野では、従来、主に制度論や規範論が多かったこの

分野に実証分析の手法を導入されまして、数多くの新しい提言を発表してこられております。

本日は、特に証券市場との関連も含めまして、「コーポレート・ガバナンスのお話をお願いいたしております。

それでは、よろしく願いたします。

ただいま御紹介にあずかりました小佐野でございます。

本日は、「コーポレート・ガバナンスと証券市場」というテーマで報告させていただきます。

まず、はじめに「コーポレート・ガバナンス全般」のお話をいたしたいと思えます。その後、「コーポレート・ガバナンスの各論」として、企業の不祥事がどのように株価のパフォーマンスに影響を与えるか、あるいは機関投資家の役割などの問題について触れたいと思えます。

一、コーポレート・ガバナンス全般について

「コーポレート・ガバナンス全般」については、現在の日本企業が被っている環境変化について簡単に概括し、その環境変化が、現在の日本企業のコーポレート・ガバナンスにどのような影響をもたらしているか、あるいはどのようにコーポレート・ガバナンスは適応していかなければならないか、という問題をお話ししたいと思います。

ここで「コーポレート・ガバナンス」と申し上げておりますものは、一つは「外部ガバナンス」あるいは「外的ガバナンス」といわれるもので、英語では「エクスターナル・ガバナンス」と呼ばれているものです。もう一つは、「内部ガバナンス」あるいは「内的ガバナンス」といわれるもの

で、英語では「インターナル・ガバナンス」と呼ばれているものであります。これらの二つに分けて、これらがどのように変革されていくか、あるいは変革されるべきなのかといった問題をここで取り上げていきたいと思っております。

(1) 議論の目的と背景

「コーポレート・ガバナンス全般」の議論の目的は、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・ガバナンスの変革の動向について論ずることにありますが、その問題の背景としては、二〇世紀末から二一世紀初めにかけて日本企業が直面することとなった外部与件の大きな変化があります。その変化は、一つの方向としてはコーポレート・ガバナンスの変革につながっていき、それがさらに日本の企業の金融システムや労働システムの再設計を促す方向に動いて

います。逆方向の動きとしては、そのような金融・労働システムの再設計がコーポレート・ガバナンスの変革に影響を与えるという方向もあります。このような双方向の関係をとらえることが重要ですが、本日は、主として、外部与件の変化がコーポレート・ガバナンスに与える影響を中心に議論をさせていただきます。

(2) 分析の際の留意点

このような議論を行う場合に、「アメリカ型」、「日本型」、「ドイツ型」などのコーポレート・ガバナンスの諸類型のうち、どれが最も望ましいか、ということがよく議論されます。八〇年代の末頃は「日本型」がよいとされましたが、九〇年代は「アメリカ型」がよくなってきました。しかし、二〇〇〇年のITバブルとその後を生じた企業不祥事の結果として、やはり「アメリカ型」も

よくないという批判を受けるようになりました。このように、ある国を理想型として判断をしていると、結局何がいいのかわからなくなってしまう、という問題が起きています。

実際の問題として、ある特定の国のコーポレート・ガバナンスが、常に優れているというのではなく、すなわち、「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る」のではなく、むしろ産業ごと、企業ごとにコーポレート・ガバナンスのあり方や労働システムのあり方は異なってもいいのではないかと考えられます。そのような意味で、「多様性を重視する」という考え方に立ちたいと考えています。したがって、どの企業に対しても同じようなコーポレート・ガバナンスのタイプを求めることは必ずしも現実的ではなく、むしろ企業のタイプごとにコーポレート・ガバナンスのあり方は異なっ

もよいのではないかと、というのが現時点の一つの考え方であります。

また、コーポレート・ガバナンスの目標に関しては、アメリカで企業不祥事が起こる以前は、特にマスコミなどでは「株主中心にすればいい」というのが主な議論でした。他方、学界では「ステークホルダー（ステークホルダーとは、従業員や取引先企業もしくは融資を受けている金融機関など企業と利害関係を持つ主体のすべてを指します）を重視すべきである」という主張が主流であり、日本やヨーロッパなどでは、従来このような考え方が強かったわけであります。

しかし、安易に「株主重視」あるいは「ステークホルダー重視」のいずれかの考え方をとるよりは、むしろ「長期的な株主利益を重視する」という視点に立つことが重要であると考えます。長期的な株主利益の重視の考え方は、結局、長期的に

企業価値を上げていくことに帰着しますが、企業価値の上昇は、当然他のステークホルダーにとっても好ましい結果をもたらします。企業価値が上がることは、従業員にとってもいいことであるし、その企業と取引をしている取引先企業にとっても悪いことではなく、さらに融資をしている銀行にとっても悪いことではありません。そのような意味において、「長期的な株主利益を重視する」という考え方は、他のステークホルダーとの関係から見て、それぞれの目的の両立性が成り立つものであります。

加えて、この考え方は「透明性」という点においても優れています。「ステークホルダー重視」の考え方をとる場合には、企業のコーポレート・ガバナンスの目標を何にすべきかという点を詰めていくと、いろいろな不明確なところが出てきます。したがって、透明性を重視する観点からも、

「長期的な株主利益の重視」という考え方がよいのではないか。そのような立場に立っておりません。したがって、コーポレート・ガバナンスについては、「多様性」の観点と「長期的な株主利益の重視」の観点、この二つの視点に基づいて分析を行っております。

次に、現時点において日本企業の直面する外部環境の変化としては、一方で金融システムの変革・金融自由化が進められたこと、他方でバブルとその後の不況により金融システムの中に不良債権が滞留してしまったこと、これが大きな変化であります。

さらに、生産技術面においては、最近「モジュール化」とか「オープン化」という言葉で表される技術革新が進展してきております。

「モジュール化」とは、例えば、典型的な例としてコンピューターのような最終製品は、製品を

構成するたくさん部品から成り立っています。が、そのような部品群の中から生産プロセスにおける調整の上で関連のある部品群を取り出して、それらを一つのパッケージとし、複雑な製造プロセスや製品構造をこのような幾つかのパッケージ、幾つかの独立した固まりに分けて生産していくという方法です。コンピュータの例でいえば、コンピュータ本体とモニター、キーボード、マウスなどに部品が分かれ、さらにコンピュータ本体の中でも中央演算処理装置とハードディスク、フロッピーディスクなどに部品が分かります。それらを異なる固まりに分割してそれぞれを生産していくようなシステム、これが「モジュール化」といわれるものです。

また、「オープン化」とは、ある製品がモジュール化されることによって幾つかの部品群に分かれますが、コンピュータでいえばコン

ピューター本体とモニターに分かれ、コンピュータ本体では、その中のハードディスクなどいろいろに分かれます。そのような部品をまとめていくための「接続部分」があって、この「接続部分」（英語では「インターフェース」）を標準化いくことによって、個々の部品は違う会社がつくってもいいことになります。すなわち、個々の部品を違う会社がつくっても、接続部分が標準化されていますから、何の問題もなく部品同士を接続できるようになる。したがって、コンピュータの例では、コンピュータ本体を、例えばIBMとかデルとかソニーとか東芝がつくって、モニターの方はシャープなど別の企業がつくる。このようにコンピュータ本体とモニターとを別々の企業がつくって、それらを組み合わせる。コンピュータ本体の中の部品も同様に別々の企業がつくり、それらを組み合わせればいいということにな

