

株主による経営者への評価： 議決権行使結果の実態と今後の分析課題

渡 辺 周

本稿は、経営者に対する周囲からの評価が、企業の戦略的意思決定はどのような影響をもたらすのかを明らかにしようとする一連の研究の一部である。この一連の研究は、これまでのところ、(1)経営者に対する周囲からの評価が、経営者の状態自尊感情や自己呈示を通じ、企業の戦略的意思決定に影響を与えることを議論する理論的研究と、(2)周囲からの評価のうち、メディアからの評価が低い場合、経営者は実質の意味が低い施策を数多く打つようになることを明らかにする実証的研究、(3)社外取締役が多く、厳しい評価の圧力にさらされているほど、意思決定の誤りが表面化するのを避けるため、損失の生じている案件から撤退しなくなることを明らかにする実証的研究の3つの部分によって構成されている。

これまでに行われてきた研究を、経営者に対する評価がもたらす影響を明らかにする上で、より包括的なものに昇華されるためには、株主による経営者への評価の影響を検討していくことが必要である。経営者は、メディアや社外取締役、従業員、取引先など多種多様な者によって評価され、その評価を気にしているが、株主は中でも最も重要な評価者だからである。なぜなら株主は、取締役の選任を通じてではあるが、株主総会での投票によって経営者の選任に関する決定権を持っており、法的には彼らの支持なくして、経営者はその職に就くことも留まることも出来ないためである。さらには、2010年3月期の決算以降に開かれた株主総会では、その投票結果が即時開示するよう義務づけられるようになった。そのため経営者は、自身が取締役に選ばれることについて、株主のどの程度が賛成しているのかについて外部に明らかになってしまうため、それを気にするのである。

本稿の主たる目的は、株主による経営者への評価を、操作する方法について検討することにある。具体的には、株式総会において、経営者が取締役に選任

することに株主が賛成した割合によって操作化することの妥当性を定量的に明らかにする。このような操作化に関する妥当性を検討する作業が必要なのは、株主による経営者への評価を、この割合が反映していない懸念があるためである。後に詳述するように、この懸念は、株主が経営者に不満な場合、株主総会以外でその力を行使して経営者を交代させるか、株を売却してしまう可能性により生じる懸念である。本稿では、その懸念を完全に排除することは出来ないものの、株主の経営者に賛成した割合は、株主の経営者に対する評価を一定程度反映していることを確認する。確認するための方法として、本稿では、株主が高く評価すると考えられる株主に短期的・長期的利益をもたらしている経営者が、株主総会で高い賛成率を獲得しているかを定量的に分析する。つまり、適切に評価を操作化出来ていたとしたら、当然見られるはずの関係が、実際に観察されるかを明らかにするのである。

以上のような目的を持つ本稿は、その意義をより明瞭にするため、まず第1節で、経営者への評価が企業の戦略的意思決定に影響を与えることを示す既存研究を簡潔に要約する。前述のように筆者は、これまでも、既存研究との関係でこの点を明らかにしてきたが、先の研究は理論的な側面に重点が置かれていたのに対し、本稿の第1節では操作変数の開発を含む実証的な面でこれまでに明らかになった貢献と残された課題を明らかにする。第2節では、経営者の選任に対して株主総会で株主が賛成した比率という変数について説明し、その操作化の妥当性を検討する意義を明らかにする。第3節では、本稿の主たる目的である操作変数としての妥当性を実際に検討する。

1. 経営者に対する評価が戦略的意思決定に与える影響

経営者に焦点を当てて企業の戦略的意思決定を明らかにしようとする既存研究は、経営者に対する周囲からの評価がその要因となりうることを示している。たとえば、経営者研究の第一人者であるハンブリックは、一連の研究の中で、経営者の自信過剰や自己愛と買収プレミアムには正の相関があることを明らかにしている (Hayward & Hambrick, 1997; Chatterjee & Hambrick, 2011)¹⁾。この自信過剰の1つの要素として挙げられているのが、CEO に対するメディアからの評価である (Hayward & Hambrick, 1997)。ハンブリックとその共同研究

者は、外部からどのような評価を受けているのか、経営者自身が気につけ、チェックしていると考えられる『ウォール・ストリート・ジャーナル』や『ニューヨーク・タイムズ』などの主要な新聞と雑誌を調べ、企業の業績をCEOに帰属させている記事やCEOのパフォーマンスに言及している記事を集めた。その上で彼らはコンテンツ・アナリシスを通じてそれらの記事を、CEOを称賛する記事から、中立的な記事、批判的な記事まで5つの態度にコード化した。その結果、CEOを称賛する記事の割合が高いほど、支払う買収プレミアムは高額になることを確認し、これを、経営者が自信過剰であるほど高いリスクをとっていると解釈したのである。以上のハンブリックによる研究のように、外部からの経営者に対する評価の違いが、経営者の行動の違いをもたらすことを明らかにしている研究はいくつか存在する。

しかし、こうした研究は、外部からの評価のもたらす影響を明らかにすることを主たる目的にしていなかったため、ときには、評価という視点で既存研究を捉え直すと、評価のもたらす影響としてまったく逆のことが予想されることもある。

