

令和 2 年 6 月 28 日現在

機関番号：32504

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2016～2019

課題番号：16K17148

研究課題名（和文）日本の企業統治における株主総会の役割の変化に関する実証研究

研究課題名（英文）The change in the role of general shareholder meetings in Japan

研究代表者

小川 亮 (Ogawa, Ryo)

千葉商科大学・商経学部・講師

研究者番号：70769918

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 1,500,000円

研究成果の概要（和文）：本研究では、近年の日本の株主総会への関心の高まりと議決権行使の国際的な特徴を念頭に、(I)株主総会の集中開催や招集通知発送の慣行にどのような変化が生じたのか、(II)株主総会において議決権はどのように行使されているのかを検証した。特に(II)に関しては、(i)株主はパフォーマンスの高い(低い)企業に対して賛成(反対)票を投じているのか、(ii)パフォーマンスと賛成率の関係は特定の株主が存在することで変化するのかを検証した。本研究は、他の研究では見られない、株主総会の開催日、招集通知の発送日、議決権行使結果に関する手作業で収集したユニークなデータを用いることに特色がある。

研究成果の学術的意義や社会的意義

1997年代後半の銀行危機を契機に、日本企業の株式所有構造は、従来の事業法人・金融機関間の株式持合いを特徴とする内部投資家中心の構造から、機関投資家をはじめとする外部投資家中心の構造へと大きく変容した。また、日本版スチュワードシップ・コードと日本版コーポレートガバナンス・コードが相次いで公表され、両コードが強調する企業と投資家の対話を実現するための手段として、株主総会への関心が高まった。本研究の成果は、これらの劇的な変化が日本企業のコーポレートガバナンスに対していかなる影響を与えたのかに対する理解と望ましい株主総会のあり方を模索する上で重要となる政策的インプリケーションを提供する。

研究成果の概要（英文）：In this research, we examined (I) how the practices of holding general shareholder meetings have changed, and (II) how voting rights are exercised at general shareholder meetings, taking into account the growing interest in shareholder meetings in Japan and international characteristics of the exercise of voting rights. In terms of (II), we examined (i) whether shareholders tend to vote for (against) high-performance (low-performance) companies, and (ii) whether the relationship between firm performance and approval rate changes due to the existence of particular shareholders (e.g. institutional investors). This research is unique in that it uses unique hand-collected data on the date of the general shareholder meetings, the timing of sending proxy statements, and voting results, which are not found in other researches.

研究分野：企業金融、企業統治、日本経済論

キーワード：株主総会 議決権行使 機関投資家 安定株主

様式 C-19、F-19-1、Z-19（共通）

1. 研究開始当初の背景

1997 年代後半の銀行危機を契機に、日本企業の株式所有構造は、従来の事業法人・金融機関間の株式持合いを特徴とする内部投資家中心の構造から、機関投資家をはじめとする外部投資家中心の構造へと大きく変容した。東京証券取引所の「株式分布状況調査」によれば、1997 年の内部投資家の保有比率が 54%、外部投資家の保有比率が 38%であったのに対して、2014 年の内部投資家の保有比率は 30%、外部投資家の保有比率は 58%と一転した。

そして、この外部投資家の急増を背景として、日本の株主総会は、「企業と投資家の対話」を重視する方向へと進化しつつある。また、日本版スチュワードシップ・コードと日本版コーポレートガバナンス・コードが相次いで公表されるとともに、経済産業省が「株主総会のあり方検討分科会」を立ち上げたことで、望ましい株主総会のあり方はいかなるものかという問いが重要な政策課題にも挙げられるようになった。

2. 研究の目的

上述のように株主総会への関心が高まる一方で、近年、株主総会にどのような変化が生じているのか、また、その変化が企業業績・経営政策にどのような影響を与えているのかについて、実証的なエビデンスは不足している。本研究の目的は、(I) 株主総会の集中開催や招集通知の直前発送の慣行にどのような変化が生じたのか、また、(II) 株主総会において議決権はどのように行使されているのかを解明し、日本の企業統治における株主総会の役割の変化を様式化することで、望ましい株主総会のあり方を模索する上で重要となる政策的インプリケーションを導き出すことにある。

