

令和 2 年 6 月 10 日現在

機関番号：34504

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2016～2019

課題番号：16K17188

研究課題名（和文）内部取締役の経歴とネットワークが企業に与える影響

研究課題名（英文）The effect of directors and their network on management

研究代表者

月岡 靖智 (TSUKIOKA, Yasutomo)

関西学院大学・商学部・准教授

研究者番号：50736709

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,100,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は主に株主属性別の議決権行使行動に注目し、株主属性による議決権行使行動を明らかにすると共に、彼らの取締役選任議案に対する議決権行使行動が企業経営に与える影響を明らかにしている。また、2017年の日本版ステュードシップ・コード改訂によって公表されるようになった個別議決権行使結果を用いて、直接的に株主の議決権行使行動と投資家の特徴等の関係を明らかにしている。さらに、2014年に公表された日本版ステュードシップ・コードが株主の議決権行使行動をどのように変化させたかを、コードの受け入れ有無および取引関係をコントロールし明らかにしている。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究は、株主属性別の議決権行使行動と議決権行使行動が企業経営に与える影響を明らかにした点に学術的、社会的意義が見いだされる。さらに、ガバナンス改革の一環であるステュードシップ・コードが株主の議決権行使行動をどのように変化させたかに関する実証的証拠を提示することによる政策決定者に対する貢献は大きい。

研究成果の概要（英文）：This study clarifies the shareholders voting behaviors and the effect of their voting behavior on firm performance. I also find significant relationship between voting behavior and characteristics of directors using voting records disclosed by institutional investors after revised Japan's stewardship code. In addition, I clarify how the Japan's stewardship code affect the shareholders voting behaviors.

研究分野：経営学

キーワード：コーポレート・ガバナンス 議決権行使行動 株主総会 取締役

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

[日本における 2014 年以降のガバナンス改革とその効果に関する議論]

2014 年以降、わが国においてガバナンス改革が行われ、研究開始当初、取締役が企業経営に与える影響ならびに投資家がエンゲージメントおよび議決権行使を通じたコーポレート・ガバナンスおよび企業経営に与える影響に関する実証的評価が待たれる状況にあった。研究計画申請当初は取締役の経歴およびネットワークが企業経営に与える影響および投資家の評価に焦点に充てる予定であったが、研究はより広範に議決権行使行動およびガバナンス改革の影響に広がった。

[日本版スチュワードシップ・コード]

2014 年 2 月に導入された日本版スチュワードシップ・コードは機関投資家に、(1) 投資先企業との建設的な対話 (エンゲージメント)、(2) 議決権行使と行使結果の公表について明確な方針の策定、(3) 顧客・受益者への定期的な報告を求めている。主要な機関投資家のほとんどがスチュワードシップ・コードの受け入れを表明している (2019 年 9 月 30 日時点で 269 社)。また 2017 年 5 月には改訂版日本版スチュワードシップ・コードが公表されている。

[会社法改正]

2014 年 6 月に改正され、2015 年 5 月に施行された会社法では、社外取締役の導入の促進、社外取締役要件の厳格化および「監査等委員会設置会社」の新たな創設が行われた。2014 年以前は、半数以上の上場企業が社外取締役を未導入であったが、現在ではほぼすべての上場企業が社外取締役を導入している。また、「監査等委員会設置会社」は 2019 年 7 月時点で 1,000 社に達している。

[日本版コーポレート・ガバナンス・コード]

2015 年 6 月に導入された日本版コーポレート・ガバナンス・コードは、上場企業のガバナンスの指針を明確化した。具体的には、上場企業は (1) 株主の権利を確保する (買収防衛策が経営陣の保身であってはならない)、(2) 取締役会の責務が明確にされ、独立社外取締役を 2 名以上選任すべき、等が求められるようになった。

[データの開示と取得可能性]

2010 年 3 月に公布された「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」により、これ以降、上場企業は株主総会における議決権行使結果を開示している。加えて 2017 年 5 月に公表された改訂版日本版スチュワードシップ・コードは機関投資家に個別議決権行使結果の開示を求めており、いくつかの機関投資家は個別議決権行使結果を開示している。

2. 研究の目的

[取締役の属性とコーポレート・ガバナンスの関係の解明]

どのような取締役を選任することが企業経営およびガバナンスに影響を与えるかを解明する。

[議決権行使からみる投資家の取締役に対する評価の解明]

投資家の議決権行使行動を通して、どのような取締役の選任に賛成または反対が行われているかを明らかにする。

[議決権行使行動を通じた企業経営に対する影響の解明]

