

令和 3 年 6 月 1 日現在

機関番号：17102

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2017～2020

課題番号：17K13782

研究課題名(和文) 日本企業の取締役選任における株主の役割：議決権行使結果を用いたマルチレベル分析

研究課題名(英文) The governance role of shareholders in director elections: A multilevel study of shareholder dissent in Japan

研究代表者

内田 大輔 (UCHIDA, Daisuke)

九州大学・経済学研究院・准教授

研究者番号：10754806

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,700,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、株主による企業への関与として、最も基本的であるが重要な手段の一つと考えられる株主の取締役選任議案への議決権行使を実証的に分析することをその目的とする。本研究を通じた主たる発見事実は、以下の三点にまとめることができる。第一に、日本企業の取締役選任において、株主はエージェンシー理論の基本原則に沿って議決権を行使している。第二に、このようなエージェンシー理論の基本原則に沿った議決権行使は、株主が直面する制度環境の変容に伴い変化し得る。第三に、制度環境の変容が株主に与える影響は株主の属性ごとに異なる。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究は、基本的であるが重要な関与の手段の一つである、株主の取締役選任議案への議決権行使をマルチレベルから実証的に検証したという点で、その学術的意義は小さくない。また、コーポレート・ガバナンス改革が進展する中で、制度の変容が株主の議決権行使に影響を与えるだけでなく、その影響は株主の属性ごとに異なることも明らかにしたという観点から、本研究の社会的意義が認められる。

研究成果の概要(英文)：The aim of this research is to empirically examine the role of shareholders in the context of shareholder votes on director elections. The primary findings of this research are threefold. First, in the context of shareholder votes on director election in Japanese firms, shareholders follow the principle of agency theory. Second, such a tendency of shareholders can change in response to the change in institutional environments. Third, the influence of institutional environments on shareholders and their tendency to vote varies depending on their attributes.

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 取締役選任

### 1. 研究開始当初の背景

現在、多くの上場企業の経営者は、必ずしも当該企業の支配株主ではない。いわゆる、「所有と支配の分離」(Berle & Means, 1932)である。そこでは、職責の特化が進み、経営者が事業運営を担う一方、株主は資金提供に関わる財務リスクを負う。このとき、株主は様々な企業に投資してリスクを分散させるので、企業全体に対する個々の株主の持ち分は小さくなり、彼らが投資先の事業運営に携わるインセンティブは小さくなる。このことは、事業運営に関して意見を有する株主は、経営者に何らかの手段を通じてそれを伝えることよりも、その持ち分を市場で売却することで不満の意を表明することを促したのであった。そのため、コーポレート・ガバナンス研究においては、株主というよりはむしろ、株主に代わって経営者を監督する取締役の役割が注目されてきた (Finkelstein et al., 2009)。

しかしながら、株主が有する行動オプションは市場での株式の売却に限られたものではなく、何らかの手段を通じて経営者による事業運営に携わるといった行動オプションもある。実際、近年の研究においては、株式を単に所有しているということ以上に企業経営に携わるという意味で、株主が企業に関与することに多くの関心が向けられている (Goranova & Ryan, 2014)。しかしながら、コーポレート・ガバナンスにおける株主の役割に関しては、その属性に注目した研究 (例えば、外国人投資家が企業行動に与える影響など) は数多く存在するが (例えば、Geng et al., 2016)、属性を超えて株主の役割を検討した研究は相対的に少なく、十分な知見が蓄積されているとは言い難いというのが現状である。このような問題意識の下、本研究は、株主の取締役選任議案への議決権行使という最も基本的であるが重要な株主の役割を実証的に分析することで、マネジメント領域におけるコーポレート・ガバナンス研究へ貢献することを企図するものである。

### 2. 研究の目的

本研究では、上記のような近年の研究の潮流を踏まえ、株主の取締役選任議案への議決権行使に注目する。近年になって、株主提案を通じた、株主による企業への関与を検討した研究は蓄積されつつあるが (例えば、David et al., 2007)、取締役選任議案への議決権行使を分析した実証研究は少数にとどまっている (例外として、Hillman et al., 2011; Sauerwald et al., 2016)。取締役選任議案は、ほとんどの場合において経営者が提案した候補者が承認されているものの、議案への賛成率は企業・個人・年度ごとに変動があり、大きなばらつきが存在する。また、たとえ経営者が提案した通りに取締役が選任されたとしても、その賛成率が低い場合には、その改善を経営者が試みる可能性があることを踏まえれば、株主による取締役選任議案への議決権行使は、株主による企業への関与の重要な手段の一つであると考えられる。

