

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

氏 名 内田 大輔

謝辞

こうして論文を書き上げることができたのは、多くの方々のご協力とご支援があったからに他ならない。ここに至るまで、必ずしも順調に進んできたわけではなく、随分と寄り道をしてきたようにも思うけれども、その中には多くの学びがあった。改めて、ご支援いただいた方々に感謝を申し上げたい。

誰よりもはじめに感謝を申し上げなければならないのは、大学院の指導教官である軽部大先生に対してである。慶應義塾大学から一橋大学大学院の修士課程に進学してきた私を、温かく迎え入れてくださり、厳しくご指導していただいた。大学院ゼミでは、一対一で個別にご指導していただくことが多く、そこでは、文献の読み方や研究の進め方といった研究者にとって必要不可欠なスキルに加え、研究者としての姿勢や心構えも教えていただいた。

もう一人の指導教官である **Christina Ahmadjian** 先生にも心から感謝を申し上げたい。修士課程1年目に、リサーチ・アシスタントとして研究補助をさせていただいて以来、研究指導を厳しくしていただいた。**Ahmadjian** 先生のリサーチ・セミナーにはじめて参加させていただいたときには、エライところに来てしまったと思ったものだが、いまとなってはそれも良い思い出となっている。**Ahmadjian** 先生には、アリゾナ州立大学の **Glenn Hoetker** 先生を紹介していただき、アリゾナで研究活動をする貴重な機会を与えていただいた。**Hoetker** 先生との共同研究を進めながら過ごしたアリゾナでの生活は、かけがえのない経験となった。

大学院生活においてお世話になった諸先輩方にも感謝を申し上げなければならない。とりわけ、大学院ゼミの先輩である大倉健さん（就実大学）、大沼雅也さん（横浜国立大学）からは、日々の研究生生活やゼミの場において多くの助言をいただいた。陰鬱になりがちな大学院生活において、気軽に何でも相談できる先輩に恵まれたことは非常に幸運なことであった。加えて、芦澤美智子さん（横浜市立大学）、久保田達也さん（成城大学）、酒井健さん（国際医療福祉大学）、中村英仁さん（一橋大学）、閔廷媛さん（九州大学）、渡部博志さん（武蔵野大学）からは、様々な場面で刺激をいただくとともに、しんどい時には多くの励ましの言葉をいただいた。

そもそも、こうした先生方および先輩方に出会うことができたのは、一橋大学大学院へ進学することができたからであり、進学するにあたって大変お世話になった三橋平先生に

も感謝を申し上げたい。慶應義塾大学商学部三橋研究会の1期生として、2年間にわたって厳しくご指導していただいた。2年間の研究会では、組織を実証的に研究する方法を一から丁寧に教えていただき、そこでの学びが土台となり、いまこうして論文を書き上げるまでに至っている。

最後に、大学院への進学を快く許し、いままで温かく見守ってくれた両親と姉には心からの感謝を捧げたい。

2017年1月6日

箱崎にて

内田大輔

目次

第Ⅰ部 問題の所在	1
第1章 現象の特定と研究の位置づけ	1
1. 現象の特定.....	1
2. 研究の位置づけ.....	3
3. 本論文の構成.....	5
第2章 リサーチ・コンテキスト	9
1. 日本企業の株主総会.....	9
2. 株主総会の集中日開催.....	10
3. 集中日開催からの逸脱と回帰.....	13
第Ⅱ部 実証分析	17
第3章 株主による株主総会への参加	17
1. はじめに.....	17
2. 分析視角の提示.....	18
2-1. 企業への関与.....	18
2-2. 株主による企業への関与.....	20
3. 仮説の導出.....	21
3-1. 企業パフォーマンス.....	21
3-2. 関与の手段の利用可能性.....	23
3-2-1. 法整備.....	23
3-2-2. 経営者の主体的な行動.....	23
4. 分析手法.....	24
4-1. サンプルとデータ.....	24
4-2. 従属変数と分析モデル.....	24
4-3. 独立変数と統制変数.....	26
5. 分析結果.....	28

6. おわりに	33
第4章 集中日開催からの逸脱	36
1. はじめに	36
2. 仮説の導出	37
2-1. 外国人株主	37
2-2. 企業不祥事	38
2-3. 模倣的同型化	39
3. 分析手法	40
3-1. サンプルとデータ	40
3-2. 従属変数と分析モデル	40
3-3. 独立変数と統制変数	41
4. 分析結果	42
5. 分析結果の解釈と追加分析	45
6. おわりに	48
第5章 集中日開催への回帰	51
1. はじめに	51
2. 仮説の導出	53
2-1. 制度的圧力と経営者の利害	53
2-1-1. 業績	55
2-1-2. 株主からの批判	56
2-2. 経営者の裁量	57
2-2-1. 経営者による所有	57
2-2-2. 取締役会の独立性	58
3. 分析手法	59
3-1. サンプルとデータ	59
3-2. 従属変数	59
3-3. 独立変数と統制変数	59
3-4. 統計分析	62
4. 分析結果	64

5. おわりに	67
第Ⅲ部 結論と今後の展望	70
第6章 実証分析から得られた知見	70
1. はじめに	70
2. 分析結果の整理	70
2-1. 株主による株主総会への参加	71
2-2. 集中日開催からの逸脱	71
2-3. 集中日開催への回帰	72
3. 分析結果の考察	72
3-1. 変化の起点：外国人株主と企業不祥事	73
3-2. 自走メカニズムの駆動：模倣的同型化	74
3-3. 株主総会への参加の規定要因：非集中日開催と業績低下	75
3-4. フィードバック効果と集中日開催への回帰	76
3-5. 業績低下の直接効果と間接効果	77
3-6. 歯止めとしての取締役会の独立性	77
4. おわりに	78
第7章 制度的圧力と行為者の裁量	79
1. はじめに	79
2. 制度理論	79
3. 制度ロジックと組織の戦略的レスポンス	81
3-1. 制度ロジック	81
3-2. 組織の戦略的レスポンス	84
4. 経営慣行の普及における制度的圧力と行為者の裁量	85
4-1. 制度的圧力と行為者の裁量	86
4-2. 経営慣行の普及	87
第8章 今後の課題と将来の研究に向けて	90
1. はじめに	90

2. 株主の取締役選任議案への議決権行使	90
3. 日本企業に特徴的な経営慣行の歴史的变化	92
補遺	94
補遺 A コーポレートガバナンス・コード	94
補遺 B 経営慣行の普及研究のレビュー	96
1. はじめに	96
2. 分析枠組み	98
3. 経営慣行の普及研究	99
3-1. 先行要因に関する研究	99
3-1-1. 経営慣行の導入の先行要因	99
3-1-2. 経営慣行の運用の先行要因	107
3-1-3. 境界条件としての導入時期	111
3-2. 帰結に関する研究	112
4. おわりに	116
補遺 C イベント・スタディ法	119
参考文献	121
日本語文献	121
英語文献	124

目次

図 1. 本研究の構成	8
図 2. 集中日開催企業数の経時的推移	12
図 3. 株主総会開催日の決定要因	14
図 4. 株主総会開催日移動企業数と集中日の集中度（1984-2014 年）	15
図 5. 企業への関与	19
図 6. 株主総会の出席者数と質問者数の経時的推移	28
図 7. 株主総会開催日移動企業数と集中日の集中度（1984-2004 年）	42
図 8. 外国人持株比率と利益供与事件数の経時的推移	46
図 9. 株主総会開催日移動企業数と集中日の集中度（2001-2014 年）	64
図 10. 経営者による所有の相互作用効果	66
図 11. 取締役会の独立性の相互作用効果	66
図 12. 実証研究の分析結果のまとめ	71
図 13. 日本企業の株主総会における変化の全体像	73
図 14. 制度理論における制度的圧力と組織行動	80
図 15. 制度ロジックの議論における制度的圧力と組織行動	84
図 16. 組織の戦略的レスポンスの議論における制度的圧力と組織行動	85
図 17. 制度的圧力と行為者の裁量	86
図 18. 日本企業に特徴的な経営慣行	92
図 19. 世界各国における CG コードの普及（1992-2015 年）	95
図 20. 文献レビューの分析枠組み	99
図 21. イベント・スタディ法の推定期間と分析期間	119

表目次

表 1. 記述統計量と相関係数	29
表 2. 線形回帰分析の固定効果モデル（従属変数：出席者数）	30
表 3. 負の 2 項回帰分析の固定効果モデル（従属変数：質問者数）	31
表 4. 記述統計量と相関係数	43
表 5. イベント・ヒストリー分析の分析結果	44
表 6. イベント・スタディの分析結果	48
表 7. 記述統計量と相関係数	61
表 8. ヘックマン・モデルの分析結果（第 1 次モデル）	63
表 9. ヘックマン・モデルの分析結果（第 2 次モデル）	65
表 10. 本章でとりあげる経営慣行の一覧	97
表 11. 経営慣行の導入の先行要因に関する既存研究一覧	100
表 12. 経営慣行の運用の先行要因に関する既存研究一覧	108
表 13. 経営慣行の帰結に関する既存研究一覧	114

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

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。(コーポレートガバナンス・コード補充原則 1-2^③)

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」¹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」(東京証券取引所, 2015, p.2)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、冒頭の株主総会の開催日に関するものである。

日本企業の多くはかつて、「集中日」²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(東京証券取引所, 2014)。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³、このような経営慣行は、株主総会か

¹ コーポレートガバナンス・コードの詳細は、補遺 A を参照。

² ここで、集中日とは、3月決算企業の多くが株主総会を開催する日にちを指す。詳細は第2章を参照。

³ 本研究において、株主総会への参加とは、株主総会の会場に物理的に参加することを指し、会場に出席せず書面投票あるいは電子投票による議決権の行使は含まない。この点に関しては、第8章において改めて議論する。

ら株主を排除するものであった。その結果、日本企業の株主総会は、「観客なき喜劇」（中山・鳴滝・西村，1983）と呼ばれていた。

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（東京証券取引所，2014）。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，集中日開催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⁴。

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，取締役会を研究の対象とし，具体的には，取締役会規模（鈴木・胥，2000；Nakano & Nguyen, 2012），執行役員制度（内田，2012；延岡・田中，2002），社外取締役（齋藤，2011；Miwa & Ramseyer, 2005），委員会設置会社（Chizema & Shinozawa, 2012），といった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。その一方で，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のである（例外として，Hilary & Oshika, 2006）。

確かに，「所有と支配の分離」（Berle & Means, 1932）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（Baysinger & Hoskisson, 1990；Finkelstein, Hambrick, &

⁴ 2016年11月24日の日本経済新聞においても，「同社（いちごアセットマネジメント社）は株主の質問に経営者がどう答えるかを投資判断の一材料としている。投資先約40社の総会が，毎年数社はどうしても出席できない。壁は，主要企業の株主総会が6月末に集中する点だ。」と指摘されており（日本経済新聞，2016b），依然として，集中日開催が株主による株主総会への参加を妨げていることがわかる。

Cannella, 2009; Johnson, Daily, & Ellstrand, 1996; Zahra & Pearce, 1989)。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 (Gillan & Starks, 2007; Goranova & Ryan, 2014)、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られ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對して、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。

2. 研究の位置づけ

前節で議論したように本研究では、1990年代後半以降における株主総会の集中日開催の歴史的变化を検討していく。株主総会の集中日開催は、株主総会に関わる経営慣行の一つ

であることを踏まえれば、本研究は、経営慣行の普及に関する一連の研究の中に位置付けることができる。

経営慣行がどのように生成し、維持されていくかは、組織論における主要な問いの一つであり、これまでに様々な経営慣行の普及プロセスが検討されてきた(Kennedy & Fiss, 2009; Strang & Soule, 1998)。そこでの主要な発見事実の一つは、経営慣行の普及プロセスにおいて、特定の行動をとることを個人あるいは組織に求める環境レベルにおける圧力である制度的圧力が重要な役割を担うというものである⁵。すなわち、制度的圧力に直面する組織は、制度的圧力を体現する新しい経営慣行を導入したり、あるいは、制度的圧力と整合的でない既存の経営慣行を捨て去ったりするのである(Chuang, Church, & Ophir, 2011; DiMaggio & Powell, 1983; Tolbert & Zucker, 1983)。

しかしながら、既存研究において、前者の新しい経営慣行が導入されていくプロセスに関しては多くの知見が蓄積されてきた一方で、後者のいったん確立された経営慣行が捨て去られていくプロセスに対してはこれまでにあまり研究がなされていない。これは、既存研究の主な関心は、組織が新しい経営慣行を導入する動機や、ひとたび導入された経営慣行の運用にあったため、既に世の中に広まった経営慣行が、その後に捨て去られていくといった現象に対しては、相対的に研究がなされてこなかったためである。実際に、本研究における経営慣行の普及研究のレビューにおいて、ひとたび組織が導入した経営慣行の廃止を扱った研究は、Burns & Wholey (1993)のみであった⁶。そのため、何が契機となって、既に世の中で受け入れられている考え方や手続きに対して疑念が生じ、それが捨て去られていくかに関してはいまだ十分に知見が蓄積されていないのが現状である。したがって、本研究において、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ことは、経営慣行の普及研究に貢献することが期待される。

また、ほとんどの経営慣行の普及研究では、制度的圧力の下、全ての組織がいっせいに新しい経営慣行を導入していく、あるいは既存の経営慣行を捨て去っていくプロセスを想

⁵ 本研究では主に、経営慣行の普及における制度的圧力の役割に注目して議論を進めていく。これは、本研究のコンテキストである日本企業における株主総会開催日に関する経営慣行は、株主価値経営を推し進める制度的圧力に大きく影響を受けて変化してきたと考えられるためである。しかしながら、経営慣行の普及は、制度的圧力以外の要因によっても影響を受ける。そこで本研究では、補遺 B において、経営慣行の普及プロセスを検討した一連の既存研究をレビューし、経営慣行の普及研究における本研究の位置付けを示している。

⁶ 詳細は補遺 B を参照。

定している。これは、既存研究は、制度的圧力が組織行動を制約する側面を強調し、経営者は制度的圧力に翻弄されるのみという過大社会化された行為者を前提としてきたためである(DiMaggio & Powell, 1983; Fiss, 2008; Granovetter, 1985; Mizuchi & Fein, 1999)。しかしながら、前節で指摘されている集中日への回帰という現象は、全ての日本企業がいっせいに集中日へ回帰したわけではなく、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ていく中で、非集中日へ移動した企業の一部が後に、集中日へ回帰していたのであった。このような現象は、既存研究におけるそのような想定に反するものであり、既存の理論枠組みでは十分に説明することができていない現象である。そこで本研究は、制度的圧力に応じて新しい経営慣行を導入した後に、あるいは既存の経営慣行から逸脱した後に、元のやり方への回帰してしまう可能性を検討し、それがどのような要因によって規定されるかを明らかにすることで、既存研究に対して新たな知見を与えることを目指している。

3. 本論文の構成

上記のような問題意識の下、本研究では、かつて集中日にいっせいに開催されていた日本企業の株主総会が、株主総会の活性化という制度的圧力の下、経時的に異なる日に分散して開催されるようになっていったプロセスを解明することを目指す。本研究の具体的な構成は、以下の通りである。

まず次章では、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3章から第5章は、日本企業における株主総会開催日に関するパネルデータを用いた実証分析である。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指摘される。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

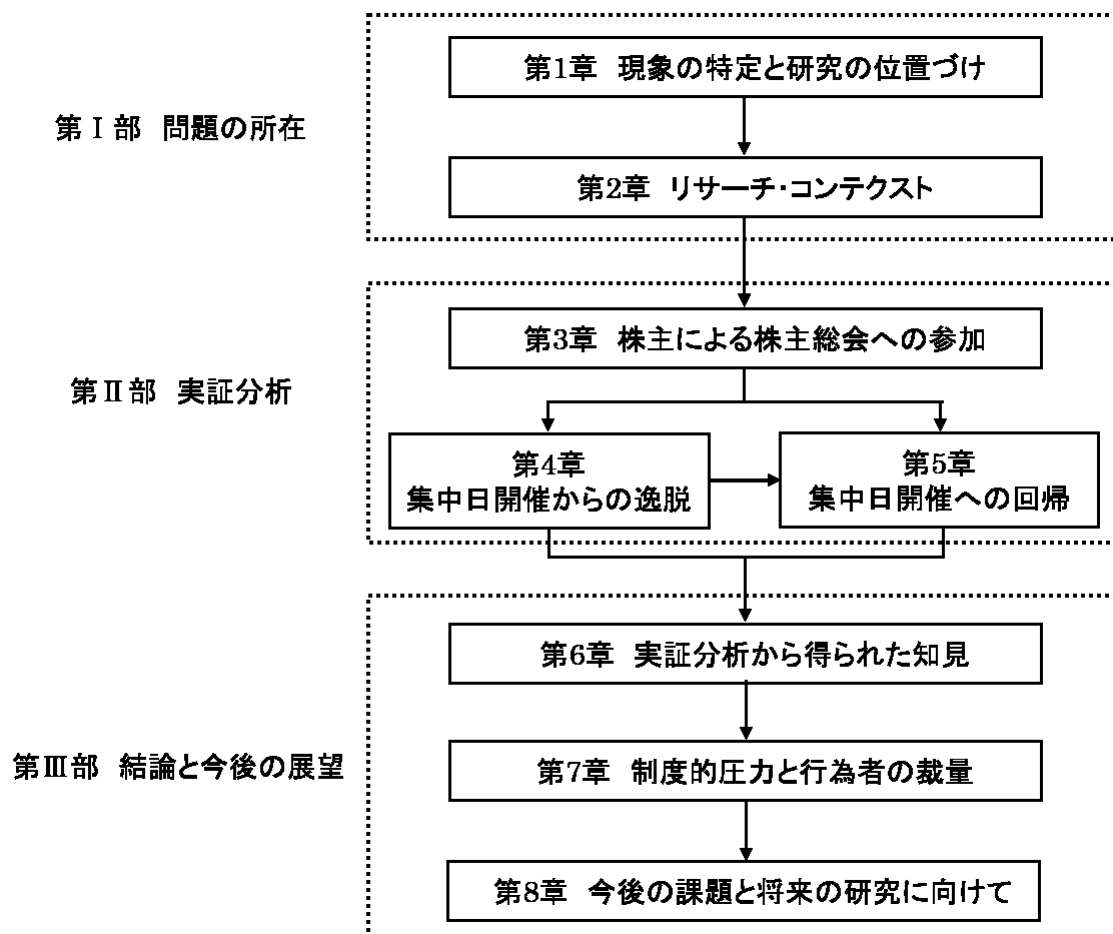
であり、株主総会の活性化に伴い株主の不満に直面する機会が増えた経営者は、彼らとの対話を回避するようになったためである。そして最後に、こうした経営者の株主総会に対する行動は、株主にとって好ましいものではなく、その歯止めとして、取締役会の独立性が機能することが議論される。

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明らかにする。

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。

このような本研究の構成を図示したものが、図1である。

図 1. 本研究の構成



第2章 リサーチ・コンテキスト

1. 日本企業の株主総会

「総会日の集中がさらに進行するとともに、会社側の一方的な議事運営はいまや完全に定着し、一般株主の出席や発言の機会が実質的になくなりつつあることは問題である。（商事法務研究会，1991，p.3）」

「総会集中日離れが定着し、株主による発言は当然のものとなり、株主を重視した総会運営が常識化している。（商事法務研究会，2004，p.3）」

「開催日は分散化してきたが、今年は14年ぶりに集中率があがる．．．（中略）．．．株主と顔を合わせたくないとの気持ちがあるのかもしれない。（日経産業新聞，2009，p.1）」

株主総会とは、すべての株式会社を設置しなければならない機関であり、会社の構成員である株主によって構成され、株主の総意によって会社の意思を決定する必要的機関である。株主総会は、会社の所有者である株主から構成される機関であるため、本来であれば全ての事項を決定することができるはずであるが、会社の合理的運営という見地から、基本的事項のみを決定する機関とされている。しかしながら、その限りにおいては取締役も株主総会の決定に拘束されるという意味で、株主総会は、万能機関ではないが、会社の最高機関と位置付けられている（鈴木・竹内，1994）。

このように法的に位置づけられる株主総会では、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られることができるという制度的裏付けが与えられている。確かに、株主総会における株主と経営者のやりとりがどこまで実質的に企業経営に影響を与え得るかに関しては議論の余地はあるが（落合，1996；宍戸，1996），情報開示を通じた取締役等への牽制は少なからず期待でき、株主が物理的に経営者と対峙し、意見を表明することができる場であることに変わりはない（森本，1992）。したがって、株主総会は、株主と経営者が対峙することを通じて、株主によ

る経営者への牽制機能を働かせることが多かれ少なかれ期待されているといえる⁷。

株主総会のうち、毎事業年度ごとに開催される定時株主総会⁸は、会社法（2006年施行前は商法）上、基準日後3ヶ月以内に開催しなければならないとされている（会社法296条1項および会社法124条2項）。また、基準日を決算期に設定するという慣行が実務において定着しているため、株主総会は、通常、決算期後3ヶ月以内に開催される（田中、2007）。例えば、3月期決算の会社の株主総会の場合、決算期後3ヶ月経過した6月末までには株主総会を開催する必要がある⁹。ただし、この範囲内であれば、いつ開催するかは経営者の判断に委ねられている。

このように、制度上の制約は存在するものの、株主総会の開催日は、経営者が主体的に決定することができるものとなっている。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ので、株主による株主総会への参加を望む経営者であれば、他社とはなるべく異なる日に株主総会を開催すると考えられる。しかしながら、日本では歴史的に、「集中日」に各社いっせいに株主総会を開催していた。ここで、集中日とは、実務慣行によって決まっている、3月決算企業の多くが株主総会を開催する日にちを指す。ある年の集中日は、事前に容易に特定することができ、具体的には、6月最終営業日の前営業日（ただし、当該日が月曜日である場合には、その前週の金曜日）となっている¹⁰。次節では、こうした株主総会を無効化するような株主総会の集中日開催という経営慣行が形成されるに至った歴史的背景を概観する。

2. 株主総会の集中日開催

⁷ 株主総会の実質的な影響力の低さを理由に、その廃止を求める極端な意見も存在するが、株式会社制度において株主総会を代替する機関がない以上、経営者を牽制する仕組みの一つとして、株主総会を意義付けざるを得ないという側面もある（奥島、1990；前田、1985）。

⁸ 定時株主総会に加えて、必要がある場合にいつでも開催することができる臨時株主総会も存在するが、本研究では、定時株主総会を念頭に議論を進めていく。

⁹ ただし、決算監査を含む他の規則との関係もあり、決算後すぐに株主総会を開催することができるわけではない点に留意する必要がある。

¹⁰ ここで、最終の営業日の一日前となっているのは、総会が紛糾し翌日に繰り越した場合に、基準日後3ヶ月以内に終了できなくなるためである。また、月曜日に開催されないのは、郵送されてくる議決権行使書面の集計が開会に間に合わなくなるかもしれないためと考えられている（鈴木、2012）。

図 2 (a) には、株主総会を集中日に開催している企業数の経時的推移を示している。そこから、1984 年以降、1990 年代中頃まで、6 月末の集中日に株主総会を開催している企業が増加していることがわかる。1984 年には、東京証券取引所の上場企業の全体に占める集中日開催企業の割合（集中率（全企業ベース））は約 45%、6 月総会（3 月決算）の上場企業に占める集中日開催企業の割合（集中率（6 月総会企業ベース））は約 79%であったのに対し、1995 年には、それぞれ、約 79%および約 95%と増加している。