ります。したがって、一番手っ取り早い話としては、秋葉原へ行ってこれらのコンピュータの部品を買ってきて組み合わせても簡単にコンピュータをつくることができるようになったのです。

コンピュータが「モジュール化」・「オープン化」に関して一番典型的な産業なのですが、必ずしもコンピュータに限られるものではなく、いろいろな分野にこのような「モジュール化」や「オープン化」が進出してきています。

次の問題は、日本固有の問題として、若年人口の減少と老年人口の増加が「人口構造の変化」をもたらしめています。それとともに「教育問題」があります。「人口構造の変化」は労働力の数の問題ですが、「教育問題」は労働力の質の変化をもたらしめます。

「グローバルな国際競争の激化」に関しては、中国を初めとして、新興工業国が台頭してきてい

るといふ問題であります。

さらに、「環境問題」があります。環境問題は、「CO₂の排出権」などの問題もありますが、「土壌の問題」、「工場用地における汚染の問題」などもこの問題には含まれています。

最後が「企業不祥事」であります。この問題は、昨年、多発しましたので御記憶に新しいと思えますが、当然、それと関連して「コーポレート・コンプライアンス」すなわち「法令遵守の問題」が議論の対象に入ってきます。

(3) 環境変化がコーポレート・ガバナンスに与える影響

これらの環境変化がコーポレート・ガバナンスに対してどのような変化を及ぼすかということを取り上げてみたいと思いますが、その際の「コーポレート・ガバナンス」の考え方として、既に述

べましたように、一つは「外部ガバナンス」あるいは「外的なガバナンス」があります。これは、特に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の問題であります。負債と株式の所有構造に基づいて、外部債権者と外部株主が決まってくるので、結局のところ「負債と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」の問題であると考えるてよいと思います。

次に「内部ガバナンス」の問題があります。これには、取締役会、経営者に対する経営報酬契約、経営者の株式保有、ストック・オプションも入りますが、このような報酬を通じて経営者に対してインセンティブを与える方法に加えて、他方では事業部制やカンパニー制などの選択といったものも入ります。

ただ、本日の説明では、事業部制やカンパニー

制の問題は除いております。それは重要ではないということではありません。これらの問題は、企業を幾つかの部門に分けて、各部門の責任者に対してどのような権限の移譲を行うのか、あるいは独立採算にするかどうかという問題であります。これらも「内部ガバナンス」の重要な要素に入ります。十分な権限の移譲や会計上の独立採算制のようなものがなければ、事業部制やカンパニー制を採用してもあまり意味がありません。しかし、最近では、本社に権限を集中するという逆の動きもありますので、一概にどちらがいいとはいえませんが、いずれにせよ、権限委譲や会計上の独立採算制などの問題は「内部ガバナンス」の大きな問題であることは間違いありません。これらをもひっくるめて「企業の組織内メカニズム」ということができます。すなわち、「外部ガバナンス」は、負債や株式の所有構造に基づく企業経営

者に対する規律づけの問題であるのに対し、「内部ガバナンス」は、企業の組織内メカニズムによって企業経営者をどのように規律づけるか、という問題につながってきます。

特に事業部制・カンパニー制は、CEOが配下の重役たちをどのように規律づけるかという問題であり、やや性質が違いますが、内部ガバナンスには本来このようなものも入ってきます。最近、特に「法人カンパニー」すなわち「持ち株会社」が多くなってきており、これとの関連においても興味深い問題なのですが、今回は取り上げません。本日は、主として、取締役会、経営者に対する経営報酬契約などの問題を中心に話いたします。

(4) 日本企業が直面するいくつかの問題

以上の項目について、より具体的な説明をいた

します。

現在の日本企業が直面する問題について具体的に述べますと、まず「金融システムの変革」があります。「金融システムの革新」は、一番早い段階では一九七〇年代の終わり頃から起きていると考えられますが、特に八〇年代の後半から九〇年代にかけて金融自由化が大幅に進みました。社債市場においては、規制緩和が行われた結果、優良大企業の銀行離れが進行しました。すなわち、八〇年代においては、大企業が転換社債やワラント債を活発に発行するようになり、九〇年代においては、普通社債による資金調達が多くなるなど優良大企業の銀行離れが進んでいきました。

もう一つの変化は、「バブルの崩壊とその後の不況の長期化」のために、不良債権が累積して銀行のバランス・シートが劣化したことです。

企業の資金調達の変化と銀行のバランス・シ

トの悪化は、ともに「メインバンク制」を弱体化させ、「銀行融資のソフト・バジェット化傾向」をもたらしました。「ソフト・バジェット化」とは、「予算制約の柔軟化」と訳されています。すなわち、銀行が非効率的な企業に追加的融資を行い、その結果、非効率的な企業に対して寛大な救済を行う傾向が見られることを、「ソフト・バジェット化傾向」と呼んでいます。これによりメインバンクの「モニタリング機能」あるいは「救済機能」が損なわれることとなります。

株式持ち合いの関係をみますと、後ほど実証研究との関連で触れる予定ですが、特に成長力のある企業との間で株式持ち合いの解消が目立っています。これにより、銀行と企業の株式持ち合いは、銀行しか頼るところのない企業群と銀行との間の株式持ち合いに移ってきているのが金融システムの変化であります。

生産技術や生産組織面の変化については、先ほど述べました「モジュール化」や「オープン化」が進展しました。その結果として、生産現場における「結合のインターフェース」の部分、すなわち「接合面」での労働者の情報共有があまり重要でなくなりました。このため、労働者の情報共有あるいは仕事をつなげる面での事前のすり合わせ能力があまり必要とされなくなったという変化が起きています。

次に、「人口構成」や「労働力の質」に関する変化については、若年労働力の不足と高齢労働者の増加という問題があり、このような人口構成に見合った形に生産組織を変革していく必要があります。

また、教育レベルや学力低下の傾向が見られます。これは、「学力低下」をどのように定義するかによって、評価が異なってきましたが、例えば日

本と韓国、中国の同一の集団の比較（日本の大学の文科系の学生と中国のそれに対応するような大学の文科系の学生の比較あるいは理科系の学生の比較）を行ってみますと、明らかに学力低下の傾向が見られるという意味において、学力低下の現実が労働力の質の低下をもたらしているのではないか、ということがあります。

さらに、環境問題が最近いろいろ議論されていますが、特にマスコミに取り上げられるのは「温室効果ガスの問題」であります。これはどちらかといえば、エネルギー産業が中心の問題であり、一般企業の場合には、むしろ「土壤汚染に関する問題」の方が重要かもしれません。