本研究は、日本企業における取締役選任議案への議決権行使というこれまでに相対的に見過ごされてきたコンテクストを用いて、コーポレート・ガバナンスにおける株主の役割を検討するという点に特徴をもつ。近年のコーポレート・ガバナンス研究に対する国際的な関心の高まりに対し、取締役に会って関連する議論は多くなされてきたが、株主の属性を超えてその役割を検討した研究はまだまだ十分に知見が蓄積されてきたとは言い難い。近年になってようやく、マネジメント領域のコーポレート・ガバナンス研究において、株主による取締役選任議案への議決権行使を実証的に分析した研究が現れ始めたが (Hillman et al., 2011; Sauerwald et al., 2016)、さらなる議論が必要であると思われる。

また、このような傾向は、日本企業を対象とした研究でも観察され、属性を超えて株主の役割を検討した研究は少なく、日本企業における取締役選任議案への議決権行使を大規模パネルデータを用いて体系的に検討した研究、それを個人・企業・環境レベルというマルチレベルから分析を試みた研究はほとんどない。したがって、本研究で日本企業における取締役選任議案への議決権行使をマルチレベルから検討することは、既存研究に対して理論および実証の両面において貢献し得るものであると同時に、最終的に得られた知見より、日本における今後のコーポレート・ガバナンスへの示唆を与えることが期待される。

### 3. 研究の方法

本研究は、2017年度から2020年度の4年間で遂行された。2017年度は、先行研究の文献サーベイに基づく研究課題の導出と作業仮説の構築・深化、大規模データセットの構築、に注力した。2018年度および2019年度には、構築したデータセットに基づく統計的実証分析を実施し暫定的な知見の獲得および追加的に必要となるデータの収集および入力、を行うことでデータセットの構築を最終的に完了させることに加え、最終的な研究成果の国内外の学会における発信および国内外の専門学術雑誌における公刊にも注力した。2020年度は特に、最終的な研究成果の国内外の学会における発信および国内外の専門学術雑誌における公刊に注力した。具体的な研究の方法は、以下の通りである。

2017 年度は主に、先行研究の文献サーベイに基づく研究課題の導出と作業仮説の構築・深化、大規模データセットの構築、を中心に作業を進めた。

#### 先行研究の文献サーベイに基づく研究課題の導出と作業仮説の構築・深化

Web of Science や Google Scholar といった文献データベースを活用することで、先行研究の文献サーベイを網羅的に行い、研究課題の導出と作業仮説の構築・深化を行った。本研究が先行研究として念頭に置いた既存研究の研究領域は、(1)株主による企業への関与に注目した一連の研究 (Goranova & Ryan, 2014; David et al., 2007), (2)取締役選任議案への議決権行使に注目した一連の研究 (Hillman et al., 2011; Sauerwald et al., 2016), (3)日本企業におけるコーポレート・ガバナンスの歴史の変遷に注目した一連の研究 (Aoki et al., 2007), という 3 つの領域である。

#### 大規模データセットの構築

データの収集・入力を通じて、大規模データセットの構築を行った。分析対象企業は日本の主要企業 570 社とし、分析対象期間は 2010 年から 2017 年までとした。具体的に大規模データとして収集したのは、以下の変数である。(1)企業別・取締役別・年度別の取締役選任議案の議決権行使結果、(2)企業別・取締役別・年度別の取締役にに関する情報 (取締役の職歴、年齢、就任年など)、(3)企業別・年度別の財務情報、(4)取締役選任議案への議決権行使に関する定性的情報 (新聞記事、雑誌記事等)。(1)から (3)までのデータを接合させることで、8 年間に及ぶ日本の主要企業 570 社における株主による取締役選任議案への議決権行使結果を、個人・企業・環境レベルというマルチレベルから分析することが可能となった。また、この大規模データセットを解釈する際に必要となる法制度の変更や実務の動向に関する情報を (4)で収集した定性的情報で補った。

#### 2018 年度および 2019 年度

2018 年度および 2019 年度は、構築したデータセットに基づく統計的実証分析を実施し暫定的な知見の獲得および追加的に必要となるデータの収集および入力、最終的な研究成果の国内外の学会における発信および国内外の専門学術雑誌における公刊、に注力した。

#### 暫定的な知見の獲得および追加的に必要となるデータの収集および入力

データセットの構築を最終的に完了させたうえで、文献サーベイを通じて導出される作業仮説に基づいて、株主がどのように取締役選任議案に対して議決権を行使しているかについて、構築したデータセットを活用して分析を行い、暫定的な知見を獲得した。

#### 最終的な研究成果の国内外の学会における発信および国内外の専門学術雑誌における公刊

暫定的に得られた知見は、その妥当性を確かめるために、Academy of Management を含む国内外の学会にて発表し、国際的査読誌への投稿も実施した。

査読の過程で、それまで対象としていなかった既存研究のレビュー (具体的には、組織の埋め込み理論など) およびデータの収集 (具体的には、機関投資家ごとの議決権行使結果など) が必要であることが明らかになった。そのため、科研費の補助事業期間延長申請を行った。