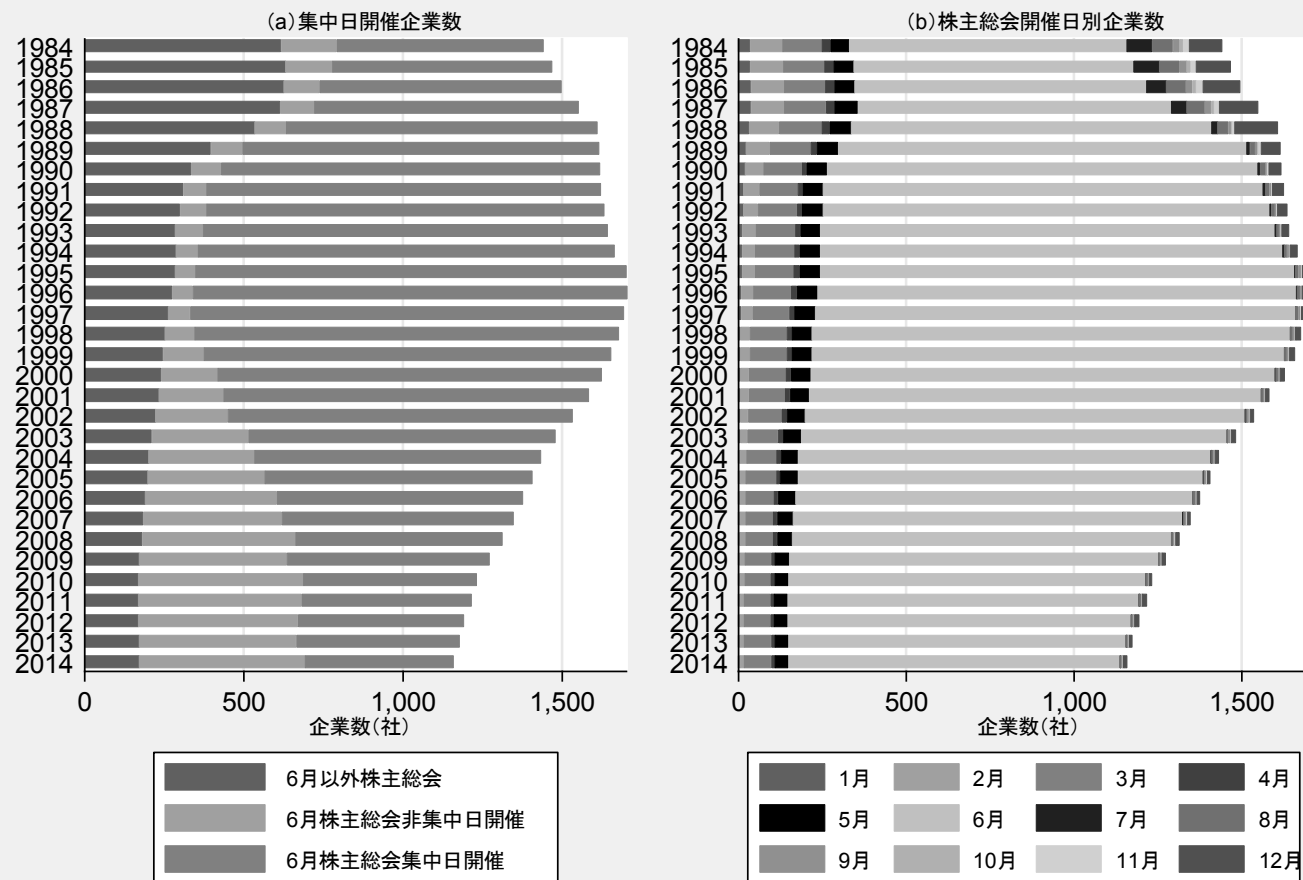
また、図 2 (a) は、6 月株主総会以外の企業が経時的に減少していることを示しており、株主総会開催日の集中化は、6 月総会の企業が開催日を集中日へと変更しただけではなく、6 月総会以外の企業も決算期を変更することで、株主総会を集中日に開催するようになる中で進展していったといえる。実際に、総会開催月の経時的推移を示している図 2 (b) を見ると、1984 年から 1990 年代中頃にかけて、6 月総会の企業が増加する一方で、7 月総会（4 月決算）や 12 月総会（9 月決算）といった 6 月総会以外の企業が大幅に減少していることがわかる¹¹。

株主総会が集中日に開催されるようになった主要な背景の一つには、「総会屋」¹²の存在と総会に対する経営者の消極的姿勢があげられる。昭和 25 年以来の大改正となった昭和 56 年商法改正において、総会屋を根絶し、株主総会が本来の機能を果たすことができるようにするため、利益供与禁止規定が新設された。昭和 56 年改正以前の商法 494 条には、株主総会の会場での発言や議決権の行使に関して、「不正の請託」を受けて金品等の授受に関与した場合には刑罰に処せられる規定が存在したが、不正の請託の立証が難しく、その適用は困難であった（河本，1979）。そこで、昭和 56 年改正では、不正の請託であるか否かに関わらず、株主の権利行使に関して会社の財産を支出した時点で、刑事罰の対象とされるようになったのである。

¹¹ 一般的に、決算期の変更は、連結決算への対応、同業他社との比較可能性の担保などを理由とするが、当時の資料によれば、それらは「建前」であり、「本音」は、以下で議論するように、総会屋対策が主な理由であったとされている（商事法務研究会，1990）。

¹² ここで、総会屋とは、ある株式会社の株式を取得し株主となった上で、株主としての権利を濫用して会社から不当に金品等を収受あるいは要求する個人および組織を指す。総会屋には、与党総会屋や野党総会屋といったように、株主総会への関わり方に応じて、様々な種類が存在する（Szymkowiak, 2002; West, 1999）。

図 2 . 集中日開催企業数の経時的推移



※1995年に東京証券取引所に上場していた1701社のデータより作成.

この改正商法の施行により、活動を阻止されることになり、危機意識を強めた総会屋は、生き残りをかけ、活動を活発化させた。その結果、総会屋は株主総会で執拗に経営者に食い下がるようになったのである。一部の経営者は、株主総会で長い時間をかけて我慢強く丁寧な説明を行い、総会屋に立ち向かったのであるが¹³、多くの経営者は、長時間総会を好まなかった。これは、会社経営に問題があるかどうかは、総会時間の長短で証明されるという考えが当時の企業社会に存在したり、また、会社側の発言回数が増えるにつれ、答弁にスキが生じ余計な発言をしてしまう可能性があったりしたためである（日本経済新聞、1989）。

こうした背景の下、多くの企業は、株主総会で総会屋に立ち向かうのではなく、株主総会に総会屋が物理的に来れないようにするため、6月末の集中日に株主総会を開催するようになったのであった（森、1992）。実際に、図3に示されている商事法務研究会がおこなった株主総会開催日の決定要因に関するアンケート調査によると¹⁴、1990年代前半においては、60%以上の企業が、「他社の開催日時と合わせる」ことを株主総会の開催日を決定する際に考慮していたことがわかる。結果として、理念的には、コーポレート・ガバナンスを担う機関として位置づけられてきたものの、日本企業の株主総会は、集中日開催という株主総会を無効化するような経営慣行のために、そのような期待された役割を歴史的に果たしてこなかったのである。

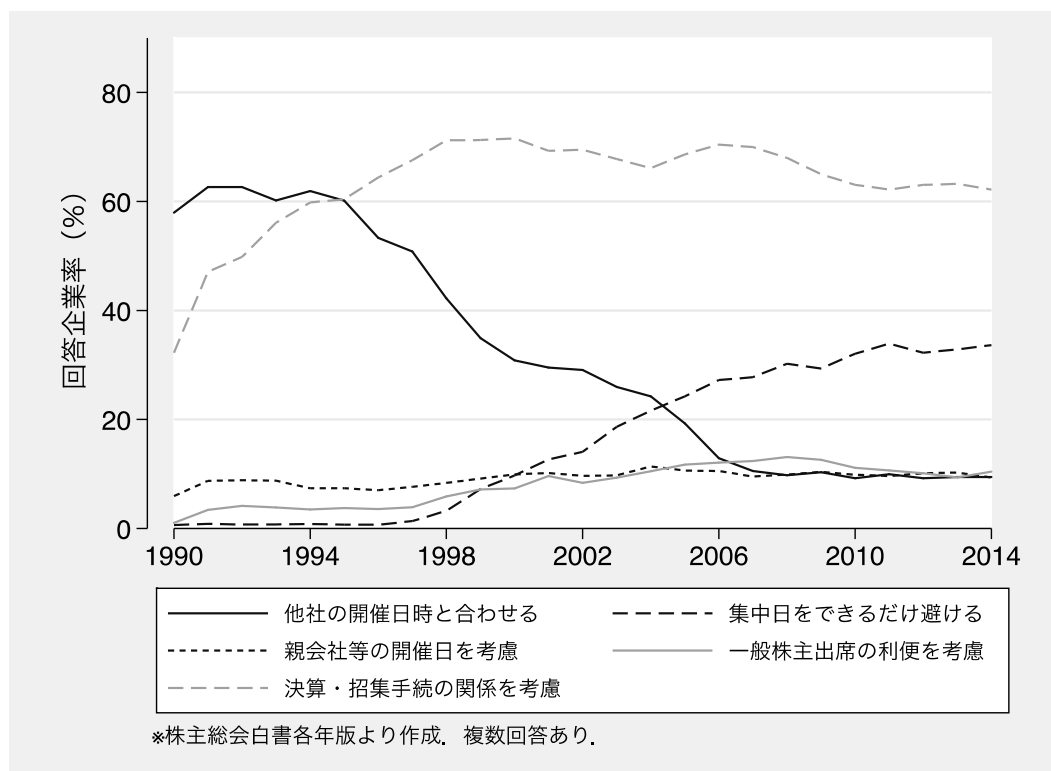
3. 集中日開催からの逸脱と回帰

前節で議論したように、総会屋対策を主要な目的として、株主総会の集中日開催という経営慣行は形成されたのであるが、その結果、総会屋が株主総会から締め出されただけでなく、一般株主も同様に締め出されることになり、株主不在の株主総会が常態化した（商事法務研究会、1991）。

¹³ 例えば、1984年1月30日の株主総会でソニーは、株主の納得を得るまであらゆる質問に答える方針を貫き、当時の大賀社長が演壇に立ち続け株主からの質問に答えた結果、10時から23時半に及ぶマラソン総会となった（日本経済新聞、1984）。

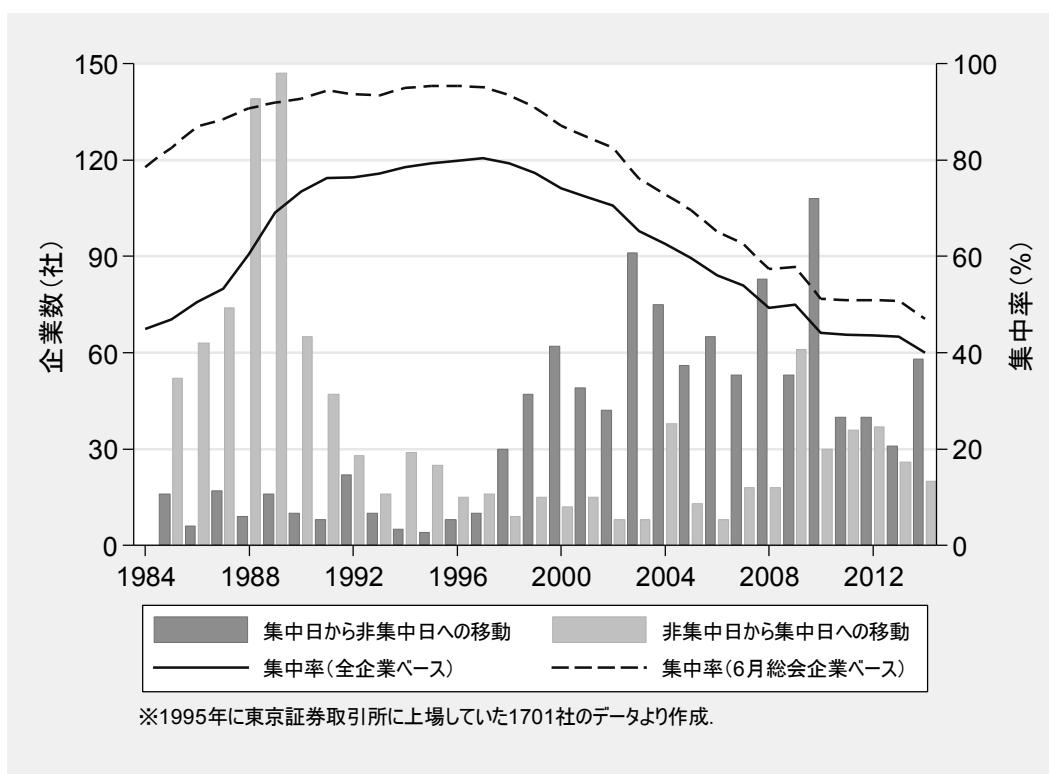
¹⁴ 本調査は、1990年に開始されたものであるため、それ以前のデータは存在しない。また、図3には、1990年から2014年において経時的に比較可能な回答項目のみを示している。

図 3. 株主総会開催日の決定要因



しかしながら、この経営慣行が永続することはなかった。1995年に東京証券取引所第一部・第二部に上場していた1701社における1984年から2014年までの非集中日への移動企業数・集中日への移動企業数・集中日の集中率の経時的推移を示した図4を見ると、1990年代中頃以降、非集中日への移動企業数が増加し、集中日の集中率が低下していることがわかる。同様に、図3から、1990年代中頃以降、「他社の開催日時と合わせる」という回答する企業が減少する一方、「集中日をできるだけ避ける」と回答する企業が増加していることがわかる。すなわち、1990年代中頃を境に、集中日開催という経営慣行から逸脱する企業が現れ始めたのである。それでは、どのような要因が、このような企業行動を引き起こしたのであろうか。第4章では、この現象を説明する要因を検討する。

図 4. 株主総会開催日移動企業数と集中日の集中度（1984-2014 年）



上記のように、1990年代中頃以降、株主総会を非集中日に開催する企業が増加し、株主総会の集中日開催という経営慣行は経時的に捨て去られていったのである。しかしながら、このような経営慣行の衰退は、一方向的で不可逆的に進んでいったわけではなかった。図4をみると、2000年代に入ると、全体としては株主総会の集中日開催は減少しているものの、株主総会開催日を非集中日から集中日へと移動する企業が増加しており、集中日への「回帰」という現象が生じていることがわかる。実際に、2009年においては、非集中日から集中日へと移動する企業が、集中日から非集中日へと移動する企業を上回り、集中日の集中度が上昇している。第5章では、このような企業行動を説明する要因を検討する。

本章では、日本企業の株主総会の歴史的変遷を整理し、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ることに加え、2000年代に入ると集中日開催への回帰という現象を観察されていることを明らかにした。第4章と第5章では、それぞれの現象を引き起こした要因について検討するが、次章ではその前に、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、株主総会開催日の設定に関わる問題が、株主による株主総会への参加の意思決定に影響を与えているか否かを実証的に確認する。

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

株主が経営陣を支持しないのであれば保有する株式を市場で売却すべきである、というのがウォール・ストリート・ルールであり、一見、それは非常にもっともらしいように思える。(中略)しかしながら、ウォール・ストリート・ルールは、結果的に、無能な経営陣や悪い戦略を永続させてしまうのである。(Graham & Dodd, 1951, p.616)¹⁵

現在、多くの上場企業の経営者¹⁶は、必ずしも当該企業の支配株主ではない。これは、専門経営者が台頭し職責の特化が進むにつれ、経営者が企業内の活動を調整し経営を担う一方、株主は資金提供に関わる財務リスクを負うようになってきたためである。いわゆる、所有と支配の分離である(Berle & Means, 1932; Fama & Jensen, 1983)¹⁷。このとき、一つの企業に全ての資金を投じると相対的に高いリスクを負うことになるので、株主は様々な企業に投資を分散させるようになった。その結果、企業全体に対する個々の株主の持ち分は小さくなり、彼らが個々の投資先企業の経営活動に携わるインセンティブは小さくなったのである。このことは、株主の持ち分を容易に売買することを可能にした株式市場の発達と相俟って、企業経営に関して意見を有している株主に、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(Davis & Useem, 2002; Walsh & Seward, 1990)。

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企業の活動に積極的に関わるといった行動オプションもある。例えば、株主総会や投資家説明会といった対話の場において、経営者の経営方針を問い質

¹⁵ 筆者訳出。

¹⁶ ここで、経営者とは、必ずしも一人の個人を指すのではなく、いわゆる経営陣に含まれる複数の個人を指す場合も含む。

¹⁷ 専門経営者の発展は、国ごとにその時期は異なるが、日本においては、明治末期から急速に始まり、本格的な発展期を迎えたのは戦後とされている(森川, 1996)。

したり具体的な行動を要求したりすることを通じて、あるいは、実際に経営者の経営方針を問い質したり具体的な行動を要求したりするか否かにかかわらず、上記のような対話の場に加わることを通じて、企業の活動に携わることが考えられる。実際、近年のコーポレート・ガバナンス研究においては、このように、株式を所有しているということ以上に企業の活動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(Gedajlovic, Carney, Chrisman, & Kellermanns, 2012; Goranova & Ryan, 2014)。

このような問題意識の下、本章では、株主総会への参加という手段を通じて、株主による企業への「関与」がどのように生じているのかを検討する。具体的には、東京証券取引所第一部・第二部に属する上場企業 2694 社の 1984 年から 2014 年における株主総会のデータを用いて、株主による株主総会への参加（株主による株主総会への出席およびそこでの質問）を規定する要因を明らかにする。

本章の構成は以下の通りである。まず、次節において、企業への関与という概念を中心に、既存研究における本章の議論の位置づけを示す。第 3 節では、株主による株主総会への参加に影響を与える要因に関する仮説を導出する。第 4 節では、分析手法について説明し、第 5 節では、実証分析の結果を提示する。最後に、第 6 節では、分析結果から得られた知見について議論する。

2. 分析視角の提示

2-1. 企業への関与

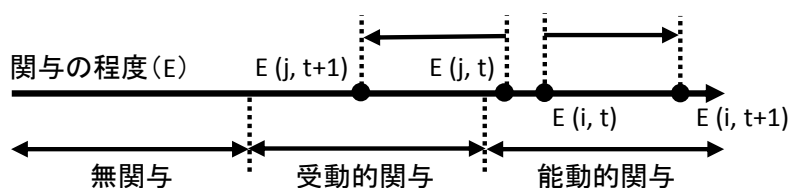
本章において、企業への関与は、ある主体が、何らかの手段を通じて、多かれ少なかれ企業の活動に携わることと定義される。この定義に基づくと、企業への関与は、(1) 誰が関与するのかという主体の問題、(2) どのように関与するのかという手段の問題、(3) どのくらい関与するのかという程度の問題、の 3 つから構成されることになる。

ここで、企業に関与し得る主体としては、株主・従業員・顧客といった利害関係者が想定され、関与の手段は、関与の主体が株主であれば株主総会、従業員であれば労使協議、顧客であれば顧客参加型イベントなどといった対話の場などが考えられる。したがって、関与の手段は関与の主体に依存して決まるといえる。また、関与の程度に関しては、無関与・受動的関与・能動的関与の 3 つの段階に分けることができる。第一に、無関与とは、

企業を認知していたり関心を抱いていたりはするかもしれないが、所有関係・雇用関係・取引関係といった企業との基本的な関係を有していない状態を指す。第二に、受動的関与とは、上記のような企業との基本的な関係は有してはいるが、それ以上に企業の活動には携わっておらず、関与の主体が配当、給与、財・サービスを当該企業から対価として受け取るのみの状態を指す。第三に、能動的関与とは、対価の受け取りといった関係を超えて、何らかの手段を通じて自ら進んで企業に携わっている状態を指す。したがって、無関与と受動的関与の違いは、企業と基本的な関係を有しているか否か、受動的関与と能動的関与の違いは、企業と基本的な関係を超えて、何かしらの手段を通じて企業の活動に携わっているか否かにあるといえる。このことは、企業への関与における手段の問題は、関与の主体が能動的に関与している場合のみに生じることを意味している¹⁸。

また、各主体が企業に関与する程度は経時的に変化し得ることを踏まえると、企業への関与は図5のように整理することができる。図5では、 t 及び $t+1$ 時点における主体 i 及び j による企業への関与が示されている。そこでは、 t 時点において能動的に関与している i は、 $t+1$ 時点では、さらに関与を強めている一方、 t 時点において同様に能動的に関与している j は、 $t+1$ 時点では、関与を弱めている。すなわち、個々の主体による企業への関与は、経時的に変化し得るものであると同時に、その変化は主体ごとに異なり得るのである。

図 5. 企業への関与



このように、企業への関与を経時的に捉えると、本章における関与という概念は、Hirschman (1970) の退出・発言モデルと密接に関連していることがわかる。Hirschman (1970) における基本的な問いは、なんらかの理由で一時的に期待通りの成果をあげることができなかった組織において、その組織の関係者はどのような行動を取るのか、という

¹⁸ ここで、関与の3つの段階の中においても程度の差異が存在し、その結果、能動的関与といっても異なる程度の複数の関与の手段があり得ることに留意する必要がある。

ものである。この問いに対し、Hirschman (1970) は、組織の関係者が期待と現実との乖離を埋めるために取り得る行動のオプションとして、退出 (exit) と発言 (voice) を対比させて検討している。ここで、退出とは、期待に応えることができなかつた企業に不満を有する関係者が当該企業から離れることを指し、発言は、企業との関係を維持したまま何らかの形でその意見を表明し、現状を変革しようとすることを意味する(Hirschman, 1970)。したがって、本章の企業への関与の議論において、発言オプションの行使は、(意見の表明を伴う程度の) 能動的関与まで関与を強めること、退出オプションの行使は、無関与まで関与を弱めることと位置づけることができる。このことを踏まえると、企業への関与の枠組みは、関与の程度およびその変化を考慮することで、発言でも退出でもないが実際の組織においてはあり得る行動オプションも想定しているという点において、より広い枠組みであるといえる。

上記のように定義される企業への関与に関して、既存研究では、関与の主体ごとに、様々な領域において扱われてきた。具体的に、株主による企業への関与としては、株主アクティビズムに関する一連の研究(新井, 2009; Brav, Jiang, Partnoy, & Thomas, 2008; Goranova & Ryan, 2014) や同族所有に関する研究(入山・山野井, 2014; Cannella, Jones, & Withers, 2015; Gedajlovic et al., 2012) があげられる。また、従業員による企業への関与の研究としては、組織行動論におけるエンゲージメントに関する研究(Barrick, Thurgood, Smith, & Courtright, 2015; Kahn, 1990; Rich, Lepine, & Crawford, 2010)や従業員による発言に関する研究(McClean, Burris, & Detert, 2013; Morrison, 2011; Withey & Cooper, 1989)が含まれ、顧客による企業への関与の研究としては、自動車産業をはじめとする日本企業の取引関係に関する一連の研究(藤本・伊藤・西口, 1997; Asanuma, 1989; Sako, 1992) やユーザー・イノベーションに関する研究(大沼, 2014; von Hippel, 1994, 2005) をあげることができる。以下では、これらの関与の主体の中でも特に、株主に注目して議論を進めていく。

2-2. 株主による企業への関与

上記の議論を踏まえると、株主による企業への関与とは、株主が、何らかの手段を通じて、多かれ少なかれ企業の活動に携わることと定義される。ここでの無関与とは、投資家と企業との基本的な関係である所有関係を有していない状態であり、受動的関与とは、所

有関係は有してはいるが、それ以上に企業の活動には携わっておらず、投資の対価として配当等を受け取るのみの状態であり、能動的関与とは、何らかの手段を通じて、企業の活動に携わっている状態である。歴史的には、ウォール・ストリート・ルールのような無関与まで関与を弱めるという行動オプションが、株主による企業への関与として強調されてきたが、より近年の研究では、株主提案や議決権行使といった手段を通じて、能動的関与まで関与を強めるという行動オプションが注目されるようになってきており、株主アクティビズムに関する一連の研究がそれに該当する(新井, 2009; 光定, 2006; Gillan & Starks, 2007; Goranova & Ryan, 2014)。

株主アクティビズムとは、1980年代に米国で台頭し始め、それ以降、多くの社会的関心を集め、世に広まった概念である(Davis & Thompson, 1994)。米国で最初に観察された現象であったこともあり、米国を中心とするアングロ・サクソン諸国の企業を対象に多くの実証研究が蓄積されてきたが(Becht, Franks, Mayer, & Rossi, 2010; Brav et al., 2008; Greenwood & Schor, 2009)、2000年代になると、金融市場のグローバル化が進展するにつれ、日本においても同様の現象が観察され始めた(Buchanan, Chai, & Deakin, 2012)。それを受けて、より近年では、日本企業を対象とした研究、特に株主提案を通じた株主による企業への能動的関与に関する研究が蓄積されてきている(Yeh, 2014; 井上, 2008; 井上・池田, 2010; 井上・加藤, 2007; 胥, 2007)。

以下では、上記の議論に沿って、どのような要因が株主を能動的に企業に関与させるようにするのかを検討していく。その際には、代表的な要因として、企業パフォーマンスと関与の手段の利用可能性の2つに注目する。

3. 仮説の導出

3-1. 企業パフォーマンス

コーポレート・ガバナンス研究において支配的な理論であるエージェンシー理論における主要な考えの一つは、株主は、自身の投資が経営者によって適切に経営されていることを監視しなければならないというものである(Dalton, Hitt, Certo, & Dalton, 2007)。このことは、企業パフォーマンスが低迷しているとき、すなわち企業が適切に経営者によって経営されていないと思われるときに、株主が企業に能動的に関与し得ることを示唆している。

実際に、既存研究では、企業パフォーマンスが低下するにつれ、株主は企業への関与を強めることが示されてきた(Brav et al., 2008)。したがって、以下の仮説が導かれる。

仮説 1a：企業パフォーマンスが低い企業ほど、株主による能動的関与は増加する。

このように、企業パフォーマンスの低下が、株主による企業への関与を高め、株主による企業への能動的関与を増加させると考えられる一方で、それとは全く逆のメカニズムも考えられる。すなわち、企業パフォーマンスの低下が、株主による企業への関与を低めることを促し、株主による企業への能動的関与を減少させるメカニズムである。このメカニズムは、企業パフォーマンスの低下を認識した株主が、当該企業との距離を置くために受動的関与まで関与を弱めた場合、当該企業に見切りをつけ無関与まで関与を弱めた場合に生じ得る¹⁹。この議論に従うと、以下の仮説が導かれる。