たとえば、上述のハンブリックによる研究と同じM&Aプレミアムについて、企業の行動理論の観点から分析をした研究がキムらによって為されている(Kim, et al., 2011)^②。彼らは主としてGreve (2008)に基づき、(1)同業他社と比較して内生的な(買収によらない)成長率が低く、(2)過去の自社と比較して内生的な成長率が近年では低下しており、(3)同業他社と比較して買収による成長依存度が高く、(4)その買収による成長依存度が近年さらに高くなっている企業は、他社の買収に失敗することを強く恐れるため、過度にあせり、そうでない企業と比較して高い買収プレミアムを払うことを示した。

Kimらが論文の中で言及しているわけではないが、このように経営者が過度にあせり、高い買収プレミアムを払ってしまう背景には、(1)企業の内生的成長率が下がっている状況では、株主からの評価に関する不安と、(2)買収によって売上を増加させ巨大な企業を作ること、世間やメディアから注目を浴び、称賛されたい、という他者からの評価に対する欲求があると言える。そうしたことから、現在は高く評価されていない経営者ほど、他者からの評価を上げるために、高い金額を払ってでも他社を買収しようとするのである。

このようにキムらの論文を評価という視点で捉え直せば、現在は外部から高

く評価されていない経営者ほど、過度にあせり、高い買収プレミアムを払ってしまうと考えられる。

以上のハンブリックらによる研究とキムらの研究に関する議論をまとめれば、ハンブリックらの研究は、高く評価されている経営者ほど高い買収プレミアムを払うと主張しているのに対し、キムらの研究にもとづいて考えれば、高く評価されていない経営者ほど高い買収プレミアムを払うと予想される⁸⁾。

2つの研究にもとづけば、評価と買収プレミアムにまったく逆の予想が成り立つように、これまでのトップ・マネジメント研究を外部からの評価という視点で捉え直すことは、単にこれまでのトップ・マネジメント研究で、評価に類似した概念を原因変数として含んでいる1つの論文を基にして、その概念を評価という別の変数に置き換えても同等の結果が得られることを確認するといった、言わばリプリケーションをしているということではない。上の例から明らかかなように、評価という視点で既存のトップ・マネジメント研究を捉え直すと、評価と何らかの結果変数の間に対立した予想が立てられることもあるためである。それゆえ、経営者がある行動をとりがちな傾向にあるとするならば、なぜそうした心理状態になったのか、その原因の1つとして外部からの評価という要因を中心に据えながら、既存研究との関係で議論をまとめ直していくという作業自体には価値があると考えられる。

2. 株主からの経営者への評価とその操作変数

そうした周囲からの経営者に対する評価の中でも、とりわけ株主からの経営者に対する評価が重要である。旧来は日本の経営者はほとんど株価や株主のことを気にしていないと言われてきた。しかし、2000年前後から、企業間の株式持ち合いの比率は大幅に低下し、外国人株主や日本人でも特定のファンドなど、いわゆるものを言う株主が登場してきたことで、経営者は多少なりとも株主からの評価に注意を払わざるを得なくなっている。こうした変化にある中で、株主からの評価によって経営者の行動が変わりうるのか、もしくはどのような行動は株主からの行動によって変化し、どのような行動は変化しないのかを明らかにすることは意味があると考えられるためである。

ここでは、株主からの経営者に対する評価を、経営者の選任に対して株主総

会で株主が賛成した比率によって操作化することの妥当性を検討する。この経営者への賛成率は、内閣府令の改正によって、2010年3月31日以後に終了した事業年度に係る定時株主総会から、株主総会における決議事項について、その内容や賛否の得票数などを臨時報告書によって開示する義務が企業に生じたために、近年、入手出来るようになったデータである。

ただし、株主総会で経営者の取締役への選任に株主が賛成した比率を、株主からの経営者の評価というには、少なくとも2つの重大な懸念がある。1つは、経営者が評価を特に気にするような大きな影響力を持つ株主は、現在の経営者を評価していないのであれば株主総会の前に企業側と交渉の場を持ち、自身が望ましいと思う経営者に交代させるため、株主総会で会社側から提案される取締役は事前に株主が望ましいという意思表示を既に済ませている人物であり、株主総会での投票行動は高く評価されている人物に対してのみ、それを承認するという行動がとられているだけであり、企業ごとに株主総会での賛成率の違いは株主の経営者に対する評価を適切に反映していないのではないか、という懸念である。

2つ目は、経営者を高く評価していない投資家は、株を売却することによって簡単に退出することが可能であるため、株主総会で経営者に賛否を投じる投資家はすべて経営者を評価している投資家であり、反対票を投じるのは極めて例外的なインセンティブをもった投資家であるため、やはり株主総会での賛成率は株主による経営者の評価を適切に反映していないのではないか、という懸念である。

以下では、こうした懸念がまったく当てはまらないとまでは言えないものの、株主総会における経営者の選任への賛成率は、一定程度、株主の経営者に対する評価を反映していることを確認する作業を行う。

3. 経営者への賛成率による操作化の妥当性

前述の通り、本節では、経営者への賛成率が、ある程度の誤差を含みながらも、経営者に対する株主からの評価を示していることを確認する。仮に、経営者への賛成率が、経営者に対する株主からの評価を適切に操作化出来ていたら、株主による経営者の評価を高める要因、すなわち高い配当額や株価の