経営トップ (取締役または代表取締役) の選任議案に対する議決権行使結果は、経営トップに対する規律付けを通して次期の企業業績等に影響を与えているかを明らかにする。

[ガバナンス改革が投資家の議決権行使行動に与えた影響の解明]

日本版スチュワードシップ・コードの導入が投資家の議決権行使行動を変化させているかを明らかにする。

3. 研究の方法

[所有構造と議決権行使結果の関係を検証]

日本において、2017 年 5 月の日本版スチュワードシップ・コードの改訂以前では投資家の議決権行使行動を直接的に観察することは不可能であった。本稿では、Brickley, Lease, and Smith Jr (1988, 1994) 等に倣い、属性別の投資家の持ち株比率と企業の公表する議決権行使結果の間の関係を分析することで、投資家の議決権行使行動を推定する。

[議決権行使結果と企業業績の関係を検証]

企業の公表する議決権行使結果と企業業績の間の関係を検証する。経営トップの選任議案に対する議決権行使結果が、経営トップに対する規律付けを通して、企業業績に影響を与えるかどうかを検証する。

[個別議決権行使結果の開示データからみる議決権行使行動]

2017 年 5 月の日本版スチュワードシップ・コードの改訂によって、コードを受け入れている多くの機関投資家が、個別議決権行使結果を公表している。本研究では、大手の信託銀行、投資信託運用会社、保険会社、計 11 社の 2017 年 6 月株主総会における個別議決権行使結果を用いることで、これら機関投資家の議決権行使行動を明らかにする。

4. 研究成果

本研究は機関投資家属性別の議決権行使行動の傾向、議決権行使結果が企業行動に与える影響を明らかにしている。加えて、本研究は日本版スチュワードシップ・コードがコードを受け入

れており投資先企業との利害関係の少ない機関投資家の議決権行使行動に変化をもたらしたことを明らかにしている。

[投資家の議決権行使行動と議決権行使行動が企業経営に与えた影響]

論文 1: 月岡靖智 (2017) 日本における株主属性別持ち株比率と議決権行使、*商学論究*、第 64 巻第 2 号、393-410.

論文 2: 月岡靖智 (2017) 議決権行使結果が収益性に与える影響、*商学論究*、第 64 巻第 3 号、411-426.

論文 3: 月岡靖智 (2019) 2017 年 6 月株主総会における個別議決権行使結果からみる議決権行使行動、*商学論究*、第 66 巻第 3 号、385-400.

論文 1 は属性別の機関投資家持ち株比率と議決権行使結果の間の関係を検証することで機関投資家属性別の議決権行使行動を明らかにしている。投資信託、年金基金および外国人が積極的に会社提案議案に対して議決権を行使し、かつ反対票を投じることを発見した。一方で、個人株主は議決権の行使および反対票を投じることに消極的であった。加えて、事業法人は議決権行使に積極的であるが反対票を投じない傾向にあった。これらの結果は、投資信託、年金基金および外国人が議決権行使を通して、コーポレート・ガバナンスの向上に一定の役割を果たしていることを示唆している。一方で、個人株主および事業法人は「物言わぬ」株主となっている可能性がある。

論文 2 は議決権行使結果と次期の収益性変化の間の関係を検証し、経営トップの選任議案に対する反対票が多いほど、翌期の収益性が今期に比べて改善することを発見している。株主は議決権行使を通して経営者に経営に対する不満を認識させ、一方で経営者は議決権行使結果を受け、より一層の経営努力を行うと考えられる。

論文 3 は日本版スチュワードシップ・コードの改訂により多くの機関投資家が公表するようになった個別議決権行使結果を用いることで、属性別の機関投資家の議決権行使行動の傾向を明らかにした。2017 年 5 月に公表された改訂版スチュワードシップ・コードは機関投資家に任意ではあるが個別議決権行使結果の開示を求めている。これによって、日本においても機関投資家の議決権行使行動を直接的に観察することができるようになった。分析の結果、以下の傾向を発見した。まず、剰余金処分議案および監査役選任議案に対して証券系投資信託運用会社および銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる傾向にあることを発見した。次に、買収防衛策に対して信託銀行、証券系および銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる傾向にあることを発見した。加えて、企業業績が低い企業の取締役選任議案に対して信託銀行および銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる傾向にあることを発見した。さらに、社外取締役選任議案に対して信託銀行および証券系投資信託運用会社が社内取締役選任議案と比べて反対票を投じる傾向にあることを発見した。最後に、在任期間の長い取締役の選任議案に対して信託銀行、証券系および銀行系投資信託運用会社が反対票を投じる傾向にあることを発見した。これらの結果は、スチュワードシップ・コードを受け入れている機関投資家間でもその属性によって議決権行使行動に大きな違いがあることを示している。

[日本版スチュワードシップ・コードが投資家の議決権行使行動に与えた影響]

論文 4: Tsukioka, Y. (2020). The impact of Japan's stewardship code on shareholder voting. *International Review of Economics & Finance*, 67, 148-162.

