

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 29 年 6 月 26 日現在

機関番号：17102

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2015～2016

課題番号：15H06215

研究課題名（和文）統治メカニズムとしての株主の機能とその歴史的变化：日本企業の株主総会の実証分析

研究課題名（英文）The role of shareholder as governance mechanism and its historical change:
Empirical analysis of annual shareholder meeting in Japan

研究代表者

内田 大輔 (Uchida, Daisuke)

九州大学・経済学研究院・講師

研究者番号：10754806

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,100,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、日本企業において、経営者と株主の関係性が経時的にどのように変化してきたのかを明らかにすることを目的とし、それを実証的に検討するために、日本において経営者と株主の関係性を顕著に表す場である株主総会に注目している。具体的には、国内上場企業の1984年から2014年におよぶパネルデータを構築し、日本企業の株主総会における歴史的な変化を企業レベルで分析することを通じて、日本企業の株主総会はどのように変化してきたのか、どのような要因が日本企業の株主総会の活性化を牽引してきたのか明らかにした。

研究成果の概要（英文）：The purpose of this research is to clarify how the relation between managers and shareholders in Japan has changed over time. Specifically, this research focuses on annual shareholder meetings of Japanese companies in which managers and shareholders discuss corporate management in person. By constructing panel data of Japanese listed companies from 1984 to 2014 and statistically analyzing the data, this research clarifies how annual shareholder meetings of Japanese companies has changed over time and what factors influence such changes.

研究分野：経営学

キーワード：コーポレート・ガバナンス 株主総会 日本企業

1. 研究開始当初の背景

経営者・取締役会・株主の3つの主体間の関係性を主に扱うコーポレート・ガバナンス研究は、近年、マネジメント研究における中核的な研究課題として、国内外において位置づけられるようになってきている (Finkelstein, Hambrick & Cannella, 2009)。その中で、マネジメント領域におけるコーポレート・ガバナンスを検討する一連の既存研究は、これまでに様々な知見を我々に提供してきたけれども、理論的にも実証的にも取締役会の分析に偏重しているという研究課題を抱えていた。

このような傾向は、「経営と所有の分離」(Berle & Means, 1932)が進むにつれ、経営活動の監視に対する株主のインセンティブが経時的に低下してきたことを反映している。その結果、コーポレート・ガバナンス研究の多くは、経営者・取締役会・株主の3つの主体間の関係の中でも特に、株主によって選任された取締役会が果たす役割に理論的にも実証的にも注目してきたのであった (Johnson, Daily & Ellstrand, 1996)。

その一方で、既存研究は、経営者と株主の関係性に十分な関心を払ってこなかった。確かに、経営と所有の分離の結果として取締役会に多くの関心が向かうのは自然の流れではあるが、多くの国の商法では、国ごとにその程度は異なるものの、株主が企業経営に参加することを目的とした権利(経営参加権)が認められていることを踏まえれば (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, 2000)、経営者と株主の関係性に関しても十分な関心が向けられるべきである。しかしながら、経営者と株主の関係性に関しては、所有主体の属性(例えば、外国人投資家)といった観点から検討したものは数多く存在するが(例えば、Ahmadjian & Robbins, 2005)、それ以外の観点から経営者と株主の関係性を検討した既存研究は少なく、十分な知見が蓄積されていない現状にある。経営者と株主の関係性は様々な慣行 (practice) を通じて形成され、相互に補完的な役割を担うことを踏まえれば (Aguilera, Filatotchev, Gospel & Jackson, 2008)、株主の属性に関する議論を超え、多様なコンテキストにおいて、経営者と株主との関係性を検討することが、コーポレート・ガバナンス研究において期待されている。

2. 研究の目的

上記のような問題意識の下、本研究は、日本企業において、経営者と株主の関係性が経時的にどのように変化してきたのかを明らかにすることを目的とする。そのために本研究は、日本において経営者と株主の関係性を顕著に表す場である、株主総会に注目する。株主と経営者が直に向き合い意見を表明す

ることが法的に担保されている株主総会は、理想的には、コーポレート・ガバナンスを担う機関として位置づけられてきたが、そのような役割を歴史的に果たしてきたわけではなかった (West, 1999)。しかしながら、バブル崩壊以降、日本企業がコーポレート・ガバナンス改革を迫られる中で、株主総会の開催日の分散化や所要時間の長期化といった株主総会の活性化が起きていることがしばしば指摘されている。

