

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 —
(要旨)

一橋大学大学院経営管理研究科
経営管理専攻
金融戦略・経営財務プログラム

崔 真淑

(BD18F004)

目次

1. 本研究の目的と構成	3
2. コンプライ・オア・エクスプレイン政策は企業のジェンダーダイバーシティに どう影響するのか？～日本版コーポレートガバナンスコード改訂による検証～...4	
3. Does Passive Ownership Affect Corporate Governance? : Evidence from the Bank of Japan's ETF Purchasing Program.....7	
4. 信託銀行による議決権行使が、系列銀行と議決権行使先企業の融資関係に与え る影響	8
5. 結論と課題	10
6. 参考文献	11

1. 本研究の目的と構成

日本企業のコーポレートガバナンスは、近年、制度改革と資本市場の構造変化という二つの外的圧力にさらされている。制度面では、2015年に導入されたコーポレートガバナンス・コードが度重なる改訂を通じて、取締役会の機能強化や多様性の確保、株主還元の徹底を企業に求めてきた。一方、資本市場ではパッシブ運用が拡大し、指数に組み込まれた銘柄を広く・長期にわたり保有するパッシブオーナーの存在が、資本市場で存在感を増している。さらに近年では、信託銀行を中心とする銀行系機関投資家の株式保有残高が増加しており、議決権行使が系列銀行と投資先企業との取引拡大に利用されている可能性も指摘されている。しかし、制度改革と資本市場の変化が重層的に進む現状で、外的圧力が日本企業の意思決定やガバナンスへ具体的にどのような影響を及ぼしているかの実証研究は依然として限られている。

本論文の目的は、この変容する外的圧力が日本企業のガバナンス構造と企業行動に具体的にどのような影響を与えているのかを、実証的に解明する点にある。具体的には、本研究は次の3つの研究課題に取り組む。第一の課題は、日本のコーポレートガバナンス・コードの2018年改訂が日本企業の女性役員登用や企業の労働環境に与える影響を検証することである。先進諸国では女性役員の比率向上が積極的に推進されている一方で、日本企業においては依然として女性役員が著しく少ない現状がある。また、コーポレートガバナンス・コードのようなコンプライ・オア・エクスプレイン政策が企業のジェンダーダイバーシティに与える影響については、実証研究がまだ十分ではなく、さらなる蓄積が求められている (Adams et al., 2015; Marquardt and Wiedman, 2016)。

第二の課題は、パッシブ型機関投資家の持株比率が高まるなかで、それが企業のガバナンスを弱体化させるのか、それとも強化するのかを検証することである。米国ではラッセル指数の銘柄入れ替えを用いた研究が蓄積されているが、近年はその識別力に疑義が呈されている (Appel, Gormley and Keim 2024; Glossner

2024; Wei and Young 2021)。本研究では、日本銀行による株式ETF買いを操作変数としてとして用いることで、パッシブ投資拡大の効果を再評価する。

第三の課題は、信託銀行による議決権行使が、系列銀行と投資先企業の融資取引に与える影響を検証することである。先行研究では、機関投資家がビジネス上の関係を持つ企業に対して賛成票を投じやすいことを示してきた(Davis and Kim,2007; Matvos and Ostrovsky, 2010; Hamdani and Yafeh, 2013; Cvijanović et al., 2016; Brickley et al.,1988, 1994; Payne et al., 1996, Tsukioka,2020)。しかし、そのような議決権投票が実際に取引関係の拡大へと結びつくかについては十分検証されていない。日本では信託銀行の議決権行使結果が開示されているため、利害関係と議決権行使の関係を分析できる制度環境にある。

以上の各分析では日本固有の制度環境である、コーポレートガバナンス・コードの段階的改訂、日本銀行によるETF買い入れスキーム、信託銀行の議決権開示を活用することで、ガバナンス改革と資本市場変化による日本企業のコーポレートガバナンスへの影響を検証している。

2. コンプライ・オア・エクスプレイン政策は企業のジェンダーダイバーシティにどう影響するのか？～日本版コーポレートガバナンスコード改訂による検証～

第2章の目的は、ソフトロー型のコンプライ・オア・エクスプレイン政策（以下CoE政策）である、コーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）が2018年6月に改訂されたことが、上場企業の女性役員登用や企業の労働環境に及ぼす影響を実証的に明らかにすることである。