仮説 1b：企業パフォーマンスが低い企業ほど、株主による能動的関与は減少する。

上記のように、株主による能動的関与に対する企業パフォーマンスの影響のメカニズムには 2 つあり得るのであるが、ある企業における全ての株主がどちらかのメカニズムのみに基づいて企業パフォーマンスに反応しているとは限らない。すなわち、企業パフォーマンスの低下に対して、当該企業のある株主は関与をより強めるのに対し、他の株主は関与をより弱めている可能性がある。その結果、仮説 1a と仮説 1b で提示された 2 つのメカニズムのどちらかが支配的ではない場合 (2 つのメカニズムが拮抗している場合)、株主による能動的関与に対する企業パフォーマンスの効果は相殺されるかもしれない。そこで、以下の仮説が導かれる。

仮説 1c：企業パフォーマンスは、株主による能動的関与に影響を与えない。

¹⁹ ここで、上記メカニズムが、当該企業に見切りをつけ無関与まで関与を弱めた場合に生じるためには、株主によって売却された株式の新たな買い手も同様に当該企業への関与が低くなければならない点に留意する必要がある。このような条件は、企業パフォーマンスの低下のために売却された株式の買い手が、企業に能動的に関与しようとする投資家というよりむしろ、短期的利益を狙って株式を売買する投機的投資家である傾向があるときに成り立つと考えられる。

3-2. 関与の手段の利用可能性

上記のように、企業パフォーマンスに応じて、株主は企業に能動的に関与すると考えられるのであるが、株主が企業に能動的に関与する手段は、通常、株主がいつでもどこでも自由に利用できるものではない。むしろ、関与の手段に関わる一連の施策を通じて初めて、利用可能となるものである。そのため、株主が企業に能動的に関与するか否かは、株主にとって関与の手段が法的および実務的に利用しやすい程度、すなわち関与の手段の利用可能性にも依存すると考えられる。つまり、関与の手段を法的および実務的に利用しやすいものとするによっても、株主による能動的関与は増加し得るのである。また、そのような行動をとること自体が法律の制定機関および経営者が発するシグナルとして株主に認識され得ることを踏まえると、関与の手段の利用可能性を高めることは、直接的および間接的に株主による能動的関与を増加させると考えられる。以下では、関与の手段の利用可能性を高める要因として、法整備と経営者の主体的な行動に注目する。

3-2-1. 法整備

関与の手段に関わる法整備は、法律の制定機関が関与の手段を株主にとって利用しやすいものとすると同時に、法律の制定機関による当該手段への制度的根拠の付与のシグナルとしても機能し得る。このことを踏まえると、法整備は株主による企業への能動的関与を増加させると考えられ、以下のような仮説が導かれる。

仮説 2：法整備は、株主による能動的関与を増加させる。

3-2-2. 経営者の主体的な行動

関与の手段に関わる経営者の主体的な行動は、経営者が関与の手段を株主にとって利用しやすいものとすると同時に、株主に対する経営者の好意的な姿勢を表すシグナルとしても機能し得る。このことを踏まえると、経営者の主体的な行動は株主による能動的関与を増加させると考えられ、以下のような仮説が導かれる。

仮説 3：経営者の主体的な行動は，株主による能動的関与を増加させる．

4. 分析手法

4-1. サンプルとデータ

本章では，前節で提示された仮説を検証するために，東京証券取引所第一部・第二部に属する上場企業 2694 社を対象に²⁰，1984 年から 2014 年の株主総会に関するデータを分析する．株主総会は，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．そのため，株主総会への参加は，その場に加わることによって経営者が当該企業の現状に対してどのように考えているかを直に聞く機会を提供すると同時に，その場で企業経営に関して質問する機会も提供するのである．株主総会に参加するか否かは，株主の権利であって義務ではなく，個々の株主の選択次第となっているが，株主総会への参加は，株主が企業に関与する手段として，制度的に担保された最も基本的な手段の一つであると考えられる．なお，本章で用いる株主総会に関するデータは商事法務が発行する『資料版 商事法務』より，財務および株価に関するデータは日経 NEEDs の『Financial Quest』より収集した．

4-2. 従属変数と分析モデル

本章の分析には，株主総会を通じた株主による能動的関与を測る変数として株主総会の出席者数と質問者数という 2 つの従属変数を用いる．本章の分析の従属変数としては，株主総会の出席者数および質問者数を総株主数で標準化した比率を用いることもできるが，この操作化方法では出席者数および質問者数の変動がなくとも総株主数が増減すれば値が変化するため，本章における理論的議論とは必ずしも整合的でない．したがって，本章の

²⁰ 1984 年から 2014 年における東京証券取引所第一部・第二部上場企業（1984 年，1994 年，2004 年，2014 年のいずれかの時点において東京証券取引所第一部・第二部に上場している企業）は 2881 社あったが，株主総会データ及び財務データにおける欠損のために，最終的な分析対象企業は 2694 社となっている．

分析では、従属変数を出席者数および質問者数として、統制変数として総株主数をモデルに含めることにしている。

ここで、株主総会への出席は、実際に経営者を問い質したり具体的な行動を要求したりするか否かにかかわらず、対話の場に加わることを意味し、株主総会での質問は、株主総会という対話の場に加わるだけでなく、経営者を問い質したり具体的な行動を要求したりすることを意味する。したがって、株主総会への出席も株主総会での質問も株主による企業への能動的関与と捉えることができる。ただし、能動的関与にも程度の差異が存在することを踏まえると、株主総会での質問の方が、株主総会への出席よりも、より能動的な関与であると位置づけることができる。

第一に、株主総会の出席者数は、各年における各企業の株主総会に物理的に出席した株主の数である。この変数の分布を確認したところ、正に歪んでいたため、対数変換を行った結果、正規分布に極めて近い分布となった。また、出席者数には系列相関が存在する可能性があるため、Wooldridge 検定を行ったところ(Wooldridge, 2010)、本データには系列相関が存在しないという帰無仮説は棄却された。したがって、株主総会の出席者数の分析では、系列相関を考慮するために、Stata 14 の分析プログラム「xtregar」を利用した。

第二に、株主総会の質問者数は、各年における各企業の株主総会において経営者に質問した株主の数である。この変数の分布を確認したところ、ゼロ以上の整数で、右側の裾野が大きく、分散(≒9.67)が平均値(≒1.57)を大きく超えていた。そこで、既存研究において提唱されている手順に従い(Long & Freese, 2006)、過分散の可能性を検討した結果、統計的有意な水準で過分散が存在することがわかった。したがって、株主総会の質問者数の分析では、ポアソン回帰分析ではなく、負の2項回帰分析を用い、Stata 14 の分析プログラム「xtnbreg」を用いた。

ここで、本章のデータセットは、同一個体の複数期間の観察値が含まれるパネルデータであることに留意する必要がある。具体的に、パネルデータを分析する際には、分析するデータセットの特性を踏まえた上で、固定効果モデルと変量効果モデルのどちらか適切な方を選択する必要がある(Greve & Goldeng, 2004)。そこで、どちらのモデルがより適切かを確認するためにハウスマン検定を行ったところ、出席者数および質問者数の両方において、固定効果モデルが支持された。そのため、本章の分析では、「xtregar」および「xtnbreg」

の固定効果モデルを用いて分析を行った²¹。

4-3. 独立変数と統制変数

仮説 1a, 1b 及び 1c を検証するために、企業パフォーマンスの変数として、以下の 5 つの変数を作成した。まず、ROA (当期純利益÷資産) を作成した。ROA が負 (正) の影響を有していれば、仮説 1a (1b) が支持されたことになる。同様に、株主が極端な業績の悪化に反応する可能性を考慮するために、赤字転落ダミー及び 2 期連続赤字ダミーを作成した。赤字転落ダミーは、t-1 年は黒字であったが t 年は赤字であった場合に 1、そうでない場合は 0、2 期連続赤字ダミーは、赤字転落後 2 期続けて赤字だった場合に 1、そうでない場合は 0 と設定されている。これらの変数が正 (負) の影響を有していれば、仮説 1a (1b) が支持されたことになる。加えて、株主は企業の市場価値や株主還元政策にも注目している可能性が考えられるので、時価総額 [発行済株式総数 × (期中最高株価 + 期中最低株価) ÷ 2] と配当総額 (1 株当たり配当額 × 発行済株式総数) という 2 つの変数を作成した。これらの変数が負 (正) の影響を有していれば、仮説 1a (1b) が支持されたことになる。

仮説 2 を検証するために、株主総会への参加に関わる法整備として、利益供与に関わる法整備に注目する。1981 年の商法改正において、総会屋を根絶し、株主総会が本来の機能を果たすことができるようにするため、利益供与禁止規定が新設された。その後、実際に総会屋による過激な行動は着実に沈静化されていったのであるが (森, 1992), 1996 年から 1997 年にかけて、大企業において利益供与事件が相次いだ。それを受け、1997 年の商法改正において (1997 年 12 月 23 日施行), 利益供与罪の法定刑の引き上げと利益供与要求罪の新設がなされたのであった。したがって、1997 年の商法改正は、株主総会の運営をより健全化することを意図してなされたものであり、株主総会への参加の利用可能性を高めたと考えられる。そこで、法整備の変数として、1998 年以後であれば 1、そうでなければ 0 という 1998 年改正ダミーを作成した。仮説 2 では、この変数が正の影響を与えていると予測している。

仮説 3 を検証するために、株主総会への参加に関わる経営者の主体的な行動として、株主総会がある特定の日に集中して開催される程度を取りあげる。商法 (2006 年施行後は会

²¹ 追加分析として、変量効果モデルを用いた分析も行ったが、固定効果モデルを用いた場合とほとんど同じ分析結果が得られた。

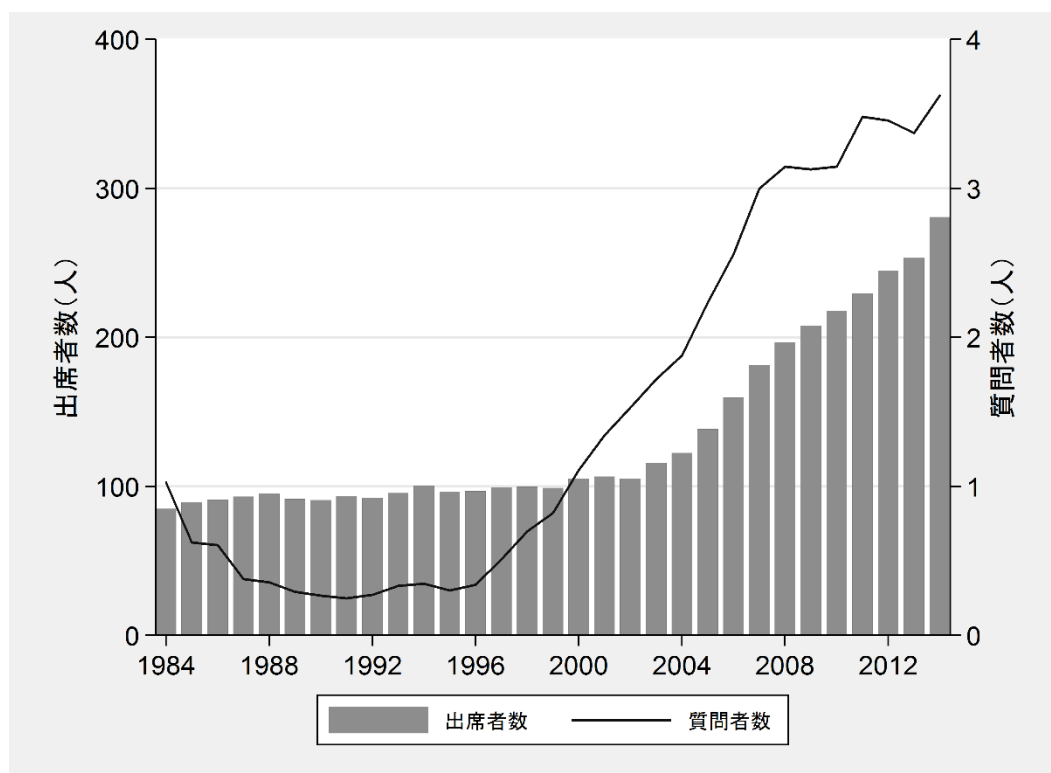
社法)上、定時株主総会は、基準日後 3 ヶ月以内に開催する必要があるとされているが、基準日を決算期に設定するという慣行の存在により、定時株主総会は、決算期後 3 ヶ月以内に開催されている(田中, 2007)。しかしながら、その間であればいつに開催するかの判断は経営者に委ねられている。多くの企業が株主総会を同一日に開催すると株主は複数の企業の株主総会に出席できなくなることを踏まえれば、経営者が意識的に集中日を回避し、集中度の低い日に株主総会を開催すれば、株主総会への参加の利用可能性は向上すると考えられる。そこで、同じ日に株主総会を開催した企業数を全企業数で除した値として定義される、株主総会開催日の集中度を作成した。例えば、1000 社のうち、6 月 30 日に株主総会を開催した企業が 400 社であった場合、この日に株主総会を開催した企業の株主総会開催日の集中度は $0.4 (=400/1000)$ と計算される。この値が高いということは、当該企業が他の企業と同じ日に株主総会を開催していることを意味するので、仮説 3 はこの変数が負の影響を与えると予測している。

分析モデルでは、代替的な説明を考慮するために、以下の統制変数が含まれている。まず、基本的な企業特性を統制するために、総株主数(対数値)、総資産(対数値)、組織年齢(対数値)を作成し、モデルに含めている²²。また、株主構成が与える影響を考慮するために、上位 10 株主集中度(総株式数に占める上位 10 株主が保有する株式の比率)、個人株主持株比率(総株式数に占める個人株主が保有する株式の比率)、国内法人持株比率(総株式数に占める国内金融機関および事業会社が保有する株式の比率)をモデルに含めている。同様に、時間の効果と産業の効果を統制するために、年ダミーと産業ダミーをモデルに含めている²³。ただし、紙幅の都合上、年ダミーと産業ダミーの係数は分析結果の表に示していない。

²² 質問者数の分析の際には、これら 3 つの変数に加え、総出席者数(対数値)を統制変数としてモデルに含めている。

²³ 線形回帰分析の固定効果モデルには、経時的に変化しない変数はモデルに含めることができないため(Allison, 2009)、産業ダミーは分析モデルに含めていない。

図 6. 株主総会の出席者数と質問者数の経時的推移



5. 分析結果

図 6 は、本章のサンプル企業における株主総会の出席者数および質問者数の平均値の経時的推移を示している。平均出席者数は、1984 年には 100 人程度であったのが、2014 年には 300 人に近くにまで増加している。また、質問者数に関しては、1990 年代半ばまでは平均値が 1 を下回っていたが、1990 年代後半以降は増加傾向にあり、2014 年には 4 人近くにまで増加している。したがって、株主総会を通じた株主による企業への関与は、経時的に増加しているといえる。また、表 1 は検定統計量と変数間の相関関係を示している²⁴。

²⁴ 表 1 におけるサンプル数は 58225 個であるが、表 2 におけるそれは 55565 個となっている。これは、分析プログラムとして、 $t-1$ 期の誤差項を t 期の分析に用いる `xtregar` を利用しているためである。同様に、表 3 におけるサンプルは 56688 個となっているが、これは、固定効果モデルを用いた結果、従属変数に変化がない一部のサンプルが分析から除外されているためである。

表 1. 記述統計量と相関係数

	平均値	標準偏差	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) 出席者数	4.33	0.93						
(2) 質問者数	1.57	3.11	0.58					
(3) 総株主数	8.92	1.16	0.67	0.43				
(4) 総資産	18.34	1.67	0.64	0.24	0.70			
(5) 組織年齢	3.93	0.47	0.02	-0.09	0.10	0.12		
(6) 上位 10 株主集中度	47.50	14.81	-0.34	-0.10	-0.44	-0.37	-0.26	
(7) 個人株主持株比率	32.91	16.80	-0.15	0.08	-0.18	-0.46	-0.10	-0.22
(8) 国内法人持株比率	59.39	16.92	-0.02	-0.25	-0.02	0.25	0.13	0.24
(9) ROA	0.01	0.07	0.03	0.00	-0.04	0.00	-0.08	0.08
(10) 赤字転落ダミー	0.08	0.28	-0.02	0.02	0.03	-0.01	0.03	-0.02
(11) 2 期連続赤字ダミー	0.04	0.19	-0.04	0.00	0.01	-0.04	0.03	-0.01
(12) 時価総額	2.61	164.22	0.03	0.04	0.03	0.03	-0.02	0.00
(13) 配当総額	0.03	0.61	0.09	0.08	0.10	0.10	-0.02	-0.03
(14) 1998 年改正ダミー	0.60	0.49	0.12	0.31	0.08	0.00	0.07	0.03
(15) 株主総会開催日の集中度	0.37	0.31	-0.14	-0.28	0.06	0.15	0.15	-0.15

	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
(8) 国内法人持株比率	-0.81							
(9) ROA	-0.07	0.00						
(10) 赤字転落ダミー	0.05	-0.02	-0.25					
(11) 2 期連続赤字ダミー	0.05	-0.01	-0.20	-0.06				
(12) 時価総額	-0.01	0.01	0.00	0.00	0.00			
(13) 配当総額	-0.04	-0.02	0.01	0.00	-0.01	0.01		
(14) 1998 年改正ダミー	0.21	-0.36	-0.01	0.08	0.03	0.00	0.02	
(15) 株主総会開催日の集中度	-0.15	0.26	-0.08	0.03	0.03	0.00	-0.01	-0.32

※n=58225.

表 2. 線形回帰分析の固定効果モデル（従属変数：出席者数）

	モデル 1	モデル 2	モデル 3	モデル 4	モデル 5
総株主数	0.261*** (0.006)	0.261*** (0.006)	0.261*** (0.006)	0.262*** (0.006)	0.263*** (0.006)
総資産	0.157*** (0.008)	0.159*** (0.008)	0.156*** (0.008)	0.157*** (0.008)	0.158*** (0.008)
組織年齢	-0.192*** (0.054)	-0.198*** (0.054)	-0.273*** (0.057)	-0.210*** (0.056)	-0.218*** (0.056)
上位 10 株主集中度	-0.004*** (0.000)	-0.004*** (0.000)	-0.004*** (0.000)	-0.004*** (0.000)	-0.004*** (0.000)
個人株主持株比率	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.001 (0.000)
国内法人持株比率	-0.001* (0.000)	-0.001* (0.000)	-0.001* (0.000)	-0.001* (0.000)	-0.001** (0.000)
ROA		-0.029* (0.016)	-0.029* (0.016)	-0.030** (0.015)	-0.030* (0.015)
赤字転落ダミー		0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	0.002 (0.003)
2 期連続赤字ダミー		-0.001 (0.005)	-0.001 (0.005)	-0.001 (0.005)	-0.001 (0.005)
時価総額		0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
配当総額		0.002 (0.002)	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)
1998 年改正ダミー			0.476*** (0.022)	0.336*** (0.022)	0.324*** (0.022)
株主総会開催日の集中度				-0.230*** (0.011)	-0.231*** (0.011)
1998 年改正ダミー×食料品ダミー					0.157*** (0.024)
1998 年改正ダミー×小売業ダミー					0.065*** (0.023)
定数項	0.407*** (0.055)	0.398*** (0.055)	0.303*** (0.055)	0.188*** (0.055)	0.200*** (0.055)
年ダミー	○	○	○	○	○
R-square	0.109	0.109	0.109	0.118	0.120
Rho	0.718	0.718	0.718	0.715	0.712
F-value	8.614	8.616	8.616	8.394	8.012

※n=55565. * p<.1; ** p<.05; *** p<.01. カッコ内は標準偏差.

表 3. 負の 2 項回帰分析の固定効果モデル (従属変数: 質問者数)

	モデル 1	モデル 2	モデル 3	モデル 4	モデル 5
出席者数	0.447*** (0.012)	0.448*** (0.012)	0.448*** (0.012)	0.415*** (0.013)	0.412*** (0.013)
総株主数	0.156*** (0.014)	0.152*** (0.014)	0.152*** (0.014)	0.180*** (0.014)	0.179*** (0.014)
総資産	-0.075*** (0.014)	-0.074*** (0.014)	-0.074*** (0.014)	-0.071*** (0.014)	-0.068*** (0.014)
組織年齢	-0.365*** (0.030)	-0.364*** (0.029)	-0.364*** (0.029)	-0.332*** (0.030)	-0.332*** (0.030)
上位 10 株主集中度	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.002*** (0.001)	0.002*** (0.001)
個人株主持株比率	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)
国内法人持株比率	-0.003*** (0.001)	-0.003*** (0.001)	-0.003*** (0.001)	-0.002** (0.001)	-0.002*** (0.001)
ROA		-0.140** (0.066)	-0.140** (0.066)	-0.174*** (0.066)	-0.173*** (0.066)
赤字転落ダミー		0.076*** (0.018)	0.076*** (0.018)	0.078*** (0.018)	0.078*** (0.018)
2 期連続赤字ダミー		0.101*** (0.026)	0.101*** (0.026)	0.102*** (0.026)	0.102*** (0.026)
時価総額		0.000* (0.000)	0.000* (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
配当総額		-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)
1998 年改正ダミー			1.687*** (0.052)	1.370*** (0.055)	1.342*** (0.055)
株主総会開催日の集中度				-0.773*** (0.038)	-0.782*** (0.038)
1998 年改正ダミー×食料品ダミー					0.172** (0.075)
1998 年改正ダミー×小売業ダミー					0.167** (0.071)
定数項	0.372 (0.276)	0.396 (0.277)	-1.291*** (0.277)	-1.207*** (0.279)	-1.183*** (0.279)
年ダミー	○	○	○	○	○
産業ダミー	○	○	○	○	○
Chi-square	21743.95	21813.78	21813.78	22040.40	22026.78
Log-likelihood	-59101.02	-59078.20	-59078.20	-58869.51	-58864.37

※n=56688. * p<.1; ** p<.05; *** p<.01. カッコ内は標準偏差.