アメリカでは、この環境問題に関連して、「銀行に対する貸し手責任」が問題になっています。

日本ではそのようなことにはなっておりませんが、いずれにしても環境問題は、温暖化問題とし

ての「CO₂の排出量削減」や「排出権取引」だけではなく、「土壤汚染問題」もありますので、そのような意味では、すべての企業が関連性を持つている課題といってもいいと思います。環境規制が徐々に厳しくなっていくにつれて、この面でも企業としては何らかの対応をしていかなければならないという状況にあります。

最後に、「企業不祥事の多発化」の問題については、それによって企業の存続が危うくなる事例も発生しておりますので、企業の内部者に早目に不祥事を告発させるようなメカニズムが必要になってきています。

二、外部ガバナンスの変化

企業が直面しているこのような環境変化に対して、コーポレート・ガバナンスはどのように適応

していくのか。まず、外部ガバナンスの変化を概括し、次に内部ガバナンスの問題を説明したいと思います。

(1) 最近の実証研究

外部ガバナンスの問題は、既にお話しましたように、債権と株式の所有構造からくる問題でありますので、金融システムの変革の影響を非常に大きく受けることとなります。企業と銀行の間の資金調達に関して、最近幾つかの実証研究がなされており、「銀行借入れとメインバンク借入れ」や「銀行証券子会社による社債引き受け」「銀行との株式持ち合い」などといった観点から研究が行われておりますが、これらの研究については、手法や対象となるサンプルは異なるものの実証結果は概ね同様な傾向を示しています。

まず、銀行借入れを行う企業のタイプについて

では、成長可能性が乏しく財務状況もよくないタイプの企業が銀行借入に多く依存しているという結果が出ております。その中でもメインバンク借入れを行うのは、中小型企業が多いということでありませう。

次に、社債引き受けに関しては、特に「メインバンク系の証券子会社」（当該企業のメインバンクの系列の証券子会社）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ている。逆かというと、財務状況が良好でないところは余り引き受けてない、という結果が出ております。これはある意味では利益相反を起こしているのではないかと。すなわち、「メインバンク系の証券子会社」は、親会社であるメインバンクが持っている経営・財務情報を利用して、内容の悪い企業については他の証券会社に引き受けさせる傾向があるのではないか、ということでありませう。

株式持ち合いについては、これも先ほど申し上げましたが、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くなってしまつという傾向が見られます。

さらに、格付が低い企業に関しても、格付が低い企業ほどメインバンクの保有比率が大きくなるという傾向があります。格付けのあまりよくない企業に対するメインバンクの株式保有が徐々に多くなっているということでもあります。

(2) 今後の外部ガバナンスのあり方

このような結果を踏まえすと、今後の外部ガバナンスのあり方（現実が既にこのようになっていくというわけではありませんが）、特に大企業を中心とする今後の外部ガバナンスのあり方としては、概ね三つのグループに分けることができると思います。

第一に、「信用格付が低い企業」および「格付がない企業の場合には財務状況が良好でない企業」、これらの企業の外部ガバナンスのあり方はどうなるのか、あるいはどうなっていくのが望ましいのかという問題があります。まず、この場合のメインバンクのモニタリング機能については、「ソフト・バジェット問題」（内容の悪い企業に貸し続けてしまつという問題）が現状では大きいと思われるので、「メインバンクの有効性」は非常に低くなっていると考えられます。

ただし、このような企業の中でも、成長可能性が高い企業に関していえば、株式持ち合い関係が弱体化していく、しかし敵対的企業買収はまだあまり起こっていない、という状況にあります。敵対的企業買収の潜在的可能性が高まれば、この方向から経営者への規律づけが行われるのではないかと考えられます。

第二に、「信用格付が中程度の企業」に関しては、成長可能性が低い企業であっても、信用格付が中位程度ということは財務状況がそれほど悪くないということでありますから、「ソフト・バジレット問題」が起こりにくいので、メインバンクのモニタリング機能は、まだ有効かもしれせん。

また、このグループの中の成長可能性が高い企業に関しては、特に金融機関との株式持ち合い関係がだんだん弱くなっていくとすれば、企業買収の潜在的可能性があり、また、このような企業の株式を機関投資家が購入対象に加えることもあり得ますので、機関投資家による経営圧力も期待できるのではないかと思えます。

第三の「信用格付が高位の企業」については、これらの企業に対しては、どちらかということ金融機関が株式持ち合い関係を弱めているところ

ですから、企業買収の潜在的可能性がありますし、また機関投資家の購入対象でありますので、機関投資家による経営圧力が期待されます。

(3) 外部ガバナンスに関する企業の意識調査

現時点での外部ガバナンスあるいは株式持ち合いに関する企業の意識状況については、最近、財務省の財務総合政策研究所が一九九九年と二〇〇二年の二回にわたり実施した調査報告が出されておりますので、それを紹介いたします。

その調査報告によれば、「株式持ち合い関係」に関しては、対象の企業の中で株式持ち合いをしている企業について、事業法人間、つまり金融機関以外の企業との間で持ち合いを行っている割合が六九%であり、金融機関との間で持ち合いを行っている割合が七八%となっております。そのうちの半数は今後とも株式持ち合い関係の維持を望

んでいます。また、維持を望んでいる企業の割合は九九九年よりも二〇〇二年の方が増加している。現実には考えられているよりは、むしろ一般の企業に関しては、株式持ち合い関係の維持を望んでいる企業の方が多いという結果となっています。

株式持ち合いの意義についての質問では、二つ回答を選択させているようでした。一番大きな理由は「長期で安定した取引関係を築くために行う」という回答が七〇%、「敵対的企業買収の防止をメリットとする」という回答が三〇%となっていますが、これは一九九九年のときの回答と変化がないということです。

では、「なぜ現状の株式持ち合いを維持したいのか」という設問に対する一番大きな理由は、対事業法人の場合には、「戦略的提携手段として株式持ち合いをしたい」という理由が四二%で、対金融機関の場合には、三六%となっています。

「敵対的企業買収の防止」という理由を挙げたものは、対事業法人では一六%で、対金融機関では一五%となっていますが、一九九九年の調査に比べて「敵対的企業買収の防止」を理由に挙げた割合が減少しています。

さらに、「ここ数年来敵対的買収の対象となつたか」という設問に対しては、「なっていない」と答えている企業が九三・九%あり、残りの六・一%は「わからない」という回答であり、「なつた」という回答は二%にも満たないのです。したがって、この時期は敵対的買収の脅威が少なかった時期であるということがわかります。これはそもそも買収する価値がなかったのか、あるいは一九九九年から二〇〇〇年にかけての時期は「ITバブル」がはじけていますから、そのような意味で、資金提供側で企業買収のための資金を提供できなかつたのか、そのような理由が考えられます

が、いずれにせよ、これまでのところ敵対的買収の脅威というのは少なかったということがわかります。

「敵対的買収に対する予防・対抗策をとっているか」という質問に対しては、一四％程度が「とっている」と回答していますが、これは九九年とあまり変わりません。したがって、この時期は敵対的企業買収に対する脅威を少なく感じている時期ですので、「敵対的買収に対する予防・対抗策をとっている」という回答率が低くなってもよさそうではありますが、前回とあまり変化がない状況であります。

