

令和 2 年 6 月 3 日現在

機関番号：12613

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2017～2019

課題番号：17K17728

研究課題名（和文）コーポレート・ガバナンスをめぐる企業と資本市場の相互影響の解明

研究課題名（英文）Analysis of the mutual impact between companies and the capital markets on corporate governance

研究代表者

円谷 昭一（Tsumuraya, Shoichi）

一橋大学・大学院経営管理研究科・准教授

研究者番号：90432054

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,400,000円

研究成果の概要（和文）：本研究では、政策保有株式、社外役員、役員報酬、議決権行使などに関する業績を公表した。これらは昨今のコーポレート・ガバナンス改革の核心的な位置づけでありながら、先行研究の蓄積も手薄な分野だからである。その成果は研究者向けの学術雑誌にとどまらず、『コーポレート・ガバナンス「本当にそうなのか？」-大量データからみる真実-』（同文館出版）、『政策保有株式の実証分析』（日本経済新聞出版本部）として刊行している。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究で得られた成果の一部は、これまでの議論を覆すものであった。たとえば、日本ではこれまで、社外取締役の任期長期化への懸念が議論されてきたが、本研究によって、日本では社外取締役の任期が極めて短いため、長期化による独立性喪失の議論にあまり意味がないことを明らかにした。これらの研究成果は今後のディスクロージャー、コーポレート・ガバナンスをめぐる諸制度の新設・改変に際しての参考データになると考えている。

研究成果の概要（英文）：This study focused on crossholding-shares, independent directors, director remuneration, and general meeting voting behavior in Japan. These research topics are very essential topics in recent discussions on corporate governance in Japan. I have been publishing the results of these research topics, not only academic journals but also publish research books to offer the useful information to Japanese companies, institutional investors, stock exchanges, and government agencies.

研究分野：財務会計

キーワード：財務会計 ディスクロージャー コーポレート・ガバナンス

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

日本におけるコーポレート・ガバナンスへの注目は依然として高まり続けており、学術研究の蓄積が求められている。2010年3月期の有価証券報告書から「政策保有株式」「役員報酬」などの開示が拡充され、これまでデータの入手制約から実施が困難であった学術研究の進展が期待できる。本研究は、2010年から有価証券報告書で開示が始まったコーポレート・ガバナンスに関する新データやコーポレート・ガバナンス報告書のデータを用いながら、とりわけ政策保有株式や社外役員、役員報酬に焦点を当てつつ、日本企業のコーポレート・ガバナンスの実態がどのように変化しており、そうした変化が企業の財務数値にどのような影響を与えたかを実証的に明らかにする。この研究を通して、日本で進められているコーポレート・ガバナンス改革が実効性をもって行われているかどうかを明らかにすることが期待できる。

日本における昨今のコーポレート・ガバナンスをめぐる制度改革は現在もとどまることなく進められており、改革の速さに対して学術研究の蓄積は出遅れ気味である。では、そうした制度改革が成果を上げているかと問えば、改革の成果に関する学術研究(実証研究)の蓄積はまだまだ不十分であり、学術的な大量データ分析から日本企業の全体像を明らかにする必要がある。コーポレート・ガバナンスをめぐる制度改革はまだまだ途上であり、会社法の改正や証券取引所の上場基準の改正ではコーポレート・ガバナンス改革が中心に据えられている。次々と実施される新しい施策によって企業経営にどのような影響が生じているかはいまだ未解決の部分が大きい。たとえば、政策保有株式は本当に企業に経済的効果をもたらしているのか、社外取締役の最適な人数や、役員報酬をどの程度まで業績連動報酬にしたらよいかなど、未解明な論点は少なくない。日本はこれまで、こうしたコーポレート・ガバナンスに関する実証研究の蓄積が不足していた。その最大の理由は分析に必要な情報が開示されていなかったことによる。近年の情報開示の拡充によってこうした制約が徐々に緩和されつつあり、世界で行われているコーポレート・ガバナンス研究において日本企業の状況を発信する好機である。

2. 研究の目的

本研究では、とりわけ政策保有株式、社外役員、役員報酬に関する研究に焦点を当てる。これらが日本のコーポレート・ガバナンス改革の目玉となっており、社会的な注目度および研究需要が旺盛だからである。ここ数年、日本企業の収益性(利益率)が低い理由として、日本特有の経営慣行が企業の変革を遅らせ、欧米や近隣国企業に収益性で水をあけられている、と指摘されている。その日本特有の慣行として固定給中心の役員報酬、社内出身者中心の取締役会、政策保有株式の持ち合い、買収防衛策の広い浸透などが挙げられている。これらは確かに日本企業に固有の経営行動であることは各種の調査によって明らかにされており、日本企業のコーポレート・ガバナンスの遅れとして諸外国では認識されているようである。2015年に導入された「コーポレートガバナンス・コード」は上場会社に対し、このような日本固有の経営行動の改善を求めるという色合いが強い。しかしながら、コーポレート・ガバナンスの形が「世界標準と異なっている」という事実だけをもって日本企業の低収益性の原因であると結論するのは尚早であろう。こうした経営行動が本当に日本企業の低収益性につながっているかどうかは実証的に明らかにすべき命題であろう。機関投資家等が巷間で述べているような日本企業に固有の経営行動が、本当に日本企業の低収益の原因となっているかどうかを明らかにすることが求められている。その結果は、すでに言われていることの証左となるかもしれないし、また反証となるかもしれない。本研究ではこうした論点の解明を目的とする。