本研究では、このような日本企業の株主総会における歴史的な変化を企業レベルで分析することを通じて、日本企業の株主総会はどのように変化してきたのか、どのような要因が日本企業の株主総会の活性化を牽引してきたのか、を明らかにし、経営者と株主の関係性に関する理論的・実証的知見を得ることを目指している。

3. 研究の方法

本研究では、経営者と株主の関係性を捉える現象として、日本の上場企業の株主総会に注目し、日本企業の株主総会に関連した大規模パネルデータを独自に構築する。そして、そのデータセットを基に統計分析を遂行することを通じて、日本企業における経営者と株主との関係性に関する理論的・実証的研究を推進する。

本研究で構築するデータセットの主要な変数は以下の通りである。国内上場企業の1984年から2014年までの(1)年度別企業別の株主総会の開催日・出席者数・所要時間・質問者数といった株主総会に関する情報、(2)年度別企業別の株主数・株主構成といった株主に関する情報、(3)年度別企業別の財務・業種・上場情報、(4)株主総会に関する定性的情報(新聞記事、雑誌記事等)。(1)のデータは、各年版『資料版商事法務』を利用し、(2)と(3)に関しては『日経 NEEDS FinancialQUEST』を中心にデータ収集を行った。また、(4)に関しては、株主総会に関する問題が、法的側面からも歴史的に議論されてきたことを踏まえ、『日経テレコン 21』、『日経 BP 記事検索』といった経済系の新聞・雑誌記事に加え、『旬刊商事法務』、『ジュリスト』といった法律系の新聞・雑誌記事も利用して、株主総会に関する定性的情報(分析期間以前も含む)を体系的に収集した。

4. 研究成果

本研究では、日本企業の株主総会の中でも特に、その開催日に関わる経営慣行に注目して実証研究を行った。日本企業の多くはかつて、「集中日」(3月決算企業の多くが株主総会を開催する日にち)にいっせいに株主総会を開催していた。例えば、最も多くの企業が集中日に株主総会を開催した1995年においては、東京証券取引所に上場する3月決算企

業の実に約95%が、集中日に株主総会を開催していた。多くの企業が株主総会を同一日に開催すると、複数の企業の株式を保有する株主は、個々の企業の株主総会に参加できなくなるため、このような経営慣行は、株主総会から株主を排除するものであった。

しかしながら、1990年代中頃以降、コーポレート・ガバナンスに対する社会的関心の高まりとともに株主総会の活性化が叫ばれるようにつれ、多くの日本企業は株主総会の集中日開催から逸脱するようになり、株主総会は徐々に、異なる日に分散されて開催されるようになっていった。実際に、2014年には、3月決算企業のうち株主総会を集中日に開催していた企業は40%を下回っている。ただし、このような株主総会開催日の分散化は、一方向的に進んでいったわけではなかった。具体的には、日本企業全体としては、経時的に株主総会は非集中日に開催されるようになったものの、非集中日へ移動した企業の中には後に、集中日に回帰する企業も存在したのである(図1を参照)。

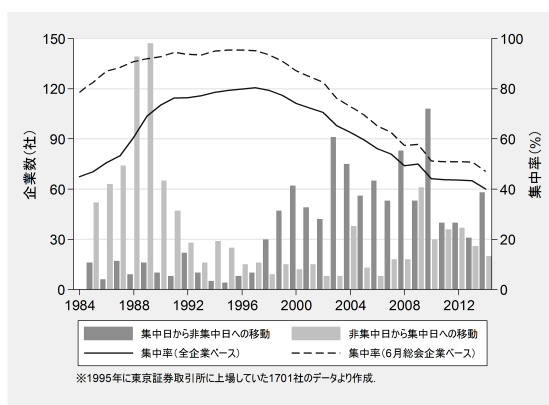


図1. 株主総会開催日移動企業数と集中日の集中度(1984-2014年)

以上のように、1990年代後半以降、日本企業の株主総会に関わる経営慣行は大きく変化してきたのであるが、こうした変化がどのように生じたかに関してはあまり知られていない。そこで本研究は、日本企業の株主総会に注目し、その開催日に関わる経営慣行が経時的にどのように変化してきたのかを明らかにすることを目指し、大きく分けて以下の3つの実証研究を行った。第一に、株主による株主総会への参加を規定する要因に関する実証研究、第二に、1990年代中頃以降において集中日開催からの逸脱を引き起こした要因に関する実証研究、第三に、2000年代以降になって顕著に観察されるようになった集中日開催への回帰という現象を引き起こした要因に関する実証研究、である。

