

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 28 年 6 月 12 日現在

機関番号：32675

研究種目：基盤研究(B) (一般)

研究期間：2013～2015

課題番号：25285085

研究課題名(和文)株主総会と企業統治のグローバル比較分析

研究課題名(英文)Shareholder meeting and corporate governance: an international view

研究代表者

胥 鵬 (XU, Peng)

法政大学・比較経済研究所・教授

研究者番号：60247111

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 13,200,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、株主総会と所有構造を中心に日本の企業統治を検討し、経済学、会計学と法学から、理論実証分析や諸外国との制度比較を通じて、企業統治の国際比較について、株主総会の実態、敵対買収防衛策導入と企業業績、MBO、外国人投資家の役割、企業銀行間関係等に関する理論・実証分析を行った。とりわけ、諸外国と比べて、法律上は株主に強い権限が与えられているが、株主アクティビズムは少数の事例に限られる。また、ものいう株主に対する買収防衛策の導入によって経営業績が低迷した事例から、企業統治の強化には様々な改革が必要だとわれわれの法学分析は示唆する。多数の成果は、雑誌論文・学会発表・図書として公表された。

研究成果の概要(英文)：From an international view, we investigate the recent development in corporate governance in Japan such as shareholder meeting, shareholders activism, management buyouts, poison pills and post-performance, the effects of foreign institutional shareholders on information disclosure, and, firm-bank relationship. Though Japanese corporate law provides shareholders powerful authorities, shareholder activism is weak in Japan in comparison with other Asian countries. In particular, our case study shows that a poison pill approved under interlocking shareholding against an activist led to poor post-performance. This suggests that interlocking ownership isolates managers from pressures of capital market. Our legal studies provide several proposals for improving Japan's corporate governance. We have presented numerous papers in conferences. And several articles are published in journals as well as in books.

研究分野：経済学経済政策企業統治

キーワード：所有構造 株主総会 株主アクティビズム 個人投資家 ストック・オプション 株主との会話 MBO 情報開示

### 1. 研究開始当初の背景

オリンパスの過去十数年にわたる巨額の損失隠しが発覚し、日本における企業統治の問題も世界中で大々的に報道された。再発防止策として、米国流の取締役の過半数を独立社外取締役などの米国流の執行と監督の明確な分離が講じられた。一方、米国の株主総会に役員報酬議案の上程を義務化する“Say On Pay”という日本に近い制度が導入され、シティグループのCEOに対する報酬議案が否決される事態に至っている。こういった背景に、株主総会と株式所有構造を中心とする企業統治の実態分析に国際視点が欠かせないと思われる。

### 2. 研究の目的

本研究の目的は、国際視点から株主総会と株式所有構造を中心に日本の企業統治の問題点を検討し、経済学、会計学と法学から、最近の欧米圏の議論を参考にしながら、理論実証分析や諸外国との制度比較を通じて、企業統治の再構築に関する国際比較分析を試みるものである。

### 3. 研究の方法

本研究のメンバーは、法学者・会計学者・経済学者の三者が協同して金融危機との関連で企業統治のあり方を再検討し、経営の規律と経済の活力が両立するための企業統治を如何に再構築すべきかを、経済学仮説を構築した上で実証分析等の作業により検証することを目的とする。研究を論点整理、仮説検討とデータ整備、実証分析、政策提案と成果報告の3段階で進める。データ整備は、株価データや財務データを活用すると同時に、社団法人商事法務研究会と協力して、株主総会等に関するアンケート調査に関するオリジナルデータベースやアンケート調査も活用する。すべての段階を法学者・会計学者・経済学者がコラボレーションで行なう。定期研究会とワークショップを基本的な活動とし、代表者・分担者全員が参加するほか、外部講師の招聘も積極的に行う。

### 4. 研究成果

本研究の成果として、後掲5.に掲げたような[雑誌論文]、[学会発表]、[図書]などの単著共著論文等の多数の研究成果を上げることができた。以下では、テーマ別に主な研究成果を紹介する。