上昇、さらには低い株価収益率や高い売上高利益率などと、経営者への賛成率との間には正の関係が確認されるはずである。このように、当然相関を持つべき他の変数と予想通りの相関を持つのか否かをチェックすることで、妥当性を検討しようというのが本節の目的である。

株主は経営者を短期的な視点と長期的な視点の2つで評価していると考えられる。株主にとっての短期的な利益とは、その年に高額な配当金をもらえることか、もしくは株価が上昇し株を購入したときよりも高く売ることによって売却益を得られることである。株主にとっての長期的な利益とは、こうした短期的な利益が1期だけ得られるだけでなく、企業が安定して成長し今後も利益を出して、株価が継続して上昇する可能性が高いこと、もしくは高い額の配当が継続して得られる可能性が高いことであろう。このように、短期であろうと長期であろうと株主に利益をもたらす行動をとっている経営者を株主は高く評価するはずであるから、もし経営者への賛成率が一定程度、経営者に対する株主の評価を反映しているなら、前述の株主の利益になる変数と経営者への賛成率には強い相関が確認されるはずである。これが実際に確認されるかを確認するため、以下では、経営者への賛成率を被説明変数として回帰分析を行う。

3-1. 変数の操作化

説明変数

まず株主にとっての短期的な利益の1つである配当は、以下2通りの操作化を行う。第1に、会社側が提案した当該年度の現金による配当額に株主総会で賛成した株主の割合である。これは、配当額が高いか否かを株主の判断によって測定しようとするものである。ただし、後述するように、配当の額について株主総会で議決を行っていない会社も相当数ある⁽⁴⁾。そのため、サンプル数の減少とサンプリングバイアスを回避するため、第2の操作変数として、配当性向を用いる。配当性向は、配当支払額を当期純利益で割り、100を掛けた値である。株価の上昇は以下のように、操作化する。株主総会が開催された月の初値を、株主総会が前回開催された月の初値で割り、1を引いた値である。

企業が安定して成長し今後も利益を出して、株価が継続して上昇する可能性が高いこと、もしくは高い額の配当が継続して得られる可能性が高いことを示す変数として、売上高利益率とPER（株価収益率）の2つを用いる。売上高

利益率は高いほど株主にとって望ましい変数である。PER は時価総額を当期純利益で割った値であるため、時価総額を一定にして考えれば、当期純利益が大きいほど株主にとって望ましいため、PER は小さいほど株主にとって望ましい値である。

統制変数

統制変数として、株主総会の投票率と、株主構成、売上高を用いる。

株主総会の投票率は、経営者に対する賛成票と反対票、棄権票の合計数を、議決権を持つすべての株式数で割った値である。これは、投票率が低いほど、株主は株主総会で反対票を投じるのではなく、株主総会にそもそも出席せず、無言で反対の意思を伝えているかもしれないという影響を統制するために投入されている。

株主構成は、投資信託持ち株比率と従業員持株組合持ち株比率、政府公共団体比率、外国法人等持ち株比率の4つを用いる。一般的に言えば、投資信託と外国法人は相対的にはいわゆるもの言う株主だと考えられ、逆に、従業員持ち株組合と政府公共団体は積極的な意見表明を行わない株主だと考えられる。したがって、投資信託持ち株比率と外国法人等持ち株比率が高いことによる賛成率への負の影響と、従業員持株組合持ち株比率と政府公共団体比率が高いことによる賛成率への正の影響を統制するために、この変数は投入されている。

規模の変数として、売上高の対数を投入する。これは、売上高の小さな企業ほど、新聞等で報じられる機会が少ないため、最高裁判所裁判官国民審査と同じく、経営者を積極的に評価しているわけではないが、かといって反対するだけの材料もないため、経営者の選任に賛成票を投じるという行動が為される可能性による影響を統制するためである。

3-2. データ

東証一部上場企業の約1700社の中からランダムサンプリングによって、70社を選びだし、取締役への賛成票と反対票、棄権票の数と、配当金額への賛成票と反対票、棄権票の数についてデータを集めている。経営者や取締役の選任に関する株主の投票行動を説明する妥当なモデルを作成するのが目的であれば、このサンプルサイズでは不十分である（西平，1985）。しかし筆者の知る限り、

現在までに経営者に対する株主の評価について分析を行い、それを他の研究との関係で議論した研究や、分析における問題点と今後の可能性について言及した論文は存在しない。そのため、暫定的な結論を早い段階で得て、議論を促進すべく公表を行うことを優先するのが重要であると考え、サンプルサイズを70社とした。

この70社から、上場投信と金融業と保険業、記載に明確な誤りがあると考えられる1社の合計12社を除いた58社のデータを以下では用いる。

この58社それぞれについて、2010年3月以降最初に迎えた決算と、その次(2011年3月以降)に迎えた決算の2回分の決算に係る株主総会における決議結果がデータには含まれている。この2つの期間のデータは、まとめて回帰分析を行うことが困難であるため、分析ではそれぞれに分けて行う。なお、簡便化のため、以下では、2010年3月期以降最初に迎えた決算に係るサンプルを、2010年3月期決算のサンプルと呼び、その次(2011年3月以降)に迎えた決算に係るサンプル2011年3月期決算と呼ぶことにする。つまり、たとえば、6月期決算の会社であれば、2010年6月期決算のデータが2010年3月期決算のサンプルに含まれ、2011年6月期決算のデータを2011年3月期決算のサンプルに含まれる、ということである。ただし、6月期決算の企業であれば、株価などのデータについては6月の決算時点の値を用いるようにしている。