CoE政策の実施国における既存研究は、女性取締役による企業価値への影響、女性取締役の質を論じたものが中心であり、CoE政策そのものが女性役員登用をどれほど促進したかに関するエビデンスは限られている（Adams et al., 2015；Marquardt & Wiedman, 2016）。この背景には、CoE政策を実施している多くの国が上場企業に対して一律に女性役員登用を求めており、政策の影響を受けている上場企業と受けていない上場企業との変化の差を捉えることが難しいことが挙げられる。

本研究では、こうした課題を克服できる日本の制度環境を用いてCoE政策の影響を検証している。2018年6月1日、日本政府はCGコードを改訂し、上場企業に対して女性取締役を登用するか、登用しないならば理由を説明するよう求めた。この改訂には、CoE政策による企業への影響を検証するための有用な自然実験と考えられるいくつかの特徴がある。第一に当時の日本の上場市場は4つの市場区分に分かれていたことである。CGコードで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あり、CGコードの影響を受けた上場企業と、そうでない上場企業とで、介入効果の違いを検証することができる。第二に、CGコードに女性取締役登用を記載することを巡り政府と経済界の合意が難航したことで、彼らの折衝がCGコード改訂の内容発表の直前まで続いたことである。これは、上場企業が事前にCGコード改訂の中身を知ることは難しく、それを見越して企業が女性取締役を登用する可能性は極めて小さかったであろうことを保証している。これらの制度的特徴を活かして、本研究ではDifference-in-Differences分析を用いて、CGコード改訂による女性役員登用と労働環境への影響を検証する。

本研究は、2018年6月のCGコード改訂が女性役員登用と社内労働環境に与える影響を、以下の二つの仮説で検証する。第一に、改訂を契機に東証一部・二部企業の女性役員数が増加するという仮説を構築する。エージェンシー理論

(Jensen & Meckling, 1976) では多様な取締役会が経営監視を強化する内的誘因を示し、制度理論 (DiMaggio & Powell, 1983) はCGコード遵守による社会的正当性獲得という外的誘因を指摘する。この内外の誘因が相乗して、CGコード改訂以降に企業は女性役員登用を促進すると予想される。第二に、CGコード改訂前から女性役員が存在していた企業ほど、CGコード改訂以降に女性管理職割合や有給・育児休業取得率の増加するということ仮説を構築する。人的資本理論

(Becker, 1964) は既存女性役員を次世代のロールモデルとみなし (Matsa & Miller, 2013)、クリティカルマス理論 (Kanter, 1977) は一定数以上の女性参画が組織文化を変革すると論じる (Joecks et al., 2013)。これらの要因が組み合わさることで、女性役員が既に存在していたでは、改訂CGコードに従い女性役員を登用し続けるために、労働環境改善への内発的圧力が一層強まり、結果として女性管理職や育休・有休取得の増加がより顕著になると考えられる。

検証の結果、CG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、CG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は、その効果が顕著であった。また、女性取締役登用を求められた上場企業における2018年以降の女性役員数の増加分のうち、CGコード改訂の効果は少なくとも過半を占めていることが明らかになり、CGコード改訂の影響が相当に大きいことを示している。この結果は、第一の仮説を支持するものである。

さらに、労働環境に対する影響においては、2018年時点で女性役員が存在していた企業ほど、2018年以降に女性管理職割合や女性育休における増加傾向が示され、第二の仮説が支持された。これは、女性役員の多い企業ほど女性上級職を増やすというトリクルダウン効果が、ソフトローであるCoE政策を契機に起きていることを示唆している。

本研究は、以下の2つの分野に貢献する。第一に、従来エビデンスが不足していた、ソフトローとしてのCoE政策が女性役員登用に与える効果を実証した点である。先行研究ではCoE政策の有効性に関してエビデンスが不足していることが指摘されてきた（Adams et al., 2015；Marquardt & Wiedman, 2016）。本研究では、CoE政策である2018年改訂CGコードの効果を検証し、女性役員が不在だった企業では大きな増員効果が確認された一方、既に女性役員を擁していた企業では追加的效果が限定的であることを示し、CoE政策の有効性に関する新たな知見を提供している。

第二に、本研究は、ソフトロー型のCGコード改訂を契機に管理職層・労働環境へと多様性が波及するトリクルダウン効果が生じ得ることを実証し、この現象に関する文献に新たな知見を加えた点である。ハードロー型クォーター制下でトリクルダウン効果が限定的だったと報告するノルウェーの事例（Bertrand et al., 2019）とは対照的な結果であり、規制の違いがジェンダーダイバーシティの拡大を左右する可能性を示している。