(1) 商事法務と協力して、世界的に見ても珍しく貴重な、株主総会運営担当者に対する質問票調査に関するマイクロ・データを活用することで、株主運営のあり方が、株主総会の運営にどのように影響しているのか、について、斬新な分析結果を生み出すことができた。この研究の貴重な成果は、株主総会と企業統治との研究の空白を埋めるだけでなく、株主総会運営実務に役立つ有益なフィード

バックを行っていくことができるとも期待される。森田は株主総会実務担当者に対する株主総会に関するアンケートデータから、2011-2012年、2011-2013と2011-2014のパネルデータを更新し、株主の株主総会における行動を実証的に解明した(雑誌論文、学会発表)。

(2) 胥は共同研究でアンケート調査結果を行った結果から、米国のアクティビストの役割に関する文献整理を行い、アクティビストの圧力に関する欧米及び日本を除くアジアとの比較分析を試みた(雑誌論文)。また、アクティビストに対抗して敵対買収防衛策を導入する際にブルドックの取締役会が作成した中期事業計画はまったく達成されず、株価はスティーラの提案価格を大きく下回っただけでなく、ベンチマークと比較しても劣ることから、経営陣が株式持ち合いにより守られる株式所有構造にメスを入れることが必要だといえよう(図書)。学会発表では、所有構造とリスクテイキングとの関連が分析されている。また、企業統治との関連から銀行の増資を分析した論文の学会報告も行った(学会発表)。

(3) 会社法施行後急増した経営陣による買収(MBO)について、田中は買収プレミアムの変遷や、特別委員会の設置など実務上の対応策とプレミアムの多寡の関係について分析を行った(雑誌論文)。また、株主への情報提供の充実・迅速化を図るという観点から、田中は企業と投資家対話を通じて企業価値の向上を図ることを支援する制度改正の可能性を検討し、企業と投資家の対話のための十分な期間を確保するという観点から、定時株主総会の集中を解消するように、定時株主総会の基準日を決算期後にずらし、定時株主総会を7月以降に開催すべきことを提唱した(雑誌論文)。最近、企業統治に関する平成26年改正会社法の重要な改正点である、社外取締役を選任していない公開大会社に対して社外取締役を選任することが相当でない理由を義務づけるという規制について、どのような記載であれば「相当でない理由」の説明に当たるかという解釈問題を検討した(図書)。

(4) 竹口は日本企業によるストック・オプションの費用計上額の価値関連性について実証分析を行い、米国の先行研究と相反する検証結果を得た。竹口の分析によると、日本企業のストック・オプションは希薄化効果よりも経営者インセンティブ効果が期待される(雑誌論文、学会発表)。

(5) 武田は、共同で個人投資家に対してアンケート調査を行い、その調査データに基づいて金融リテラシーと自信過剰などの意思決定バイアスの関係を実証的に分析し、両

者の間に有意な関係があることを明らかにした。また、多くの個人投資家が損失回避傾向にあること、半数近い投資家が時間非整合的であることなどが明らかにされた(雑誌論文)。

(6) 企業統治と密接に関連する管理会計、設備投資行動と経済成長についても、松井は管理会計の観点から事業部制をとる企業で用いられる振替価格操作のもたらす影響を分析し、そして、複数の事業部に同一の財を移転する場合、どのタイミングで振替価格を設定することが最適かを明らかにした。これと関連して、企業はどのような財務情報の開示行動を行うことが最適となるかを明らかにし、企業統治への洞察が導かれた(雑誌論文 学会発表)。

(7) 高橋と胥は日経 225 の銘柄入替前後における空売りの動向を分析し、その結果、空売りが株価の変動を増幅させるという結果を得た(学会発表、雑誌論文)。この分析は、機関投資家や外国人投資家の持株比率が高い日経 225 銘柄や MSCI(モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル)銘柄の価格変動と所有構造との関連の解明につながる(雑誌論文 学会発表)。

(8) 蟻川は日本の上場企業のデータを用いて、外国人投資家の持株比率が高いほど株価の情報効率性が高いこと、また企業の情報開示レベルと株価の情報効率性の間にも一定の相関があることを示している(学会発表)。本年度は、日本の企業・銀行関係が近年どのようになっているのかについて検討した。また、高度成長期から石油ショック後まで日本企業の資金調達及び企業統治において中心的役割を担ってきたメインバンクについては、1990年代の銀行危機、その後のメガバンクの設立などを経て、企業・銀行関係は多様化が進展してきたと分析した(雑誌論文)。

