

[博士論文審査要旨]

申請者

崔 真淑

論文題目

外的圧力がコーポレートガバナンスに及ぼす影響 ―制度改革と市場変容―

審査員 本多俊毅

大橋和彦

折原正訓

2015年に導入されたコーポレートガバナンス・コードなどを通じて、日本企業のコーポレートガバナンス構造にはさまざまな変化が生じている。また、日本の資本市場の構造にも大きな変化があり、コーポレートガバナンスにいろいろな影響を与えている。本論文では、コーポレートガバナンスに関する制度変更と資本市場の変化という視点から、近年の日本企業のコーポレートガバナンスの変化について分析、検証している。

本論文は3つの研究課題に取り組んでいる。第一の課題は、日本のコーポレートガバナンス・コードの改訂が女性役員登用や企業の労働環境に与えた影響の検証である。コーポレートガバナンス・コードは、ソフトロー型のコンプライ・オア・エクスプレイン政策であり、女性役員の登用を義務付けるものではない。このため、女性役員を実際に登用するかどうかについて検証し、コンプライ・オア・エクスプレイン政策の効果を計測する必要がある。しかし、コンプライ・オア・エクスプレイン政策で女性役員の登用を推進した他の先進国においては、上場企業に対して一律に女性役員登用を要請しており、政策の影響を計測することが難しい。これに対して日本の場合は、コーポレートガバナンス・コードが改訂された2018年6月時点で上場市場は4つの市場区分に分かれており、そのうち女性取締役登用を求められたのは2つの市場区分のみで、その他の2つについては対象とされなかった。上場企業の間でコーポレートガバナンス・コードの影響に違いがあるという制度的な特徴に注目し、本研究ではDifference-in-Differences分析を用いることで、コーポレートガバナンス・コード改訂による影響を検証した。検証の結果、コーポレートガバナンス・コードが改訂された2018年以降、女性取締役登用を求められた上場企業は、そうではない上場企業と比較して女性役員数の増加が確認され、コーポレートガバナンス・コード改訂前に女性役員を登用していない企業において、その効果が顕著に観察された。

さらに、コーポレートガバナンス・コード改訂後における労働環境の変化について検証したところ、2018年時点ですでに女性役員が存在していた企業において、女性管理職割合や女性育休の取得が増加する傾向が見られた。このことは、コンプライ・オア・エクスプレ

ン政策であるコーポレートガバナンス・コードによって、女性役員が多い企業において女性上級職の増加や労働環境の改善を目指す動きがあったことになり、女性役員の登用が進むことによるトリクルダウン効果が見られたことを示唆する。先行研究では、ハードロー型のクォーター制を採用しているノルウェーにおいてはトリクルダウン効果が確認できないと報告されており、本研究では対照的な結果が得られている。

この研究はソフトローとしてのコンプライ・オア・エクスプレイン政策が女性役員登用に与える効果を検証しており、コンプライ・オア・エクスプレイン政策の有効性に関する新たな知見を提供するとともに、政策の違いによってジェンダーダイバーシティの拡大に異なる影響する可能性を示しているところに学術研究的な貢献が見出せる。

本論文の第二の研究課題は、近年の株式市場でパッシブ戦略を採用した機関投資家の持株比率が高まっていることが、企業のガバナンスに対してどのような影響を与えるのかを検証するものである。この問題意識については、米国株式市場における先行研究でラッセル指数の銘柄入れ替えに着目した分析手法が用いられてきたが、最近ではこの手法に対して疑問を投げかける論文もでてきている。そこで、本研究では、日本銀行による ETF 買入れプログラムに注目することで、パッシブ投資の拡大による影響を検証している。

