

経営慣行の普及における制度的圧力と行為者の裁量：
株主総会の集中日開催からの逸脱と回帰

Institutional pressures and agency discretion in practice diffusion:
Adoption and abandonment of practice in annual shareholder meetings in Japan

(要 旨)

氏 名 内田 大輔

1. 本論文の構成

第Ⅰ部 問題の所在

第1章 現象の特定と研究の位置づけ

1. 現象の特定
2. 研究の位置づけ
3. 本論文の構成

第2章 リサーチ・コンテキスト

1. 日本企業の株主総会
2. 株主総会の集中日開催
3. 集中日開催からの逸脱と回帰

第Ⅱ部 実証分析

第3章 株主による株主総会への参加

1. はじめに
2. 分析視角の提示
3. 仮説の導出
4. 分析手法
5. 分析結果
6. おわりに

第4章 集中日開催からの逸脱

1. はじめに
2. 仮説の導出
3. 分析手法
4. 分析結果
5. 分析結果の解釈と追加分析
6. おわりに

第5章 集中日開催への回帰

1. はじめに
2. 仮説の導出
3. 分析手法

4. 分析結果
5. おわりに

第Ⅲ部 結論と今後の展望

第6章 実証分析から得られた知見

1. はじめに
2. 分析結果の整理
3. 分析結果の考察
4. おわりに

第7章 制度的圧力と行為者の裁量

1. はじめに
2. 制度理論
3. 制度ロジックと組織の戦略的レスポンス
4. 経営慣行の普及における制度的圧力と行為者の裁量

第8章 今後の課題と将来の研究に向けて

1. はじめに
2. 株主の取締役選任議案への議決権行使
3. 日本企業に特徴的な経営慣行の歴史的变化

補遺

補遺 A コーポレートガバナンス・コード

補遺 B 経営慣行の普及研究のレビュー

1. はじめに
2. 分析枠組み
3. 経営慣行の普及研究
4. おわりに

補遺 C イベント・スタディ法

参考文献

2. 本論文の問題意識と研究のねらい

2015年6月1日より、東京証券取引所において、「コーポレートガバナンス・コード」が施行された。コーポレートガバナンス・コードでは、上場企業が導入するに望ましいとされるコーポレート・ガバナンスに関する多くの経営慣行が提唱されており、これら経営慣行が適切に実施されれば、「それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与する」と期待されている。そこでは、上場会社において株主と適切な関係性を構築する必要性が強調されており、その中で提唱されている経営慣行の1つが、株主総会の開催日に関するものである。具体的には、補充原則1-2③において、「上場会社は、株主との建設的な対話の充実や、そのための正確な情報提供等の観点を考慮し、株主総会開催日をはじめとする株主総会関連の日程の適切な設定を行うべきである。」と規定されている。

日本企業の多くはかつて、「集中日」(3月決算企業の多くが株主総会を開催する日にち)にいっせいに株主総会を開催していた。例えば、最も多くの企業が集中日に株主総会を開催した1995年においては、東京証券取引所に上場する3月決算企業の実に約95%が、集中日に株主総会を開催していた。多くの企業が株主総会を同一日に開催すると、複数の企業の株式を保有する株主は、個々の企業の株主総会に参加できなくなるため、このような経営慣行は、株主総会から株主を排除するものであった。

しかしながら、1990年代中頃以降、コーポレート・ガバナンスに対する社会的関心の高まりとともに株主総会の活性化が叫ばれるようにつれ、多くの日本企業は株主総会の集中日開催から逸脱するようになり、株主総会は徐々に、異なる日に分散されて開催されるようになっていった。実際に、2014年には、3月決算企業のうち株主総会を集中日に開催していた企業は40%を下回っている。ただし、このような株主総会開催日の分散化は、一方向的に進んでいったわけではなかった。具体的には、日本企業全体としては、経時的に株主総会は非集中日に開催されるようになったものの、非集中日へ移動した企業の中には後に、集中日に回帰する企業も存在したのである。このような現状もあり、株主総会開催日の分散化は約20年前に始まったにもかかわらず、昨年に公表された東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コードにおいても、株主総会開催日に関して言及がなされている。