以上の意識調査について、九九年と二〇〇二年の調査結果に違いが生じているのは、一つの理由はサンプル数が違えば当然サンプルの対象も違ってきますので、データ自体が違つことによる結果の違いという理由も考えられないわけではありません。

せん。もう一つの理由としては、三年前の九九年は、株式持ち合いの解消について少しずつ意識されてきた時期でもあり、敵対的企業買収に対する危機感が強かったといえるかもしれません。しかし、実際に株式持ち合いが徐々に解消されていく過程において敵対的企業買収があまり起こっていない。したがって、二〇〇二年の段階ではあまり敵対的企業買収は起こらないだろうと企業が思い始めているので、このような結果になっているのかもしれませんが。さらに、「自社株買い」などもありましたので、それらの効果があったのかもしれませんが。

ただ、このアンケート調査は一般の事業法人を対象としており、金融機関は対象となっておりませんが、金融機関の側では株式持ち合いを一層解消していこうという誘因があるようですので、これからこのような調査を継続していく必要がある

ると思われれます。したがって、現時点で、株式持合いが今後どのような方向に進んでいくのか、あるいは敵対的企業買収は今後ある程度起ってくるものなのか、これらの点についての結論を出すのはまだ早いかも知れません。

機関投資家に関しては、ある程度企業に経営圧力を増大させているように見受けられますが、これについてはまた後半で触れたいと思います。

結局、敵対的企業買収はまだほとんど起きていない。機関投資家の経営圧力が有効ではありませんが、それはすべての企業に対して有効であるわけではない。したがって、それ以外の企業については、メインバンク制に依存せざるをえないことになりそうです。メインバンク制が機能不全であるという問題は解決されなければなりません。そのための方策として、一つは資本増強があります。最近、大手銀行グループにおいて、資本増強がな

されましたが、これはおそらく効果がないのではないかと思われれます。そうすると、やはり国有化しかないということになります。一旦、国有化して銀行のバランス・シートをきれいにした上で、再び民営化する。そのような方向も考えられますが、この問題について、今日はこれ以上議論する時間がありませんので、省略させていただきます。

いずれにせよ、現在の日本では成長可能性の低い企業から成長可能性の高い新興産業へ資源や資本を移動させる必要があります。その場合、現在の我が国では、メインバンク制が機能不全となっていますので、特に成熟産業の大型企業に対するコーポレート・ガバナンスとしては、「企業間での事業買収や譲渡」などの方法、あるいはまだ敵対的企業買収はほとんど起こっていませんが、敵対的企業買収のような資本市場を利用したガバナ

ンス・メカニズムの方がメインバンク機能よりも有効であると思います。

三、内部ガバナンスの変化

(1) 取締役会の改革

次に、内部ガバナンスの変化の問題に移ります。

特に最近話題になっているのは「取締役会の改革」であります。二〇〇三年四月から米国型と日本型の選択制が導入されました。米国型は、社外取締役を中心とする「委員会等設置会社」です。他方、日本型は、従来の監査役制度を強化するものです。ただ、二〇〇一年のエンロンやその後のワールドコムなどのアメリカの企業不祥事の過程において、取締役会があまり機能を果たさなかったということが明らかになり、いろいろ問題

点が浮き彫りになってきました。

一つは企業や投資家が期待する取締役会の役割は、企業の行っている事業に対して専門的な知識を供給する「エキスパートとしての機能」を求めているのか、それとも「監査機能」を求めているのかという問題であります。「監査機能」を求めらるのであれば、社外取締役の方がいいのですが、「エキスパートとしての機能」であれば、企業の内部の人間の方がいいかもしれないという問題です。

次に、「社外取締役の独立性」の問題があります。アメリカなどでは、従来は「仲よしクラブ」といわれるような状況にありました。しかし、この独立性の定義を厳しくしていくと、逆に、該当者がいなくなる、対象になる人材がいなくなってしまうという問題があります。

もし、本当に社外取締役が独立であるとすれ

ば、逆に将来的に経営権を奪われてしまうおそれ
が当然に出てきます。何らかの手を打たないと、
経営権を奪われてしまう。このような理由から、
米国型の取締役会制度を採用するかどうかの判断
に当たって、日本の企業にはためらいが見られる
ように思えます。

他方、機関投資家は、どちらかといえば「監査
機能」を求めますので、機関投資家のサイドから
は米国型への採用圧力がかかります。特に外資系
の機関投資家などでは、このような傾向が見られ
ます。

(2) 業績連動報酬体系の導入

もう一つの変化として、取締役や中間管理職な
どに対する業績連動報酬体系の導入があります。

「株価連動報酬」や「ストック・オプション制度」
については、ともに株価に報酬を連動させていま

るので、経営者に対して自社の株価を上昇させる
というインセンティブを強く与えるのは当然であ
るう考えられます。この手法は、特に新興企業に
対して有効であるといわれていますが、成熟企業
の場合でも、経営改革により株価が上昇するとい
うことが想定されますので、成熟企業に対しても
それなりに有効なのではないかと考えます。M &
Aについても同じように考えることができます。
企業の中のある部分を譲渡したり、ほかの企業が
ら買収したりするというM & Aを促進させる場合
にも、これらの株価連動報酬などが役に立つかも
しれません。ストック・オプションは、一般に新
興企業と強く関連付けて考えられています。経
営改革やM & Aによる「集中と選択」を進めてい
く上においても役に立つのではないかと考えられ
ています。

(3) 環境問題・企業不祥事と内部告発制度

環境問題も広く企業不祥事の一つと捉えた上で、これらの企業不祥事と内部告発制度との関連が次に問題となります。すなわち、企業不祥事が起きて、企業が社会的に追い詰められますと、企業の存続にまで大きな影響を与えますので、そのような事態が生ずることを抑制する手段としての内部告発制度が重要になってきます。

環境問題については、土壌汚染などに関しては、アメリカでは銀行に対する貸し手責任が問われ、いろいろ規制がありますが、日本の場合は、まず、メインバンク機能が回復しなければ、このような議論を行うのは難しいと考えられます。

このようなことを考え合わせますと、内部告発を受理する独立監査機関のような組織があった方がいいということになってきますが、これに関しても社外取締役と同様の問題があります。すなわ

ち、内部告発を受けてペナルティーを科す権限および内部告発に関連して行う監査の能力・権限、あるいは告発者の匿名性の保持などを考慮すると、独立監査機関を設置するのが望ましいといえ

ますが、この場合、このような機関を設置する主体はやはり経営者でありますので、社外取締役の場合と同様の「独立性の問題」が起きてきます。アメリカでも、社外取締役の指名は結局のところCEOが行っています。同様に、独立監査機関についてもこれと同じような問題があるかもしれません。