表 2 は線形回帰分析の固定効果モデルの分析結果 (従属変数は出席者数) を示している。モデル 1 は、統制変数のみで推計を行い、モデル 2 以降で独立変数の影響を分析している。以下では、全ての変数が含まれているモデル 4 の分析結果を検討していく。統制変数に関しては、総株主数と総資産が正に有意であり、組織年齢、上位 10 株主集中度、国内法人持株比率が負に有意であった。企業パフォーマンスに関わる 5 つの変数で有意であったのは ROA のみで、しかも 10%水準であり、他の 4 つの変数は有意でなかった。したがって、出席者数に関しては、仮説 1a というよりはむしろ、仮説 1c と整合的な結果が得られたといえる。一方、1998 年改正ダミーは正に、株主総会開催日の集中度は負に有意であり、仮説 2 と仮説 3 は支持されたといえる。

また、モデル 5 では、追加分析として、利益供与に関わる法整備の影響を相対的に受けやすい産業と考えられる食料品と小売業という 2 つの産業ダミーと 1998 年改正ダミーの相互作用項を含めている。これは、法整備の効果が、その影響を受けやすい産業とそうでない産業とで異なるか否かを検証するためである。食料品と小売業は、消費者を直接的に顧客とするために、スキャンダルやトラブルが表面化することを嫌い、株主総会も穏便に済まそうとする傾向があり、総会屋が付け込む余地が大きいとされ、総会屋の標的にされやすい二大業種といわれてきた (日本経済新聞, 1997a ; 1997b)。これら相互作用項が正に有意であれば、1998 年の改正商法の効果が、その影響を受けやすいと考えられる産業においてより大きいことを意味している。分析結果は、2 つの相互作用項は正に有意であることを示しており、仮説 2 と整合的である。

表 3 は負の二項回帰分析の固定効果モデルの分析結果 (従属変数は株主総会の質問者数) を示している。モデル 1 は、統制変数のみで推計を行い、モデル 2 以降で独立変数の影響を分析している。以下では、全ての変数が含まれているモデル 4 の分析結果を検討していく。統制変数に関しては、出席者数、総株主数、上位 10 株主集中度、個人株主持株比率が正に有意であり、総資産、組織年齢、国内法人持株比率は負に有意であった。企業パフォーマンスに関わる 5 つの変数のうち、ROA が負、赤字ダミーが正、2 期連続赤字ダミーが正に有意であり、業績指標に関してのみ仮説 1a が支持されている。また、1998 年改正ダミーは正に、株主総会開催日の集中度は負に有意であり、仮説 2 と仮説 3 も支持された。また、出席者数の分析と同様に、モデル 5 では、相互作用項を含めたモデルで検証を行った。2 つの相互作用項は正に有意であり、分析結果は、1998 年の改正商法の効果が、その

影響を受けやすいと考えられる産業においてより大きいことを示しており、仮説 2 と整合的である。

6. おわりに

本章は、株主による企業への関与が、株主総会への参加という手段を通じて、どのように生じているのかを検討してきた。1984 年から 2014 年の東京証券取引所第一部・第二部上場企業における株主総会のデータを用いた実証分析の結果は、(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) 関与の手段の利用可能性の向上、すなわち法整備および経営者の主体的行動は、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、を示している。

これらの発見は、株主による企業への関与に関する研究に対していくつかの示唆を与え得るものである。第一に、本章の実証分析は、日本企業における株主による企業への関与の手段として、株主総会が機能しつつあることを示唆している。かつて日本企業の株主総会は、「観客なき喜劇」といわれていたが(中山・鳴滝・西村, 1983)、図 6 に示されているように、1990 年代後半以降、経時的に出席者数および質問者数が増加している。また、業績が低迷するほど質問者数は増加しており、株主は、自身の投資が経営者によって適切に経営されていないと感じられるときに、株主総会において経営者を問い質していると考えられる。

第二に、本章の分析結果は、企業パフォーマンスが株主による企業への関与に与える影響は、それほど単純なものではない可能性を示唆している。分析結果は、業績の低迷は株主総会における質問者数を増加させる一方で、株主総会への出席者数には影響を与えていないことを示していた。このことは、株主総会への出席に関しては、経営者によって適切に経営されていない企業に対して、ある株主は関与をより強めるのに対し、他の株主は関与をより弱めており、全体としては業績の影響が相殺されている可能性を示唆している(仮説 1c)。すなわち、業績の低迷は、株主による当該企業への関与の必要性を高めると同時に、そのような低迷している企業への関与を弱めることも促しているかもしれないのである。

それでは、関与を強める株主とそれを弱める株主との違いはどこにあるのであろうか。本章の第 2 節で援用した Hirschman (1970) の退出・発言モデルに基づけば、その違いは

株主の忠誠 (loyalty) に求めることができる。Hirschman (1970) では、なんらかの理由で一時的に期待通りの成果をあげることができなかつた企業において、発言オプションの行使を活性化させる要因として、忠誠の役割に注目している。そこでは、特定の企業に対する愛着といった企業とその関係者との間の特殊な関係性が、当該企業から離れることに対する費用を高めたり、あるいは当該企業が回復することから得られる便益を高めたりするために、確実な退出オプションを目の前にしながら、発言オプションの不確実性を積極的に引き受けようとするのが主張される。したがって、Hirschman (1970) の議論に基づけば、企業に対して何かしらの愛着を抱いている株主は関与を強めるのに対し、そうでない株主は関与を弱めると考えられるのである。

ただし、本稿の分析単位が企業という集計レベルであることを踏まえれば、この分析結果は、異なる解釈も可能であることに留意する必要がある。すなわち、株主が業績に関わらず株主総会に出席しているという解釈である。例えば、株主が株主総会に出席するか否かの意思決定は、業績の良し悪しにかかわらず、企業が株主総会開催時に用意する非金銭的便益（例えば、お土産）に規定される可能性が考えられる。これらは株主による企業への関与を高める要因になり得るが、分析上は考慮することができておらず、残された課題の一つとなっている。

第三に、本章の分析結果は、株主が企業に関与するか否かは、部分的には経営者の姿勢にかかっていることを示唆している。株主が経営者に直に意見を表明することは株主にとって極めて面倒なプロセスであるため、多くの場合において市場における株式の売却を通じて株主の不満が経営者に伝えられる。しかしながら、その面倒なプロセスは、経営者の主体的な行動によって、直接のおよび間接的に緩和され得るのであり、株主総会の非集中日開催は、株主総会の活性化（具体的には、出席者数および質問者数の増加）の一助となっていたことが実証的に確認された。既存研究において、1990年代後半以降、株主総会の分散開催が進展してきたことは指摘されてきたが（例えば、田中、2007, pp. 420-421）、その帰結に関しては十分に議論されてこなかった。そもそも株主が株主総会を全く気にかけていなければ、分散開催は株主総会の活性化に何ら影響を与えない。なぜなら、そのような場合においては、関与の手段としての利用可能性が高まったとしても、株主の株主総会への無関心は変わらず、わざわざ株主総会へ出向くことはないと考えられるためである。しかしながら、分散開催に伴い株主が参加しやすい状況が整った結果、株主総会が活性化されたという本研究の分析結果は、株主は必ずしも株主総会に無関心であるわけではない

ことを示している。このことは、基本的であるが実証的に重要なものであると考えられる。

このような貢献がある一方、本章にはいくつかの限界がある。まず、企業パフォーマンスの尺度に関わるものである。本章の分析において、時価総額や配当総額といった株価関連指標が一貫して有意な影響を与えていなかった。その理由の一つには、株価関連指標は、業績指標とは異なり、株式取得のタイミングに依存して、株主ごとにその意味合いが異なることがあげられる。具体的には、ある時点の株価が 100 円の場合、90 円で取得した株主と、110 円で取得した株主とでは、それぞれの株主にとってその株価が表す意味が異なるということである。今後の研究では、この点を考慮した上で、株価関連指標と株主による企業への関与との関係が議論されることが望まれる。同様に、法整備の尺度に関しても課題が残されている。分析では、1997 年の利益供与に関わる法整備に注目し、1998 年以後であれば 1、そうでなければ 0 という 1998 年改正ダミーを作成した。しかしながら、この変数が必ずしも利益供与に関する制度変更の影響のみを捉えているわけではなく、分析上の残された課題の一つとなっている。

以上のような課題を残しつつも、本章では、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、株主が株主総会へ参加するか否かの意思決定に影響を与えることを明らかにしている。続く第 4 章と第 5 章では、このような影響を有する株主総会の開催日が、どのような要因によって変化してきたのかを検討していく。

第4章 集中日開催からの逸脱

1. はじめに

新しい経営慣行が、どのように世の中に広まっていくかは、組織論における主要な問いの一つである(Kennedy & Fiss, 2009; Strang & Soule, 1998). そのため、これまでに、様々な経営慣行の普及プロセスが検討され、新しい経営慣行がどのようにして組織に導入されていくかが明らかにされてきた(Joseph, Ocasio, & McDonnell, 2014; Sanders & Tuschke, 2007; Shipilov, Greve, & Rowley, 2010). しかしながら、これらの既存研究の主な関心は、組織が新しい経営慣行を導入する動機や、ひとたび導入された経営慣行の継続にあったため(Scott, 2008), 既に世の中に広まった経営慣行が、その後捨て去られていくといった現象に対しては、相対的に研究がなされてこなかった²⁵.

このような問題意識の下、本章では、組織による既存の経営慣行からの逸脱を規定する要因を検討する。どのような組織がどのようなときに逸脱行動をとるかを検討することで、既に世の中で受け入れられている考え方や手続きに対して疑念が生じ、それが捨て去られていくメカニズムを明らかにすることができる。ある時代において普及した経営慣行が、必ずしも永続的に存在するわけではないことを踏まえれば、新しい経営慣行が導入され維持されていくプロセスのみならず、組織による逸脱を通じてその経営慣行が捨て去られて衰退していくプロセスも検討していくことではじめて、経営慣行の盛衰の全体像を理解することが可能となる(Oliver, 1992).

経営慣行からの逸脱行動を検討するために、本章では、日本企業における株主総会開催日の分散化という現象を取り上げる。第2章で議論したように、日本では歴史的に、集中日に各社いっせいに株主総会を開催するという、株主総会を無効化するような経営慣行が存在していたのであったが、1990年代中頃以降、集中日開催から逸脱する企業が現れ始めたのであった。それでは、どのような要因が、そのような企業の出現を引き起こしたのであろうか。次節では、その要因として、外国人株主と企業不祥事という2つの逸脱の契機となり得る要因に加え、模倣的同型化に注目する。具体的には、第一に、外国人株主という既存の経営慣行を必ずしも所与のものとして受け入れない異なる思想を有する新たな利害関係者の台頭が、既存の経営慣行からの逸脱を促したこと、第二に、利益供与（企業側

²⁵ この点は、補遺Bの「4. おわりに」を参照。

が、株主総会を無効化することを主に意図して、特定の株主に対して財産上の利益を付与すること）という、企業の株主総会および株主との対話に対する消極的な姿勢を如実に表す企業不祥事²⁶の発生が、企業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、そして第三に、模倣的同型化を通じて、既存の経営慣行からの逸脱が自走し出したことを議論する。

2. 仮説の導出

2-1. 外国人株主

企業行動は、その所有者である株主の影響を強く受けるため、これまでに多くの研究において、株主の属性と企業行動の関係が議論されてきた(Connelly, Hoskisson, Tihanyi, & Certo, 2010)。特に、日本において実務的・学術的関心を集めたのは、外国人株主（主に、米国や英国の機関投資家）の影響であり、彼らはそれまで日本においては強調されてこなかった株主利益を主張し、企業に対して株主を重視する施策をとるよう迫ったのであった(Ahmadjian, 2007; Ahmadjian & Okumura, 2006; Yoshikawa, Tsui-Auch, & McGuire, 2007)。

このような外国人株主の特性は、株主総会の集中日開催は彼らには受け入れられないことを示唆する。なぜなら、株主総会から株主を排除することを意図した集中日開催は、株主を軽視する施策であると捉えられるためである。実際、1998年3月に発表された日本企業向けのガバナンス原則において、米国最大の公的年金基金であるカリフォルニア州職員年金基金（CalPERS）は、複数企業の株式を所有する株主が株主総会に参加できるようにするために、株主総会開催日の分散化を求めることを明記している(CalPERS, 1998)。したがって、以下の仮説が導かれる。

仮説1：高い外国人株主の所有比率は、株主総会の集中日開催からの逸脱を促す。

²⁶ この意味で、利益供与事件は、株主総会と密接に関わる企業不祥事であり、その発生が株主総会に関わる意思決定に大きな影響を与えられられる。

2-2. 企業不祥事

既存研究において、企業不祥事は、企業にとって様々な帰結をもたらすことが知られている(Greve, Palmer, & Pozner, 2010). 例えば、不祥事に関与した企業は、株価の下落(Frooman, 1997)や取引の解消(Jensen, 2006)といった経済的制裁だけでなく、名の知れた社外取締役が当該企業より退出する(Sullivan, Haunschild, & Page, 2007)といった社会的制裁も受ける。しかしながら、不祥事に関与した企業は、このような経済的・社会的制裁に対して何も行動を起こさずにいるわけではない。より近年の研究では、不祥事に関与した企業は、その汚名を濯ぐために、自社の自浄作用を対外的に示すシグナルを発することが明らかにされている(Gomulya & Boeker, 2014).

この論理を援用すると、利益供与に関与した企業は、自社の自浄作用を示すシグナルとして、株主総会を非集中日に開催するようになると考えられる。なぜなら、非集中日における株主総会の開催は、より多くの株主による参加を通じた株主総会の活性化を可能にし、その行動自体が、株主総会の無効化を意図して行った利益供与事件からの脱却を示すと同時に、株主総会の活性化に対する経営者の好意的な姿勢を示すシグナルとして機能し得るためである²⁷。実際に、1997年10月に利益供与に関与していたことが発覚した三菱自動車は、「クリーンで、オープンな会社」であることを対外的に示すために、集中日を回避して翌年の株主総会を開催している(日本経済新聞, 1998)。したがって、以下の仮説が導出される。

仮説2：利益供与への関与は、株主総会の集中日開催からの逸脱を促す。

このように、企業不祥事は、不祥事に関与した企業によるシグナリング行動を誘発するのであるが、このようなシグナリング行動は、不祥事に直接的に関与した企業に限られるわけではない。なぜなら、不祥事に直接的に関与した企業が被る経済的・社会的制裁は、利害関係者による過度な一般化プロセスを通じて²⁸、類似の特性を有する他社(例えば、同

²⁷ 利益供与に関与した企業には、株主からの直接の批判を回避したいために、株主総会を集中日に開催し続ける可能性も考えられるが、本研究では、当該企業がそのような行動をとった場合には、株主の前で説明することができない、より深刻な問題を抱えている可能性を示すシグナルと機能してしまうため、そのような行動は起こりにくいと考えられる。

²⁸ 具体的には、ある産業のある企業が不祥事に関与していれば、同業他社も同様に関与し

業他社)にも波及するためである(Jonsson, Greve, & Fujiwara-Greve, 2009; Paruchuri & Misangyi, 2015). このような不祥事の波及効果を踏まえると、直接的には不祥事に関与していないが、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は、この波及効果から逃れることを意図して、自社の潔白を示すためのシグナルを発すると考えられる。

この論理を援用すると、直接的には不祥事に関与していない同業他社は、自社の潔白を示すシグナルとして、株主総会を非集中日に開催するようになると考えられる。なぜなら、株主総会の活性化を志向する非集中日における株主総会の開催は、株主総会の無効化を意図して行われた利益供与事件とは反対に株主総会の活性化を意図しており、経営者の株主総会に対する積極的な姿勢を示すシグナルとして機能し得るためである。したがって、以下の仮説が導かれる。

仮説 3：同一産業内における利益供与事件の発生は、株主総会の集中日開催からの逸脱を促す。

2-3. 模倣的同型化

企業は、他社の行動を観察することを通じて、自社の意思決定に関する洞察を得ることができる。そのため、既存研究では、企業の意思決定において他社の行動が果たす役割に注目し、様々な知見が蓄積されてきた(Baum & Rowley, 2001; Festinger, 1954)。その中でも最も重要な知見の一つが模倣的同型化であり、そこでは、他社がある特定の行動をとっているという事実が、その行動をとる理由が何であれ、当該行動の社会的正当性を高めるために、他社と同じように行動することを促すことが主張される(DiMaggio & Powell, 1983; Lieberman & Asaba, 2006)。

このような企業行動の特性は、外国人株主と利益供与事件を起点にして生じた株主総会の集中日開催からの逸脱が自走し得ることを示唆している。なぜなら、外国人株主あるいは利益供与事件のどちらを起点にその逸脱が生じたかにかかわらず、ある企業が逸脱しているという事実そのものが、模倣的同型化を通じて、さらなる逸脱を引き起こすと考えられるためである。したがって、以下の仮説が導かれる。

ているだろうと、確たる証拠が存在しない中で利害関係者が推察するプロセスを指す。

仮説 4：集中日開催からの逸脱の増加は、株主総会の集中日開催からの逸脱を促す。

3. 分析手法

3-1. サンプルとデータ

本章では、前節で提示された仮説を検証するために、1995年に東京証券取引所第一部・第二部に上場していた1701社のうち、株主総会を集中日に開催していたデータ入手可能な企業1222社を対象に、1995年から2004年の株主総会に関するデータを分析する。1995年は最も高い集中度が記録された年である一方（東京証券取引所，2014），2004年は株主総会の分散化の傾向が定着したと考えられている年である。実際、『株主総会白書 2004年版』では、「総会集中日離れが定着し、株主による発言は当然のものとなり、株主を重視した総会運営が常識化している（p.3）」と記述されている。なお、本章で用いる株主総会に関するデータは商事法務が発行する『資料版商事法務』、財務および株価に関するデータは日経 NEEDs の『Financial Quest』、経団連に関するデータは東洋経済新報社が発行する『役員四季報 上場会社版』および日本経済団体連合会が発行する『経団連タイムス』より収集した。

3-2. 従属変数と分析モデル

本分析の従属変数は、株主総会の非集中日への移動であり、前年に株主総会を集中日に開催していた企業が、翌年に非集中日に開催した場合は1、そうでない場合は0と定義される。ただし、決算期の変更に伴って生じる非集中日への移動は、分析対象から除外している²⁹。また、分析手法には、離散時間ロジットモデルを利用したイベント・ヒストリー分析を用いた(Allison, 1984; Yamaguchi, 1991)。この分析手法は、株主総会の非集中日への移動のように、複数企業において同時期にイベントが生じるような場合に適切な分析手法とされている(Sanders & Tuschke, 2007)。

²⁹ 図 2 (b) に示されているように、分析対象期間における決算期の変更は少数であり、このことが本章の分析の結論に大きな影響を及ぼす可能性は低いと考えられる。

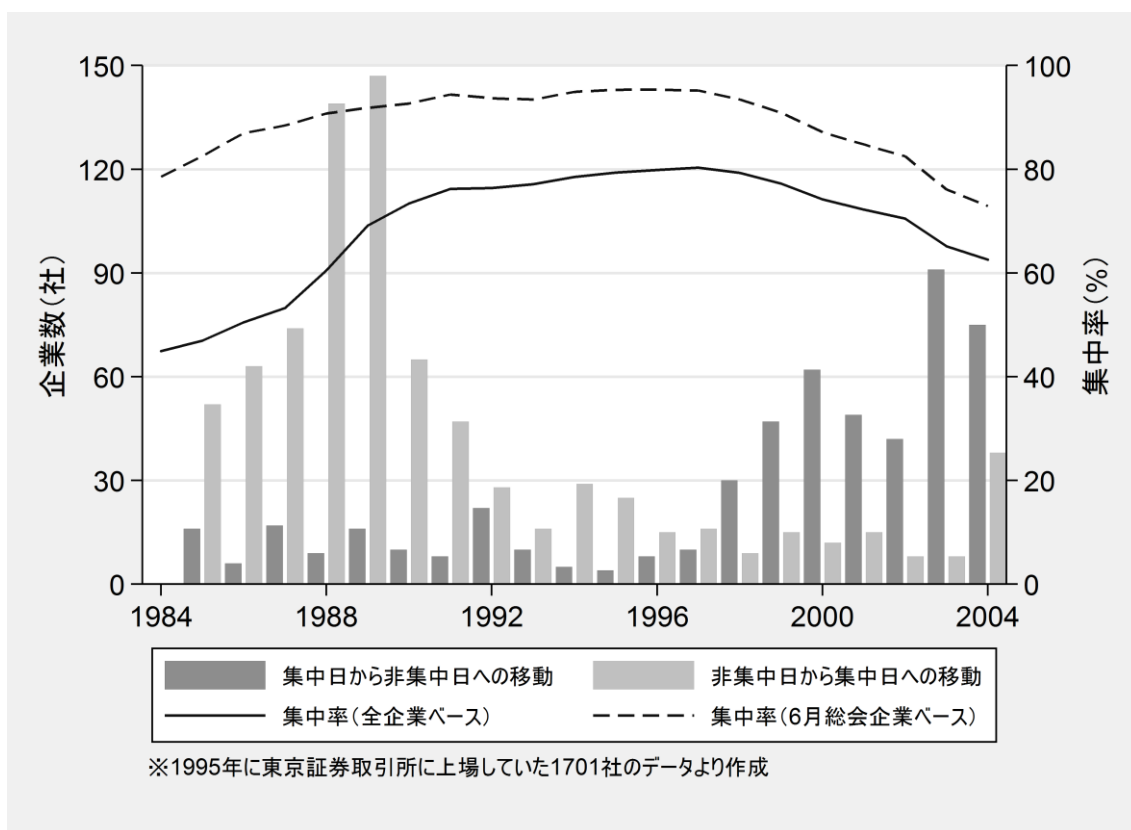
3-3. 独立変数と統制変数

仮説 1 を検証するために、外国人株主持株率（総株式数に占める外国人株主が保有する株式の百分率）を作成した。また、仮説 2 を検証するために、利益供与関与企業ダミー（ある年に利益供与に関与した企業に 1，そうでない場合に 0）を、仮説 3 を検証するために、産業内利益供与事件数（ある年に同一産業内において発覚した利益供与事件数）を作成した。仮説 4 を検証するために、累積移動企業数（1995 年以降に集中日から非集中日へ移動した企業の累積数の対数値）を作成した。

また、代替的な説明を考慮するために、以下の統制変数をモデルに含めている。まず、基本的な企業特性を統制するために、総株主数（対数値）、総資産（対数値）、組織年齢（対数値）を作成した。次に、企業パフォーマンスを考慮するために、ROA（当期純利益÷資産）、最終赤字ダミー（赤字であれば 1，そうでなければ 0）、トービンの Q（（負債+株式時価総額）÷資産）を作成した。株主構成の影響を考慮するために、国内法人持株率（国内金融機関および事業会社が保有する株式の百分率）および上位 10 株主集中率（上位 10 株主が保有する株式の百分率）をモデルに含めている。組織フィールドの中心に位置する企業が既存の経営慣行から率先して逸脱していった可能性を考慮するため、1991 年以降に経団連（2002 年以前は日経連も含む）の会長・副会長を経験した企業は 1，そうでない場合 0 となる経団連役職経験ダミーを作成した。また、利益供与罪の法定刑の引き上げと利益供与要求罪の新設がなされた 1997 年の商法改正（1997 年 12 月 23 日施行）の影響を統制するために、1998 年以後であれば 1，そうでなければ 0 という 1998 年改正ダミーも作成した。最後に、産業の効果を統制するために、産業ダミーもモデルに含めているが、紙幅の都合上、産業ダミーの係数は分析結果の表に示していない。また、全ての独立変数は 1 年間のラグをとっている³⁰。

³⁰ ただし、企業パフォーマンスは、株主総会にて報告されるものが開催日に関する意思決定に影響を与えると考えられるため、1 年間のラグをとっていない。したがって、ある企業が t 年度の決算を t+1 年 3 月に行い、t+1 年 6 月に株主総会を開催する場合、t+1 年 6 月の株主総会を説明する企業パフォーマンスは、t+1 年 3 月の決算時のものとなる。

図 7. 株主総会開催日移動企業数と集中日の集中度（1984-2004 年）



4. 分析結果

図 7 は、1995 年に東京証券取引所第一部・第二部に上場していた 1701 社における 1984 年から 2004 年までの非集中日への移動企業数、集中日への移動企業数、集中日の集中度の経時的推移を示している。図 7 から、1990 年代前半までは、非集中日から集中日へ移動する企業が多かったものの、1990 年代中頃以降には、集中日から非集中日への移動が増加し、その結果として、集中日の集中度が低下していることが読み取れる。また、表 4 には記述統計量と変数間の相関関係を示している。

表 4. 記述統計量と相関係数

	平均	標準偏差	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) 非集中日への移動	0.03	0.17						
(2) 総株主数	9.16	1.12	0.03					
(3) 総資産	18.72	1.70	0.03	0.70				
(4) 組織年齢	4.07	0.30	-0.01	0.17	0.11			
(5) ROA	0.00	0.06	0.00	-0.00	0.06	-0.03		
(6) 最終赤字ダミー	0.27	0.44	-0.01	0.01	-0.06	0.04	-0.46	
(7) トービンの Q	0.66	0.23	-0.01	0.18	0.33	0.17	-0.32	0.23
(8) 国内法人持株率	64.41	13.14	-0.02	-0.06	0.25	0.06	0.09	-0.07
(9) 上位 10 株主集中度	44.35	13.68	0.02	-0.48	-0.42	-0.26	0.04	-0.02
(10) 経団連役員経験ダミー	0.02	0.15	0.04	0.33	0.27	0.08	0.01	-0.01
(11) 1998 年改正ダミー	0.67	0.47	0.11	0.03	-0.02	0.14	-0.07	0.12
(12) 外国人株主持株率	5.91	7.70	0.04	0.27	0.33	-0.04	0.11	-0.13
(13) 利益供与関与企業ダミー	0.00	0.05	0.05	0.10	0.10	0.02	-0.01	0.03
(14) 産業内利益供与事件数	0.02	0.19	0.03	0.05	0.10	0.03	-0.03	0.07
(15) 累積移動企業数	3.94	1.35	0.13	0.03	-0.03	0.18	-0.06	0.08
	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
(8) 国内法人持株率	0.11							
(9) 上位 10 株主集中度	-0.18	0.34						
(10) 経団連役員経験ダミー	0.06	0.01	-0.14					
(11) 1998 年改正ダミー	-0.05	-0.20	-0.04	0.01				
(12) 外国人株主持株率	-0.27	-0.17	-0.12	0.15	0.03			
(13) 利益供与関与企業ダミー	0.03	0.02	-0.04	0.11	0.02	0.03		
(14) 産業内利益供与事件数	0.07	0.03	-0.05	0.02	0.09	-0.01	0.19	
(15) 累積移動企業数	-0.06	-0.26	-0.05	-0.00	0.84	0.03	-0.00	-0.01

※ n=11769. 非集中日への移動企業数は 328 社.

表 5. イベント・ヒストリー分析の分析結果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
総株主数	0.104 (0.09)	0.144 (0.10)	0.101 (0.09)	0.105 (0.09)	0.083 (0.10)	0.151 (0.10)
総資産	0.088 (0.08)	0.027 (0.10)	0.079 (0.08)	0.087 (0.08)	0.090 (0.08)	-0.033 (0.10)
組織年齢	-0.373* (0.22)	-0.404* (0.22)	-0.387* (0.22)	-0.373* (0.22)	-0.748*** (0.23)	-0.848*** (0.24)
ROA	-0.506 (0.70)	-0.371 (0.69)	-0.530 (0.70)	-0.524 (0.70)	-0.428 (0.68)	-0.261 (0.66)
最終赤字ダミー	-0.282** (0.13)	-0.278** (0.13)	-0.294** (0.13)	-0.293** (0.13)	-0.222* (0.13)	-0.245* (0.13)
トービンの Q	-0.146 (0.32)	-0.032 (0.34)	-0.160 (0.32)	-0.151 (0.32)	-0.014 (0.31)	0.174 (0.33)
国内法人持株率	-0.006 (0.00)	-0.003 (0.01)	-0.006 (0.00)	-0.006 (0.00)	0.002 (0.01)	0.008 (0.01)
上位 10 株主集中度	0.018*** (0.01)	0.018*** (0.01)	0.018*** (0.01)	0.018*** (0.01)	0.014*** (0.01)	0.013*** (0.01)
経団連役員経験ダミー	0.894*** (0.29)	0.889*** (0.29)	0.843*** (0.29)	0.887*** (0.29)	0.974*** (0.30)	0.921*** (0.30)
1998 年改正ダミー	2.552*** (0.27)	2.559*** (0.27)	2.545*** (0.27)	2.541*** (0.27)	1.141*** (0.34)	0.999*** (0.34)
外国人株主持株率		0.010 (0.01)				0.018** (0.01)
利益供与関与企業ダミー			1.253** (0.55)			1.460** (0.61)
産業内利益供与事件数				0.208 (0.19)		0.414** (0.20)
累積移動企業数					0.598*** (0.08)	0.654*** (0.08)
定数項	-7.302*** (1.46)	-6.717*** (1.60)	-7.039*** (1.46)	-7.270*** (1.46)	-7.584*** (1.49)	-6.210*** (1.62)
産業ダミー	○	○	○	○	○	○
Log-likelihood	-1443.69	-1442.98	-1441.18	-1443.16	-1411.68	-1403.63
LR Chi-square	198.04	200.02	205.69	199.01	263.59	276.55

※ n=11769. * p<.1; ** p<.05; *** p<.01. 括弧内はロバスト標準誤差.

