

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 6 月 10 日現在

機関番号：32665

研究種目：基盤研究(B)

研究期間：2011～2013

課題番号：23330131

研究課題名(和文) 日仏両国のコーポレート・ガバナンス比較考察－機関投資家の役割と企業価値

研究課題名(英文) Comparative Study of the Influence of Institutional Investors on Corporate Governance and Corporate Value in Japan and France

研究代表者

水野 満 (MIZUNO, MITSURU)

日本大学・グローバル・ビジネス研究科・教授

研究者番号：40318473

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 9,200,000円、(間接経費) 2,760,000円

研究成果の概要(和文)：機関投資家によるコーポレート・ガバナンス改革への影響は、日仏両国で認められた。機関投資家の投資行動を考察したところ、日仏両国の機関投資家はROEを基準として投資していることが明らかになった。アンケート調査によれば機関投資家の投資行動では、ガバナンスをある程度重視し、モニタリング活動では対話等を通して企業価値の向上に努める姿勢が判明した。しかし、モニタリング活動で企業価値の向上を図っていく最適な方法は企業経営の実態が各社ごとに異なることから、一般化は困難である。機関投資家はまず投資先の企業経営の実態を把握し、有効なエンゲージメント手法を見出して企業価値の向上に努める必要がある。

研究成果の概要(英文)：The objective of this paper is to examine the influence of institutional investors on corporate governance and the relationship between institutional investors and corporate value in Japan and France. The results suggest that corporate governance was enhanced by institutional investors in both countries. It was also found that institutional investors select investee firms based on ROE and endeavor to improve the corporate value through monitoring in both countries. However, they have to find an effective engagement method of each investee firm by grasping the actual condition of it with a view to enhancing corporate value, since each firm has a different management strategy and operational style.

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・経営学

キーワード：コーポレート・ガバナンス 機関投資家 企業価値

1. 研究開始当初の背景

わが国では1990年代中頃からコーポレート・ガバナンスに関する議論が活発になった。1990年代のバブル崩壊によりメインバンクの影響力が弱まり、その一方で株主とりわけ機関投資家（外国人機関投資家を含む）の影響が大きくなってきた。日本企業は配当を増加させるとともに執行役員制度やストック・オプションなどの制度を導入し、意思決定の迅速化や幹部のインセンティブを高めて機関投資家の要求に応じてきた（参考文献：小佐野（2001）『コーポレート・ガバナンスの経済学』、Seki, Takaya (2005) 'Legal Reform and Shareholder Activism by Institutional Investors in Japan', *Corporate Governance*, Volume 13 Number 3, May 2005 pp. 377-385 他）。一方、平成13, 14年度の商法の改正で委員会設置会社の選択も可能となり、わが国のコーポレート・ガバナンスは大きな転機を迎えた。一方、フランスでは、効果的なコーポレート・ガバナンスの必要性が認識され、ソシエテ・ジェネラル銀行マーク・ヴィエノ会長等、主要企業の経営陣によるコーポレート・ガバナンス検討委員会において、1995年報告書（第一次ヴィエノ報告書）が公表された。同時期は、米国では機関投資家の行動が活発化していた頃である。第一次ヴィエノ報告書は、当初は実効性に疑問も出されたが、カルパ・ス（カリフォルニア州職員退職年金基金）がその遵守を投資先に要請し国際的な認知度が高まった、フランス企業の間にも周知され、社外取締役制度も定着していたことから、遵守状況が株主宛て年次報告書でも示されるようになった、報告書の指摘により硬直的といわれたフランス会社法の改正作業も進められた、株式相互持合いの解消、取締役の相互兼務の限度の設定が図られた。1999年には第二次ヴィエノ報告書が公表され、取締役会の監督・執行機能をより明確にすべく、PDG (president directeur general) の職務分離、役員報酬の情報開示が求められた。このようにフランスのコーポレート・ガバナンスに対する取り組みは一段と進んだものとなっており、2001年には政府による新経済規則施行等のガバナンス強化に向けた規制改革も行われている（参考文献：Goyer, Michel (2003) 'The Transformation of Corporate Governance in France', *The Brookings Institution*, January 2003, Girard, C. (2000) 'Shareholders Activism: A Comparison Between the United Kingdom and France', Besancon: Université de Franche Comté 他）。上記のように、日仏両国のガバナ