以上のように、1990年代後半以降、日本企業の株主総会に関わる経営慣行は大きく変化してきたのであるが、こうした変化がどのように生じたかに関してはあまり知られていない。日本におけるコーポレート・ガバナンスに関わる経営慣行を検討した既存研究では主に、取締役会に関わる経営慣行に関して様々な知見が蓄積されてきた一方で、株主総会に関わる経営慣行に対してはこれまでにほとんど関心が向けられてこなかった。確かに、「所有と支配の分離」が進むにつれ、個々の株主が投資先の事業運営に携わるインセンティブは歴史的に小さくなってきたことを踏まえれば、コーポレート・ガバナンスにおいて、その株主に代わって経営者を監督する取締役会の役割が注目されるのは自然である。しかしながら、近年の研究においては、株主提案や議決権行使などの手段を通じて、株主が投資先の事業運営に積極的に関わることに對して多くの関心が向けられていることを踏まえれば、個人投資家を含む株主が物理的に一堂に会し、経営者に質問をする機会が確保されていることに加え、それに対する回答を求めることができるという制度的裏付けが与えられている株主総会について検討することは、日本企業のコーポレート・ガバナンス研究に対しても示唆を与え得るものである。

そこで、本研究では、日本企業の株主総会に注目し、その開催日に関わる経営慣行が経時的にどのように変化してきたのかを明らかにすることを旨とする。そのことを念頭に、本研究では、大きく分けて以下の3つの論点を扱う。

第一に、日本企業の株主総会において、いつ株主総会を開催するかという開催日の問題がそもそも重要であるかを検討する。株主は、株主総会に参加するために労力を費やさなければならない一方で、参加したからといって企業経営に実際に影響を与えることは難しいことを踏まえれば、開催日にかかわらず、株主は株主総会に参加しない可能性も考えられる。そこで、まず始めに本研究では、株主総会の開催日の設定に関わる問題が実際に、株主による株主総会への参加の意思決定に影響を与えているか否かを確認する。

そのうえで、第二に、集中日開催からの逸脱がどのように生じたかを検討する。具体的には、それまでにほとんどの日本企業で受け入れられていた集中日開催という経営慣行に対して、何が契機となって疑念が生じたのか、また、どのような企業が集中日開催から逸脱していったのかを明らかにする。

第三に、集中日開催への回帰という現象がどのように生じたかを検討する。具体的には、コーポレート・ガバナンスの充実や株主総会の活性化に向けた制度的圧力が強まる中で、

いったん非集中日に株主総会開催日を変更したにもかかわらず、どのような要因が後に株主総会開催日を集中日に戻すことを促進あるいは阻害したのかを明らかにする。

3. 本論文の概要

本論文は全3部(8章)から構成される。各部における議論の概要は以下の通りである。

第Ⅰ部 問題の所在

第Ⅰ部の目的は、本研究の問題の所在を明らかにすることであり、2つの章から構成される。

第1章では、本研究で取りあげる現象を特定したうえで、本研究の既存研究における位置づけを明確にする。具体的には、株主総会開催日に関わる経営慣行に注目し、株主による株主総会への参加、集中日開催からの逸脱、集中日開催への回帰という3つの現象を特定する。そのうえで、それらの現象を説明することを試みる本研究は、経営慣行の普及研究に対して貢献し得ることが議論される。

第2章では、本研究のリサーチ・コンテキストである日本企業の株主総会の歴史的変遷を整理する。具体的には、日本における株主総会の法的位置づけを明確にしたうえで、日本企業の株主総会の歴史的変遷を整理する。そこでは、日本において会社の最高機関と位置付けられる株主総会は、1980年代後半から1990年代中頃にかけて集中日に開催される傾向が現れてきたこと、1990年代中頃以降に集中日開催からの逸脱という現象が観察され始めたこと、2000年代に入ると集中日開催への回帰という現象も観察されるようになってきたことが明らかにされる。

第Ⅱ部 実証分析

第Ⅱ部の目的は、第Ⅰ部で特定された現象を実証的に検証することであり、3つの章から構成される。

第3章では、株主による株主総会への参加を規定する要因を検討することを通じて、いつ株主総会を開催するかという開催日の設定の問題が、株主による株主総会への参加の意思決定に影響を与え得るものであることを明らかにする。具体的には、「関与」という概念を導入し、株主による株主総会への参加を理論的に整理した上で、株主総会への出席者数