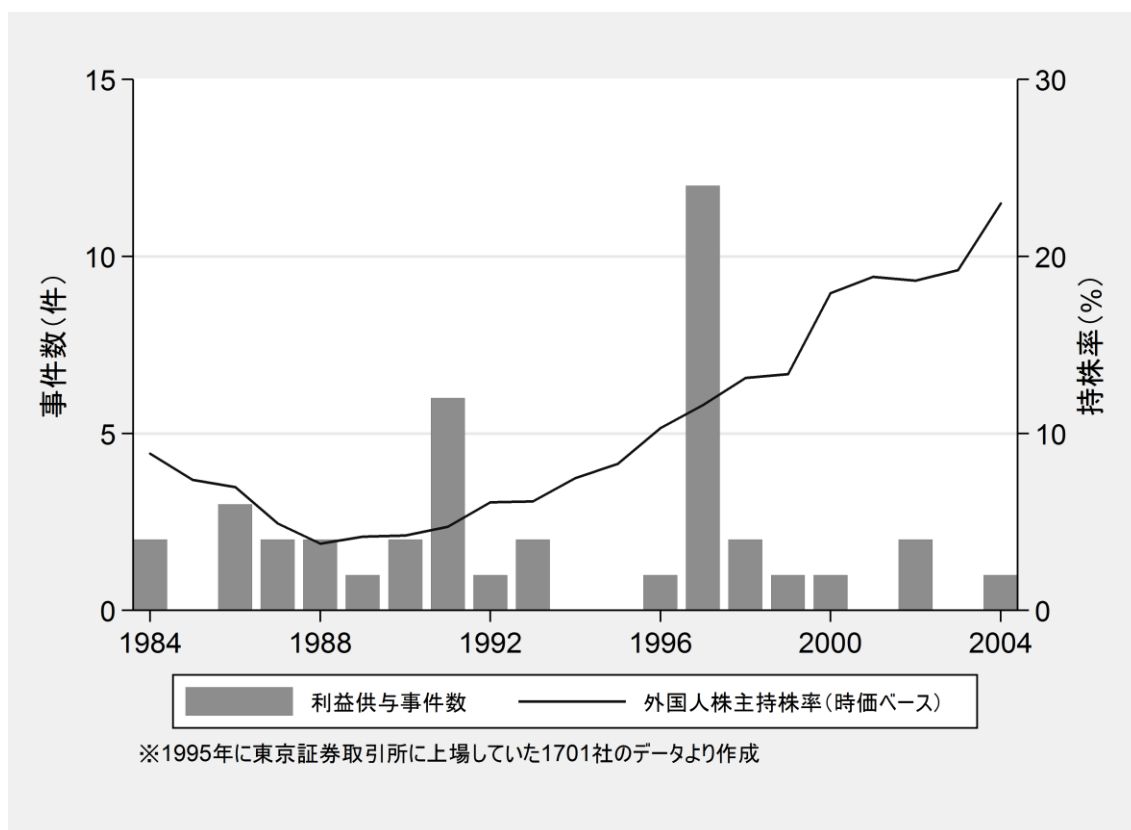
表 5 はイベント・ヒストリー分析の分析結果である。モデル 1 は、統制変数のみで推計を行い、モデル 2 以降で独立変数の影響を分析している。以下では、全ての変数が含まれているモデル 6 の分析結果を検討していく。統制変数に関しては、組織年齢・最終赤字ダミーが負に有意で、上位 10 株主集中度・経団連役員経験ダミー・1998 年改正ダミーが正に有意であった。独立変数に関しては、まず、外国人株主持株率は正に有意 (OR=1.018, $p < 0.05$) であり、仮説 1 は支持されたといえる³¹。次に、利益供与関与企業ダミーは正に有意 (OR=4.304, $p < 0.05$)、産業内利益供与事件数は正に有意 (OR=1.513, $p < 0.1$) であり、仮説 2 と仮説 3 も支持されている。最後に、累積移動企業数は正に有意 (OR=1.923, $p < 0.01$) であり、仮説 4 と整合的である。また、尤度比検定 (likelihood ratio test) を行ったところ、統制変数のみのモデル 1 よりも、本章の仮説で提示された独立変数を加えたモデル 6 の方が、より適切なモデルであることが支持された ($\chi^2=80.12$, $p < 0.01$)。

5. 分析結果の解釈と追加分析

前節における分析結果は、(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) 利益供与事件の発生は、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を示している。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と解釈することができる。

³¹ オッズ比 (OR) は、ロジットモデルの係数の解釈を直感的にわかりやすいものとするが、その解釈にはいくつか留意すべき点がある。詳細は Hoetker, 2007 を参照。

図 8. 外国人持株比率と利益供与事件数の経時的推移



ここで、外国人株主持株率の経時的推移（図 8）をしてみると、1990 年代中頃以降、上昇しており、同時期に集中日開催からの逸脱が生じたという分析結果と集計レベルでも整合的である。その一方、もう一つの逸脱の起点である利益供与事件数の経時的推移（図 8）を見てみると、1990 年代中頃以降と同程度の利益供与事件がそれ以前にも発生していることがわかる。このことは、1990 年代中頃以前にも利益供与事件が発生していたにも関わらず、そのときには集中日開催からの逸脱は生じなかった可能性を示唆している。実際、1994 年までに利益供与事件に関与した企業 24 社のうち、株主総会を 6 月に開催していた東京証券取引所第一部・第二部上場企業 9 社のすべてが、利益供与への関与が発覚した後も数年間にわたって集中日に株主総会を開催し続けている³²。

それでは、なぜ 1990 年代中頃以降になってはじめて、利益供与事件の発生は企業行動に

³² また、前節と同様の分析を、1984 年から 1994 年を分析対象期間にして行ったところ、仮説 2 に加え、仮説 3 において議論された影響も確認されなかった。

影響を与えるようになったのであろうか。この現象へのあり得る説明として、1990年代中頃を境に、利益供与という企業不祥事に対する世の中の認識が変わり、その変化を受けて、企業行動が変わった可能性を指摘することができる。既存研究において指摘されているように、どのような行動が不祥事と解釈されるかの基準は時代ごとに社会的に構築されるものであり、常に明確な線引きが存在するわけではない。つまり、ある時代では問題がある行為と当然視されることが、必ずしも他の時代においても同じように解釈されるわけではないのである(Greve et al., 2010)。この議論に従えば、昭和56年商法改正以降、利益供与は法的には違法とされていたのであるが、1990年代中頃以降になってはじめて、それが社会的に問題がある行為として経営者が認識するようになり、その結果として、不祥事の発生に対して、企業は何かしらの行動をとらざるを得ない状況になった可能性が考えられる。

そこで以下では、間接的にはあるが上記の議論の妥当性を確認するために、1990年代中頃前後において、利益供与事件に対する株式市場の反応がどのように変化したかを分析し、1990年代中頃を境に利益供与に対する世の中の認識が変化した可能性を検討する。具体的には、イベント・スタディ法を用いて、1984年～1993年の間に発生した22件の利益供与事件に関与した企業の事件後の株価と1996年～2004年の間に発生した20件の利益供与事件に関与した企業のそれを比較することで³³、どちらの期間において、株式市場の反応がより大きかったかを明らかにする。ここで、イベント・スタディ法とは、予期せぬイベントが株価に与える影響を測定するための分析手法の一つであり(McWilliams & Siegel, 1997)、企業不祥事を扱った研究でしばしば利用される(例えば、Paruchuri & Misangyi, 2015)。このアプローチでは、(1)ある特定のイベントに関与した企業の株式の推定収益率を算出し、(2)それを当該企業のイベント公表日における実際の収益率と比較して異常収益率(AR)を算出し、(3)分析期間における異常収益率を足し合わせ、分析期間における各企業の累積異常収益率(CAR)を算出する³⁴。

³³ 2015年までに発覚した利益供与事件は47件であるが(1984年の伊勢丹が最初で、2004年の西武鉄道が最後)、日興酸素(1991年)と北海道振興(1990年)の2件は株価データの欠損のために、三菱自動車(1998年)、三菱電機(1998年)、三菱商事(1998年)の3件は、数ヶ月前にも同社による利益供与への関与が発覚しており、当該事件の影響を独立して捉えることが困難であるために、分析対象から除外した。

³⁴ イベント・スタディ法の手続きに関する詳細は補遺Cを参照。

表 6. イベント・スタディの分析結果

分析期間	全期間		①1984年～1993年		②1996年～2004年		①-②	
	CAR	t 値	CAR	t 値	CAR	t 値	CAR	t 値
[0]	-2.49	-3.44 ***	-1.14	-2.62 ***	-3.98	-2.87 ***	2.84	2.03 **
[0, 1]	-2.39	-3.02 ***	-0.53	-0.69	-4.44	-3.40 ***	3.90	2.63 **
[-1, 1]	-2.91	-3.72 ***	-1.29	-1.29	-4.70	-4.24 ***	3.41	2.28 **
[0, 2]	-3.08	-3.17 ***	-1.61	-1.77 *	-4.69	-2.71 **	3.07	1.61 *
[-2, 2]	-4.38	-3.61 ***	-2.95	-2.19 **	-5.94	-2.90 ***	2.99	1.24
[0, 3]	-3.18	-2.94 ***	-1.60	-1.44	-4.92	-2.63 **	3.32	1.56 *
[-3, 3]	-4.73	-3.53 ***	-2.60	-1.56	-7.07	-3.44 ***	4.48	1.71 **

※1. n=42. * p<.1; ** p<.05; *** p<.01.

※2. 分析期間[0]はイベント発生日のみ, [0, 1(2, 3)]はイベント発生日～イベント発生から1(2, 3)日後まで, [-1(-2, -3), 1(2, 3)]はイベント発生日 1(2, 3)日前～イベント発生から1(2, 3)日後まで, の期間を指す.

表 6 は, イベント・スタディ法の分析結果を示している. ① (1984年～1993年) の CAR をみると, 分析期間[0], [0, 2], [-2, 2]においてのみ統計的に有意な水準で負である一方, ② (1996年～2004年) では, 全ての期間を通じて, 統計的に有意な水準で負である. このことは, ①においては, 利益供与の発覚と株価の下落の関係が相対的に弱いことを示唆している. また, ①と②の CAR の間に, 統計的に有意な差異が存在するか否かを確認したところ (①-②), 分析期間[-2, 2]以外の全てで, 統計的に有意な水準において, ②の CAR の方が①のそれよりも小さいこと, すなわち, ②における株価の下落の方が①よりも大きいことが確認された.

以上の分析結果より, 同じ利益供与という不祥事に関与した企業であっても, 1990年代中頃以後の方が, それ以前よりも, より大きな経済的制裁を受けていることがわかる. このことは, 間接的にはあるが, 1990年代中頃以降になって, 利益供与という企業不祥事がより深刻な問題であると社会的に認識されるようになったことを示している. したがって, 本節の分析結果は, 1990年代中頃以後になって不祥事の発生に対して企業がシグナリング行動をとるようになったのは, 当該不祥事に対する認識の変化が 1990年代中頃以降になって変わったことに起因している可能性を示唆している.

6. おわりに

本章ではこれまでに, 日本企業による株主総会の集中日開催からの逸脱という事例を用

いて、既存の経営慣行からの逸脱を規定する要因を明らかにした。そこでの発見は、既存研究に対していくつかの示唆を与え得るものである。まず、既存研究では、日本のコーポレート・ガバナンス改革（主に、取締役会改革）において外国人株主の重要性がしばしば指摘されてきたが(Yoshikawa et al., 2007)、本研究では、株主総会改革の一つである開催日の分散化という事例においても、外国人株主がその契機となっていたことを明らかにしている。このことは、日本企業の株主総会に関しては、株主提案(Yeh, 2014)や長時間総会(Hilary & Oshika, 2006)に関する実証研究は存在するものの、開催日に関する実証研究はほとんど蓄積されていない現状を踏まえると、非常に基本的なことであるが実証的に重要なものであると考えられる。

加えて、本章の分析において、経団連役職経験ダミーが正に有意であったことは、興味深い発見である。新しい経営慣行の導入あるいは既存の経営慣行からの逸脱に関する議論においては、導入や逸脱のきっかけを中心（central）組織がつくるのか、あるいは周辺（peripheral）組織がつくるのかは、しばしば議論される論点である(Greenwood & Suddaby, 2006; Leblebici, Salancik, Copay, & King, 1991; Phillips & Zuckerman, 2001; Sherer & Lee, 2002)。本章の実証分析の結果は、経団連において会長・副会長を経験した企業ほど、集中日開催から逸脱する傾向があることを示しており、中心組織が逸脱のきっかけをつくっていたと解釈することができる。

このような発見は、日本企業におけるコーポレート・ガバナンスに関わる他の経営慣行の普及における発見事実とも整合的である。例えば、1997年に初めて導入され、その後に多くの日本企業に普及した執行役員制度を最初に導入したのはソニーであったし、2002年の商法改正において導入された委員会設置会社に関しても、即座に導入を決定したのはソニーをはじめ、東芝・三菱電機・日立製作所といった日本の中心企業であった(Chizema & Shinozawa, 2012; Yoshikawa et al., 2007)。したがって、日本企業におけるコーポレート・ガバナンスに関わる経営慣行の普及は、既存のやり方にとらわれない周辺組織が推し進めたというよりはむしろ、中心組織が主要な役割を担ってきたと考えられる。このことは、日本における新しいコーポレート・ガバナンスに関わる経営慣行の普及においては、周辺組織がもたらす当該経営慣行の新規性というよりはむしろ、中心組織が付与するその正当性が重要であったことを示唆している。

次に、本章の分析では、組織による逸脱行動を説明する要因として、企業不祥事に注目している。組織の逸脱行動に与える影響を検討した既存研究では、不祥事に直接的に関与

した企業が、その汚名を濯ぐために、自社の自浄作用を示すシグナルを発することは議論されてきたが(Gomulya & Boeker, 2014)、直接的に関与していない同業他社が、自社の潔白を示すためのシグナルを発することはこれまで検討されてこなかった。この意味で本章は、逸脱行動を誘引する要因の一つとして企業不祥事に注目することで、既存研究に貢献することできていると思われる。

また、本章における時代依存的な企業不祥事の影響を示す分析結果は、1990年代中頃を境に、日本企業において、企業不祥事（あるいは、より一般的に、コーポレート・ガバナンス）に対する制度ロジックが転換した可能性を示唆している。ここで、制度ロジックとは、ある制度環境下において「当たり前」と考えられている一連の行動様式のことを指す³⁵。1990年代中頃以前まで、利益供与への関与は確かに法律上は違法であると認識されていたが、その後の企業行動に影響を与えるほど深刻な問題であるとは認識されていなかった。しかしながら、1990年代中頃以降は、利益供与に直接的に関与した企業のみならず直接的に関与していない同業他社までも、利益供与事件の発生後にシグナリング行動をとるようになっていた。このことは、1990年代中頃を境に、不祥事に対して企業がとるべきであると社会的に考えられている「当たり前」の行動が変わった可能性を示唆している。

このような貢献がある一方、本章の議論では、集中日開催からの逸脱についてしか議論できていない。図7からわかるように、2004年に非集中日から集中日に移動する企業が増加している。このような集中日への回帰という現象はどのように生じているのであろうか。次章では、この集中日への回帰という現象を引き起こす要因について検討する。

³⁵ 制度ロジックの詳細は、第7章において再度議論する。

第5章 集中日開催への回帰

1. はじめに

企業は、消費者・政府・投資家・地域コミュニティーといった様々な利害関係者からの制度的圧力に直面している(Davis & Useem, 2002)。ここで、制度的圧力とは、特定の行動をとることを個人あるいは組織に求める環境レベルにおける圧力を指す。その中でも特に、近年において注目を集めている制度的圧力の一つが、株主価値経営を推し進める制度的圧力であり、その圧力の下で経営者は、株主の利益を最優先に考え、株主価値を最大化することを目的に企業経営を担うことが求められている(Davis & Thompson, 1994; Mallin, 2016; Useem, 1996)。この株主価値経営という考え方は、1990年代以降に世界中で広まってきたものであり、こうした傾向は、世界各国におけるコーポレートガバナンス・コードの普及からも伺い知ることができる(Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004, 2009; Cuomo, Mallin, & Zattoni, 2016)³⁶。

企業がこのような制度的圧力に対応する方法の一つは、株主志向の経営慣行を導入することである。株主志向の経営慣行は、株主価値経営が意味する抽象的な方針を具体的な行動に落とし込むことを可能とするため、そのような経営慣行を導入することで、企業は制度的圧力と整合的な経営を行っていることを対外的に示すことができるのである(Fiss, 2008)。実際に、多くの既存研究で、株主価値経営を推進する制度的圧力が高まるにつれ、世界各国において、それに則した経営慣行が普及してきたことが示されている。具体的には、米国における投資家向け広報(IR)部門や最高財務責任者(CFO)職(Rao & Sivakumar, 1999; Zorn, 2004)、カナダにおける取締役会改革(Shipilov et al., 2010)、ドイツにおけるストック・オプションや役員報酬の個別開示(Chizema, 2008, 2010; Sanders & Tuschke, 2007)、韓国における社外取締役の選任や成果連動型報酬制度(Chizema & Kim, 2010; Kang & Yanadori, 2011)、日本におけるストックオプションや委員会設置会社の導入(Chizema & Shinozawa, 2012; Geng, Yoshikawa, & Colpan, 2016)などがあげられる。

このように既存研究では、株主志向の経営慣行がどのように導入されてきたかに関して様々な知見が蓄積されてきた。しかしながら、導入後にその経営慣行は維持されることを前提にしてきたために、いったん導入した経営慣行を止めて以前のやり方に回帰するとい

³⁶ コーポレートガバナンス・コードに関しては、補遺 A を参照。

った問題はあまり議論されてこなかった。これは、株主価値経営を推し進める制度的圧力は非常に強力で、経営者はこの圧力に抗うことができず、株主志向の経営慣行を維持し続けるしかないという考えが暗黙的に想定されてきたためである(DiMaggio & Powell, 1983; Fiss, 2008; Mizruchi & Fein, 1999)。つまり、制度的圧力が企業行動を制約する側面を強調することによって、既存研究は、株主志向の経営慣行の普及を一方向的で不可逆的なものであると捉えてきたのである。しかしながら、制度理論による説明ではしばしば見落とされる行為者の利害 (interests) (本章では具体的に、経営者の利害) を考慮すると、株主志向の経営慣行は導入後に必ずしも維持されるとは限らない。なぜなら、経営者の利益はしばしば、株主の利益を最優先にすることを求める制度的圧力が要求する行動と両立しないことがあり、経営者は自身の利益を優先し、いったん導入した株主志向の経営慣行を止めて以前のやり方に回帰してしまうかもしれないためである。

このように、本章では、経営者の利害という視点を取り入れることを通じて、株主志向の経営慣行の普及プロセスは、制度的圧力によって全てが規定される、一方向的で不可逆的なものではなくむしろ、経営者が制度的圧力と自身の利益との兼ね合いを通じて、以前のやり方への回帰も含む行ったり来たりのプロセスである可能性を検討する。具体的には、業績の低迷や株主からの批判の増加といった、経営者にとって好ましくない状況において、経営者の利益と制度的圧力が要求する行動との不一致が顕著となり、以前のやり方への回帰が生じることを明らかにする。さらに、このような関係性は、意思決定における行為者 (経営者) の裁量の程度によって強化されたり緩和されたりすることも明らかにする。

上記の議論を検証するために、本章では、2001年から2014年における集中日開催への回帰という現象を取り上げる。第2章および第4章で議論した通り、1990年代中頃までは、日本企業の株主総会は通常、集中日にいっせいに開催されていたため、複数の企業の株式を保有する株主は、それぞれの投資先の株主総会に参加することはできなかった。しかしながら、1990年代後半以降、日本企業は株主総会を開かれたものとするために、株主総会を集中日に開催することをやめ、非集中日に開催するようになったのであった。しかしながら、非集中日に株主総会を開催するようになった日本企業の中には、非集中日に開催し続けた企業がいた一方で、後に集中日に回帰する企業も存在した。本章では、株主総会の非集中日開催を株主志向の経営慣行の一つと捉え、非集中日に株主総会を開催するようになった企業が、どのようなときに集中日開催という株主を軽視するようなやり方に回帰するかを検討していく。

2. 仮説の導出

2-1. 制度的圧力と経営者の利害

制度理論は、利害関係者からの制度的圧力が、企業行動にどのような影響を与えるかを検討する際の理論的基礎を提供するものであり、株主志向の経営慣行の普及研究において頻繁に援用されてきた理論である(Fiss, 2008)。制度理論によれば、制度的圧力に直面する企業は、その制度的圧力に即した経営慣行を導入することで、それを受け入れていることを対外的に示すことができるという(DiMaggio & Powell, 1983; Mizruchi & Fein, 1999)。実際に、この論理に沿うかたちで、多くの既存研究において、株主価値経営を推進する制度的圧力に応じて、株主志向の経営慣行が導入されてきたことが明らかにされている(例えば, Chizema & Shinozawa, 2012; Fiss & Zajac, 2004; Rao & Sivakumar, 1999; Sanders & Tuschke, 2007)。

これらの既存研究は、企業による株主志向の経営慣行の導入に注目してきたのであるが、いったん導入した経営慣行を止めて以前のやり方に回帰するといった問題はこれまでにあまり議論されてこなかった。既存研究では、制度的圧力が企業行動を制約する側面を強調し、経営者は制度的圧力に翻弄されるのみという過大社会化された行為者を前提としてきたため(DiMaggio & Powell, 1983; Fiss, 2008; Granovetter, 1985; Mizruchi & Fein, 1999)、企業は株主志向の経営慣行を維持し続けるしかないと考えられてきたのである。しかしながら、制度理論による説明では見落とされがちな経営者の利害を考慮すると、株主志向の経営慣行は導入後に必ずしも維持されるとは限らない。なぜなら、経営者の利益はしばしば、株主の利益を最優先にすることを求める制度的圧力が要求する行動と両立し得ないことがあるためである。

株主価値経営を推進する制度的圧力の下で、株主によって所有される存在である企業は、その株主のために株主価値を最大化することを唯一の目標として経営されるべきであるとされ、経営者は、株主の利益に基づいて企業を経営することが期待されている(Ahmadjian & Robbins, 2005; Zajac & Westphal, 2004)。しかしながら、経営者は株主よりも当該企業のこと精通していることに加え、株主が常に経営者の行動を監視しているわけではないため、株主の利益よりも自身の利益を企業行動に反映させることができる。いわゆる、エ

ージェンシー問題である(Berle & Means, 1932; Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976). そこで, エージェンシー理論は, 経営者が誰の利益に基づいて企業を営んでいるかを, 株主が常に監視することができない状況において, 経営者は, 株主の利益ではなく, 自身の利益を優先させると予測するのである(Dalton et al., 2007; Eisenhardt, 1989).

実際に, 既存研究では, この予測と整合的な実証分析の結果が蓄積されてきた. 具体的には, 自身にとって都合の悪い状況に直面する経営者は, 様々な手段を通じて, 自身の利益を優先し株主の利益を軽視した行動をとる傾向があることが示されてきた. 例えば, 自身にとって都合の悪い事案や低迷する業績に対する非難をかわすために, 経営者は, その原因を自身でコントロールできる内的な要因ではなく, 自身でコントロールできない外的な要因に帰属させたり(Bettman & Barton, 1983; Salancik & Meindl, 1984; Staw, McKechnie, & Puffer, 1983), 関係ない情報を意図的に追加することで, その都合の悪い事案を単独では株主に評価されないようにしたり(Elsbach, Sutton, & Principe, 1998; Graffin, Carpenter, & Boivie, 2011; Graffin, Halebian, & Kiley, 2016), また, その都合の悪い案件を株主に気付かれないように隠したりさえすることが知られている(Abrahamson & Park, 1994; Kothari, Shu, & Wysocki, 2009; Li, 2008).