3-3. 各変数の記述統計と変数間の相関

上述の通り、2010年3月期サンプルにも、2011年3月期サンプルにも同じ58社が入っている。ただし、2010年3月期サンプルに含まれている企業のうち、株主総会で経営者の選任を決議したのは49社であり、配当の金額を決議したのは41社であった。同様に、2011年3月期サンプルに含まれている企業のうち、株主総会で経営者の選任を決議したのは45社であり、配当の金額を決議したのは44社であった。これ以外のデータについては、ほぼすべて欠損がないため、記述統計や説明変数間の相関の確認をする際にはサンプルに含まれる企業が異なることによる影響はないものの、回帰分析を行った際には後述するように期間によってサンプルが異なる影響に注意を払う必要がある。

分析に用いる各変数の記述統計と変数間の相関を示したものが、表1と表2である。ここでは、重回帰分析の前に、記述統計も含めて各変数について確認

していく。

各変数の記述統計は、それぞれの表の上側に示されている。いずれの期間においても、経営者への賛成率は平均が約97%と高く、標準偏差も約3%と小さい。そのため、それぞれの企業ごとで株主総会の賛成率に違い、という上述した2つの懸念が実際にも少なからず起こっていることを示していると言えるだろう。また、この表においては、2010年3月期サンプルと、2011年3月期サンプルで含まれている企業は同一であるにもかかわらず、配当性向と過去1年間の株価上昇率売上高利益率、PER（株価収益率）などの指標は大きく変化しており、これも回帰分析に影響を与えることが予想される。

各変数間の相関は、それぞれの表の下側に示されている。被説明変数と説明変数の関係については、次の項で分析するため、ここでは説明変数間の相関に注目すると、いくつかの強い相関が確認される。まず、2010年3月期サンプルでは、PERと配当性向の間に0.86という非常に強い相関があり、PERはこれ以外にも株価上昇率（ $r=0.48$ ）や外国法人等持ち株比率（ $r=0.40$ ）との間にも強い相関がある。同様に2011年3月期サンプルでも、PERと配当性向の間に0.70という非常に強い相関があり、これ以外にも、売上高利益率と投信持ち株比率や、売上高利益率と外国法人等持ち株比率、従業員持ち株組合持ち株比率と投信持ち株比率、従業員持ち株組合持ち株比率と投信持ち株比率など、とりわけ統制変数である株主構成の各変数間に強い相関が見られる。したがって、いずれのサンプルを分析する際にも、各変数間の相関に注意を払い、多重共線性による問題が生じていないか確認していくことにする。

表1 各変数の記述統計及び変数間の相関(2010年3月期サンプル)

	2010年3月期から 2011年2月期決算				記述統計											
	平均	標準偏差	最小値	最大値	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1 経営者への賛成率	0.9762	0.0269	0.8419	0.9997												
2 配当への賛成率	0.9926	0.0111	0.9420	0.9998	0.4334	1										
3 配当性向	83.4422	167.3686	11.3000	858.1000	0.0352	0.1611	1									
4 株価上昇率	0.0213	0.3033	-0.4348	1.2715	0.1405	0.3357	0.3246	1								
5 売上高利益率	2.1098	7.7036	-34.6400	24.4300	0.2222	0.1092	-0.2165	0.012	1							
6 PER	32.7159	85.2830	-93.0000	614.3813	-0.0180	0.2021	0.8605	0.4819	-0.0138	1						
7 代表者への投票率	0.7459	0.0825	0.5814	0.9081	0.1416	0.2990	-0.0355	0.1903	0.2651	0.0673	1					
8 投資持ち株比率	0.0044	0.0167	0.0000	0.1100	0.1593	0.0317	-0.0967	-0.0305	0.4064	-0.0396	0.1399	1				
9 従業員持株組合持ち株比率	0.0014	0.0052	0.0000	0.0280	0.0919	0.1189	-0.0427	0.1082	0.1340	-0.0314	-0.0489	0.3558	1			
10 政府公共団体比率	0.0000	0.0002	0.0000	0.0013	0.0665	0.0718	-0.0537	-0.0474	0.1299	-0.0423	-0.1347	-0.0001	0.0092	1		
11 外国法人等比率	0.0282	0.1101	0.0000	0.7036	0.1723	0.0919	0.2762	0.1948	0.3462	0.4004	0.1785	0.3246	0.1634	0.1450	1	
12 売上高(対数)	11.1050	1.7233	8.1986	15.8906	-0.3278	-0.0319	-0.2065	-0.0952	-0.0361	-0.1335	-0.1918	-0.1787	-0.1629	0.2597	-0.0927	1