(9) 武智や宮崎は、コーポレート・ガバナンスと密接に関連する経営者センチメントとアニマルスピリットの企業統治や経営在成長に対する効果を分析した(雑誌論文 学会発表)。

#### 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 15 件)

Hidetomo Takahashi, Peng Xu, Trading activities of short-sellers around index deletions: Evidence from the Nikkei 225, Journal of Financial Markets 27, 2016, 132-146, 査読有, DOI: 10.1016/j.finmar.2015.05.001

Kenji Matsui, Disclosure policy in a mixed market, European Accounting Review, 25, 2016, 81-107, 査読有

松井建二、投資不確実性下における原価基準振替価格の選択について、国民経済雑誌、212、2015、39-52、査読無

田中亘、株主総会の改革 - 開催日程と基準日の問題を中心に、会計・監査ジャーナル 718 号、2015 年 5 月、87-93、査読無

蟻川靖浩・宮島英昭、銀行と企業の関係：歴史と展望、査読無、組織科学、49 巻 1 号、2015、19-31

森田果、株主総会白書データから読み取れる株主総会の実像 2011~2014 年データによる分析、査読有、旬刊商事法務、2067 号、2015、44-54

森田果、株主総会白書データから読み取れる株主総会の実像 2011~2013 年データによる分析、査読あり、2014、旬刊商事法務、2032 号、34-44

竹口圭輔、日本企業によるストック・オプションの費用計上と価値関連性、2014、会計、査読なし、第 186 巻第 2 号、207-221  
竹村敏彦・神津多可思・武田浩二、Web アンケート調査から見た個人投資家の意思決定に関するロジック分析、ソシオネットワーク戦略研究ディスカッションペーパー、査読なし、第 36 号、2014、1-27

Kenji Matsui, Entry deterrence through credible commitment to transfer pricing at direct cost, 2013, 査読有、Management Accounting Research, 261-275, DOI10.1016/j.mar.2013.01.001

宮島英昭・齋藤卓爾・胥鵬・田中亘・小川亮、日本型コーポレート・ガバナンスはどこへ向かうのか〔下〕「日本企業のコーポレートガバナンスに関するアンケート」調査から読み解く -、査読有、2013、旬刊商事法務、2009 号、12-21

森田果、株主総会白書データから読み取れる株主総会の実像 2011 年・2012 年データによる分析、2013、査読あり、旬刊商事法務、2001 巻、4-18

Takeda, K., Takemura, T., Kozu, T Investment Literacy and Individual Investor Biases: Survey Evidence in the Japanese Stock Market, 2013, Review of Socionetwork Strategies, 7(1), 31-42, 査読あり

田中亘、MBO における特別委員会：石綿・篠原・石川・高橋論文へのコメント、2013、金融・商事判例、査読なし、1425 巻、12-15

Shigeru Matsushima and Kazutaka Takechi, Business sentiments and investment behavior in small and medium enterprises, 2014, 査読有、

〔学会発表〕(計14件)

XU, Peng, Risk taking and firm growth  
日本ファイナンス学会、東京大学(東京都文京区)、2015年6月6日

SHIMIZU, Katsutoshi and XU, Peng,  
Costs of bank equity offerings in response to strengthened capital regulation, IFABS 7<sup>th</sup> International Conference, 29/Jun/2015, 中国、杭州、浙江大学

Kenji Matsui, Equilibrium partial disclosure in a strategic entry model, 2015 Canadian Academic Accounting Association Annual Conference, 2015年5月30日, Toronto, Canada

Hidetomo Takahashi and Peng Xu,  
Predatory short-selling and covering around pre-announced deletions from index composition: Evidence from Nikkei 225 Index deletions, 2014, World Finance and Banking Symposium, Nanyang 大学、シンガポール, 2014-12-13