このような経営者の行動は, 株主総会開催日というコンテキストにおいても生じ得るものである. 株主総会では, 株主が経営者に対して事業運営に関する懸念を表明することができ, 必要であればそれを改善することを求めることができる. そのため, より多くの株主がそのような機会を活用することを可能とする株主総会の非集中日開催は, 株主の利益となるものである. その一方, 非集中日開催は, 必ずしも経営者の利益と一致するものとはならない. なぜなら, 経営者は株主からの質問に答えなければならず. 経営者にとって都合の悪い事案があったり, 株主が徹底的に質問したりした場合, 株主総会は紛糾する可能性があり, このような場合, メディアやアクティビスト株主の関心を集め, 経営者の名声を多かれ少なかれ傷つける可能性があるためである(Dimitrov & Jain, 2011; Li & Yermack, 2016). したがって, 株主総会の集中日開催は, 株主総会への参加を阻止することでそのような懸念を取り除くことを可能にするのであり, 経営者が直面する状況によっては, 彼らの利益と一致し得るのである.

それでは, どのような場合において, 経営者が自身の利益を優先させ, 集中日開催への回帰を促すのであろうか. 以下では, 業績と株主からの批判という2つの要因について検

討していく。

2-1-1. 業績

コーポレート・ガバナンスの既存研究では、業績の悪い経営者は、株主の利益に反する利己的な行動をとる傾向があることが知られている(Depoers & Jeanjean, 2012; Kothari et al., 2009; Li, 2008)。具体的に、情報開示について考えてみると、業績の悪い企業の株主は、株式を売却するか否かの判断を下すためにより多くの情報を必要としているにもかかわらず、当該企業の経営者は、追加的な情報開示が株主の機嫌を損ねるかもしれないことを恐れて、なるべく情報を開示せずにやり過ごそうとするのである。

実際に、このような業績の悪い企業における経営者の行動は、既存研究において確認されている。例えば、Depoers & Jeanjean (2012)は、業績が良いときあるいは改善しているときには、経営者は情報公開に積極的であるが、業績が悪いときには、以前に公開していた情報を公開しなくなるといったように、情報公開に消極的になることを明らかにしている。同様の議論として、Li (2008)は、業績が悪い企業の年次報告書は、業績が良い企業に比べ、より複雑で読みにくいことを明らかにしている。すなわち、業績が悪化するにつれ、経営者は株主に対する情報開示に対して消極的となり、できるだけそれを回避しよう試みるのである。

この論理を援用すると、株主が業績に満足しているとき、株主総会で議論が紛糾する可能性が低いことに加え、経営者は株主の前で自身の功績を披露するインセンティブさえある。したがって、株主総会を集中日に開催する必要はあまりない。対照的に、株主が業績に満足していないとき、株主は業績悪化の理由を問い質すと予想されるため、株主総会が紛糾する可能性がある。株主総会の紛糾は、メディアやアクティビスト株主の関心を集め、経営者の名声を多かれ少なかれ傷つける可能性があることを踏まえれば、集中日開催へ回帰することで、経営者は多くの株主の前での業績の説明を回避することを試みると考えられる。したがって、以下の仮説が導かれる。

仮説 1：業績の低下は、集中日への回帰を促す。

2-1-2. 株主からの批判

コーポレート・ガバナンスの行動理論 (behavioral theory of corporate governance) では、経営者の行動は利害関係者との社会的関係の下に形成されるので、コーポレート・ガバナンスに関わる意思決定を規定する要因を解明するには、社会的関係性の効果を考慮する必要があると主張される(Westphal, 1999; Westphal & Zajac, 2013)。コーポレート・ガバナンスの既存研究において、経営者と利害関係者の社会的関係性に対しては、これまであまり注目されてこなかったが、近年の研究では、利害関係者との社会的関係性が経営者の行動を形成していくプロセスが解明され始めており、その一つに、負の互惠性 (negative reciprocity) あるいは仕返し (retaliation) がある(Chen & Matsumoto, 2006; Shani & Westphal, 2016; Westphal & Clement, 2008; Westphal & Deephouse, 2011; Westphal & Zajac, 1997)。

負の互惠性とは、非友好的な行動に対して、行為者が意地の悪い態度や厳しい態度をとる傾向を指す(Fehr & Gächter, 2000)。こうした行動は、経営者と利害関係者の関係性において生じ得るものであり、特に、経営者は自身を批判した利害関係者に対してこうした行動をとると考えられる。なぜなら、利害関係者からの批判は、企業あるいは自身の評判を低下させる可能性があるという意味で非友好的であると解釈できるためである。実際に、経営者と利害関係者の関係性が経営者の行動に与える影響を検討した Westphal とその同僚たちによる一連の研究は、利害関係者による経営者への批判は、当該利害関係者に対する経営者の心証を害するため、経営者が彼らとの対話を回避することを促す傾向があることを明らかにしている。例えば、経営者は、自身に対して批判的な記事を執筆したジャーナリストとの対話を減らしたり(Shani & Westphal, 2016; Westphal & Deephouse, 2011)、自身が経営する企業の株式を格下げした証券アナリストからの電話会議における質問に答えるのを止めたりすることが知られている(Westphal & Clement, 2008)。これらの発見事実は、株主からの批判が、株主との対話に対する経営者の意欲を低下させる可能性を示唆している。

株主総会において、株主は経営者に質問する機会が与えられており、その多くは、現状の企業経営に対する不満である(Dimitrov & Jain, 2011; Li & Yermack, 2016)。そのため、株主総会における質問でのやりとりの中で、株主からの批判を多く受けた場合、経営者は株主との対話に対する意欲を失う可能性がある。したがって、そのような場合に経営者は、

集中日に株主総会を開催することを通じて、このような批判をかわそうとすると考えられる。そこで、以下の仮説が導かれる。

仮説 2：株主からの批判の増加は、集中日への回帰を促す。

2-2. 経営者の裁量

ここまで、業績の低下と経営者からの批判の増加が、集中日開催への回帰を促し得ることを議論してきたのであるが、必ずしも全ての経営者が同じようにこのような行動をとれるわけではない。なぜなら、経営者が自身の利益を優先できるか否かは、経営者の裁量に依存するためである。たとえ、経営者が自身の利益を優先したくとも、その意思決定を下す裁量が彼らになければ、それはできないのである。そこで以下では、経営者の裁量に影響を与え得る、経営者による所有と取締役会の独立性という 2 つの要因が、仮説 1 および 2 において提示された関係性に与える影響を検討していく。

2-2-1. 経営者による所有

経営者による（株式の）所有は、他の株主に対する相対的な立場を高めるため、経営者にパワーを与え得るものである。実際に、Westphal と Zajac による一連の研究の中で、彼らは、パワーを有する経営者は、コーポレート・ガバナンスに関わる意思決定において、より自身の利益を優先させていることを明らかにしている (Westphal & Zajac, 1995, 1997; Zajac & Westphal, 1996)。そのため、より多くの株式を所有する経営者は、そうでない経営者に比べ、自身の意向を主要な意思決定に反映させることができるのである (Finkelstein, 1992; Finkelstein et al., 2009; Hambrick & Finkelstein, 1987)。

これらの研究に基づけば、経営者による所有は、株主総会開催日に関わる意思決定において、経営者が自身の利益を優先させる傾向を強化すると考えられる。したがって、仮説 1 および 2 では、業績不振に直面する経営者および株主から多くの批判にさらされている経営者は、集中日開催へ回帰する傾向があると主張したが、その傾向は、経営者が多くの株式を所有している場合に、より顕著になると考えられる。そこで、以下の 2 つの仮説が導出される。

仮説 3：経営者による所有が高まるにつれ、業績の低下が集中日への回帰に与える影響は大きくなる。

仮説 4：経営者による所有が高まるにつれ、株主からの批判の増加が集中日への回帰に与える影響は大きくなる。

2-2-2. 取締役会の独立性

経営者による所有が、経営者が自身の利益を優先することを可能にする要因であるのに対し、取締役会の独立性は、そのような経営者の行動を抑制させる要因であると考えられる。ここで、取締役会の独立性とは、取締役会において社外取締役が占める割合を指す。社外取締役は、当該企業の事業運営に直接的に関与していないため、それを監督するのに適切な立場にあることに加え、社外取締役に対する評価は、当該企業の業績によって決まるため、適切に経営者を監督するインセンティブもある(Fama & Jensen, 1983)。したがって、取締役会の高い独立性は、経営者に対するより用心深い監督を促し、株主の利益を軽視するような行動を抑制すると考えられる (Baysinger & Hoskisson, 1990; Johnson et al., 1996; Zahra & Pearce, 1989)。このような主張は、既存の実証研究においても支持されており、例えば、独立性の高い取締役会は、情報公開により積極的であったり (Donnelly & Mulcahy, 2008)、業績の悪化に対する取締役会の感度を高めたりすることが知られている (Krause & Semadeni, 2014)。

上記の議論に沿って、本研究では、取締役会の独立性は経営者が自身の利益を優先させる行動を抑制すると考える。したがって、経営者がより独立性の高い取締役会によって監督されている場合は、業績の悪化に直面する経営者および株主から多くの批判にさらされている経営者は、集中日開催に回帰しにくくなると予想される。そこで、以下の2つの仮説が導出される。

仮説 5：取締役会の独立性が高くなるにつれ、業績の低下が集中日への回帰に与える影響は弱くなる。

仮説 6：取締役会の独立性が高くなるにつれ、株主からの批判の増加が集中日への回帰に与える影響は弱くなる。

3. 分析手法

3-1. サンプルとデータ

前節で提示された仮説を検証するために、2001年から2014年の間に東京証券取引所第一部・第二部に上場している企業のうち、株主総会を非集中日に開催している企業1364社を対象に分析を行った。なお、本章で用いる株主総会に関するデータは商事法務が発行する『資料版商事法務』、取締役会に関するデータは、各社の有価証券報告書および東洋経済新報社が発行する『役員四季報 上場会社版』、財務および株価に関するデータは日経 NEEDs『Financial Quest』より収集している。

3-2. 従属変数

本章の分析における従属変数は、集中日への回帰であり、 $t-1$ 年には株主総会を非集中日に開催していたが、 t 年には集中日に開催するようになった場合に1、そうでない場合に0と定義される。

3-3. 独立変数と統制変数

仮説1を検証するために、パフォーマンス・アスピレーション理論に関する既存研究に従い(Baum & Dahlin, 2007; Baum, Rowley, Shipilov, & Chuang, 2005; Greve, 1998; Shipilov, Li, & Greve, 2011)、業績(産業平均未満)と業績(産業平均以上)という2つの業績に関する変数を作成した。業績(産業平均未満)は、当該企業のROAが、産業平均を下回っていれば(当該企業ROA-産業平均ROA)の絶対値、それを上回っていれば0と設定され、業績(産業平均以上)は、当該企業のROAが、産業平均を上回っていれば(当該企業ROA-産業平均ROA)の絶対値、それを下回っていれば0と設定される。業績(産業平均未満)は、業績が悪い企業ほど数値が大きくなり、仮説1を検証する変数である。ま

た、業績（産業平均以上）は、業績が良い企業ほど数値が大きくなり、コントロール変数として分析に含めている³⁷。したがって、この変数が正に有意であれば、仮説 1 は支持されたことになる。

仮説 2 を検証するために、株主からの批判は、前年の株主総会における質問者数として変数化した。多くの場合、株主総会において株主は現状の企業経営に対する不満を表明することを踏まえれば、株主総会における質問者数が株主からの批判の程度を捉える変数となり得る。この変数の妥当性を確認するために、筆者は 2015 年 3 月から 6 月にかけて、日本企業 5 社の株主総会に実際に参加した。そこでは、上記の議論と整合的に、株主総会における株主の質問の多くは、業績不振、株主還元政策、取締役選任などに関する不満であった³⁸。

仮説 3 および 4 を検証するために、経営者による所有は、前年における経営者が保有する株式の百分率として変数化した。また、仮説 5 および 6 を検証するために、取締役会の独立性は、前年の取締役会における社外取締役比率として変数化した。

代替的な説明を考慮するために、本章の分析では、以下の統制変数をモデルに含めている。まず、基本的な企業特性を統制するために、総資産（対数値）と組織年齢（対数値）を作成した。次に、株主構成の影響を考慮するために、上位 10 株主集中度（上位 10 株主が保有する株式の百分率）および外国人株主持株率（外国人株主が保有する株式の百分率）をモデルに含めている。他社の行動の影響を統制するために、集中日からの移動企業数（2001 年以降に集中日から非集中日へ移動した企業の累積数）および集中日への回帰企業数（2001 年以降に非集中日から集中日へ移動した企業の累積数）を作成した。また、非集中日に移動してから経過した年数を経過年数としてモデルに含めている。最後に、年度の効果と産業の効果の統制のために、年ダミーと産業ダミーをモデルに含めている。ただし、紙幅の都合上、年ダミーと産業ダミーの係数は分析結果の表に示していない。表 7 は記述統計量と変数間の相関関係を示している。

³⁷ 業績に関わる変数は、株主総会にて報告されるものが開催日に関する意思決定に影響を与えると考えられるため、1 年間のラグをとっていない点に留意する必要がある。つまり、ある企業が t 年度の決算を $t+1$ 年 3 月に行い、 $t+1$ 年 6 月に株主総会を開催する場合、 $t+1$ 年 6 月の株主総会を説明する業績は、 $t+1$ 年 3 月の決算時のものを用いて変数を作成している。

³⁸ 具体的には、「実質無配といった経営状態に対する役員の問題はないのか」、「配当性向が低いがなぜ上げないのか」、「なぜ法令違反した企業から社外取締役を招くのか」といった質問がなされていた。

表 7. 記述統計量と相関係数

	平均	標準偏差	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
(1) 集中日への回帰	0.06	0.24					
(2) 総資産	18.06	1.52	-0.08				
(3) 組織年齢	4.01	0.51	0.01	0.06			
(4) 上位 10 株主集中度	48.27	14.86	-0.02	-0.23	-0.27		
(5) 外国人株主持株率	9.51	10.80	-0.05	0.51	-0.04	-0.14	
(6) 集中日からの移動企業数	8.58	10.72	0.01	0.03	0.01	0.03	0.10
(7) 集中日への回帰企業数	3.39	4.81	0.01	0.01	-0.02	0.04	0.08
(8) 経過年数	1.54	0.83	-0.24	0.03	0.04	0.04	0.07
(9) 経営者による所有	0.05	0.60	0.00	-0.04	-0.08	0.04	0.01
(10) 取締役会の独立性	0.08	0.12	-0.05	0.09	-0.07	0.12	0.19
(11) 業績（産業平均以上）	1.44	2.95	-0.01	-0.03	-0.12	0.10	0.12
(12) 業績（産業平均未満）	1.46	6.04	0.09	-0.12	-0.03	-0.03	-0.04
(13) 株主からの批判	2.30	3.65	-0.05	0.38	-0.12	-0.17	0.24
	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(7) 集中日への回帰企業数	0.93						
(8) 経過年数	0.09	0.12					
(9) 経営者による所有	-0.01	0.00	-0.01				
(10) 取締役会の独立性	0.04	0.05	0.12	-0.01			
(11) 業績（産業平均以上）	0.00	0.00	0.00	0.04	0.02		
(12) 業績（産業平均未満）	0.00	0.00	-0.03	0.00	0.04	-0.12	
(13) 株主からの批判	-0.02	-0.02	0.08	0.03	0.20	0.02	0.01

3-4. 統計分析

本章のサンプルには、非集中日に株主総会を開催している企業のみが含まれているが、そのような企業はランダムに分布しているわけではないため、サンプル・セレクション・バイアスの存在が考えられる(Bascle, 2008; Certo, Busenbark, Woo, & Semadeni, 2016). そこで、本章の分析は、ヘックマンのサンプル・セレクション・モデルを用いて分析を行った(具体的には、Stata 14の分析プログラム「heckprobit」を利用)。

まず、第1次モデル(セレクション・モデル)において、東京証券取引所第一部・第二部に上場する3月決算企業の全てを対象に、これらの企業が本章のサンプルに含まれる可能性を計算した。このとき、第1次モデルには、第1次モデルの従属変数(すなわち、サンプルに含まれれば1、そうでなければ0)とは関係があるが、第2次モデルの従属変数(すなわち、集中日へ回帰すれば1、そうでなければ0)とは関係ない変数を1個以上含める必要がある(Bascle, 2008; Certo et al., 2016)。そこで、産業内利益供与事件累積数(同一産業内において発覚した利益供与事件の累積数)を作成した。前章で検討したように、産業内における利益供与事件の発生は、非集中日への移動のきっかけとはなかったが、経時的に利益供与事件が減少しそれに伴い社会的関心が薄れていったことを踏まえれば、2000年代以降における集中日への回帰を規定する要因にはならないと考えられる。したがって、第1次モデルでは、産業内利益供与事件累積数、組織年齢、総資産、外国人株主持株率、上位10株主集中率、集中日からの移動企業数、業績(産業平均未満)、業績(産業平均以上)、株主からの批判をモデルに含めて分析を行った。

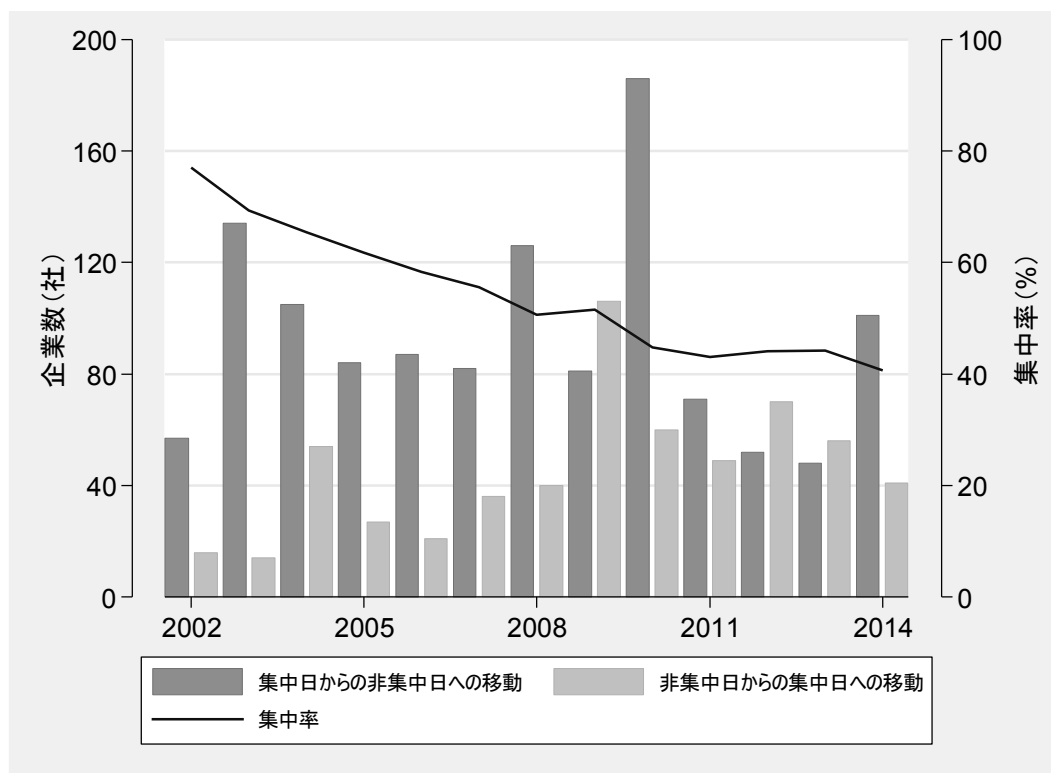
表8では、第1次モデルの分析結果を示している。産業内利益供与事件数は、正に有意であり、ヘックマン・モデルにおける上記の条件を満たしていることを示している。また、Wald検定を行ったところ、 $\rho=0$ という帰無仮説はモデル1および3では $p<0.001$ 水準で、モデル2, 4, 5および6では $p<0.01$ 水準で棄却されており、本章の分析においてヘックマン・モデルを利用することが適切であることが支持されている(Heckman, 1979; Wooldridge, 2010)。

表 8. ヘックマン・モデルの分析結果（第 1 次モデル）

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
産業内利益供与事件累積数	0.061*** (0.017)	0.061*** (0.017)	0.061*** (0.017)	0.061*** (0.017)	0.062*** (0.017)	0.061*** (0.017)
総資産	0.005 (0.008)	0.005 (0.008)	0.005 (0.008)	0.005 (0.008)	0.005 (0.008)	0.005 (0.008)
組織年齢	-0.322*** (0.023)	-0.320*** (0.023)	-0.320*** (0.023)	-0.320*** (0.023)	-0.320*** (0.023)	-0.320*** (0.023)
上位 10 株主集中度	0.017*** (0.001)	0.017*** (0.001)	0.017*** (0.001)	0.017*** (0.001)	0.017*** (0.001)	0.017*** (0.001)
外国人株主持株率	0.008*** (0.001)	0.008*** (0.001)	0.008*** (0.001)	0.008*** (0.001)	0.008*** (0.001)	0.008*** (0.001)
集中日からの移動企業数	0.016*** (0.001)	0.016*** (0.001)	0.016*** (0.001)	0.016*** (0.001)	0.016*** (0.001)	0.016*** (0.001)
業績（産業平均以上）	0.016*** (0.003)	0.016*** (0.004)	0.016*** (0.003)	0.016*** (0.004)	0.016*** (0.003)	0.016*** (0.004)
業績（産業平均未満）	-0.005* (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.003 (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.003 (0.002)	-0.002 (0.002)
株主からの批判	0.071*** (0.003)	0.072*** (0.003)	0.072*** (0.003)	0.072*** (0.003)	0.072*** (0.003)	0.072*** (0.003)
定数項	-0.100 (0.176)	-0.124 (0.176)	-0.123 (0.176)	-0.124 (0.176)	-0.121 (0.176)	-0.124 (0.176)

N=8,839. カッコ内は標準偏差. † p<.1 * p<.05 ** p<.01 *** p<.001.

図 9. 株主総会開催日移動企業数と集中日の集中度（2001-2014 年）



4. 分析結果

図 9 は、2001 年から 2014 年における、集中日から非集中日への移動企業数³⁹、非集中日から集中日への移動企業数、集中日の集中度の経時的推移を示している。集中日の集中度は経時的に低下しており、全体としては株主総会の集中日開催は減少しているものの、株主総会開催日を非集中日から集中日へと移動する企業は増加している。実際、2009 年には、非集中日から集中日へと移動する企業が、集中日から非集中日へと移動する企業を上回り、集中日の集中度が上昇している。

³⁹ これは、東京証券取引所第一部・第二部に上場する 3 月決算の全ての企業のうち、各年に、集中日から非集中日へ移動した企業数である。

表 9. ヘックマン・モデルの分析結果 (第 2 次モデル)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
総資産	-0.062*** (0.017)	-0.069*** (0.018)	-0.067*** (0.018)	-0.069*** (0.018)	-0.069*** (0.018)	-0.069*** (0.018)
組織年齢	-0.109** (0.042)	-0.087* (0.044)	-0.079† (0.044)	-0.085† (0.044)	-0.083† (0.044)	-0.086* (0.044)
上位 10 株主集中度	0.006*** (0.001)	0.007*** (0.001)	0.007*** (0.001)	0.007*** (0.001)	0.007*** (0.001)	0.007*** (0.001)
外国人株主持株率	0.003 (0.002)	0.004 (0.002)	0.004 (0.002)	0.004 (0.002)	0.004 (0.002)	0.004 (0.002)
集中日からの移動企業数	0.004 (0.005)	0.005 (0.005)	0.005 (0.005)	0.005 (0.005)	0.005 (0.005)	0.005 (0.005)
集中日への回帰企業数	0.005 (0.011)	0.004 (0.011)	0.003 (0.011)	0.004 (0.011)	0.004 (0.011)	0.004 (0.011)
経過年数	-0.514*** (0.027)	-0.523*** (0.028)	-0.522*** (0.027)	-0.522*** (0.028)	-0.525*** (0.028)	-0.523*** (0.028)
経営者による所有	-0.007 (0.010)	-0.009 (0.010)	-0.019 (0.019)	0.056 (0.085)	-0.009 (0.010)	-0.009 (0.010)
取締役会の独立性	-0.280† (0.158)	-0.373* (0.160)	-0.365* (0.160)	-0.370* (0.160)	-0.288† (0.165)	-0.466* (0.204)
業績 (産業平均以上)		-0.003 (0.006)	-0.002 (0.006)	-0.003 (0.006)	-0.002 (0.006)	-0.003 (0.006)
業績 (産業平均未満)		0.008* (0.003)	0.006* (0.003)	0.008* (0.003)	0.014* (0.006)	0.008* (0.003)
株主からの批判		0.018** (0.007)	0.018** (0.007)	0.019** (0.007)	0.018** (0.007)	0.015† (0.008)
業績 (産業平均未満) *経営者による所有			0.060* (0.025)			
株主からの批判 *経営者による所有				-0.007 (0.009)		
業績 (産業平均未満) *取締役会の独立性					-0.033* (0.016)	
株主からの批判 *取締役会の独立性						0.029 (0.035)
定数項	-0.120 (0.378)	-0.184 (0.381)	-0.260 (0.383)	-0.207 (0.382)	-0.221 (0.383)	-0.184 (0.381)

N=21,225. カッコ内は標準偏差. † p<.1 * p<.05 ** p<.01 *** p<.001.