逆に、従業員の給料を業績連動給にする、あるいは従業員にストック・オプションなどを与えるという方法も考えられます。早期の内部告発によって企業不祥事を抑制することができる場合には、結果として、従業員は自分の収入が増えるわけですから、それによって十分なインセンティブを与えることができるかもしれないと考えられま

す。しかし、逆にそのような内部告発が遅れますと、従業員は自分の給料を減らす結果を招くことになり得ます。この場合には、内部告発によって自分の給料をかなり減らしてしまうという可能性がありませんので、逆のインセンティブを与えることになるのかもしれませんが。

(4) 内部ガバナンスに関する企業の対応

内部ガバナンスの現状について先ほどと同じ財務省の財務総合政策研究所の調査報告によりますと、二〇〇二年度では、社外取締役制度を導入しているものが三六%、執行役員制度を導入しているものが三三%、ストック・オプション制度を導入しているのが二八%となっており、委員会等設置会社を選択した企業は調査時点では少なかつたという結果が出ております。去る五月一〇日付の日経新聞の朝刊に、日本監査役協会が、会員企業

を対象に実施した調査が載っていました。その調査結果でも、委員会等設置会社に「移行する」と回答した会社の数が一六社で、全体の一・三%しかない。「移行予定なし」という回答が九五社で、八三・五%を占めています。日本の場合には現在のシステムに慣れているので、新しい方向にはなかなか移行しない。ただ、部分的には「社外取締役制度の導入」や「執行役員制度の導入」などが行われています。さらに、ストック・オプション制度については、もうちょっと多くなってもいいのかもしれないと考えています。

なお、「モジュール化」や「オープン化」の影響についてお話することができなかったのですが、この問題は、主にコーポレート・ガバナンスと労働システムとの関係に影響を与えるところでもあります。これは本日の報告では時間の関係もあつて省略させていただきます。

四、企業の不祥事と株価パフォーマンス

次に、証券市場との関係に移らせていただきます。証券市場との関係では、「企業の不祥事と株価パフォーマンスの問題」と「機関投資家の問題」を取り上げます。

まず、「企業の不祥事と株価パフォーマンスの問題」であります。ここで議論していただきますが、三点あります。第一点は、実際のデータの上から見て不祥事情報は事前に市場参加者に漏洩しているのかどうかということです。第二点は、不祥事の発覚は本当に株価にとってマイナスの材料であるのかということです。第三点は、不祥事のタイプによって株価の反応は異なっているかどうかということでもあります。

これらの分析は、立命館大学の堀敬一氏との共

同論文で行いました。ここでは、「イベント・スタディー」の手法を用いています。

(1) 不祥事のタイプ

ここでは、図表1に示すように不祥事のタイプを五種類に分けています。第一は「製造物責任」です。いわゆるリコールです。例えば自動車部品の欠陥が見つかったため、その部品を交換する、それから、表示の偽装問題で、雪印や日本ハムなどで起きたような事件が該当します。

第二の「法令遵守」は、粉飾決算が典型的なものです。アメリカのエンロンやワールドコムの場合が有名です。また、談合や贈収贈賄の問題もあります。

第三が「特許侵害」です。これは製薬会社やハイテク企業などでよく起きている問題です。

第四が「生産拠点の破壊」です。これは工場で

図表1 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

の火災などの事故によるものです。昨年でいえば三菱重工の建造船の火災などがその事例となります。

第五の「環境汚染」は、「土壌汚染の問題」や「化学物質の問題」などが含まれます。

(2) イベントの確定

この研究では、図表2に示していますように一九九〇年から二〇〇〇年までの東証一部、二部上場企業が対象となっています。イベントが起こった日というのは、企業の不祥事が、日本経済新聞や日経金融新聞などの日経四紙に報道された日をイベント日としています。その総数は五一です。実際にはもっとあるのですが、相関関係などを考慮して、一定のタイムラグを置いてデータを取らないといけないので、結果的に五一になっています。まず、イベントが起きる以前の二〇〇〇営業日に

図表2 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・ウインドウは41営業日
(前後20営業日)に設定

ついて実際の株価収益率を計算します。次に、これに基づき、企業不祥事が日経四紙で報道された日の前後二〇日間の「超過収益率」がどのような動きになっているかを分析します。

すなわち、ここでは、マーケット全体の収益率に対する個別銘柄の収益率の関係をイベントが起さる以前の二〇日間の実際のデータに基づいて推計し、この推計式から導かれる収益率を「理論的な収益率」とします。さらに、イベントの前後二〇日間の個別銘柄の収益率と「理論的な収益率」を比較し、前者が後者を上回る部分を「超過収益率」とであると定義します。このようにして得られた「超過収益率」の動きを分析しようとするものです。

(3) 推定結果の説明

以上のようにして得られた推定結果を説明いた

します。

最初に図表3のグラフの読み方を説明します。真ん中にある「0時点」は不祥事が新聞に掲載された日です。この0時点を中心にその前後の超過収益率の動きを見ていきます。企業不祥事の類型ごとにその違いを見てみますと、図表3—1の「製造物責任」(リコールなどのケース)の平均値については、最初の—0日間は余り目立った動きはないのですが、不祥事が発覚した時点から下がっていきまして、—0営業日後くらいまで下がってきて、やや持ち直しているものの、結局マイナスのままです。

次に、図表3—2の「法令遵守」については、はじめの頃に大きくプラスとなり、0時点の付近に近づくあたりから急激に低下していった、不祥事が発覚した後も低下し続けるという形になっています。

また、図表3—3の「特許侵害」については、あまり、はっきりした動きが見られません。一部グラフが上下しているところがありますが、これはよく理解できません。

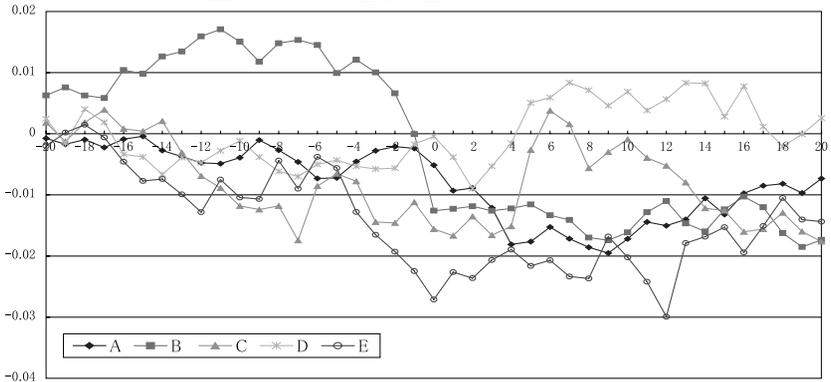
図表3—4の「生産拠点の破壊」(工場の火災など)については、最初はあまりはつきりした動きがなくて、0時点すなわち不祥事が発覚した時点以降において上昇していくという動きを示しています。

最後に図表3—5の「環境汚染」については、不祥事が発覚するやや前から急激に低下していきます。ただ、発覚した後はやや上方トレンドになって回復している、そのような形になっています。