3. Does Passive Ownership Affect Corporate Governance? : Evidence from the Bank of Japan's ETF Purchasing Program

第3章の目的は、近年世界的に増加するパッシブ投資が、企業のガバナンスに与える影響を明らかにすることである。先行研究では、パッシブ投資家がエージェンシーコストを低減し、投資先企業のガバナンスを改善させるという見解（Appel et al., 2016 ; Bird & Karolyi, 2017 ; Boone & White, 2015）と、パッシブ投資家による投資先企業に対するモニタリングの非積極性によりガバナンスを弱めるという否定的な見解（Heath et al., 2021 ; Schmidt & Fahlenbrach, 2017）が併存しており、その効果について明確な結論は出ていない。加えて、これまで多くの実証研究が米国のラッセル指数の構成銘柄変更を外生的ショックとみなして検証してきたが、その外生性に対しては近年疑義が呈されており、新たな識別手法が求められている（Appel, Gormley & Keim, 2024 ; Glossner, 2024 ; Wei & Young, 2021）。

本研究では、パッシブ保有がコーポレートガバナンスに与える影響を改めて検証するにあたり、日本銀行によるETF買入れプログラムを活用して検証する。日本銀行は2010年以降、日経255やTOPIXに連動するETFの発行済みユニットの約75%を保有するに至っており、極めて大規模なETF買入れを実施してきた。このような大規模な購入によって、パッシブETFを運用する資産運用会社の上場企業に対する保有比率が大きく上昇した。

本研究の分析では、企業のコーポレートガバナンス指標を被説明変数とし、説明変数としてパッシブ保有比率を用いる。パッシブ保有は内生的であると仮定し、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。第一に、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。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関連しないと考えられる（Barbon & Gianinazzi, 2019 ; Greenwood, 2008）。した

がって、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せる。

第二に、日本銀行はETFそのものを保有するが、ETFの構成銘柄に対して議決権を持たない。ETFスポンサーであるパッシブオーナーが構成銘柄に対して議決権を行使するため、日本銀行は投資先企業に対して議決権を行使することができない。このような制度では、日本銀行による間接保有は、企業のガバナンスに直接的影響を及ぼさないと考えられ、除外制約を満たすと判断できる。

検証の結果、パッシブ保有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、買収防衛策の採用は減少し、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。

以上の結果は、日本銀行によるETF買いという日本の制度的特徴を活用することで、パッシブ保有が企業のコーポレートガバナンス改善に寄与することを明らかにしたものである。本研究は、今後さらに拡大が予想されるパッシブ投資の役割を評価するうえで、学術的および政策的に重要な示唆を提供する。

4. 信託銀行による議決権行使が、系列銀行と議決権行使先企業の融資関係に与える影響

第4章の目的は、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、翌期に貸出部門から賛成票を投じられた企業に対して貸出が増加するかを実証的に検証し、議決権行使が銀行-企業間の融資関係を強化し得るかを明らかにすることである。

信託部門と貸出部門の両方を手がける銀行グループは、信託部門が保有する株主議決権において、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を孕んでいる。そのため、銀行グループが信託部門の受益者利益よりも、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懸念が指摘されてきた

(Soldofsky, 1971 ; Davis & Kim, 2007) 。しかし、実際に信託部門の議決権行使が、融資部門と被議決権業間の融資取引機会創出に結び付くかは実証されていない。そこで、本研究では、日本の特徴的なデータを用い、銀行の信託部門による議決権行使が、融資部門と被議決権業の融資関係に与える影響を検証する。

日本のデータが、本研究に適している理由は、以下である。日本は2017年にスチュワードシップ・コード改訂を通じ、銀行信託部門を含む機関投資家に企業別の議決権行使結果データの開示を義務付けた環境を持つ。本研究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結合し分析を行う。具体的には、大手銀行グループの信託部門が賛成票を投じた場合、翌年に融資部門から被議決権業に対する融資額への影響を分析する。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固定パネル分析適用した方法と、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) の一次差分モデルで検証している。

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、被議決権業に対して短期貸出額が統計的に有意に増加した。また、前年度において、会社提案における代表取締役選任議案に反対票を投じた企業に対し、当年度に賛成票へ転じたケースでは、次年度に短期貸出額の増加が特に顕著であった。