	ピアソンの積率相関係数											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2010年3月期から 2011年2月期決算												
1 経営者への賛成率	1											
2 配当への賛成率	0.4334	1										
3 配当性向	0.0352	0.1611	1									
4 株価上昇率	0.1405	0.3357	0.3246	1								
5 売上高利益率	0.2222	0.1092	-0.2165	0.012	1							
6 PER	-0.0180	0.2021	0.8605	0.4819	-0.0138	1						
7 代表者への投票率	0.1416	0.2990	-0.0355	0.1903	0.2651	0.0673	1					
8 投資持ち株比率	0.1593	0.0317	-0.0967	-0.0305	0.4064	-0.0396	0.1399	1				
9 従業員持株組合持ち株比率	0.0919	0.1189	-0.0427	0.1082	0.1340	-0.0314	-0.0489	0.3558	1			
10 政府公共団体比率	0.0665	0.0718	-0.0537	-0.0474	0.1299	-0.0423	-0.1347	-0.0001	0.0092	1		
11 外国法人等比率	0.1723	0.0919	0.2762	0.1948	0.3462	0.4004	0.1785	0.3246	0.1634	0.1450	1	
12 売上高(対数)	-0.3278	-0.0319	-0.2065	-0.0952	-0.0361	-0.1335	-0.1918	-0.1787	-0.1629	0.2597	-0.0927	1

表2 各変数の記述統計及び変数間の相関（2011年3月期サンプル）

	記述統計												
	平均	標準偏差	最小値	最大値									
2011年3月期から 2012年2月期決算													
1 経営者への賛成率	0.9676	0.0339	0.8163	0.9986									
2 配当への賛成率	0.9920	0.0110	0.9484	0.9997									
3 配当性向	36.8644	24.2185	10.3000	135.9000									
4 株価上昇率	0.1749	1.2503	-0.9792	9.1795									
5 売上高利益率	3.4503	4.4383	-3.6900	27.2500									
6 PER	12.2586	17.8742	-47.0954	74.1497									
7 代表者への投票率	0.7332	0.0927	0.5447	0.9120									
8 投資持ち株比率	0.0026	0.0112	0.0000	0.0630									
9 従業員持株組合持ち株比率	0.0009	0.0048	0.0000	0.0350									
10 政府公共団体比率	0.0000	0.0002	0.0000	0.0013									
11 外国法人等比率	0.0160	0.0682	0.0000	0.3740									
12 売上高(対数)	11.2002	1.6735	8.2928	16.0150									
2011年3月期から 2012年2月期決算													
1 経営者への賛成率	1												
2 配当への賛成率	0.3866	1											
3 配当性向	0.0029	0.3233	1										
4 株価上昇率	-0.1757	-0.6357	-0.1825	1									
5 売上高利益率	0.2184	0.2398	-0.1183	-0.0647	1								
6 PER	0.1225	0.4001	0.7036	-0.1479	0.2882	1							
7 代表者への投票率	-0.0167	0.2182	0.2141	-0.1752	0.2214	0.4844	1						
8 投資持ち株比率	0.0800	0.1383	-0.0563	0.0333	0.5838	0.0914	0.0636	1					
9 従業員持株組合持ち株比率	0.1395	0.0910	-0.0061	0.0109	0.1414	0.0075	-0.1198	0.7519	1				
10 政府公共団体比率	0.0927	0.0469	0.0429	-0.0556	0.0329	0.0248	-0.1057	-0.0286	-0.0207	1			
11 外国法人等比率	0.0525	0.1145	0.0093	-0.0117	0.5489	0.2674	0.2343	0.5526	0.1372	-0.029	1		
12 売上高(対数)	-0.2291	-0.0500	-0.1605	0.1251	-0.1706	-0.1336	0.0384	-0.1339	-0.0788	0.2887	-0.1887	1	
													1

ピアソンの積率相関係数

3-4. 回帰分析の結果

経営者への賛成率と株主が評価しているであろう要素との間に関係があることを確認するための予備分析として、本項では最小二乗法による重回帰分析を行っている。被説明変数が割合であり、内生性の問題がないとはいえないため、本来ならば別の手法を用いて分析を行うのが望ましいと考えられる。しかし、今回は萌芽的な問題について分析を行い、その問題点と今後の研究における克服すべき課題を明らかにするのが目的である。それゆえ、ホワイトの頑健標準誤差を用いて検定を行い分散不均一の問題に対処した以外は、簡便な手法を用いてまずは傾向を確認することにしたい。

回帰分析の結果は、表3と表4に示されている。先ほどと同じように、まず2010年3月期サンプルに対して行った分析から確認したい。モデル1は、統制変数のみを投入したモデルである。これに、すべての説明変数を加えたのがモデル2である。このモデルでは、VIFが最大で12.44と大きく、多重共線性による問題が生じていると考えられる。そこで、VIFが大きかった配当性向を除いたのがモデル3である。このモデルでは、最大のVIFが1.85と大幅に低下しており、多重共線性による問題の懸念はほとんどないと言えるだろう。モデル3では、株価上昇率を除く説明変数は、いずれも予想した通りの結果が示されている。配当額に株主が賛同しているほど、経営者の評価は高く、売上高利益率が高く、PERが低い、つまり時価総額と比較して大きな利益が得られているほど、次期以降の配当や株価上昇も見込めるため、株主は経営者を高く評価しているのである。さらに、統制変数でも、投資信託投信の持ち株比率が高いほど経営者に対する評価は厳しくなり、従業員持ち株組合や政府や公共団体は、経営者に対して厳しい評価を相対的には行わない、という事前の予想通りの結果が得られている。