図 10. 経営者による所有の相互作用効果

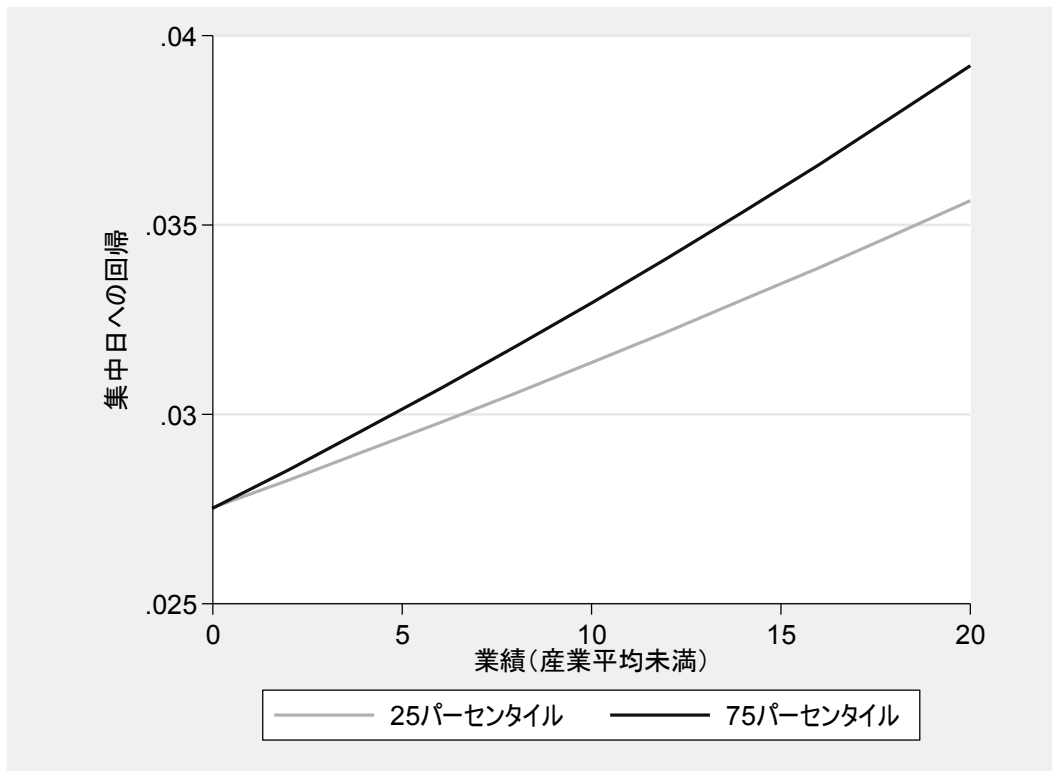


図 11. 取締役会の独立性の相互作用効果

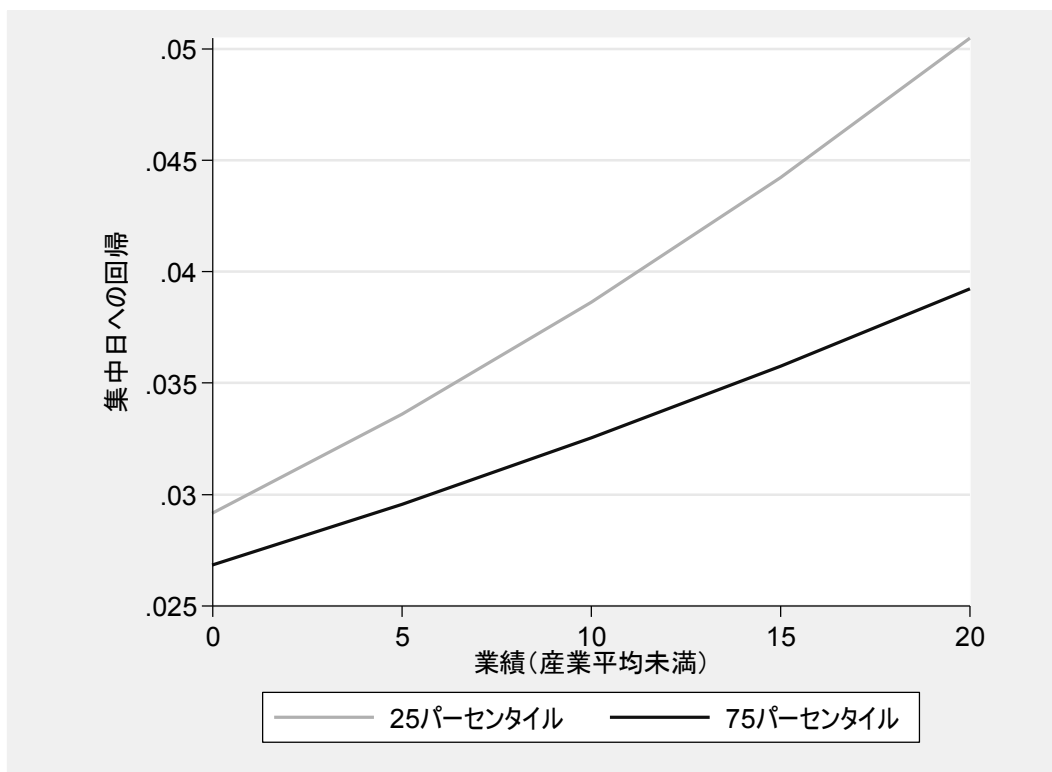


表 9 は、ヘックマン・モデルの分析結果である。モデル 1 は、統制変数のみで推計を行い、モデル 2 以降で独立変数の影響を分析している。モデル 2 では、仮説 1 と 2 を検証している。業績（産業平均未満）は、正に有意（ $p < 0.05$ ）であり、仮説 1 は支持されたといえる。また、株主からの批判も、正に有意（ $p < 0.01$ ）であり、仮説 2 も支持されている。モデル 3 とモデル 4 では、経営者による所有の相互作用効果を検討している。仮説 3 を検証したモデル 3 の相互作用項は、正に有意（ $p < 0.05$ ）であるが、仮説 4 を検証したモデル 4 の相互作用項は有意でなかった。したがって、仮説 3 は支持されたが、仮説 4 は支持されなかった。モデル 5 とモデル 6 では、取締役会の独立性の相互作用効果を検討している。仮説 5 を検証したモデル 5 の相互作用項は、負に有意（ $p < 0.05$ ）である一方、仮説 6 を検証したモデル 6 の相互作用項は、有意でなかった。したがって、仮説 5 は支持されたが、仮説 6 は支持されなかった。

仮説 3 および 5 における相互作用効果を視覚的にわかりやすくするために、図 10 と図 11 ではそれを図示している。図 10 は、経営者による所有が高い水準（75 パーセント）にある企業と低い水準にある企業（25 パーセント）において、業績（産業平均未満）が与える影響を示し、図 11 は、取締役会の独立性が高い水準（75 パーセント）にある企業と低い水準（25 パーセント）にある企業において、業績（産業平均未満）が与える影響を示している。

5. おわりに

本章は、株主総会の集中日開催への回帰がどのような要因によって引き起こされたのかを検討してきた。2001 年から 2014 年の東京証券取引所第一部・第二部上場企業における株主総会のデータを用いた実証分析の結果は、(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える要因によって緩和されることを示している。

これらの発見は、既存研究に対していくつかの示唆を与え得るものである。第一に、本章では、株主志向の経営慣行の普及プロセスは、一方向的で不可逆的なものというよりはむしろ、経営者が制度的圧力と自身の利益との兼ね合いを通じて、以前のやり方への回帰

も含む行ったり来たりし得るものであることが示されている。既存研究では、株主価値経営を推し進める制度的圧力は非常に強力で、経営者はこの圧力に抗することができず、株主志向の経営慣行を維持し続けるしかないという考えに基づいていたが(DiMaggio & Powell, 1983; Fiss, 2008; Mizruchi & Fein, 1999)、業績の低下や株主からの批判といった状況に直面した経営者は、制度的圧力に盲目的に従うのではなく、自身の利害との兼ね合いの中で、時には制度的圧力に抗して、株主志向の経営慣行を捨て去ることもあるのであった。この意味で本研究は、株主志向の経営慣行の普及プロセスにおいて見過ごされていた側面を明らかにしたといえる。

第二に、本章の分析は、経営慣行の普及において、複数の行為者の利害を考慮することが重要であることを示唆している。既存研究では、いったん導入された経営慣行が維持されるか捨て去られるかの基準は、その経営慣行の有効性 (effectiveness) に依存すると主張されている(Davis, Diekmann, & Tinsley, 1994; Greve, 2011; Rao, Greve, & Davis, 2001)。すなわち、導入した経営慣行が当初の意図通りに機能したのであれば維持されるが、そうでなければ捨て去られるという議論である。しかしながら、本章の分析は、株主志向の経営慣行は、それが有効であるが故に、経営者の反感を買い、捨て去られてしまう可能性を示している。株主総会の非集中日開催の主要な目的は株主を株主総会に参与させることにあることを踏まえれば、株主からの批判の増加は、この経営慣行の当初の意図に沿ったものである。この意味で、株主総会の非集中日開催は有効な経営慣行であったといえる。しかしながら、本章の分析結果は、株主からの批判の増加は、株主に対する経営者の心証を害することになるため、集中日への回帰を促すことを示している。したがって、本章における議論は、企業における複数の行為者の利害を考慮することで、経営慣行の有効性は、それが誰の利益に沿っているかに依存しており、ある行為者 (例えば、株主) にとっては有効と考えられる経営慣行であっても、他の行為者 (例えば、経営者) にとっては同じように解釈されるわけではない可能性を提示しているのである。

第三に、本章の分析結果は、経営者が自身の利益に沿う意思決定を下せるか否かは、経営者の裁量を規定する他の経営慣行に依存していることを示している。具体的には、株主総会の非集中日開催という株主志向の経営慣行の普及プロセスが、経営者による所有や取締役会の独立性といった他の株主志向の経営慣行に促進されたり抑制されたりするのである。株主価値経営という考えに即した経営慣行は複数存在することを踏まえれば、その一つのみを取りあげて議論するだけでなく、それらの相互依存関係も考慮すべきである。し

かしながら、多くの既存研究では、それぞれを個々の経営慣行として扱っており、それらの相互関係を議論した研究はあまり存在しない（例外として、Shipilov et al., 2010）。この意味で、本章における議論は、複数の経営慣行の普及プロセスに関する知見を与え得るものである。

加えて、株主の利益との一致を目指す経営者による株式の所有が、株主の利益に反する株主総会の集中日開催を促してしまうという本章の分析結果は興味深いものである。これは、経営者による所有は、金銭的インセンティブとして機能して株主価値を最大化するような企業経営を促すことを意図している一方で(Dalton et al., 2007; Eisenhardt, 1989)、同時に、経営者のパワーを高めてしまうためである(Westphal & Zajac, 2013)。今後の研究においては、このような経営慣行の相互関係を緻密に検討することを通じて、株主志向の経営慣行の普及プロセスの全体像を解明していくことが望まれる。

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

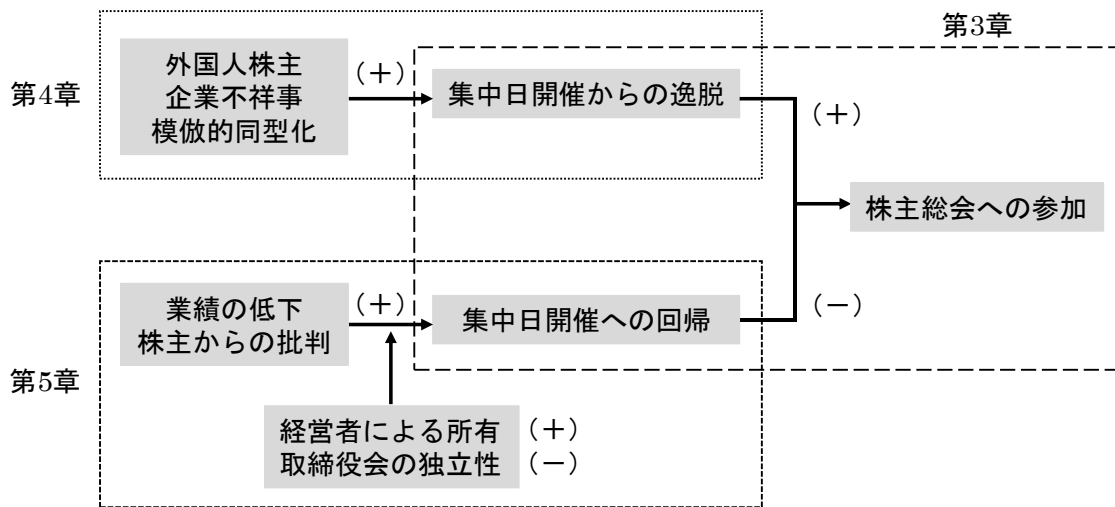
1. はじめに

本研究ではこれまでに、第 2 章で日本企業の株主総会における集中日開催という経営慣行の歴史的背景を整理したうえで、第 3 章から第 5 章における 3 つの実証分析を通じて、株主による株主総会への参加を規定する要因、株主総会の集中日開催からの逸脱を規定する要因、株主総会の集中日開催への回帰を規定する要因を明らかにしてきた。そこで、本章ではまず次節で、第 3 章から第 5 章の各章の実証研究における主要な発見事実をそれぞれ整理する。そのうえで、第 3 節において、第 3 章から第 5 章における発見事実を統合することで、1990 年代中頃以降に生じた日本企業の株主総会における変化の全体像を提示し、本研究の実証分析から得られた知見を検討する。

2. 分析結果の整理

本節では、第 3 章から第 5 章の各章における実証研究における主要な発見事実をそれぞれ整理する。図 12 には、第 3 章から第 5 章における実証分析の関係性およびそれぞれの位置づけを図示している。

図 12. 実証研究の分析結果のまとめ



2-1. 株主による株主総会への参加

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、株主総会開催日に関する意思決定がもたらす帰結を議論した。ここでは、「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うえで、(1) 業績の低下は、株主総会への出席者数には影響を与えない一方で、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を明らかにした。第 3 章において、株主総会をいつ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可否に影響を与えることを踏まえたうえで、続く第 4 章と第 5 章では、この株主総会開催日に関する意思決定が、どのように規定されているのかを実証的に分析した。

2-2. 集中日開催からの逸脱

第 4 章では、歴史的に日本企業の株主総会は集中日にいっせいに開催されていたが、1990 年代中頃を境にこの経営慣行から逸脱する企業が現れ始めたことを踏まえ、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討した。ここでは、(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た。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。ただし、図 8 をみると、外国人株主持株率は 1990 年代中頃以降上昇しており、同時期に集中日開催からの逸脱が生じたという分析結果と集計レベルでも整合的である一方、利益供与事件数は、1990 年代中頃以降と同程度の利益供与事件がそれ以前にも発生していた点に留意する必要がある、この点に関しては再度、次節で検討する。

2-3. 集中日開催への回帰

こうして 1990 年代中頃以降、集中日開催からの逸脱が進んでいったのであるが、集中日から逸脱した企業の中には、株主総会を非集中日に開催し続けた企業がいた一方で、後に集中日に回帰する企業も存在した。第 5 章では、このような集中日への回帰がどのような要因によって引き起こされたのかを検討した。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た。

3. 分析結果の考察

本節では、前節における議論を統合することを通じて、1990 年代中頃以降に生じた日本企業の株主総会における変化の全体像を示し、本研究の実証分析から得られた知見を検討する。そこで、図 13 には、図 12 を基に、1990 年代中頃以降に生じた日本企業の株主総会における変化の全体像を整理している。本節では、図 13 における要因間の関係性（矢印 i から ix）について詳細に議論していく。

らず、そのときには、利益供与事件の発生は、集中日開催からの逸脱は生じなかったのである。このような時代依存的な利益供与事件の影響は、1990年代中頃を境に、日本企業において、企業不祥事（あるいは、より一般的に、コーポレート・ガバナンス）に対する制度ロジックが転換した可能性を示唆している(Thornton, 2004; Thornton & Ocasio, 1999, 2008; Thornton, Ocasio, & Lounsbury, 2012)⁴⁰。

1990年代中頃以前まで、利益供与への関与は確かに法律上は違法であると認識されていたが、その後の企業行動に影響を与えるほど深刻な問題であるとは認識されていなかった。しかしながら、1990年代中頃以降は、利益供与に直接的に関与した企業のみならず、直接的に関与していない同業他社までも、利益供与事件の発生後にシグナリング行動をとるようになっていた。このことから、1990年代中頃を境に、不祥事に対して企業がとるべきであると社会的に考えられている「当たり前」の行動が変わったと推察することができる。1990年代中頃は、日本のコーポレート・ガバナンスに関わる一連の法制度の改革期であったことを踏まえれば(Shishido, 2007)、本研究の分析結果は、法制度の転換というハード面での転換と相まって、社会的認識というソフト面での転換もこの時代に生じていた可能性を示唆しているといえる。

3-2. 自走メカニズムの駆動：模倣的同型化

本研究の分析結果は、外国人株主と企業不祥事という2つの要因が集中日開催からの逸脱の起点となったことに加え、他社が逸脱したという事実自体が、模倣的同型化を通じてさらなる逸脱を促したことを示している（矢印ii）。これは、他社がある特定の行動をとっているという事実は、その行動をとる理由が何であれ、当該行動の社会的正当性を高め、他社と同じように行動することを促すために生じる(DiMaggio & Powell, 1983; Lieberman & Asaba, 2006)。その結果、ある企業が逸脱する理由が、他社が逸脱しているという事実に求められ、集中日開催からの逸脱の循環構造が生まれるのである。したがって、いったん逸脱が始まってしまえば、外国人株主や企業不祥事の影響にかかわらず逸脱が進んでいくという意味で、集中日開催からの逸脱においては自走メカニズムが駆動しているといえる⁴¹。本研究におけるこのような発見は、経営慣行の普及研究における多くの既

⁴⁰ 制度ロジックの転換に関しては、第7章を参照。

⁴¹ ただし、「3-4. フィードバック効果と集中日への回帰」で議論されるように、集中日へ

存研究と同様に（例えば，Chuang, Church, & Ophir, 2011; Fligstein, 1985; Haveman, 1993; Sanders & Tuschke, 2007），集中日開催からの逸脱というコンテキストにおいても模倣的同型化が重要な役割を担っていたことを示している。

3-3. 株主総会への参加の規定要因：非集中日開催と業績低下

本研究の分析結果は，集中日開催からの逸脱は，株主総会への出席とそこでの質問という両方において，逸脱企業における株主による株主総会への参加を増加させることを示している（矢印iii）。そもそも株主が株主総会を全く気にかけていなければ，株主総会開催日の移動は，出席者や質問者の増加といった株主総会の活性化に何ら影響を与えないという可能性も考えられた。しかしながら，分析結果は，株主総会の集中率の低下に伴い株主が参加しやすい状況が整った結果，株主総会が活性化されたことを示している。この意味で，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ったといえる。

株主総会の開催日に加え，株主による株主総会への参加を規定する要因には，業績があげられる（矢印iv）。本研究の分析結果は，業績の低下は株主総会への出席者数には影響を与えていない一方で，株主総会における質問者数を増加させることを示している。ここで，前者の分析結果には，2通りの解釈があり得たことに留意する必要がある。一つ目の解釈は，株主総会への出席に関しては，経営者によって適切に経営されていない企業に対して，ある株主は関与をより強めるのに対し，他の株主は関与をより弱めており，全体としては業績の影響が相殺されているという解釈である。二つ目の解釈は，株主が業績にかかわらず，他の何らかの理由で株主総会に出席しているという解釈である。例えば，株主が株主総会に出席するか否かの意思決定は，当該企業あるいはその経営者に対する特別な愛着，企業が株主総会開催時に用意する非金銭的便益（例えば，お土産）などによって規定されるという解釈である⁴²。

一方，後者の分析結果は，業績が低下するほど，株主総会での質問者数は増加していることを示している。したがって，株主は，自身の投資先が経営者によって適切に経営され

の回帰を通じて，自走メカニズムが緩和される点（矢印viii）に留意する必要がある。

⁴² 本稿の分析単位は，株主個人レベルではなく，企業という集計レベルであるため，どちらの解釈が妥当であるかを検証することはできない。この点は，本研究に残された課題の一つである。

てないと感じられるときに、株主総会において経営者を問い質していると解釈することができる。このことは、経営者による企業経営を監督する場として、多かれ少なかれ、株主総会が機能しつつあることを示唆している⁴³。

3-4. フィードバック効果と集中日開催への回帰

このように、外国人株主と企業不祥事を起点として始まり、模倣的同型化を通じて増幅されていった集中日開催からの逸脱に加え、業績の低下が、株主による株主総会への参加を促進するのであるが、本研究の分析結果は、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すことを示している（矢印vおよび矢印vi）。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、株主総会への参加が高まるにつれ、経営者は株主からの批判にさらされる機会が多くなる。経営者と利害関係者の関係性が経営者の行動に与える影響を検討した Westphal とその同僚たちによる一連の研究において明らかにされているように、株主を含む利害関係者による経営者への批判は、当該利害関係者に対する経営者の心証を害するため、経営者が彼らとの対話を回避することを促す(Shani & Westphal, 2016; Westphal & Clement, 2008; Westphal & Deephouse, 2011)。このことを踏まえると、批判にさらされる機会が多くなるにつれ経営者は、集中日に株主総会を開催し、株主による株主総会への参加を阻害することで、このような批判をかわそうとするのである。実際に、株主総会の集中日開催は、株主による株主総会への参加を阻害していることを踏まえれば（矢印vii）、経営者の意図通りに機能していると考えることができる。

さらに、集中日開催への回帰は、模倣的同型化が集中日開催からの逸脱を促す効果を緩和する。集中日開催からの逸脱における模倣的同型化は、他社が非集中日に株主総会を開催しているという事実が、他社と同じように非集中日に開催することを促すために生じるものである。すなわち、集中日からの逸脱を通じて、他社が非集中日に株主総会を開催するにつれ、その効果は強くなるのである。しかしながら、集中日開催への回帰は、他社が非集中日に株主総会を開催しないことを意味しており、その効果を弱くすると考えられる。

⁴³ この分析結果は、第5章および「3-4. フィードバック効果と集中日への回帰」における、株主による質問の多くは現状の企業経営に対する不満であるという議論と整合的である。なぜなら、業績の低下によって増加する株主からの質問は、現状の企業経営に対する不満であると考えられるためである。

この意味で、集中日開催への回帰は、直接的に株主総会への参加を阻害することに加え（矢印vii）、模倣的同型化の影響を緩和することを通じて（矢印viii）、間接的にも株主総会への参加を阻害しているといえる。

3-5. 業績低下の直接効果と間接効果

株主からの批判に加え、業績の低下も集中日開催への回帰を促す要因である（矢印vi）。業績の低下が集中日開催への回帰に与える影響には、直接効果と間接効果という2つの経路が存在する。前者の経路は、業績の低下に直面する経営者が、株主総会が紛糾することを恐れ、それを回避するために、集中日開催へ回帰するというものである。一方、後者の経路は、「3-4. フィードバック効果」を通じたものである（矢印ivおよび矢印v）。具体的には、業績の低下の結果として、経営者は、株主総会において株主からの批判にさらされる機会が多くなり、株主との対話に対する意欲を失ってしまい、集中日開催へ回帰するという経路である。これら2つの経路は、異なるメカニズムを通じて集中日開催の回帰を引き起こすのであるが、どちらの経路も、業績の低下が集中日開催への回帰を促すという点で共通している。

3-6. 歯止めとしての取締役会の独立性

このように、業績の低下は2つの経路を通じて集中日開催への回帰に影響を与えている。しかしながら、業績が低迷しているときにこそ、経営者が現在直面している問題や今後の方向性を発信することを株主が望んでいることを踏まえれば、こうした傾向は株主にとって好ましいものではない。

そこで、このような株主にとって好ましくない状況の歯止めとして機能し得るのが、取締役会の独立性である（矢印ix）⁴⁴。本研究の分析結果によれば、経営者に対するより用心深い監督を促し、株主の利益を軽視するような行動を抑制する独立性の高い取締役会は、経営者の裁量を制限することを通じて、業績の低下に直面する経営者が集中日開催へ回帰

⁴⁴ もちろん、この循環構造を株主にとって好ましいものとするのは、業績の好転である。しかしながら、ここでは、業績の好転といった循環構造における内生的な要因以外の外生的な要因として、取締役会の独立性に注目する。

する傾向を緩和させるのであった。その一方で、経営者による所有は、経営者が株式を所有することで株主価値を最大化するような企業経営を促すことを意図しているのであるが (Dalton et al., 2007; Eisenhardt, 1989)、同時に、経営者のパワーを高めてしまうため (Westphal & Zajac, 2013)、経営者の裁量を高めることになり、結果として、業績の低下に直面する経営者が集中日開催へ回帰する傾向を強化してしまうのであった。以上の議論より、経営者による所有は、この循環構造を助長するのに対し、取締役会の独立性は、この循環構造の歯止めとなって、業績が低下する中でも経営者が非集中日に株主総会を開催し続けることを促すのである。

4. おわりに

本章では、第3章から第5章の各章の実証研究における主要な発見事実をそれぞれ整理したうえで、第3章から第5章における発見事実を統合することで、1990年代中頃以降に生じた日本企業の株主総会における変化の全体像を図13に整理している。具体的には、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のであった。しかしながら、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のである。なぜなら、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。しかしながら、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い。そこで、その歯止めとして機能するのが、取締役会の独立性であることが明らかにされた。

以上のように、本章では、1990年代中頃以降に生じた日本企業の株主総会における変化の全体像を提示し、本研究の実証的知見を整理した。続く次章では、本章の議論を踏まえたうえで、本研究の理論的知見を整理していく。

第7章 制度的圧力と行為者の裁量

1. はじめに

本研究では、日本企業の株主総会に注目し、特に、1990年代中頃以降における株主総会の開催日に関わる経営慣行がどのように変化してきたのかを検討してきた。1990年代中頃以降、株主価値経営を推し進める制度的圧力の下、株主に開かれた株主総会が求められるようになる中、それまでにはほとんどの日本企業で受け入れられていたが株主価値経営には反する、集中日開催という経営慣行から逸脱する企業が現れ、この経営慣行は次第に衰退していった。しかしながら、全体としては集中日開催から逸脱する企業が多いものの、いったん逸脱したにもかかわらず、その後回帰する企業も存在したのであった。

第5章で議論したように、制度理論における基本的な議論は、株主価値経営を推し進める制度的圧力は非常に強力で、経営者はこの圧力に抗することができず、株主志向の経営慣行を維持し続けるしかないというものである。この考えに基づけば、集中日開催からの逸脱は、一方向的で不可逆的に進展するはずであるが、本研究において、集中日開催から逸脱する企業のみならず、後に回帰する企業も存在したことが明らかにされた。このことは、必ずしも制度理論における議論とは整合的であるわけではなく、本研究の注目すべき発見事実の一つである。

そこで本章では、前章までに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。まず次節では、制度理論における基本的な主張を示したうえで、その主張に対する既存研究における批判を議論する。続く第3節では、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する。最後に、第4節において、その潮流における本研究の位置付けと既存研究に対する本研究の貢献を提示する。

2. 制度理論

どのように組織は制度的圧力に対応するのか。この問いは、制度理論における中核的な問いである(Greenwood, Oliver, Suddaby, & Sahlin, 2008; Heugens & Lander, 2009; Scott, 2008)。

この問いに対する制度理論の基本的な主張は、強制的同型化・模倣的同型化・規範的同型化という3つの同型化メカニズムのために、組織は制度的圧力に従うというものである。ここで、同型化とは、組織の構造を他の組織と同じ構造にさせてしまうという制約的なプロセスである。具体的に、強制的同型化とは、顧客・所有者・政府といった外部の利害関係者からの要求のために、特定の構造が組織フィールドで導入されるプロセス、模倣的同型化とは、高い不確実性のために他の組織の構造を参照した結果、特定の構造が組織フィールドで広まるプロセス、規範的同型化とは、専門化の結果として同業者の間での知識やネットワークの共有化が進展し、特定の構造を当然視するようになる結果、それが組織フィールドで導入されていくプロセスをそれぞれ指す。同じ環境に属する組織はみな、これら3つの同型化メカニズムを通じて、特定の行動をとるようになるため、制度理論は、制度的圧力が同質的な組織行動を促し、組織フィールドにおける同質性 (homogeneity) を導くと主張するのである(DiMaggio & Powell, 1983).