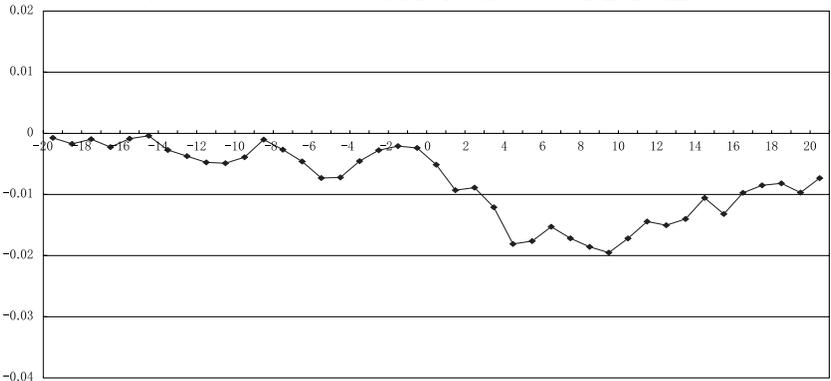
(4) 分析結果の結論

以上の分析から見る限りにおいて、企業の不祥事は、株価に対して、全般的にいうと、必ずしも

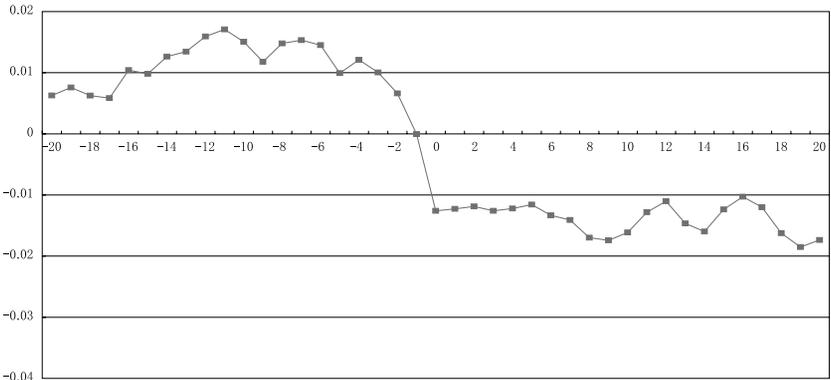
図表3 平均超過収益率 (-20~+20)



図表3-1 タイプA (製造物責任) の平均超過収益率

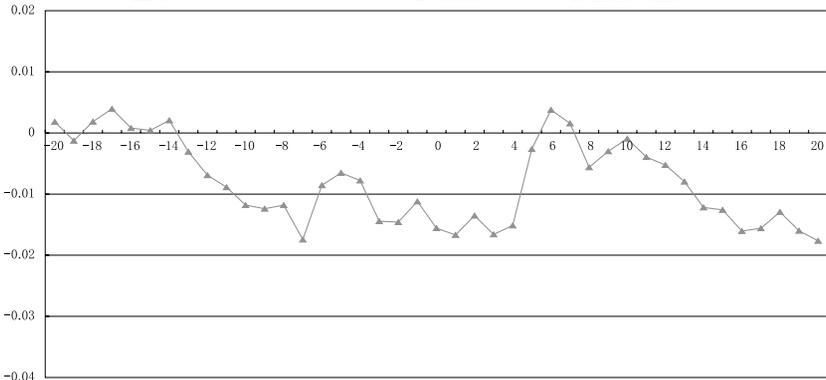


図表3-2 タイプB (法令順守) の平均超過収益率

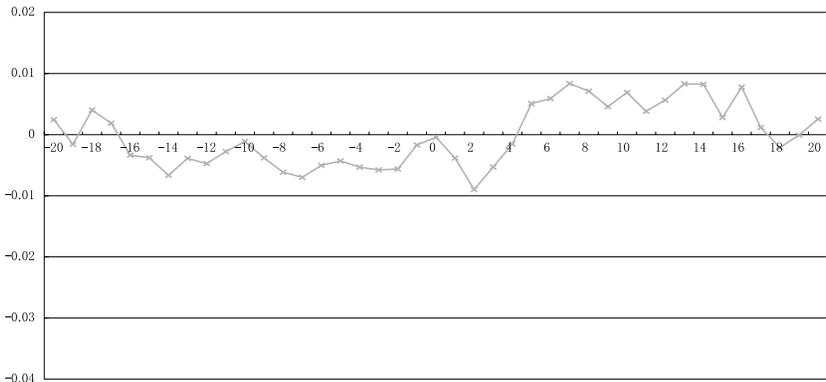


コーポレート・ガバナンスと証券市場

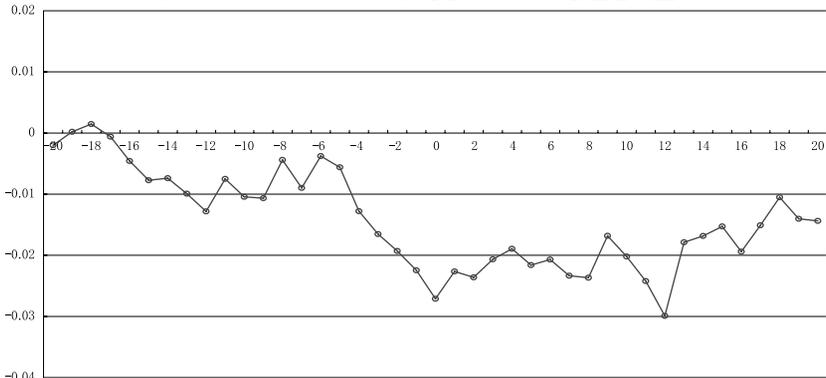
図表 3-3 タイプ C (特許侵害) の平均超過収益率



図表 3-4 タイプ D (生産拠点の破壊) の超過収益率



図表 3-5 タイプ E (環境汚染) の平均超過収益率



対的な企業買収がほとんど見られないことを考えますと、機関投資家に対して強く期待せざるを得ないという事情があります。

しかし、機関投資家にとって、ガバナンスの役割をきちんと果たそうとすると、そのためのコストがかかってきます。さらに、最近の株価低迷で、株式運用の収益率が低い。このような状況にありますので、機関投資家のガバナンス機能がうまく働くかどうかという問題があります。

ここでは例として、年金基金の先進国であるアメリカとイギリスの例を見て、最後に日本のケースに戻ることしたいと思います。

(1) 米国の年金基金と株主行動

まず、アメリカにおいて、機関投資家の中心である年金基金がどのような株主行動をとっているかということについてお話しします。

アメリカにおいては、年金基金などの受託機関に対して受託者責任を負わせるために「従業員退職所得保障法」などに基づく「プルードント・マーン・ルール規制」があります。すなわち、「受託者は、厳格かつ慎重に思慮分別のある行動をとるべきである」という規範です。議決権の行使が機関投資家の企業経営者に対する規律づけの有力な武器になるわけですが、特に重要なのは、議決権の行使がアメリカでは受託者責任の一部になっており、かつ、それが年金運用責任者に与えられているということです。すなわち、年金基金自体が議決権行使の権限を持っていて、かつ実際にそれを使用するという点で特徴があります。しかし、それにもかかわらずアメリカで議決権行使を行う機関投資家は、公務員退職年金基金や私学共済年金基金などの公的年金基金に限定されているという問題があります。その理由としては、第一に