とそこでの質問者数を規定する要因を明らかにする。そこでは、(1) 企業パフォーマンスの低下は、株主総会での質問者数を増加させること、(2) 株主総会に関わる法整備や株主総会の非集中日開催は、株主総会の出席者数および質問者数の両方を増加させることが明らかにされる。本章において、株主総会開催日に関する経営慣行は、単なる形式的なものというよりはむしろ、実質的な帰結をもたらす経営慣行であることが確認されたことを踏まえ、第4章と第5章では、どのような要因が株主総会開催日を規定しているのかを実証的に検討する。

第4章では、1990年代中頃以降、どのような要因が集中日開催からの逸脱を引き起こしたかを検証する。そこでは、(1) 外国人株主という新たな利害関係者の台頭が集中日開催からの逸脱を促したこと、(2) 利益供与事件という企業不祥事の発生が、不祥事に直接的に関与した企業および直接的に関与してないが類似の特性を有するために関与しているのではないかと利害関係者に疑われてしまう同業他社によるシグナリング行動を誘発し、逸脱の契機となったこと、(3) 模倣的同型化を通じて、他社が逸脱したという事実自体がさらなる逸脱を引き起こしたことが明らかにされる。すなわち、集中日開催からの逸脱は、外国人株主の存在と利益供与事件の発生がその起点となり、模倣的同型化を通じて自走していったのである。

第5章では、2000年代以降になって顕著に観察されるようになった集中日開催への回帰という現象に注目し、どのような要因が集中日開催への回帰を引き起こしたかを検討する。そこでは、(1) 業績の低下や株主からの批判の増加といった状況に直面する経営者ほど、集中日開催へ回帰する傾向があること、(2) 業績の低下が集中日開催への回帰に与える影響は、経営者による所有といった経営者の裁量を高める要因によって強化される一方、取締役会の独立性という経営者の裁量を抑制する要因によって緩和されること、が明らかにされる。

第Ⅲ部 結論と今後の展望

第Ⅲ部の目的は、本研究の議論を総括し、その学術的貢献について議論した後に、今後の課題と将来の研究の方向性を提示することにある。

第6章では、第3章から第5章の実証研究より得られた発見事実を整理し、本研究の実証分析から得られた知見を検討する。具体的には、次のような議論が展開される。まず、外国人株主と企業不祥事が起点となり、模倣的同型化を通じて、集中日開催からの逸脱は

進んでいき、その結果、株主総会の集中率は低下し、株主が株主総会に参加しやすい状況が整い、株主総会は活性化されていったことが明らかにされる。次に、このような株主総会への参加の高まりが、集中日開催への回帰という現象を引き起こしていたことが議論される。これは、株主総会における株主からの質問の多くは、現状の企業経営に対する株主の不満であり、株主総会の活性化に伴い株主の不満に直面する機会が増えた経営者は、彼らとの対話を回避するようになったためである。そして最後に、こうした経営者の株主総会に対する行動は、株主にとって好ましいものではなく、その歯止めとして、取締役会の独立性が機能することが議論される。

第7章では、実証研究より得られた知見を踏まえ、制度理論の文脈における本研究の位置づけを明確にすることで、本研究の制度理論に対する理論的貢献を検討する。具体的には、制度理論における基本的な主張を整理し、その主張に対する既存研究における批判を議論する。そして、その批判に応えることを企図した近年の研究の潮流として、制度ロジックと組織の戦略的レスポンスにおける議論を整理したうえで、その潮流における本研究の位置付けと貢献を検討する。

第8章では、本研究における議論を整理し、今後の課題と将来の研究の方向性を提示する。具体的には、株主総会への参加として、株主総会の会場に物理的に参加することを前提に議論している点を本研究の限界として取りあげ、株主総会に関するさらなる知見を得るための今後の研究の方向性として、株主の取締役選任議案への議決権行使を検討する。加えて、本研究のコンテキストである株主総会開催日に関する経営慣行は、日本企業における株主と経営者との関係性を如実に表す日本企業に特徴的な経営慣行であるが、日本企業に特徴的な経営慣行は、これに限られているわけではない。このことを踏まえ、本章では、日本企業に特徴的な経営慣行に関する一連の研究の中に、本研究を位置づけると同時に、今後のあり得る研究の方向性を議論する。