ンスは機関投資家の影響を受け改革が行われた。本研究の問題意識は、英米型と異なるコーポレート・ガバナンスを追求してきた日仏両国のガバナンス・システムの改革の実情を機関投資家の影響という観点から分析するとともに、両国の機関投資家の投資行動と企業価値との関係を明らかにすることである。

2. 研究の目的

本研究の第一の目的は、日仏両国の株式所有構造、投資家保護の法制度を考慮のうえ、機関投資家が要求しているコーポレート・ガバナンスに関する具体的項目をどれくらいの企業が採用し、コーポレート・ガバナンスを強化してきたのか、また機関投資家の株式保有比率によって採用割合に違いがあるのかを、できるだけ定量的に分析し、機関投資家の影響力と日仏機関投資家の要求項目の差異を明らかにすることである。現在進められているコーポレート・ガバナンスに関する改革は、株主重視の経営スタイルを取り入れようとする動きと言えるが、経営者や株主にとってコーポレート・ガバナンスは「手段」であって必ずしも「目的」とは言えない。最終的な目的は業績や株価といった企業価値を向上させることであって、その手段がコーポレート・ガバナンスである。米国では機関投資家のコーポレート・ガバナンスとパフォーマンスに関する先行研究が多数あるが、これらの関係に明確な結論はでていない。日本やフランスでは業績や株価とコーポレート・ガバナンス項目との関係に関する研究の蓄積は、いまだ十分ではない。（参考文献：石崎・中瀬編著（2007）『コーポレート・ガバナンスと企業価値』他）。本研究の第二の目的は機関投資家のコーポレート・ガバナンス改革における役割を比較することである。日仏両国とも機関投資家の役割は増加してきているが、その実態についての比較分析は少ない。第三の目的は、機関投資家の投資行動と企業価値との関係を実証的に分析することである。従来の研究では、ある時点での株式保有比率での分析が行われてきたが、本研究は2005 - 2010年間の株式保有比率の変化に着目したダイナミックな分析を行う点に特色がある。企業活動のグローバル化が進み、それともなって外国人投資家の国際分散投資は今後も続く可能性は大きい。また、日仏両国では投資信託や高齢化という流れの中で機関投資家の株式保有比率は高まると考えられ、投資による企業価値向上意欲は高い。本研究の第四の目的は、アンケート調査を行い、両国の機関投資家行動を比較分析するこ

とである。第五の目的は、日仏の共通点・相違点を考慮したうえで、それぞれの国の機関投資家がどのようなガイドラインに沿って行動し、企業価値を高めているかをアンケート調査で確認することである。その上で、これまでの研究を踏まえて企業価値を高める機関投資家のガバナンス・ガイドラインとモニタリングの枠組みの構築を試みる。第六の目的は、日仏のコーポレート・ガバナンスの比較から、我が国への示唆を行なうことである。本研究の第七の目的は日仏のコーポレート・ガバナンスの比較から、コーポレート・ガバナンスのコンバージェンスを思料することである。以上、本研究では日仏両国の国際比較の視点で考察を行なう。