本研究の貢献は二つある。第一に、銀行信託サービスが掌握する議決権に関する研究を拡張する点である。Brickley et al. (1988, 1994)、Payne et al. (1996)、Tsukioka (2020) は企業別の議決権行使結果と銀行保有株式を用い、銀行信託部門が貸出先企業に賛成票を投じる傾向を示している。先行研究では、銀行が取引先企業との貸出関係の維持・拡大を期待して議決権行使を行うという前提の下で分析が進められているが、議決権行使が実際に貸出関係に影響を及ぼすかどうかは検証されていない。本研究は、銀行信託部門の議決権行使結果が企業と銀行との貸出関係に影響を与えることを示唆し、議決権行使が融資関係構築の一要素になり得るという新たな視点を提供する。

第二に、本研究の結果は、米国における銀行信託業務における議決権行使結果の開示・規制に関する議論にも証拠を提供する点である。SECは議決権行使にお

ける利益相反を防止するために投資信託の議決権行使結果開示を義務付けているが、銀行信託部門を含む他の機関投資家には開示義務を課しておらず、かつ信託部門の議決権行使規制も存在しない。Soldofsky (1971) は、銀行がある閾値以上の株式を保有する場合は議決権行使機能を独立機関（株主投票評議会など）に移管すべきと提案し、米国議会小委員会（U.S. House, 1968）も信託部門を通じた企業支配強化への懸念から議決権行使規制を求めてきた。Davis and Kim (2007) は、銀行および信託銀行に議決権行使結果開示を義務付ける証拠の必要性を指摘している。本研究は、信託部門の議決権行使権が銀行自身の利益のために機能していることを示すことで、政策立案者に向けたエビデンスを提供する。

5. 結論と課題

本論文は、日本の上場企業を対象に、コーポレートガバナンス・コード改訂というソフトロー、パッシブ運用比率の拡大という市場構造の変化、銀行グループの信託部門による議決権行使という三つの外的圧力が、コーポレートガバナンスや企業行動に与える影響を多角的に検証した。

第2章では、2018年コーポレートガバナンス・コード改訂が女性役員登用に与えたインパクトをDifference-in-Differencesモデルで検証した。女性役員ゼロ企業では改訂後に顕著な増員効果が観測された一方、既に女性取締役を擁する企業では追加効果が限定的であった。一方、既に女性役員存在していた企業ほど女性管理職比率と女性育休取得率が上昇しており、コーポレートガバナンス・コードがトリクルダウン効果を起こす契機になった可能性が示された。

第3章では、日本銀行による株式ETF買いを操作変数に用いることで、パッシブ機関投資家による投資先企業のコーポレートガバナンスへの影響を検証した。パッシブ機関投資家による株式保有は、投資先企業において買収防衛策の導入確率の低下、役員ストックオプションの導入確率の上昇、社外取締役及び女性取締役比率の上昇、取締役会人数の低下、株式持ち合いの低下、配当性向の上昇を促した。これはパッシブオーナーが、投資先企業のガバナンスを改善させることを

示しており、パッシブ投資家はガバナンスを弱体化させるという悲観論と一線を画す結果である。

第4章では、信託部門と融資部門を持つ銀行を対象に分析を行なっている。ここでは、信託部門の議決権行使と融資部門の融資データを結合し、信託部門が議決権行使で賛成票を投じた翌年度に、融資部門から当該企業へ融資が拡大しているかを検証した。その結果、賛成票が投じられた企業では翌年度に融資部門からの短期貸出金が増加していた。これは信託部門が議決権で賛成票を投じることが、投資先企業との融資拡大の手段になり得ることを示している。

以上の結果から、コーポレートガバナンス・コードというソフトロー、市場構造の変化、そして銀行系機関投資家の利害関係という三つの外圧が、日本企業のコーポレートガバナンスや意思決定に影響していることが明らかになった。

最後に、本研究の課題を述べる。第一に、企業における女性従業員数の時系列データが入手できず、トリクルダウン効果とパイプライン効果を完全に識別できなかった点である。第二に、日本銀行の株式ETF買いは、世界の中央銀行の中でも日本だけが行っていることであり、他国市場への外的妥当性には慎重な検討が必要である。第三に、信託銀行データは議決権行使の結果は把握できるものの、議決に先立つ非公開の対話内容までは観測できない。これらの課題は、データ開示の拡充と国際比較研究によって解決し得ると考えられ、今後の研究課題として取り組んでいきたい。

6. 参考文献

- Adams, R. B., de Haan, J., Terjesen, S., & van Ees, H. (2015). Board diversity: Moving the field forward. *Corporate Governance: An International Review*, 23(2), 77–82.
- Appel, I. R., Gormley, T. A., & Keim, D. B. (2016). Passive investors, not passive owners. *Journal of Financial Economics*, 121(1), 111–141.
- Appel, I. R., Gormley, T. A., & Keim, D. B. (2024). Identification using Russell 1000/2000 index assignments: A discussion of methodologies. *Critical Finance Review*, 13(1-2), 151–224.