は、投資先企業と年金基金や投資信託のスポンサーになっている企業との間、つまり企業年金の運用を年金基金や投資信託に委託している会社と投資先企業との間で取引関係などがある場合には、議決権の行使について遠慮せざるを得なくなってしまうことによります。民間基金についてはこのような事情がある場合は、議決権行使をためらってしまう傾向があるということでもあります。

第二には、証券取引におけるインサイダー取引規制との関係も指摘されています。社外取締役になった場合はインサイダーになりますので、社外取締役になることを回避しようとしています。そのために議決権行使がさらに行いえなくなるといえます。

第三には、議決権行使を通じて、対象企業の経営改善を行おうとする場合には、投資先の企業数を限定して情報を集める必要があります。投資先

が分散していると、対象企業の経営改善を行っても、それから得られる収益率の改善は限定されたものになります。そのような意味で投資先の企業数を限定しなければ、経営改善を提案してもあまり意味がないということになります。この第三番目の理由は、公的年金にも当てはまることではありませんが、以上のような理由が重なって、結局議決権行使を積極的に行うのは、公務員退職年金基金や私学共済年金基金などの公的年金基金に限定されるという傾向が見られます。

アメリカでは、一九九〇年代初頭までは、機関投資家は、経営者に対して「対立型のスタンス」でありましたが、最近は特に株主提案権行使をするよりも、経営者と話し合いを行い、それにより問題を解決しようという方向に進んでいます。

このように議決権行使を実際に行うのは一部の年金基金に限られるとしても、ほかの国に比較す

ればアメリカの場合は機関投資家が積極的に経営に関与しているといえます。この意味で、「株主アクティビズム」ということができますが、これが本場に企業の経営改善に効果があったのかということについては、様々な人が実証研究を行っています。アメリカを中心にいろいろ研究されていますが、その結果を要約しますと、「機関投資家が投資信託、奨学基金、公的年金基金などのように、投資対象となる企業と取引関係がない場合には、取引関係にある企業である場合よりも経営者に対して経営の変更を迫る上で効果があると認められる。保険会社、銀行、信託会社あるいは当該会社と取引関係がある企業の場合については、何らかの関係を投資先企業と持っているので、経営者に対する経営の規律づけについて、効果が弱められてしまう」ということです。このように、投資先企業と取引関係のない投資信託、公的年金基金

金などの場合には、「規律づけ」に効果があるということが、実証研究からも確かめられました。

しかしながら、このことが全般的にいつ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というと、「あまりはつきりしない」という結果しか得られていません。

パフォーマンスに対する効果があつきりしない理由は、以下のとおりです。一つには、積極的に経営者を規律づけようとする「株主アクティビズム」をとっている機関投資家の目的は、対象となる企業の経営者の政策を変化させる、あるいはアメリカの場合であれば、テイクオーバーを引き起こして、企業の株価を上げることにあると考えられますが、この場合においては、単に標的企業のパフォーマンス、すなわち株式収益率を改善するというよりは、もっと広い意味での影響を狙っていると考えられます。

「株主アクティビズム」を積極的に実行しているのは公的年金基金のような機関投資家が多いわけですが、これらの機関投資家は、外部の運用者に委託してインデックス運用を行っているケースが多い。インデックスで運用しているということは、幅広くいろいろな企業に投資しているわけですので、ある特定の企業のパフォーマンスが改善したからといって、それが直ちに当該機関投資家自身の株式の運用成績に響いてくるわけではない。すなわち、当該企業に対する投資配分は、ウエートのには非常に小さい割合でしかないわけですので、標的企業のパフォーマンスが少々改善したからといって、それが直ちに自分のところの運用収益に大きな影響を与えるわけではありません。むしろそうではなくて、このような標的企業を「スケープゴート」にすることによって、ほかの多くの企業にも同時に同様の変化を引き起こさ

せることにあります。したがって、「自分のところがこのような機関投資家の標的になるのは嫌だ」とほかの多くの企業が考えると、それが何らかの経営改善行動を起こしますので、そのような意味での「スピル・オーバー・イフェクト」を狙っている可能性があります。このように単に標的企業のパフォーマンスの改善だけを狙っているのではなくて、幅広く似たような企業にも同時に同じような変化を引き起こさせる、そのようなことを狙っている可能性があります。したがって、標的企業の経営改善効果だけを見ていると、パフォーマンスに対する評価がはつきりしないのではないかと考えられます。

また、最近では経営者との「話し合いのスタンス」が出てきているということを申しましたが、その場合には、機関投資家とその標的企業との間で、株主総会で争う前に相対交渉が行われること

になります。この相対交渉の場で議論されている問題がむしろ狭く定義されたガバナンスの問題であります。これ自体は企業価値の即時的な上昇につながらないものであります。したがって、ガバナンスの問題をきちんと実行しているからこそ、逆に、直接的なパフォーマンスの改善には反映されませんので、実証研究を行っても、はっきりとした結果が出てこないかもしれない、と考えられます。

したがって、企業のパフォーマンスの改善に役立つかがどうかはつきりしないからといって、アメリカで行われているような機関投資家の経営者への規律づけは効果がないと言い切ることはいできないと考えます。

(2) 英国の年金基金と株主行動

次に、イギリスにおける年金基金と株主行動についてお話しします。イギリスの場合、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していますが、特に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議決権が与えられているという特徴があります。

アメリカとの違いについては、特にイギリスの場合はアメリカほど株主総会で実際に投票しませんが、また、アメリカより多様なステークホルダーの利害関係を広く配慮して、それらの間の対話を強調するという傾向があります。さらに、ほかのステークホルダーに対する情報仲介の役割も機関投資家に担わせているといった傾向が見られます。

とはいえ、イギリスでもアメリカの機関投資家による投資が増加していますので、そのような意味ではアメリカ流の「株主アクティビズム」の影響が強まる傾向にあります。アメリカとの違いを特に強調すれば、ほかの利害関係者に対する説明責任があるとともに、投資先企業との間におけ

る不断のコミュニケーションを重要視しているということが指摘できると思います。特にほかの利害関係者のことを念頭に置いているという点が、イギリスのガバナンスとアメリカとの大きな違いになるかもしれません。

このような意味では、イギリスのガバナンスは日本人には受け入れられそうなのですが、問題点としては、アメリカよりもイギリスの方がガバナンスのコストがかかりそうだということです。つまり、投資先企業と常にコミュニケーションを重視していて、ほかの利害関係者のことも考えなければならぬとすると、まともに実行すれば、当然イギリスの方がコストがかかりそうです。また、本当にほか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機関投資家が持つのか、という疑問です。つまり、そのようなことをすればコストがかかりますから、本当にやってくれる