3. 研究の方法

機関投資家の株式所有比率の変化が企業のコーポレート・ガバナンスとパフォーマンスにどのように影響を及ぼしているのかを分析するため、日本については、企業年金連合会の策定した「株主議決権行使基準」にそって、NEEDS-Cges、EEDS-FinancialQUESTと有価証券報告書のデータを利用して検証を行った。調査データはガバナンス項目では2005年度と2010年度であるが、機関投資家の株式所有比率の変化とパフォーマンスについては2005年度から2010年度までの6年間のパネルデータを使用した。調査対象とする企業は、日本は東証一部上場企業で、企業数は金融・保険業を除く1,334社である。フランスについては、2005年と2010年でSBF120を構成するフランス企業のコーポレート・ガバナンスの実情についてAFEP-MEDEFのガバナンス・コードをレファレンスし、その遵守状況を分析した。データはThomson Oneと各企業の年次報告書を使用した。フランスでは、Euronextパリ取引所に上場し、SBF120を構成する企業でサンプル数は119社である。また、機関投資家の投資行動を分析するため、日仏両国でアンケート調査を実施した。

4. 研究成果

(1) 機関投資家によるコーポレート・ガバナンス改革への影響

機関投資家によるコーポレート・ガバナンス改革への影響は、日仏両国で認められた。例えば日本では、社外取締役（除く委員会設置会社）については、2005年度には37.1%の企業が導入済みであったが、2010年度にはその比率が49.8%に上昇し、企業が機関投資家の要求に応じてきていることが窺える。ま

た、一定の独立性のある社外取締役は2005年度は385社であったが、2010年度には567社に増加しており、機関投資家の要請を映しているものと思料される。

フランスでは、一層性に属する企業での独立取締役の選任比率は2005年が約82%であったが、2010年には93.5%の会社が独立取締役を選任している。委員会の設置状況を見ると、一層性の企業ではSBF120を構成する企業等で見ると、いずれの委員会でも2005年に比べ2010年には設置比率が高まっており、特に、監査委員会と報酬委員会の設置比率は9割を超えており、高い遵守率を示している。

(2) 機関投資家のコーポレート・ガバナンス改革における役割比較

フランスの機関投資家はより早い段階で、コーポレート・ガバナンスに対する姿勢を明確にするなど強い影響力をもっていた。フランス規制当局もこうした動きを積極的に支援してきた。一方、わが国においては、近年「日本版スチュワードシップ・コード」が議論され、平成26年2月に策定された。また金融庁が機関投資家の議決権行使に関する事項について推奨案を公表するなどの新しい動きが出ている。今後、機関投資家の議決権行使結果の公表が進むことで、企業との対話がより進むと考えられる。

(3) 機関投資家の投資行動と企業価値

機関投資家の投資行動を株式保有比率の変化により考察したところ、日仏両国の機関投資家はROEを基準として投資していることが明らかになった。機関投資家の投資行動では、ガバナンスをある程度重視し、モニタリング活動では対話等（エンゲージメント）を通して企業価値の向上に努める姿勢が判明した。したがって、ガバナンスが十分でない企業は、機関投資家が投資を見合わせたり、投資額を減額させたりすることで、企業にとっては資本市場からの資金調達コストが上昇するので、ガバナンスを改善することが企業のインセンティブとなる。しかし、モニタリング活動で企業価値の向上を図っていく最適な方法は企業経営の実態が各社ごとに異なることから、一般化は困難である。したがって、機関投資家はまず投資先の企業経営の実態を把握し、有効なエンゲージメント手法を見出して企業価値の向上に努める必要がある。

(4) アンケート調査結果から見る機関投資家行動

日本の機関投資家は、企業経営の向上を図る上で有効な手段としては、社外取締役の義務化、監査役の独立性と機能の強化、取締役会機能の向上などコーポレート・ガバナンスの向上が有効であるとみている。また、株主アクティビズムの行動が有効であるが、敵対的な株主アクティビズムはあまり有効でないと認識している。一方、フランスの機関投資家は、独立取締役の役割強化、経営情報の透明性向上がガバナンスの改善に有効であるとみている。企業価値を高めるモニタリング活動としては、両国とも投資先企業との対話が効果的であると考えている。