論文 4 は日本版スチュワードシップ・コードの導入が機関投資家の議決権行使行動を変化させたかどうかを、コードの受け入れの有無および取引関係の有無をコントロールし検証し、日本版スチュワードシップ・コードが機関投資家の議決権行使行動にどの程度影響を与えたかを明らかにしている。取引関係は貸出関係を用いている。検証の結果、日本版スチュワードシップ・コードの導入は、信託銀行および保険会社が業績の低く貸出関係のない企業の経営トップの選任議案に反対票を投じるよう変化をもたらしたことを発見した。年金基金および外国人株主が、日本版スチュワードシップ・コード導入後に、経営トップ選任議案、買収防衛策導入関連議案および退職慰労金支給議案に対してより反対票を投じる傾向にあることを発見した。一方で、銀行および事業会社が経営トップ選任議案、買収防衛策導入関連議案および退職慰労金支給議案に対して、スチュワードシップ・コード導入後においても反対票を投じない傾向にあることを発見した。

[参考文献]

- [1] Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith Jr, C. W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.
- [2] Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith Jr, C. W. (1994). Corporate voting: Evidence from charter amendment proposals. *Journal of Corporate Finance*, 1(1), 5-31.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計4件（うち査読付論文 1件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 月岡 靖智	4. 巻 66
2. 論文標題 2017年6月株主総会における個別議決権行使結果からみる議決権行使行動	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 商学論究	6. 最初と最後の頁 385-400
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 月岡靖智	4. 巻 64
2. 論文標題 日本における株主属性別持ち株比率と議決権行使	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 商学論究	6. 最初と最後の頁 393-410
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 月岡靖智	4. 巻 64
2. 論文標題 議決権行使結果が収益性に与える影響	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 商学論究	6. 最初と最後の頁 411-426
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Tzukioka Yasutomo	4. 巻 67
2. 論文標題 The impact of Japan's stewardship code on shareholder voting	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 International Review of Economics & Finance	6. 最初と最後の頁 148 ~ 162
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.12.014	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計9件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 4件）

1. 発表者名 Yasutomo Tsukioka
2. 発表標題 Does the Mandatory Adoption of Outside Directors Improve Firm Performance?
3. 学会等名 31st Australasian Finance and Banking Conference 2018 (国際学会)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 Yasutomo Tsukioka
2. 発表標題 Does the Mandatory Adoption of Outside Directors Improve Firm Performance?
3. 学会等名 8th New Zealand Finance Meeting (国際学会)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 月岡靖智
2. 発表標題 The Impact of Japan's Stewardship Code on Shareholder Voting
3. 学会等名 日本経営学会第91回大会
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 月岡靖智
2. 発表標題 The Impact of Japan's Stewardship Code on Shareholder Voting
3. 学会等名 日本経営財務研究学会第41回全国大会
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 月岡靖智
2. 発表標題 The Impact of Japan's Stewardship Code on Shareholder Voting
3. 学会等名 The 30th Australasian Finance and Banking Conference (国際学会)
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 月岡靖智
2. 発表標題 The Impact of Japan's Stewardship Code on Shareholder Voting
3. 学会等名 The 7th Auckland Finance Meeting (国際学会)
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 月岡靖智
2. 発表標題 日本における株主属性別持ち株比率と議決権行使
3. 学会等名 日本経営財務研究学会第40回全国大会
4. 発表年 2016年

1. 発表者名 月岡靖智
2. 発表標題 日本における株主属性別持ち株比率と議決権行使
3. 学会等名 日本経営学会関西西部会第625回例会
4. 発表年 2016年

1. 発表者名 月岡靖智
2. 発表標題 Impact of Stewardship Code on Shareholder Voting
3. 学会等名 日本経営財務研究学会ファイナンスキャンプ2017金沢
4. 発表年 2017年

〔図書〕 計0件

〔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
--	---------------------------	-----------------------	----