また、外部投資家による株式保有が、企業業績・経営政策にポジティブな影響を与えることが明らかにされているが、そのメカニズムについては十分に解明されていない。経営権市場が未発達な日本では、たとえ株価が下落しても、買収者の出現によって経営者の地位が危険に晒されるということは現実的ではない。また、経営者の持株比率が低く、付与されているストック・オプションも効果的ではないため、経営者がその資産価値の低下を招く退出を脅威に感じると想定することも非現実的である。このような特殊な環境においては、株主総会における議決権行使が、企業業績・経営政策にポジティブな影響を与える主要なメカニズムとして機能する可能性があり、これを提示することは学術的に重要な貢献となる。

3. 研究の方法

本研究は、他の研究では見られない、株主総会の開催日、招集通知の発送日、議決権行使結果に関する手作業で収集したユニークなデータを用いることで、以下の課題に取り組む。

(1) 株主総会開催日と招集通知発送日の選択の分析

第一の課題の焦点は、(A) どのような企業が株主総会の集中日開催を回避するのか、(B) どのような企業が招集通知の早期発送を実施するのか、さらに、(C) 株主総会の集中日開催の回避、あるいは、招集通知の早期発送を選択した場合にどのような効果が期待できるのかを実証的に検証する点にある。基本となる推計モデルでは、被説明変数に、株主総会を集中日に開催する場合に 1、回避する場合に 0 をとるダミー変数と、株主総会開催日から招集通知発送日までの日数を用いる。また、説明変数には、業績 (EBITDA など)、機関投資家保有比率、安定株主比率、企業規模、負債比率、現預金比率、設備投資比率、海外売上高比率、議案ダミー (定款変更、取締役選任、監査役選任、退職慰労金支給、役員報酬改定、敵対的買収防衛策)、開催場所ダミーを用いる。さらに、上記のモデルに企業の市場からの評価の変数を追加し、市場から過小評価されている企業が株主総会の集中日開催を回避する、あるいは、招集通知の早期発送を実施することで株主総会での投資家との対話を求めているのか、また、その対話の結果として過小評価が解消されるのかを検証することで、企業と投資家の対話の促進策として株主総会を積極的に活用することが望ましい施策であるかを検討する。

(2) 株主総会における議決権行使の分析

第二の課題の焦点は、(A) 株主はパフォーマンスの高い (低い) 企業に対して賛成 (反対) 票を投じているのか、(B) パフォーマンスと賛成率の関係は特定の株主 (例えば、機関投資家) が存在することで変化するのか、(C) 賛成率の低い企業では業績の改善や経営政策の変更が促進されるのかを実証的に検証する点にある。これらの分析では、機関投資家の議決権行使が形式的であるという批判が妥当であるのかを、パフォーマンスと賛成率の関係からだけでなく、機関投資家が議決権行使助言会社の助言に単純に従って議決権を行使しているのかという観点から検証する。さらに、女性取締役選任議案への賛成率が男性取締役選任議案への賛成率と比較して高いという事実を手掛りにする。ここでは、女性か男性かを一見判別できない取締役 (例えば、雅美など) を探し、これらの取締役選任議案の賛成率に、同程度の男女差が確認できるのかを検証する。もし、投資家が議案を精査せずに、「おそらく女性 (男性) だろう」と安易に判断して賛成票を投じるのであれば、この男女差は小さくなるはずである。さらに、機関投資家保有比率の高

い企業で、この男女差がより小さくなるのかを検証し、機関投資家が企業の情報を的確に把握できているのかという問題に接近する。

4. 研究成果

(1) 株主総会開催日と招集通知発送日の選択の分析

本課題では、議決権行使結果に関する情報を日経 NEEDS 株主総会関連データから取得し、データセットを構築するとともに、計量分析を試みた。分析の結果、①株主総会の集中開催日を回避して株主総会を開催しても、取締役選任議案の行使結果に影響を与えないこと、②株主総会の招集通知を早期発送（例えば、株主総会の3-4週間前）することで、取締役選任議案への賛成率が上昇することがわかった。これらの結果は、招集通知を早期に発送することで、企業と投資家の対話が促進される可能性があることの証左となり得る。ただし、これらの分析結果は頑強であるとは言えず、①および②に関して、株主総会の開催日や招集通知の発送日が内性変数であることを考慮した分析を試みるとともに、「議決権電子行使プラットフォーム」利用の決定要因、および、その利用が議決権行使結果にどのような影響を与えるのかを追加的に分析する必要がある。