モデル4は、モデル3で除いてしまった配当性向の影響を確認するために作られたモデルである。モデル2から配当への賛成率を除いただけでは、依然として最大のVIFが10を超えていたため、最もVIFの大きかったPERもこの分析からは除かれている。このモデル4は、自由度調整済み決定係数が-0.04と負の値になってしまっており、モデルとして意味を為さなくなってしまうため、このモデル4についてはここでは解釈を行うことが出来ない。

表3 回帰分析の結果（2010年3月期サンプル）

2010年3月期から 2011年2月期決算	モデル1 b/t	モデル2 b/t	モデル3 b/t	モデル4 b/t
配当への賛成率		0.8492 [4.54]***	0.6338 [2.85]***	
配当性向		0 [-0.67]		0 [-0.22]
株価上昇率		0.0141 [0.48]	0.0003 [0.01]	0.0154 [1.04]
売上高利益率		0.0025 [1.09]	0.001 [4.12]***	0.0019 [1.00]
PER		0.0001 [0.30]	-0.0001 [-3.34]***	
代表者への投票率	0.0257 [0.41]	-0.0248 [-0.45]	-0.0236 [-0.54]	-0.0513 [-0.59]
投信持ち株比率	0.0922 [2.25]**	-0.3415 [-0.82]	-0.0696 [-1.75]*	-0.1729 [-0.64]
従業員持株組合持ち株比率	0.3586 [1.69]*	0.9889 [0.85]	0.2902 [2.59]**	0.5993 [0.88]
政府公共団体比率	22.3279 [2.77]***	17.2656 [1.71]	13.9399 [2.26]**	11.9161 [1.41]
外国法人等比率	0.0164 [1.70]*	-0.0419 [-1.07]	-0.0157 [-1.61]	-0.0137 [-0.43]
売上高(対数)	-0.0053 [-1.83]*	-0.0087 [-2.38]**	-0.0069 [-3.67]***	-0.0056 [-1.62]
定数項	1.0137 [14.64]***	0.2473 [1.35]	0.4482 [1.87]*	1.0736 [12.06]***
N	49	27	32	37
最大のVIF値	1.19	12.44	1.85	4.49
決定係数	0.1605	0.5728	0.6442	0.2135
自由度調整済決定係数	0.0405	0.2596	0.4747	-0.0486

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

以上で議論してきた表3の示す2010年3月期サンプルに対して行った分析結果とは異なった結果を示しているのが、表4で示す2011年3月期サンプルに対して行った分析である。繰り返しになるが、表3の2010年3月期サンプルと2011年3月期サンプルでは、そもそものサンプル含まれている企業は同一であるにもかかわらず、配当性向と過去1年間の株価上昇率、売上高利益率、PER（株価収益率）などの指標は大きく変化しており、実際に回帰分析に用い

られた経営者への賛成率や配当への賛成率のデータが得られ、実際に回帰分析に用いられた企業にも違いがある。こうした2つの要因による2つのサンプルの違いに注意しながら、以下では結果の解釈を行う。

ただし、投資信託の持ち株比率は、事前に変数間の相関を確認した際に0.5を超える相関を3つの別の変数と持っていた。さらに、実際に分析に投入してみると7000を超えるVIF値になってしまうこともあるなど、多重共線性による問題が極めて深刻である。したがって、この変数だけは予めここでのすべての分析から除いている。

先ほどのモデル1と同様、モデル5は統制変数のみを投入したモデルである。これに、すべての説明変数を加えたのがモデル6である。このモデルでは、VIFが最大で7.22と大きく、多重共線性による問題が生じていると考えられる。そこで、VIFが最大であった売上高利益率を除いたのがモデル7である。モデル7では、表3では有意でなかった株価上昇率も有意に変化している。しかし、表3で示したモデル群とは異なり、配当の2つの操作変数のうち、配当への賛成率が有意ではなくなり、配当性向が有意になっている。こうした変化が多重共線性によるものであるのかを検討し、先ほどの表のモデル群と比較を可能にするために作られたのが、モデル8とモデル9である。モデル8は、投信持ち株比率を除けば表1のモデル3に対応するモデルであるが、モデル3では有意であった配当への賛成率と売上高利益率、PERという3つの変数がいずれも有意でなくなっている。モデル9は同じく表1のモデル4に対応するモデルであるが、自由度調整済み決定係数が-0.20と負の値になっており、これも意味を為さないモデルになってしまっているため、ここでは解釈を行うことが出来ない。

3-5. 分析結果のまとめ

以上のように、決算とそれに続く株主総会が行われた時期によって、どのような変数と株主による賛成投票に関係があるのかは異なり、こうした違いがなぜ起こるのかについては今後検討していく必要がある。

しかし、配当への賛成率と配当性向、株価上昇率、売上高利益率、PERという5つの株主の経営者に対する評価を決める上で重要な変数はすべて、いずれかのモデルで経営者への賛成率と有意な関係を持つことが確認された。つま