3. 研究の方法

(1) 本研究の最大の特徴は、大量データ(アーカイバルデータ)によって日本のコーポレート・ガバナンスの実態を明らかにすることである。会計情報と異なり、コーポレート・ガバナンスに関するデータの統一的な開示資料は国内では整備されていない。したがって、データの収集と加工に膨大な労力がかかるため、限定された観測数での考察がほとんどである。実際、民間研究機関等が出しているリサーチペーパーにおいても日経225銘柄にサンプルが限定されていたり、売上高の上位100社などで分析が行われている。これらはすべてデータ入手の困難さに起因するサンプル制約である。たとえば、社長報酬の日米比較では、両国のそれぞれトップ100社の社長報酬が比較されているが、日本には上場会社が約3,800社あり、そのトップ100社の平均社長報酬が全上場会社を代表するかどうかは分からない。本研究ではこうした制約を克服し、より客観性の高いであろう結果を実証的に得ることを目指している。本研究の学術的な特色・独創的な点はここに見出せると考えている。

(2) 2つめの特徴はそれらのデータの入手方法のユニークさである。コーポレート・ガバナンスに関する開示情報の多くは記述情報によるものである。たとえば、役員報酬の算定のやり方や政策保有株式の保有目的などはまさに記述情報である。また、中期経営計画の中で掲げられている目標値は定量情報であるものの、その目標値は企業によってバラバラであるため、1社1社の数字を手作業で収集する必要がある。こうした煩雑な作業がこれまで学術研究の進展を妨げてきた。もちろん、ITによって克服できる部分もあるが、依然としてこれらの情報収集は手作業に頼る部分が多く、膨大な工数の発生は避けられない。しかしながら、そうした細かな手作業による収集を行うだけで明らかになる論点、つまり、比較的解明が容易な論点も多く研究成果の獲得が十分に期待できる。

4. 研究成果

(1) 本研究で得られた主な成果は以下の通りである。

- ・日本企業の社外取締役の任期は諸外国と比べて短い
- ・日本企業の中期経営計画は世界の中で特異であり、かつ目標未達がほとんどである
- ・自己株式取得開始を開示しながらも、実際に取得を行わない企業が存在する
- ・役員報酬の計算式まで開示している企業はほとんどない
- ・社外取締役が既得権化しつつある など

これらの発見事項の多くは、これまでの議論を覆すものであった。たとえば、米国では社外取締役の任期が長いために、任期の長期化による独立性の喪失が議論されている。日本でも任期長期化への懸念が議論されてきたが、このたびの研究によって、日本では社外取締役の任期が極めて短いために、長期化による独立性喪失の議論にあまり意味がないことを明らかにした。これらの研究成果を取りまとめて刊行した『コーポレート・ガバナンス「本当にそうなのか？」 - 大量データからみる真実 - 』（同文館出版）は週刊ダイヤモンド 2018 年ベスト経済書ランキング 17 位に選ばれ、英 Financial Times でも取り上げられた。このような結果は、大量の記述情報を丹念にデータベース化していかなければ得られないものである。こうした作業を経て得られたデータをもとにした実証研究を中心とした本研究は、学術的独自性と創造性が高く、現在も続いているコーポレート・ガバナンスをめぐる制度改革の実効性の向上に貢献できる研究成果であると考えている。

(2) 研究期間の後半で集中的に取り組んだ政策保有株式に関する研究では、大きく以下の実証的証拠を得ている。この研究成果は研究書『政策保有株式の実証分析』（日本経済新聞出版本部）として出版している。この研究書に収録されている主な実証結果を要約すると以下のようになる。

1980 年代に行われた先行研究では、三井グループ、三菱グループといったように企業集団を構成している企業の利益率に関する研究がさかんに行われていた。しかしながら、高度経済とバブル経済の終了によって企業集団が解体された後は、この種の実証研究がほとんど行われなくなっていた。そこで本研究では、ノンパラメトリカルな手法を用いて、政策保有株式と利益率、利益率の安定性および売上高・総資産の成長性との関係を検証した。その結果、政策保有株式を多く保有している企業群の利益率が相対的に低いことが分かった。一方で、当該企業群は利益率の安定性および成長性で優位には立っていなかった。さまざまな追加検証も実施したが、得られた実証結果は頑健なものであり、日本企業の特徴の 1 つとして言われている株式持合いの経済的效果は現在ではもはや観察されないという事実を明らかにした。