のかという問題があります。

(3) 日本の年金基金と株主行動

最後に日本における年金基金と株主行動のお話をします。本日の日経新聞の一面で、「公的年金の年金資金運用基金が株主総会での議決権行使ルールを導入する」ことが報道されています。すなわち、株主議決権を受託運用機関に委任したままにしないということが書かれています。日本の場合には顧客との投資一任契約によって、議決権行使の権限は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してよいということになっています。この方法は、議決権行使が信託銀行や生命保険会社任せになっていますが、それなりに利点があります。一つは、アメリカで見たような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という利点があります。ま

た、企業年金が小規模な場合でも、受託金融機関がガバナンスを代行できるという利点もあります。

しかし逆に、受託金融機関が年金基金の意向をきちんと代弁しているかという「エージェンシー問題」が実はあります。したがって、受託金融機関任せにしていると、年金基金の利益を本当に代弁して議決権行使をしてくれるのかという問題が残りますので、解決策としては、年金基金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する必要があります。実際、今日の日経新聞を見ますと、公的年金の議決権行使ルールは、この点を明確にする狙いがあるといえますので、そのような意味では「エージェンシー問題」の欠点を克服する試みであるということがいえます。

日本における投資一任会社による議決権行使状況については、二〇〇二年九月に行われたアン

ケート調査があります。投資一任会社一〇社のうち、八一社が何らかのスクリーニング基準もしくはガイドラインを持っています。議決権行使の際の主なスクリーニング基準は、収益基準、反社会的行為、取締役選任基準などとなっています。

会社提案に対する反対・棄権状況については、投資一任会社のうち九八社が回答をしています。反対・棄権した投資一任会社が四五社であり、投資一任会社一社当たりの平均企業件数は四一四企業ですが、平均的に持っているうちの三一企業株主総会で会社提案に反対しています。議案件数でいえば一社当たり二三四件ですが、平均的に持っているうちの六七件について反対・棄権をしています。反対した議案の内容としては、退職慰労金、利益処分関係、取締役選任が多いということです。したがって、投資一任会社の回答数九八社のうち四五社が反対・棄権したとい

う割合を見ると多いようですが、案件の比率（二二四件のうち六七件）で見るとそんなに多くないということがいえます。いずれにせよ、これを見ると、会社提案に対して日本でもきちんと反対や棄権が行われていることが分かります。

このようなことを実行するためには、それなりの労力がかかるわけですが、専任の担当者を設置しているところは九九社中三九社であって、労力的には、議決権行使指図にかかると業務量は大体五二・五人日かかっているという状況です。

最後に機関投資家の問題を要約しますと、機関投資家ごとに投資目的、規模、投資年限が異なります。したがって、公的年金については、規模が非常に大きく、投資目的も国民全体の公的年金の確保ということになります。このような場合の企業活動への関与の仕方は、アメリカの公的年金のようなスタイルをとってもいいかもしれませ

ん。逆に、民間の小さなものであれば規模が小さいので、そのような意味では、「ウォール・ストリート・ルール」に従って、例えば、「嫌だったら売り払う」という考えでやってもいいかもしれませんが。ただし、この場合には、リスクが非常に大きいので、投資先企業を絞ることも考えられます。したがって、このように機関投資家ごとに企業活動への関与の仕方は当然異なってくるということが重要であり、各機関投資家がそれぞれの投資目的や投資戦略を明確にして行動することが必要です。特に日本の場合には、投資一任会社に議決権行使の権限を一任することが多い状況です。今日の日経新聞の報道にあるように、「議決権行使のルール」などを明確化しておいた方がいいと考えられます。

時間がまいりましたので、以上でお話を終わらせていただきます。（拍手）

若林常務理事 どうもありがとうございます。

若干、時間もございますので、質問をお受けしたいと思いますが、どなたかいかがでしょうか。

質問者 「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」と書いてありますが、これはどのような意味ですか。

小佐野 インサイダー取引規制の問題と関連があり、大株主である機関投資家が社外取締役に変わった場合、その機関投資家がインサイダーとみなされてしまうので、社外取締役にすることを機関投資家は嫌うといったことを意味しています。

質問者 「分析の際の留意点」で、コーポレート・ガバナンスの目標として、長期的な株主利益の重視を目標とするというお話は大変よくわかったというか、なるほどと思ったのですが、この場合の長期的なというのは、さらに具体的にいうとど

んなイメージで考えたらいいのでしょうか。

それから、このような長期的な株主利益という場合に、株主などの具体的な利害関係者の持つ期間のスパンといいますが、それはそれぞれ異なるんだらうと思うんですが、そのような期間の違いみたいなものについてはどう考えたらいいのかという点について、教えていただければと思います。

小佐野 基本的に一番長期的なスパンを持つものとしては、年金基金などが具体的な経済主体としてのイメージに近いと思われます。スパンについては、確かにどこで区切るかによって全然違ってきますが、その市場に参加している人の平均的なものを考えるのがいいと思います。したがって、個人の場合には、当然人間には寿命がありますから、それを考慮に入れたスパンの考え方になると思いますし、年金生活者になったら、そのタイミ

ングで処分してしまうという行動が考えられますので、一概には言えないのですが、市場に参加している人の平均的なスパン、長期的な株主のスパンを考えるとということだと思えます。一番長期なスパンとしては、年金基金などが一番長期に保有することになるのだと思います。

若林常務理事 それでは、時間も参りましたので、これで本日の講演会を終了させていただきます。どうもありがとうございました。

(おさの ひろし・京都大学教授)

(本稿は、平成十五年五月十三日に行われた講演会の記録で、文書は当研究所にある。)

※配布資料はホームページでご覧いただけます。

<http://www.jsri.or.jp/>

小佐野 広 氏

略 歴

- 1978年 京都大学経済学部卒業
- 1982年 大阪大学大学院経済学研究科修了。経済学博士。
滋賀大学、大阪大学を経て、
- 1996年 京都大学経済研究所助教授
- 1997年 京都大学経済研究所教授

単 行 本

- 『コーポレート・ガバナンスの経済学』（日本経済新聞社）2001年
- 『現代の金融と政策』（日本評論社）2000年（本多佑三氏と共編）

日本語主要論文

- 「コーポレート・ガバナンスと労働システム」（小林磨美氏と共著）『フィナンシャル・レビュー』2003年7月（近刊）
- 「教育の経済理論：スクリーニング、シグナリング、人的資本」伊藤隆敏・西村和雄編『教育の経済学』（日本経済新聞社）2003年（近刊）
- 「日本における銀行モニタリングのガバナンス機能」（内田浩史氏と共著）寺西重郎・花崎正晴編『東アジアと日本のコーポレート・ガバナンス』（東京大学出版会）2003年（近刊）
- 「独立行政法人システムの経済理論：メリット・デメリットの論理的整理」（赤井伸郎・水野敬三氏と共著）『フィナンシャル・レビュー』Vol.67, pp.151-171、2003年 など