SHIMIZU, Katsutoshi and XU, Peng, The Costs of Bank Equity Offerings in Response to Strengthened Regulatory Intervention, 日本経済学会 2014 年秋大会, 西南学院大学(福岡県福岡市), 2014-10-12

Hatsuru Morita, Voting behavior in shareholders' meeting: a unique survey data of Japanese listed corporations, Seminar at Institute of Business Research, 中央大学(東京都八王子市), 2014-07-24

Yasuhiro Arikawa, Yosuke Mitsusada, Ownership Structure, Information Disclosure and Stock Price Informativeness: Evidence from Japan, 2014, 2014 Asian Finance Association Annual Meeting, Bali Nusa Dua Convention Center, Bali, Indonesia, 2014-06-26

Hidetomo Takahashi and Peng Xu,  
Predatory short-selling and covering around pre-announced deletions from index composition: Evidence from Nikkei 225 Index deletions, 2014, 日本経済学会春季大会, 同志社大学(京都市), 2014-06-14

竹口圭輔, 日本企業によるストック・オプションの費用計上と価値関連性、日本会計研究学会、2013-09-05、中部大学(愛知県名古屋市)

Hidetomo Takahashi and Peng Xu,  
Predatory short-selling and covering around preannounced deletions from index composition: Evidence from

Nikkei225 Index deletions, 日本ファイナンス学会, 武蔵大学(東京都練馬区), 2013-06-01

Hidetomo Takahashi and Peng Xu,  
Predatory short-selling and covering around preannounced deletions from index composition: Evidence from Nikkei225 Index deletions, Italian Academy of Management Bicentenary meeting 2013, イタリア・レツェ・the Hilton Acaya Golf Resort, 2013-09-20  
Kenji Matsui, Tax Accounting Regimes under Firm Entry Pressure: Separate Accounting versus Formula

Apportionment, American Accounting Association, Annual Meeting 2013, USA・Anaheim・the Hilton Anaheim and the Anaheim Marriott, 2013-08-06.

Kenji Matsui, Intrafirm Coordination through Transfer Pricing under Managers' Sequential Decisions, Asia-Pacific Management Accounting Association 2013 Annual Conference, Nagoya・Hotel Nagoya Garden Palace and Nagoya University, 2013-11-03

Kenji Miyazaki, Animal spirits, competitive markets, and endogenous growth, 11TH INTERNATIONAL CONFERENCE OF NUMERICAL ANALYSIS AND APPLIED MATHEMATICS 2013: ICNAAM 2013, ギリシア・Rhodes・Rodos Palace Hotel, 2013-09-23

〔図書〕(計2件)

田中亘, 「取締役会の監督機能の強化  
コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを中心に」神田秀樹編『論点詳解 平成26年改正会社法』商事法務、2015年、314(17-42)

胥鵬, 企業統治の法と経済～比較制度分析の視点で見るガバナンス～(田中亘・中林真幸編) 2015、403(241-260) 有斐閣

6. 研究組織

(1) 研究代表者

胥鵬(XU, Peng)

法政大学・比較経済研究所・教授  
研究者番号: 60247111

(2) 研究分担者

松井 建二(MATSUI, Kenji)

神戸大学・経営学研究科・准教授  
研究者番号: 20345474

森田 果(MORITA, Hatsuru)  
東北大学、法学研究科、教授

研究者番号：40292817

蟻川 靖浩(ARIKAWA, Yasuhiro)  
早稲田大学・商学学院・准教授  
研究者番号：90308156

田中 亘(TANAKA, Wataru)  
東京大学・社会科学研究所・教授  
研究者番号：00282533

宮崎 憲治(MIYAZAKI, Kenji)  
法政大学・経済学部・教授  
研究者番号：10308009

武田 浩一(TAKEDA, Koichi)  
法政大学・経済学部・教授  
研究者番号：40328919

竹口 圭輔(TAKEGUCHI, Keisuke)  
法政大学・経済学部・教授  
研究者番号：80386333

武智 一貴(TAKECHI, Kazutaka)  
法政大学・経済学部・教授  
研究者番号：80386341

高橋 秀朋(TAKAHASHI, Hidetomo)  
法政大学・比較経済研究所・准教授  
研究者番号：90583659