#### 2020 年度

2020 年度は、2019 年度に引き続き、最終的な研究成果の国内外の学会における発信および国内外の専門学術雑誌における公刊に注力した。査読プロセスで得たフィードバックを基に論文を大幅に改訂し、国際的査読誌への再投稿を実施し、現在査読中である。当初 2019 年度に完了予定だった本研究計画は、一年後の 2020 年度に完了した。

## 4. 研究成果

本研究から得られた主な研究成果は、以下の通りである。

### (1) 大規模パネルデータの構築

本研究の第一の研究成果は、日本企業における取締役選任議案への議決権行使結果に関する大規模パネルデータの構築である。具体的には、主要な日本企業 570 社の 2010 年から 2017 年までの、(1)企業別・取締役別・年度別の取締役選任議案の議決権行使結果、(2)企業別・取締役別・年度別の取締役にに関する情報 (取締役の職歴、年齢、就任年など)、(3)企業別・年度別の財務情報、に関するデータセットである。本データベースを構築することで、上記の観察期間における、株主による取締役選任議案への議決権行使結果を、個人・企業・環境レベルというマルチレベルから分析することが可能となった。本データベースの構築は、日本企業におけるコーポレート・ガバナンス、特に株主による企業への関与の解明の一助になるものと期待される。

### (2) 日本企業の取締役選任とエージェンシー理論

本研究の第二の研究成果は、日本企業の取締役選任において、株主はエージェンシー理論の基本原則に沿って議決権を行使していることが明らかになったことである。具体的に、株主は、当該企業のパフォーマンスが低下しているとき、取締役会の規模が大きいとき、取締役が関連取締役のとき、在任期間が長期間におよぶとき、取締役兼任数が多いときに、取締役選任議案に対して反対票を投じる傾向があることが明らかにされた。米国以外ではエージェンシー理論は適用できないという指摘がされることもあるが、本研究の分析結果は、日本企業の取締役選任議案に対して、株主はエージェンシー理論と整合的な形で議決権を行使していること示している。このことは、極めて基本的なことではあるが、日本企業のコーポレート・ガバナンス研究の基礎となり得るという意味で重要である。

### (3) 制度環境の変容と株主による議決権行使

本研究の第三の研究成果は、制度環境の変容が株主による取締役選任議案の議決権行使に影響を与えることが明らかになったことである。具体的には、2017年のスチュワードシップ・コードの改訂後、全体として、株主はより多くの反対票を取締役選任議案に対して投じるようになったことが明らかになった。また、この制度変容の影響は、国内機関投資家・海外機関投資家・事業法人といった株主の属性ごとに大きく異なることも明らかになった。具体的には、スチュワードシップ・コードの改訂後に、国内機関投資家と海外機関投資家はより多くの反対票を投じるようになったが、その傾向はより国内機関投資家に強いこと、スチュワードシップ・コードの改訂前後で事業法人による議決権行使の傾向はほとんど変わらなかったことが明らかになった。本研究の分析結果は、制度環境の変容が株主による議決権行使に影響を与えるだけでなく、その影響は株主の属性ごとに異なることを示しており、今後のコーポレート・ガバナンス研究、特に株主の役割に注目した一連の研究に示唆を与えることが期待できる。

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 0件）

1. 著者名 Daisuke Uchida, Toru Yoshikawa	4. 巻 2021
2. 論文標題 Institutional Antecedents to Shareholder Monitoring: The Liability of Localness in Shareholder Votes	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 Academy of Management Proceedings	6. 最初と最後の頁 -
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 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 該当する

〔学会発表〕 計7件（うち招待講演 0件/うち国際学会 6件）

1. 発表者名 Daisuke Uchida, Toru Yoshikawa
2. 発表標題 Institutional Antecedents to Shareholder Monitoring: The Liability of Localness in Shareholder Votes
3. 学会等名 Academy of Management（国際学会）
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 Katsuhiko Shimizu, Daisuke Uchida
2. 発表標題 Short- and Long-Term Consequences of a Signal to Multiple Stakeholders: Evidence from Japanese Firms
3. 学会等名 Academy of Management（国際学会）
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 Richard Smith, Daisuke Uchida, Toru Yoshikawa
2. 発表標題 Gender Diversity in the Executive Suite: How Much is Enough?
3. 学会等名 Strategic Management Society（国際学会）
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 Daisuke Uchida
2. 発表標題 Exposed: When and How Do Relational Institutional Investors Become Vigilant Monitors?
3. 学会等名 Academy of Management (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 内田 大輔
2. 発表標題 制度環境の変容と機関投資家の議決権行使：資源依存の影響
3. 学会等名 武蔵経済セミナー
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Daisuke Uchida
2. 発表標題 Institutional pressures, managerial interests, and the fate of governance practices in Japan
3. 学会等名 Academy of Management (国際学会)
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 Katsuhiko Shimizu, Daisuke Uchida
2. 発表標題 Why do firms initiate partial cross-border M&As and do nothing thereafter: Toward a theory of inaction
3. 学会等名 Academy of International Business (国際学会)
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
--	---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------