日本銀行は 2010 年以降、日経 255 や TOPIX 連動 ETF を対象に大規模な ETF 買入れを実施し、その結果、パッシブ ETF を運用する資産運用会社による株式保有比率が大きく上昇した。本研究では、企業のコーポレートガバナンス指標を被説明変数、パッシブ保有比率を主な説明変数として分析を行い、日本銀行の間接保有割合(日本銀行が購入した ETF を通じて保有している株式の割合)を操作変数として扱うことで、内生性の問題に対処することを提案している。日本銀行の間接保有割合は操作変数としての条件を満たしていると考えられる。まず、日本銀行の ETF 購入予算の約半分が、日経 225 に連動する ETF の購入に充てられているが、日経 225 の組入れ比率は株価に基づいており、企業のガバナンスとは相関しないと考えられる。このため、ETF 購入によって生じるパッシブ保有の変動は、企業のガバナンスやファンダメンタルとは無関係な外生的変動と見なすことができる。次に、日本銀行は保有する ETF の構成銘柄に対して議決権を持たず、議決権を行使するのは ETF の提供者である機関投資家である。したがって、日本銀行による ETF 保有は、企業のガバナンスに直接的な影響を及ぼさないと考えられる。このように操作変数として望ましい特徴を持つ変数を導入して分析を行った結果、パッシブ保有比率の拡大はガバナンスの改善に寄与していることが示された。具体的には、買収防衛策の採用の減少、ストックオプションの導入、社外・女性取締役比率の上昇、取締役会人数の縮小、配当性向の向上・株式持ち合い比率の減少など、ガバナンスに関する前向きな変化が観察された。

この第二の研究課題については、日本銀行による ETF 買入れというイベントをうまく利用した分析手法を用いることで、パッシブファンドの増加とコーポレートガバナンスという近年注目されているテーマについて、米国で標準的とされる分析手法に替わる新たな手法を提案しており、学術的な貢献も大きい分析となっている。

本論文の第三の研究課題では、信託銀行による議決権行使が、同じグループに所属する銀行の融資行動に及ぼす影響を分析している。具体的には、信託部門と貸出部門の両方を手がける銀行グループを対象に、信託部門が会社提案における代表取締役選任議案に賛成票を行使すると、賛成票が投じられた企業に対する貸出部門からの融資が影響を受けるのかを検証している。信託部門と貸出部門の両方を手がける銀行グループにおいては、信託部門の顧客利益を最大化するための忠実義務と、貸出部門による融資利益の拡大という二つの利害が衝突する可能性があり、貸出部門における貸出利益を追求するために信託部門の議決権を利用することが懸念される。信託部門の議決権行使データは開示されていない国が多いが、日本では2017年にスチュワードシップ・コードが改訂され、信託部門を含む機関投資家に議決権行使結果の開示を義務付けた。本研究ではこの特徴を生かし、代表取締役選任議案に対する信託部門の賛成票と、融資部門の貸出データを結合し分析を行っている。大手銀行グループの信託部門から賛成票が投じられた企業のうち、融資部門からの当該企業への融資が行われている企業を特定化し、その融資額の変化について分析が行われている。分析には、エントロピー・バランス・マッチングを用いた上でパネルデータ分析と、銀行の貸出供給と企業の借入需要の同時決定問題を解決するため、Khwaja and Mian (2008)の一次差分モデルを利用している。分析の結果、信託部門が会社提案における代表取締役選任議案に賛成票を投じた企業では、翌年度に融資部門からの短期貸出額が統計的に有意に増加し、また、会社提案における代表取締役選任議案に反対票が投じられた企業のうち当年度に賛成票へ転じた企業については次年度に短期貸出額の増加が特に顕著であった。

このように本論文では、近年注目を集めている日本のコーポレートガバナンスの問題について、制度と資本市場というふたつの視点から検討し、それぞれの論点を検討するのに適切なデータを取得し、統計的な分析を試みて新たな知見を得た点を評価することができる。特に、日本の制度的な特徴に注目することで、統計分析上のさまざまな工夫が試みられていることを指摘しておきたい。他方で、論点として興味深いものが提示されていても、統計分析手法の選択や背後にある理論的仮説の構築については、コーポレートガバナンス・コードによる様々な要請の中で女性役員登用の効果を識別する統計分析手法、要請に従うか否かに関する自己選択問題の操作変数法を通じた緩和、信託部門の賛成票と融資部門の貸出の因果関係を裏付ける企業統治理論の明確化および内生性のより精緻なコントロール等まだまだ改善の余地も残る。しかし、これらの点については著者による今後の研究によって解明されてゆくことが期待され、本論文の学術的価値が損なわれるものではない。

よって、審査員一同は、所定の試験結果をあわせ考慮して、本論文の著者が一橋大学学位規則第5条第1項の規定に準じた取り扱いにより、一橋大学博士（経営）の学位を受けるに値するものと判断する。