(5) 企業価値を高めるガバナンス・ガイドラインとモニタリングの枠組み

これまでの実証研究等を勘案すると、取締役会改革などのコーポレート・ガバナンス活動はそれほど投資パフォーマンスに影響を与えず、一方でコストがかかるため、コーポレート・ガバナンスは多くの機関投資家やその顧客にとってはそれほど魅力のあるものとなっていない。そのため、社外取締役や委員会制度の導入によって意思決定を事前にモニタリングしようとするガバナンスよりは、業績や株式リターンに基づく事後的なモニタリングによるガバナンスが望ましいと考えられる。

(6) フランスのコーポレート・ガバナンスの我が国への示唆

フランスの場合、分散株主型の場合には取締役の少なくとも半分、支配株主型の場合には取締役の三分の一以上は独立取締役でなければならない。また、委員会(監査委員会、指名委員会、報酬委員会)の設置が推奨されて、実際ほとんどの会社が設置している。監査委員会は三分の二以上が独立取締役で、執行取締役を入れてはならない。指名委員会は過半数が独立取締役で、執行取締役を入れてはならない。ただし、取締役会会長は参加できる。報酬委員会は過半数が独立取締役で、執行取締役を入れてはならない。日本は委員会設置会社でも各委員会は過半数が社外取締役でなければならないが、独立社外取締役でなくてもいいので判断にゆがみが生じる可能性がある。また、日本の委員会設置会社では、各委員会は社外取締役が過半数必要とされているが、取締役会で過半数以上が社外取締役でなくともいいので、経営の意思決定で社外取締役の意見は参考意見とされる可

能性がある。この点、フランスの場合は独立社外取締役の意見は経営の意思決定で重要性を持つ。取締役会の役割と評価に関しても、フランスは取締役会の役割と運営の明示、討議すべき重要な事項が適切に準備され議論されたか、各取締役が能力と議論を通して取締役会に貢献したかどうか、取締役会が役割を果たしたかどうかについての評価を行っている。

(7) コーポレート・ガバナンスのコンバージェンス

日仏両国のコーポレート・ガバナンスは、英米の株主価値重視のガバナンス・システムと異なり、ステーク・ホルダー重視のガバナンス・システムを採用してきたが、近年では、両国でも資本市場の影響から株主価値重視を支持する企業が増加してきている。機関投資家比率が高まるにつれて経営監視の視座から、独立取締役の役割が強化されるというガバナンスの基本的な要因は収斂の方向に向かう可能性が大きい。しかしながら、社会的、歴史的、文化的な背景の違いもあり、グローバルスタンダードといえるようなコンバージェンスを実現することは困難と思われる。

5. 主な発表論文等

[雑誌論文](計12件)

1. 水野満、三和裕美子、「日仏両国のコーポレート・ガバナンス比較考察 機関投資家の役割と企業価値」、証券経済学会年報 第49号、2014年、掲載予定、査読有
2. Mitsuru Mizuno, "Corporate Governance, Institutional Investors, and Firm Performance in France", Journal of Business and Finance, Vol11, 2014, forthcoming, 査読有
3. 清水一、「企業価値を高める機関投資家のガバナンス・ガイドラインとモニタリングの枠組みの構築に関する一考察」大阪経済大学 Working Paper Series 2014-1、2014年、査読無
4. 清水一、「経営者の年齢とグローバル化が企業価値に与える影響について」経大論集第64巻第6号、2014年、査読無
5. 三和裕美子、「日仏両国のコーポレート・ガバナンス改革における機関投資家の役割」、明大商学論叢第96巻第4号、2014年、pp89-99、査読有
6. 三和裕美子、「わが国機関投資家のコーポレート・ガバナンスに関するアンケー