株式持合いを解消した場合には会計数値に変化が生じるかどうかを検証した。具体的には、株式をある期に売却した企業を抽出し、売却前後で会計数値が変化しているかどうかを検証した。その結果、利益率、利益率の安定性および売上高・総資産の成長性ともに、株式売却後にそれらが低下するという結果は観察されなかった。売却幅をいくつか変えて検証したがそのすべてで結果は一貫しており、頑健な結果であると解釈できる。この結果の含意は、株式売却以前であっても、持合いによって会計数値にプラスの効果が生じていなかったということを示唆しており、株式持合いによって会計数値を変化させるだけの取引関係の維持・強化はなされていないと解釈できる。

事業会社における政策保有株式の売却行動の決定要因を明らかにした。これまで持合い株式の売却行動に関する先行研究では銀行（メインバンク）に焦点を当て、メインバンクが保有している事業会社株式の売却を研究対象にしたものが多い。本研究では事業会社をサンプルとし、それら事業会社が保有する政策保有株式（銀行株式を含む）すべてに分析対象を拡張したことが先行研究と異なる点である。検証の結果、以下の点が明らかとなった。第 1 に、政策保有株式の売却は、保有企業の財政状態、経営成績、株式保有リスクなどによって決定される可能性があり、保有企業の内的要因が政策保有株式の売却を促していることを示唆している。第 2 に、一般的に指摘される株式安定化による買収の脅威の低減といったエントレンチメント動機によって政策保有株式の売却が抑制される、という強い証拠は得られなかった。第 3 に、投資先との関係性と政策保有株式の売却とに関係があることが示唆された。たとえば、事業会社間での相互持合い株式である場合には、当該株式が売却される可能性が低くなる、メインバンク以外の銀行株式は売却されるがメインバンク株式は保有継続されるといった証拠を得ている。

これらの結果を総合的に判断すると、戦後および高度経済成長期には敵対的買収の脅威からの防衛手段として機能していた株式持合いという日本企業の企業行動は、現在ではもはや経済的意義を失い、経営改善の足かせにすらなっているということが示唆される。今後、企業が保有する持合い株式の経済的效果の具体的な開示や、それらの縮減（売却）をしやすくするための制度整備などが求められると考えられる。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計8件（うち査読付論文 0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 円谷昭一	4. 巻 57巻6号
2. 論文標題 議決権行使個別開示データの分析	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル	6. 最初と最後の頁 38-46
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 円谷昭一, 古賀裕也	4. 巻 400
2. 論文標題 政策保有株式の売却行動の決定要因	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 月刊資本市場	6. 最初と最後の頁 24-39
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 円谷昭一	4. 巻 419(2019.2)
2. 論文標題 政策保有株式と社外役員派遣の関係	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 資料版商事法務	6. 最初と最後の頁 6-12
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 円谷昭一	4. 巻 808
2. 論文標題 議決権行使をめぐる機関投資家の変化と企業対応の展望	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 株式懇話会会報	6. 最初と最後の頁 2-14
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 円谷昭一, 高橋幹夫, 金鐘勲	4. 巻 2019-3
2. 論文標題 IFRS適用是非の意思決定に与える影響 - 経営者持株比率に焦点を当てて -	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 河崎照行編著『会計制度のパラダイムシフト』中央経済社(図書所収論文)	6. 最初と最後の頁 323-336
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 円谷昭一	4. 巻 12
2. 論文標題 議決権行使の個別開示データ分析〔前編〕 - 投票行動と賛成率、ポートフォリオ重複などを中心に -	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 月刊資本市場	6. 最初と最後の頁 24-34
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 円谷昭一	4. 巻 2
2. 論文標題 議決権行使の個別開示データ分析〔後編〕 - 利益相反の有無の検証 -	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 月刊資本市場	6. 最初と最後の頁 14-23
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 円谷昭一	4. 巻 2
2. 論文標題 岐路に立つ政策保有株式	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 ディスクロージャー&IR	6. 最初と最後の頁 170-178
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 -

〔学会発表〕 計5件（うち招待講演 2件 / うち国際学会 1件）

1. 発表者名 円谷昭一
2. 発表標題 Determinants of behavior to divest cross-holding shares
3. 学会等名 Taiwan Accounting Association (国際学会)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 円谷昭一
2. 発表標題 ガバナンスがディスクロージャーに与える影響
3. 学会等名 日本ディスクロージャー研究学会 (招待講演)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 円谷昭一
2. 発表標題 ESG経営と管理会計
3. 学会等名 日本管理会計学会 (招待講演)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 円谷昭一
2. 発表標題 政策保有株式の売却行動の決定要因
3. 学会等名 日本会計研究学会
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 円谷昭一
2. 発表標題 機関投資家の議決権行使結果のデータ分析
3. 学会等名 日本ディスクロージャー研究学会
4. 発表年 2017年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 円谷昭一	4. 発行年 2017年
2. 出版社 同文館出版	5. 総ページ数 130
3. 書名 コーポレート・ガバナンス「本当にそうなのか？」 - 大量データからみる真実 -	

〔産業財産権〕

〔その他〕

円谷昭一研究室ホームページ http://tsumuraya.hub.hit-u.ac.jp/

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