り、株主による経営者の評価を高める要因と経営者への賛成率の間には有意に正の関係が認められるのである。

表4 回帰分析の結果（2011年3月期サンプル）

2011年3月期から 2012年2月期決算	モデル5 b/t	モデル6 b/t	モデル7 b/t	モデル8 b/t	モデル9 b/t
配当への賛成率		0.3409 [0.50]	0.3886 [0.58]	0.3977 [0.76]	
配当性向		0.0006 [4.07]***	0.0005 [2.88]**		0.0005 [2.60]**
株価上昇率		0.0263 [2.03]*	0.0241 [2.23]**	0.0002 [0.06]	-0.0005 [-0.03]
売上高利益率		-0.0018 [-1.18]		0.0029 [1.64]	-0.0003 [-0.22]
PER		-0.0018 [-3.51]***	-0.0016 [-3.80]***	0.0001 [0.15]	-0.0012 [-2.02]*
代表者への投票率	0.0128 [0.21]	0.0308 [0.95]	0.0298 [1.05]	0.044 [1.03]	-0.0419 [-0.47]
投信持ち株比率					
従業員持株組合持ち株比率	0.7629 [4.14]***	0.0167 [0.08]	0.1249 [0.72]	0.7855 [4.05]***	0.1374 [0.57]
政府公共団体比率	31.4924 [3.29]***	19.7158 [4.97]***	18.9923 [3.27]***	21.5873 [1.92]*	13.2404 [1.56]
外国法人等比率	-0.0141 [-0.37]	0.0765 [0.70]	-0.0448 [-1.62]	-0.2689 [-2.38]**	0.0667 [1.01]
売上高(対数)	-0.0054 [-1.84]*	-0.0034 [-1.73]	-0.0034 [-1.33]	-0.0042 [-1.21]	-0.003 [-1.15]
定数項	1.0181 [17.41]***	0.6704 [0.96]	0.6169 [0.90]	0.5834 [1.10]	1.0398 [15.07]***
N	45	24	24	31	33
最大のVIF値	1.19	7.22	2.61	4.46	4.48
決定係数	0.0948	0.5944	0.5355	0.3662	0.1353
自由度調整済決定係数	-0.0212	0.2825	0.2369	0.0946	-0.2031

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

4. 本稿の貢献と限界

本稿では、経営者に対する評価者としての株主に注目し、株主による経営者への評価を株主総会での投票行動によって操作化する可能性を検討するための予備的分析を行った。この予備的分析を行ったのは、株主総会で経営者の経営

者の取締役への選任に株主が賛成した比率を、株主からの経営者の評価として扱うには、2つの重大な懸念があったためである。それは第1に、株主総会前に、経営者と株主で事前交渉が行われていることである。第2の懸念は、株主は経営者に不満なら、株を売却することにより、簡単に退出が可能なことである。逆にいえば、株主がこのいずれか、もしくは両方の行動をとることにより、株主総会での賛成率は、経営者交代を押し通せるほど株は持っていないが、かといって株をすべて売却するのも難しい、中規模の株主の意向の反映に過ぎないのではないか、という懸念である。

そのため、本稿では予備的分析として、株主総会で投げられる経営者への賛成率が、株主の評価する財務的な成果と関係を持っているかを検討することとした。上述の懸念は、当然、完全に否定するのは難しいものである。しかし、経営者への賛成率が相関を持つべき他の変数と、予想通りの相関を持てば、ある程度の誤差を含みながらも、一定程度、株主の経営者に対する評価を反映しているということが出来るためである。

具体的な実証的作業としては、株主が高く評価するはずの経営者は、株主に利益をもたらす経営者だと考え、株主の利益となる成果が上がっていれば、高い評価に結びついているかを確認している。株主の利益を短期と長期に分け、短期の利益として、その期の株主の資産増を示す変数を、長期の利益とは、次期以降の配当や株価上昇が見込める高い収益力を示す変数を用いることにした。具体的には、前者は高い配当と株価の上昇であり、後者は売上高利益率とPERである。もし株主による経営者への評価を、株主総会における投票行動によって操作化することが適切なら、株主の利益になる上記変数と経営者への賛成率には強い相関が確認されるはずだと予想した。

実際に回帰分析を行う前に確認した変数の記述統計では、経営者が取締役選任されることへの賛成率は、平均で97%であり、標準偏差が3%しかないことが示された。これは、どの企業でも極めて高い賛成率となっており、株主総会で投票が行われる段階では、会社側の提案する経営者に否定的な評価をしている株主は極めて少ないことを意味している。それゆえ、上述した2つの懸念が実際にも少なからず起きているといえる。

しかしながら、主たる回帰分析では、経営者への賛成率は一見したところ、どの企業もほとんど同じ数値を示しているが、そのわずかな分散は、単なる誤

差ではなく、経営者に対する株主の評価を反映している可能性が示された。すなわち、株主に短期的・長期的な利益をもたらしている経営者は、わずかではあるものの、株主から高く評価されて選任に多くの賛成票を得ていたのである。

具体的には、2010年3月期決算後に開かれた株主総会における投票行動のサンプルと、2011年3月期のそれで経営者への賛成率と有意な関係が見られた変数は以下の通りである。前者では、説明変数のうち、配当への賛成率と売上高利益率、PERは、事前に予想した方向で有意になった。また統制変数も、投信持ち株比率と従業員持ち株組合持ち株比率、政府公共団体比率、売上高も、事前に予想した方向で有意となっている。後者のサンプルでは、説明変数のうち、配当性向と株価上昇率、PERが、事前に予想した方向で有意になった。また統制変数では、従業員持ち株組合持ち株比率、政府公共団体比率、外国法人等比率が、事前に予想した方向で有意になった。