- Barbon, A., & Gianinazzi, V. (2019). Quantitative easing and equity prices: Evidence from the ETF program of the Bank of Japan. *Review of Asset Pricing Studies*, 9(2), 210–255.
- Becker, G. S. (1964). *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education*. University of Chicago Press.
- Bertrand, M., Black, S. E., Jensen, S., & Lleras-Muney, A. (2019). Breaking the glass ceiling? The effect of board quotas on female labour market outcomes in Norway. *The Review of Economic Studies*, 86(1), 191–239.
- Bird, A., & Karolyi, S. A. (2017). Governance and taxes: Evidence from regression-discontinuity. *The Accounting Review*, 92(1), 29–50.
- Brickley, J., Lease, R., & Smith, C. W. Jr. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267–291.
- Boone, A. L., & White, J. T. (2015). The effect of institutional ownership on firm transparency and information production. *Journal of Financial Economics*, 117(3), 508–533.
- Brickley, J., Lease, R., & Smith, C. W. Jr. (1994). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267–291.
- Cvijanović, D., Dasgupta, A., & Zachariadis, K. E. (2016). Ties that bind: How business connections affect mutual-fund activism. *Journal of Finance*, 71, 2933–2966.
- Davis, G. F., & Kim, E. H. (2007). Business ties and proxy voting by mutual funds. *Journal of Financial Economics*, 85, 552–570.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147–160.
- Glossner, S. (2024). Russell index reconstitutions, institutional investors, and corporate social responsibility. *Critical Finance Review*, 13(1-2), 117–150.
- Greenwood, R. (2008). Excess comovement of stock returns: Evidence from cross-sectional variation in Nikkei 225 weights. *Review of Financial Studies*, 21(3), 1153–1186.
- Hamdani, A., & Yafeh, Y. (2013). Institutional investors as minority shareholders. *Review of Finance*, 17, 691–725.
- Heath, D., Macciocchi, D., Michaely, R., & Ringgenberg, M. C. (2021). Do index funds monitor? *Review of Financial Studies*.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2013). Gender diversity in the boardroom and firm performance: What exactly constitutes a “critical mass”? *Journal of Business Ethics*, 118(1), 61–72.
- Kanter, R. M. (1977). *Men and Women of the Corporation*. Basic Books.
- Khwaja, A. I., & Mian, A. (2008). Tracing the impact of bank liquidity shocks: Evidence from an emerging market. *American Economic Review*, 98(4), 1413–1442.
- Marquardt, C., & Wiedman, C. (2016). Can shareholder activism improve gender diversity on corporate boards? *Corporate Governance: An International Review*, 24, 443–461.
- Matsa, D. A., & Miller, A. R. (2013). A female style in corporate leadership? Evidence from quotas. *American Economic Journal: Applied Economics*, 5(3), 136–169.
- Matvos, G., & Ostrovsky, M. (2010). Heterogeneity and peer effects in mutual-fund proxy voting. *Journal of Financial Economics*, 98, 90–112.
- Payne, T. H., Milk, J. A., & Glezen, G. W. (1996). Fiduciary responsibility and bank-firm relationships: An analysis of shareholder voting by banks. *Journal of Corporate Finance*, 3, 78–97.
- Schmidt, C., & Fahlenbrach, R. (2017). Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value? *Journal of Financial Economics*, 124(2), 285–306.
- Soldofsky, R. M. (1971). *Institutional Holdings of Common Stock, 1900–2000: History, Projection, and Interpretation*. Bureau of Business Research, University of Michigan.
- Tsukioka, Y. (2020). The impact of Japan’s stewardship code on shareholder voting. *International Review of Economics & Finance*, 67, 148–162.
- U.S. House of Representatives. (1968). *Commercial Banks and Their Trust Activities: Emerging Influence on the American Economy*. Committee Print, Subcommittee on Domestic Finance, 90th Congress, 2nd Session.
- Wei, W., & Young, A. (2021). Selection bias or treatment effect? A re-examination of Russell 1000/2000 index reconstitution. *Critical Finance Review*.