- ト調査」, 明大商学論叢第 96 巻第 4 号、2014 年、pp.201-110、査読有
7. 三和裕美子、「フランスコーポレートガバナンス改革における機関投資家の役割 日本との比較において」, 明治大学国際総合研究所コーポレート・ガバナンス研究会報告書、2014 年、pp.57-70、査読無
 8. 水野満、「SBF120 を構成するフランス企業のガバナンス改革 我国への示唆」, 明治大学国際総合研究所コーポレート・ガバナンス研究会報告書、2014 年、pp.46-56、査読無
 9. 水野満、「SBF120 を構成するフランス企業のガバナンス改革 我国への示唆」, 証券経済学会 年報 第 48 号、2013 年、pp.246-251、査読無
 10. 水野満、「フランスのファミリー企業のコーポレート・ガバナンスとパフォーマンス」, 日本経営財務学会予稿集、<http://www.b.kobeu.ac.jp/~keieizaimu/uploads/files/zenkokutaikai/36/711.pdf>、2012 年、pp.1-10、査読無
 11. 清水一、「経営者の年齢はなぜ重要か?」, 日本経営財務学会予稿集、<http://www.b.kobeu.ac.jp/~keieizaimu/uploads/files/zenkokutaikai/36/713a.pdf>、2012 年、pp.1-13、査読無
 12. フィリップ・オルシニ、内田 亨、「フランスにおけるコーポレート・ガバナンス改革に関する一考察 AFEP-MEDEFのアンニュアル・レポートから取締役を中心に」, 日本大学ビジネス・リサーチ第9巻2012年、pp.67-80、査読無

[学会発表](計 10 件)

1. Mitsuru Mizuno、"Comparative Study of an Influence of Institutional Investors on Corporate Governance and Firm Performance between Japan and France", The Southwestern Finance Association 2014 Annual Conference, 2014/3/12, Sheraton Hotel Dallas
2. Mitsuru Mizuno、"The Influence of Institutional Investors on Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Japan", India Finance Conference, 2013/12/18, Indian Institute of Management Ahmedabad, Gujarat, India
3. 水野満、三和裕美子、フィリップ・オル

- シニ、清水一、「日仏両国のコーポレート・ガバナンス比較」, 「日仏両国のコーポレート・ガバナンス比較」に関する国際シンポジウム、平成 25 年 11 月 30 日、明治大学
4. 水野満、フィリップ・オルシニ、「日仏両国のコーポレート・ガバナンス比較考察 機関投資家の役割と企業価値」, 日仏経営学会第 62 回全国大会、平成 25 年 11 月 16 日、創価大学
 5. 水野満、三和裕美子、「日仏両国のコーポレート・ガバナンス比較考察 機関投資家の役割と企業価値」, 証券経済学会第 80 回全国大会、平成 25 年 10 月 5 日、札幌学院大学
 6. Mitsuru Mizuno、"Corporate Governance, Institutional Investors, and Firm Performance in France", Conference on Risk, Banking and Stability, 2013/9/24, Nusa Dua Convention Center, Bali, Indonesia
 7. 水野満、「フランスのファミリー企業のコーポレート・ガバナンスとパフォーマンス」, 日本経営財務学会第 36 回全国大会、平成 24 年 10 月 7 日、専修大学
 8. 清水一、「経営者の年齢はなぜ重要か?」, 日本経営財務学会第 36 回全国大会、平成 24 年 10 月 7 日、専修大学
 9. 水野満、「SBF120を構成するフランス企業のガバナンス改革 我国への示唆」, 証券経済学会第78回全国大会、平成24年9月22日、久留米大学
 10. 三和裕美子、「グローバル投資家とコーポレート・ガバナンス」, 明治大学国際総合研究所開設記念シンポジウム、平成24年2月21日、明治大学国際総合研究所

[図書](計 0 件)

6. 研究組織

(1)研究代表者

水野満 (MIZUNO MITSURU)

日本大学・大学院グローバル・ビジネス研究科・教授

研究者番号：40318473

(2)研究分担者

・三和裕美子 (MIWA YUMIKO)

明治大学・商学部・教授

研究者番号：10287881

・Orsini Philippe (オルシニ フィリップ)

日本大学・大学院グローバル・ビジネス研
究科・准教授

研究者番号：70409093

・清水一（SHIMIZU HAJIME）

大阪経済大学・情報社会科学部・講師

研究者番号：50368841