以上をまとめれば、株主の経営者に対する評価を決める上で重要な変数はすべて、いずれかのモデルで経営者への賛成率と有意な関係を持つことが確認された、ということが出来る。その変数とは、配当への賛成率と配当性向、株価上昇率、売上高利益率、PERである。

それゆえ分析の結果は、経営者への賛成率が、ある程度の誤差を含みながらも、経営者に対する株主からの評価を反映していることを示していると解釈出来る。すなわち、株主総会で経営者の取締役への選任に株主が賛成した比率を、株主からの経営者の評価というには、少なくとも2つの重大な解決すべき懸念があったものの、こうした懸念は決定的に重大な影響を株主総会での投票行動を与えているわけではなく、株主からの経営者に対する評価を、経営者の選任に対して株主総会で株主が賛成した比率によって操作化することには一定程度の妥当性があると言える、ということである。

しかしながら、2つのサンプル間で、株主による賛成投票と有意な関係をもった変数が大きく異なったのは、安定性の欠如という新たな懸念を浮上させている。残念ながら、本稿の用いたデータセットではその原因を明らかにすることは出来ないが、少なくとも以下の2つの可能性をその原因として指摘することが出来る。第1の可能性は、2010年3月期決算と2011年3月期決算は、同一の企業でも大きく異なる業績となっていたことである。特に、配当性向と過去1年間の株価上昇率、売上高利益率、PER（株価収益率）が、この1年間で

大きく変化していた。このように業績の急激な変化の起こった時期をサンプルとして選んだことにより、2つのサンプルで有意になる変数が大きく異なった可能性がある。そのため今後の研究では、研究の対象とする期間をより長くし、マクロな目で見れば安定性はあるのか否かを検討する必要がある。第2の可能性は、2つのサンプルで実際の分析に投入されている企業が異なることである。前述のように、本分析で用いた変数は、隔年で実施される場合もあることから、毎年のデータがすべての企業について存在するわけではない。それゆえ、完全なるパネルデータとして構築することは不可能であるため、今後の研究においては、サンプルサイズを大きくする際に、年度を長くするだけでなく、同一年のデータをより多く集めることも必要である。年度ごとに実際に回帰分析に用いられる企業が異なったとしても、大数の法則によって安定性は確保されるのか、それとも年度ごとに固有の傾向があり、経営者への賛成率に安定性はないのか、を確認することが今後の課題である。

参考文献

- Chatterjee, A. & Hambrick, D. C. (2011). Executive Personality, Capability Cues, and Risk Taking: How Narcissistic CEOs React to Their Successes and Stumbles. *Administrative Science Quarterly*, 56(2), 202-237.
- Greve, H. R. (2008). A Behavioral Theory of Firm Growth. *Academy of Management Journal*, 51(3), 476-494.
- Haleblian, J. & Finkelstein, S. (1999). The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective. *Administrative Science Quarterly*, 44(1), 29-56.
- Hayward, M. L. A. & Hambrick, D. C. (1997). Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42(1), 103-127.
- Kim, J. Y., Haleblian, J., & Finkelstein, S. (2011). When Firms are Desperate to Grow via Acquisition: The Effect of Growth Patterns and Acquisition Experience on Acquisition Premiums. *Administrative Science Quarterly*, 56(1), 26-60.
- 西平重喜 (1985) 『統計調査法 改訂版』培風館。

-
- (1) 買収先の近年の業績や役員が株を持っている割合などファイナンスの領域で主張されている要因や潜在的なシナジーなど従来の経営学の研究で明らかになっている要因などを統制した上で、彼らはこうした関係を確認している。
 - (2) 彼らのもう1つの主眼は、自身らによる過去の研究を拡張し (Haleblian & Finkelstein, 1999), こうした企業の過度のあせりによる買収プレミアムの払いすぎが、過去の買収経験によって制御されるのかを明らかにするという学習理論の応用の側面もある。しかし、本論の趣旨とは関係ないため、この点については詳述しない。
 - (3) この点以外にも、ハンブリックらによる研究とキムらによる研究には、近年の業績が買収プレミアムにどのような影響を与えるのかに関して、一見したところ、相反する主張が見られる。すなわち、誤解を恐れず単純化して言えば、ハンブリックらによる研究は、近年の高い業績をあげている企業の CEO ほど、自信過剰になり、高額な買収プレミアムを払うと主張しているのに対し、キムらの研究は、近年の高い業績をあげられていない企業の CEO ほど、過度にあせり、高額な買収プレミアムを払うと主張しているのである。
 - (4) 委員会設置会社と、監査役会設置会社であり会計監査人も設置されており取締役の任期が1年とされている会社は、定款で定めることによって株主総会でなく、取締役会で配当の金額を決定することが可能であると会社法で定められているため。今回のサンプルに含まれる東証一部上場企業は、ほとんどが会社法上の大会社（資本金5億円以上もしくは負債額200億円以上）であるため、実質的には、取締役の任期が1年であり、定款で定めることが出来れば、配当の金額を取締役会で決定することが出来る。