(2) 株主総会における議決権行使の分析

本課題では、議決権行使結果に関する情報を日経 NEEDS 株主総会関連データから取得し、データセットを構築するとともに、計量分析を試みた。分析の結果、①女性取締役の選任議案に対する賛成率は、男性取締役の選任議案に対する賛成率よりも有意に高いこと、②男女兼用の名前を持つ男性取締役（例えば、「雅美」など）の選任議案に対する賛成率は、それ以外の男性取締役の選任議案に対する賛成率より有意に高く、その規模は女性取締役選任議案と男性取締役選任議案の賛成率の差とほぼ等しいことが明らかとなった。また、③招集通知に記載されている順番が一番目の経営者とそれ以外の経営者では、後者の方が選任議案に対する賛成率が有意に高いことがわかった。これらの結果は、株主が議案の内容を精査せずに議決権を行使していることの証左となり得る。ただし、これらの分析結果は頑強であるとは言えず、①および②に関しては、招集通知に記載されている内容から容易に性別を判別できる場合（例えば、写真付きの場合や取締役の経歴欄に女子校卒であることが明示されている場合）に上記の傾向がどのように変化するかを追加的に分析する必要がある、③に関しては、どのような企業が招集通知に記載されている経営者の並び順を意図的に操作するかを追加的に分析する必要がある。

(3) その他の分析

本課題では、議決権行使結果に関する情報を日経 NEEDS 株主総会関連データから取得し、経済産業省の「平成29年度コーポレートガバナンスに関するアンケート調査」の個票データと接合することで、企業の相談役・顧問制度が企業パフォーマンスに与える影響とその経路の解明を試みた。分析の結果、①社長・CEO経験者が退任後に顧問・相談役に留まる企業では、会計上のパフォーマンス、および、株式市場からの評価が相対的に低いこと、②それらの低パフォーマンスの原因が、リスクテイクを回避する消極的な経営政策にあること、さらに、③社長・CEO経験者が退任後に顧問・相談役に留まる企業では、取締役選任議案への賛成率が低下することがわかった。ただし、これらの分析結果は頑強であるとは言えず、社長・CEO経験者が退任後に顧問・相談役として留まることが内性変数であることを考慮した分析やコーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップコードの改訂が、議決権行使にどのような影響を与えたのかを追加的に分析する必要がある。

上述のいずれの課題でも、分析結果の頑強性を十分には確認できていない。今後は、引き続き内生性の問題を解決するために適切な操作変数を検討するとともに、この間に利用可能となった機関投資家側の議決権行使結果のデータを利用してこれらの課題を克服する方向を模索し、早期の学術雑誌への投稿・掲載を目指す。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計1件（うち査読付論文 1件/うち国際共著 1件/うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 Miyajima Hideaki, Ogawa Ryo, Saito Takuji	4. 巻 47
2. 論文標題 Changes in corporate governance and top executive turnover: The evidence from Japan	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 Journal of the Japanese and International Economies	6. 最初と最後の頁 17～31
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.jjie.2017.12.006	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 該当する

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計3件

1. 著者名 蟻川靖浩・宮島英昭・小川亮	4. 発行年 2017年
2. 出版社 東洋経済新報社	5. 総ページ数 34
3. 書名 『企業統治と成長戦略』第1章「メガバンク成立後の企業・銀行関係」	

1. 著者名 宮島英昭・保田隆明・小川亮	4. 発行年 2017年
2. 出版社 東洋経済新報社	5. 総ページ数 35
3. 書名 『企業統治と成長戦略』第2章「海外機関投資家の企業統治における役割とその帰結」	

1. 著者名 齋藤卓爾・宮島英昭・小川亮	4. 発行年 2017年
2. 出版社 東洋経済新報社	5. 総ページ数 30
3. 書名 『企業統治と成長戦略』第9章「企業統治制度の変容と経営者の交代」	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----