(1) 株主による株主総会への参加を規定する要因に関する実証研究

本研究では、株主による株主総会への参加を規定する要因を検討することを通じて、いつ株主総会を開催するかという開催日の設定の問題が、株主による株主総会への参加の意思決定に影響を与え得るものであることを明らかにする。具体的には、「関与」という概念を導入し、株主による株主総会への参加を理論的に整理した上で、株主総会への出席者数とそこでの質問者数を規定する要因を明らかにした。そこでは、(1)企業パフォーマンスの低下は、株主総会での質問者数を増加させること、(2)株主総会に関わる法整備や株主総会の非集中日開催は、株主総会の出席者数および質問者数の両方を増加させることが明らかにされた。本実証研究の研究成果は、『組織科学』において公開されている(「5. 主な発表論文等〔雑誌論文〕」-1)。

(2) 1990年代中頃以降において集中日開催からの逸脱を引き起こした要因に関する実証研究

(1)の実証研究において、株主総会開催日に関する経営慣行は、単なる形式的なものというよりはむしろ、実質的な帰結をもたらす経営慣行であることが確認されたことを踏まえ、続く2つの実証研究では、どのような要因が株主総会開催日を規定しているのかを検討する。

本実証研究では、1990年代中頃以降、どのような要因が集中日開催からの逸脱を引き起こしたかを検証する。そこでは、外国人株主という新たな利害関係者の台頭が集中日開催からの逸脱を促したこと、利益供与事件という企業不祥事の発生が、不祥事に直接的に関与した企業および直接的に関与していないが類似の特性を有するために関与しているのではないかと利害関係者に疑われてしまう同業他社によるシグナリング行動を誘発し、逸脱の契機となったこと、模倣的同型化を通じて、他社が逸脱したという事実自体がさらなる逸脱を引き起こしたこと、が明らかにされた。すなわち、集中日開催からの逸脱は、外国人株主の存在と利益供与事件の発生がその起点となり、模倣的同型化を通じて自走していったのである。本実証研究の研究成果は、『日本経営学会誌』において公開されている(「5. 主な発表論文等〔雑誌論文〕」-3)。

(3) 2000年代以降になって顕著に観察されるようになった集中日開催への回帰という現象を引き起こした要因に関する実証研究

本研究では、2000年代以降になって顕著に観察されるようになった集中日開催への回帰という現象に注目し、どのような要因が集中日開催への回帰を引き起こしたかを検討した。そこでは、業績の低下や株主から

の批判の増加といった状況に直面する経営者ほど、集中日開催へ回帰する傾向があること、業績の低下が集中日開催への回帰に与える影響は、経営者による所有といった経営者の裁量を高める要因によって強化される一方、取締役会の独立性という経営者の裁量を抑制する要因によって緩和されること、が明らかにされた。本実証研究の研究成果は、Academy of Management の第 77 回年次総会において報告されることが決定している（「5. 主な発表論文等〔学会発表〕」-1）

<引用文献>

Aguilera, R. V., Filatotchev, I., Gospel, H., & Jackson, G. (2008). An organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarities. *Organization Science*, 19(3), 475-492.

Ahmadjian, C. L., & Robbins, G. E. (2005). A clash of capitalisms: Foreign shareholders and corporate restructuring in 1990s Japan. *American Sociological Review*, 70(3), 451-471.

Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*, Macmillan.

Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. (2009). *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*. Oxford University Press.

Johnson, J. L., Daily, C. M., & Ellstrand, A. E. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, 22(3), 409-438.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3-27.

5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕(計 3 件)

1. 内田大輔 (2016) 「株主による企業への関与：日本企業の株主総会に関する実証分析」『組織科学』, 第 50 巻 2 号, 55-68 頁. (査読有)

2. 内田大輔 (2016) 「経営慣行の普及研究の潮流：既存研究のレビューと今後の課題」『一橋商学論叢』, 第 11 巻 2 号, 30-46 頁. (査読有)

3. 内田大輔 (2016) 「経営慣行からの逸脱行動：株主総会開催日の分散化を事例に」『日本経営学会誌』, 第 37 巻, 51-63 頁. (査読有)

〔学会発表〕(計 1 件)

1. UCHIDA, Daisuke. “Institutional pressures, managerial interests, and the fate of governance practices in Japan.” Paper accepted for presentation at the 77th Annual Meeting of the Academy of Management, Atlanta, GA, August 2017. (査読有)

6. 研究組織

(1)研究代表者

内田 大輔 (UCHIDA, Daisuke)
九州大学大学院・経済学研究院・講師
研究者番号：10754806