制度理論の既存研究においては、上記3つの同型化メカニズムの中でも特に模倣的同型化の役割が強調されてきたものの(Mizruchi & Fein, 1999; Palmer, Biggart, & Dick, 2008)、これら3つの同型化メカニズムを通じて、組織が制度的圧力に従い同質的な行動をとることが様々なコンテキストにおいて明らかにされてきた(Chuang et al., 2011; Haunschild, 1994; Haveman, 1993; Palmer, Jennings, & Zhou, 1993; Rao & Sivakumar, 1999; Sanders & Tuschke, 2007). このように、個々の組織が制度的圧力に従い特定の行動をとるようになれば、組織行動は同質的になるので、制度理論における制度的圧力と組織行動の関係性は、図14のように示すことができる。

図 14. 制度理論における制度的圧力と組織行動

制度的圧力 \longrightarrow 組織行動の同質性

しかしながら、このような制度的圧力が組織行動の同質性を導くという主張に対して、全ての研究者が同意してきたわけではなかった。研究者の中には、組織行動は必ずしも同質的ではなく、むしろ異質的であると主張するものもいる。すなわち、制度理論において議論されているように、組織は単純に制度的圧力に従って、特定の行動のみをとるわけで

はないという主張である(Davis, 2010; Hambrick, Finkelstein, Cho, & Jackson, 2005; Kraatz & Zajac, 1996). こうした制度理論に対する批判は, Davis (2010)における以下の指摘に端的に表れている.

「Kraatz と Zajac は 1996 年に, (「制度化」や「構造化」が最も進展している組織フィールドの一つであり, 創立年からの経過年数が平均で 100 年近く, リベラル・アーツ教育へのコミットメントが非常に高い) 米国のリベラル・アーツ・カレッジが, 1970 年代から 1980 年代において, 「顧客」である学生の需要に対して非常に柔軟に対応していたことを明らかにした優れた研究を発表した. その研究では, 多くのカレッジが, リベラル・アーツ・カレッジであるにもかかわらず, 「正当性のない」専門的で職業訓練的な単位をカリキュラムに加えていったことが明らかにされている. しかも, リベラル・アーツ・カレッジは, 各校各様のやり方で, このようなカリキュラムの変更を行い, その多様性は経時的に高まっていった. さらに, カリキュラムの変更をしたリベラル・アーツ・カレッジの方が, そうでなかったリベラル・アーツ・カレッジよりも, 後に成長したのであった. つまり, この組織フィールドは, 制度的圧力に沿わない方向に劇的に変更したのである. しかしながら, 驚くべきことに, このような明らかな反証が存在するにもかかわらず, 制度理論はいまだに生き残っているのである. 」(Davis, 2010, p.699)

制度的圧力のために組織行動が同質的になるという主張に対するこのような批判を受けて, 制度的圧力に対する組織の対応を検討した近年の研究では, 組織フィールド内における異質性 (heterogeneity) に注目し, 制度的圧力に対する異質な組織行動を規定する要因を解明することに関心が向けられている(Ansari, Fiss, & Zajac, 2010; Gondo & Amis, 2013; Greenwood et al., 2008; Greenwood, Raynard, Kodeih, Micelotta, & Lounsbury, 2011; Pache & Santos, 2010). 次節では, 制度的圧力に対する組織行動の異質性に注目する2つの研究群を検討する.

3. 制度ロジックと組織の戦略的レスポンス

3-1. 制度ロジック

制度的圧力に対する組織行動の異質性に注目する研究群の中の一つは、制度ロジックに関する一連の研究である(Friedland & Alford, 1991; Thornton, 2004; Thornton & Ocasio, 1999, 2008; Thornton et al., 2012). ここで、制度ロジックとは、「どのように現実を解釈するか、何が適切な行動となりうるか、そして、いかにして成功するか」に関する包括的な行動原則を意味する(Thornton, 2004, p70). したがって、制度ロジックは、特定の状況における適切な行動を規定するのであり、その独自性は、制度理論の主要な論者であるMeyer, DiMaggio, Powellらの研究と対比させると、以下のように整理することができる。

「(制度ロジックの議論と) 制度理論との大きな違いは、制度ロジックは、物事の二面性や制度の象徴的な側面を考慮しているという点にある。その結果、制度ロジックの議論では、西欧諸国に偏らない、文化的異質性の一般モデルを提示することができている。対照的に、Meyerとその同僚らの研究は西欧文化の同質性に注目し(Meyer, Boli, Thomas, & Ramirez, 1997), DiMaggioとPowellの研究は組織フィールドの同質性に注目しているのである(DiMaggio & Powell, 1983). 」(Thornton et al., 2012, p.18)

すなわち、制度理論は、単一の制度的圧力を想定しその制度的圧力へ従うことで、組織行動は同質的になると主張する。それに対し、制度ロジックにおける議論は、異なる制度ロジックによって規定される複数の制度的圧力が存在すると想定し、異なる行動を組織に要求するそれぞれの制度的圧力に従うことで、組織行動は同質的になるのではなく異質的になると主張するのである。

制度ロジックにおける初期の研究では、典型的に、既存の支配的な制度ロジックから新しい制度ロジックへの転換、すなわち制度ロジックの「置き換え (replacement)」が検討されてきた⁴⁵。例えば、米国の高等教育出版業界においては、市場ロジックが職人ロジックに置き換わり(Thornton, 2001, 2002; Thornton & Ocasio, 1999), 米国の金融業界では、貯蓄ロジックが規制ロジック (後に、市場ロジック) に置き替わり(Haveman & Rao, 1997; Lounsbury,

⁴⁵ 第4章における、利益供与事件が集中日開催からの逸脱に与える時代依存的な影響に関する議論は、制度ロジックの置き換えの議論と整合的であり、具体的には、1990年代中頃において、株主軽視を許容する制度ロジックから、株主重視を促す制度ロジックに置き換わったと整理することができる。

2002), フランスの高級料理業界においても, 格式高い調理ロジックが新スタイルの調理ロジックに置き換わってきたことが示されている(Rao, Monin, & Durand, 2003)⁴⁶.

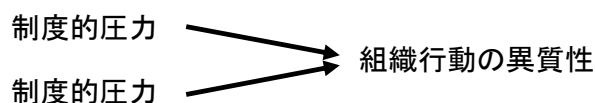
より近年では, このような制度ロジックの置き換えの議論に加え, 複数の制度ロジックが長期間において存在し続ける, 制度ロジックの「共存 (coexistence)」が議論されるようになってきている(Dunn & Jones, 2010; Lounsbury, 2007; Pache & Santos, 2013; Purdy & Gray, 2009; Reay & Hinings, 2009). 異なる制度ロジックが異なる行動を組織に要求することを踏まえれば, 制度ロジックが共存する組織フィールドでは, 組織はそれぞれの制度ロジックが求める行動に従うために, 組織行動は異質的なものとなる. したがって, 組織フィールドがより多くの制度ロジックを抱えるようになれば, 組織はより多くの制度的圧力に直面することになり, その結果として, 組織行動の異質性は増大するのである(Greenwood et al., 2011; Kraatz & Block, 2008).

以上の制度ロジックにおける議論をまとめると, 制度的圧力は必ずしも一つではなく, 複数の制度ロジックを抱える組織フィールドにおいては, 複数の制度的圧力が存在し得るのである⁴⁷. 異なる制度的圧力が異なる行動を同時に組織に要求することを踏まえれば, こうした複数の制度的圧力の存在は, 組織行動の異質性を導くと考えられる. 例えば, 制度的圧力Aが組織に行動aを要求し, 制度的圧力Bが組織に行動bを要求している場合, 複数の制度的圧力 (AとB) は異なる組織行動 (aとb) を要求することになり, 結果として, 組織フィールドには行動aと行動bという2つの組織行動が存在するようになる. したがって, 制度ロジックの議論における制度的圧力と組織行動の関係性は, 図15のように示すことができる.

⁴⁶ これら初期の研究群が, 制度的圧力に対する組織行動の異質性の議論にもたらす知見は限定的なものである. なぜなら, 制度ロジックの転換の議論では, ある制度ロジックに沿った同質的な組織行動が, 別の制度ロジックに沿った同質的な組織行動に変わるだけで, 転換の前後において組織がとる行動は変わるものの, 転換後においても組織行動は同質的なままであるためである.

⁴⁷ ただし, 制度ロジックにおける議論は, 制度ロジックの置き換えや共存が組織行動に与える影響を明らかにしてきた一方で, なぜそのような置き換えや共存が起こり得るのかに関しては十分に知見が蓄積されていないように思われる. 実際に, 本研究においても, 1990年代中頃を境に制度ロジックが置き換わり, その結果として, 企業不祥事に対する企業行動が変化した可能性が示されているが, なぜこの時代に, そのような置き換えが生じたかに関しては十分に説明することができておらず, 本研究の残された課題の一つとなっている.

図 15. 制度ロジックの議論における制度的圧力と組織行動



3-2. 組織の戦略的レスポンス

制度的圧力に対する組織行動の異質性に注目するもう一つの研究群は、組織特性の違いに注目する(Greenwood et al., 2011; Oliver, 1991; Pache & Santos, 2010). この研究群では、制度的圧力に組織が同じように直面していたとしても、それに対する組織の対応は、組織ごとに異なると主張する⁴⁸. すなわち、制度的圧力は、同時に全ての組織に影響を与えているのであるが、それに対する組織の感度（あるいは、影響の受けやすさ）は、組織特性に依存して異なるため、制度的圧力に対して組織は、必ずしもそれに従い同じように特定の行動をとるだけではなく、それ以外の行動オプションを選択する可能性もあり得るという主張である(Oliver, 1991; Pache & Santos, 2010).

この議論に基づき、近年の研究では、制度的圧力に対する組織の対応における異質性を規定する組織特性を検討し始めている. 例えば、Greenwood et al. (2011)は、制度的圧力に対する組織の感度に影響を与える組織要因として、組織フィールド内における立ち位置(Greenwood & Suddaby, 2006; Leblebici et al., 1991; Sherer & Lee, 2002)⁴⁹、組織構造(Delmas & Toffel, 2008)、組織の所有構造(Fiss & Zajac, 2004; Greenwood, Díaz, Li, & Lorente, 2010; Lounsbury, 2001; Sanders & Tuschke, 2007)、組織のアイデンティティ(Fox-Wolfgramm, Boal, & Hunt, 1998; Glynn, 2008)、の4つを提示している. これらの組織特性は、組織が制度的圧力を

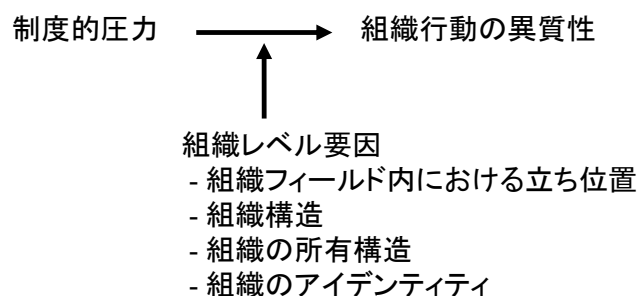
⁴⁸ 組織の戦略的レスポンスにおける議論は、制度ロジックが単一であっても複数であっても、成り立ちうるものであるが（もちろん、制度ロジックが複数の場合、それに応じて組織がとることができる選択肢の数は増えるので、組織行動はより異質的なものになると考えられる）、本章では、制度ロジックが単一の場合を念頭に議論を進めていく.

⁴⁹ 制度的圧力に対する組織の対応が組織フィールド内における立ち位置に依存して異なるという議論は、第4章において、経団連において会長・副会長を経験した企業ほど、集中日開催から逸脱する傾向があったという発見事実と整合的である. すなわち、経団連において会長・副会長を経験するような、組織フィールドの中心に位置する企業ほど、集中日開催から逸脱するというように、組織フィールド内における立ち位置が、制度的圧力に対する対応に影響を与えていたのである.

どのように解釈するか、組織がそれに対してどのように対応策を構築するかに影響を与えることを通じて、同じ制度的圧力に直面する組織であっても、それぞれ異なる組織行動を選択することを促すのである。

以上の組織の戦略的レスポンスの議論は、図16に示されているような制度的圧力と組織行動との関係性を提示する。すなわち、個々の組織が、それぞれの組織特性に依存して、異なるように制度的圧力を経験し、異なるようにそれに対応すれば、制度的圧力が単一であっても（複数の場合も同様に）、組織行動は異質的になり得るのである。

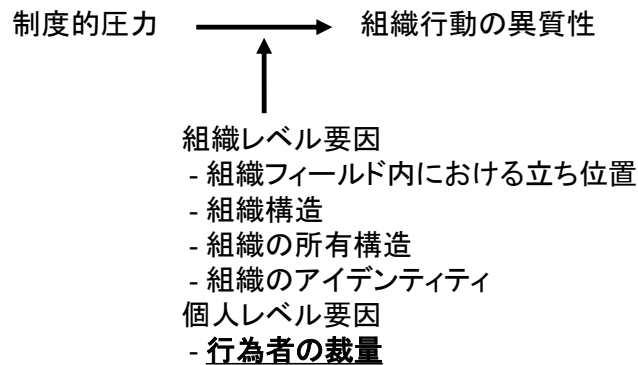
図 16. 組織の戦略的レスポンスの議論における制度的圧力と組織行動



4. 経営慣行の普及における制度的圧力と行為者の裁量

前節まで、どのように組織は制度的圧力に対応するのかに関する既存研究を検討してきた。制度理論における基本的な主張は、組織は制度的圧力に従い特定の行動をとるため、組織行動は同質的なものになるというものであった。しかしながら、Davis (2010)の指摘からわかるように、制度理論におけるこの主張は、これまでに様々な批判を受けてきた。そのような批判を受け、近年の研究では、制度的圧力と組織行動の異質性との関係性を説明することを目指して、制度ロジックと組織の戦略的レスポンスという2つの研究の潮流が現れてきたのである。前者の議論は、複数の制度的圧力が共存することで、組織は異なる組織行動を要求されるようになるため、組織行動は異質的になることを主張し、後者の議論は、同じ制度的圧力に直面したとしても、組織特性が異なれば、それに依存して、組織の対応は異なるため、組織行動は異質的になると主張するのであった。

図 17. 制度的圧力と行為者の裁量



4-1. 制度的圧力と行為者の裁量

本研究では、このような既存研究の議論に対して、行為者の裁量が、組織行動の異質性を説明し得ることを明らかにしており、それは図17のように整理することができる。株主価値経営を推進する制度的圧力に対して、その制度的圧力に従い、集中日開催から逸脱するという行動を多くの企業がとった一方で、逸脱した企業の中には後に集中日開催に回帰する企業も存在したのであった。この意味で、株主総会開催日に関して、組織行動が異質的であったといえる。このことを踏まえ、第5章では、集中日開催への回帰を規定する要因を検討し、業績の低下や株主からの批判の増加が集中日開催への回帰を促すことに加え、その関係性は経営者の裁量が大きい場合により顕著になることが明らかにされた。

既存研究の多くは、制度的圧力に対する組織行動の異質性を規定する要因として、組織特性という組織レベルの要因に注目してきたが（図16）、本研究は、行為者の裁量という個人レベルの要因に注目している。そこでは、制度的圧力に要求される行動が行為者の利益と両立しない場合、行為者は自身の利益を優先し、いったん導入した制度的圧力に即した経営慣行を止めて以前のやり方に回帰してしまい、その傾向は行為者の裁量の程度に依存することが明らかにされた。たとえ制度的圧力に従うことが行為者の利益に沿わないものであったとしても、制度的圧力に抗うことを可能にする裁量を行為者が有していなければ、そのような行動をとることはできないのである。加えて、そもそも制度的圧力の性質上、行為者の利益に沿わないことが多いことを踏まえれば、行為者の裁量に働きかけるこ

とではじめて、組織の利害関係者は、制度的圧力に沿った行動を組織に促すことが可能となるのである。

以上の議論をまとめると、行為者は、制度的圧力に盲目的に従うのではなく、自身の利益を優先させることを可能とする裁量があるか否かに依存して、制度的圧力に対する対応を変えるということである。同じ制度的圧力に直面する行為者であっても、個々の行為者の置かれた状況は異なるし、自身の利益に沿った行動をとれるか否かは、その行為者の裁量に依存して異なることを踏まえれば、彼らがとり得る行動は同質的なものというよりはむしろ、異質的なものとなる。本研究の議論は、制度的圧力に対する組織行動の異質性を説明する一つの要因として、行為者の裁量に注目したという点で、制度的圧力に対する組織行動の異質性に関する一連の研究に貢献しているといえる。

4-2. 経営慣行の普及

また、こうした本研究における議論は、経営慣行の普及がどのように進展していくかについて示唆を与え得るものである。

第4章で明らかにされたように、集中日開催からの逸脱は、外国人株主と企業不祥事が起点となって生じた。具体的には、外国人株主という既存の経営慣行を必ずしも所与のものとして受け入れない異なる思想を有する新たな利害関係者の台頭が、株主総会の集中日開催という既存の経営慣行に対する疑念を抱かせるようになった。それに加え、利益供与という企業の株主総会に対する消極的な姿勢を如実に表す企業不祥事の発生が、利益供与と同様に株主総会に対する消極的な姿勢を表す集中日開催を疑問視させるようになったのである⁵⁰。すなわち、集中日開催からの逸脱は、各企業が株主総会を活性化させることを自発的に意図して進展していったというよりはむしろ、新たな利害関係者の台頭や予期せぬ企業不祥事の発生をきっかけに外部の利害関係者からの圧力に屈するようにして進展していったといえる。

このような株主総会の非集中日開催の普及プロセスは、必ずしも全ての企業が、株主価値経営を支持して、それを体現する経営慣行として集中日開催から逸脱したわけではない

⁵⁰ この意味で、利益供与と株主総会の集中日開催はともに、株主総会の無効化を意図した経営慣行であるという点で共通している。そのため、一方の経営慣行（利益供与）に対して疑念が抱かれるにつれ、もう一方の経営慣行（集中日開催）にも疑念が抱かれるようになったのである。

ことを示唆している。つまり、実際には株主価値経営を支持しているわけではないが、対外的にそれを支持していることを示す必要に迫られたために、集中日開催から逸脱していったのである⁵¹。そのため、集中日開催から逸脱した企業には、実際に株主価値経営を支持するようになったために逸脱した企業と、実際には株主価値経営を支持していないが、集中日開催から逸脱することで、対外的にはそれを支持しているようにみせるために逸脱した企業の両方が存在すると考えられる。したがって、異なる動機をもつ行為者が同じ経営慣行を導入していくプロセスでは、一つの経営慣行に対して行為者ごとに異なる意味づけがなされていると考えられる。すなわち、ある行為者は、株主価値志向に即した企業経営を実際に行うための手段として特定の経営慣行を捉えているのに対し、他の行為者は、実際にはそうした企業経営を行うことを意図していないが、対外的にそうした姿勢を示すための手段として捉えているのである。

このような2つの異なる動機を有する企業が存在し得るのは、以下の2つの理由が考えられる。第一に、外部の利害関係者は、経営者の動機を観察することができないため、集中日開催から逸脱しているか否かという実際に観察された行動のみから、経営者が株主価値経営を支持しているか否かを判断するためである。すなわち、逸脱の動機と実際の行動は必ずしも一致する必要はないのである。第二に、株主総会の非集中日開催は株主総会を活性化するのであるが、第5章で議論したように、そのような活性化された株主総会は、常に経営者の利益に反するわけではなく、業績の低下や株主からの批判の高まりが生じた場合のみに経営者の利益に反するのである。したがって、特定の状況においては（例えば、業績の好調時）、実際に株主価値経営を支持していなくとも、支持していることを対外的に示すことは経営者の利益に反しないのである⁵²。

これら2つの理由のために、株主総会の非集中日開催の普及プロセスは、異なる動機を有する企業が存在するなかで、進展していったのである。しかしながら、第5章で明らかにされたように、業績の低下や株主からの批判の増加に直面した場合に、経営者は集中日開催

⁵¹ 第4章では、このような影響に加え、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ている。

⁵² 実際に、第4章の分析結果は、最終赤字ダミーは負に有意であり、集中日開催からの逸脱は、業績が悪化時には生じにくいことを示している。また、第5章の第1モデルの分析結果は、業績（産業平均以上）が正に有意であり、業績の良い企業ほど、非集中日に株主総会を開催していることを示している。これらの分析結果は、業績の良いときは、非集中日開催は経営者の利益に反しないどころか、むしろ非集中日に株主総会を開催する傾向があることを示唆している。

へ回帰するのである。そして、このとき集中日開催へ回帰した経営者の多くは、実際には株主価値経営を支持していない経営者であると推察することができる。この意味で、実際に経営者が株主価値志向を支持しているか否かは、それを体現する経営慣行を導入しているか否かというよりも、導入した後にたとえ状況が変わったとしても、それを維持し続けているか否かに表れていたといえる。

以上の議論をまとめると、企業がどのような動機をもって経営慣行を導入しているかは、通常、外部の利害関係者は観察することができないのであるが、当該経営慣行が経営者の利益に反するような状況においては、外部の利害関係者も企業の行動を観察することでその動機を推察することができるようになる。したがって、経営慣行の普及プロセスにおいて、実際の経営者の動機は時間の経過、あるいは状況の変化とともに明らかになっていくといえる。すなわち、経営慣行の導入に対して外部の利害関係者が想定する経営者の動機と実際の経営者の動機は常に一致しているわけでもないし、常に一致していないわけでもない。むしろそれは、時間とともに変化し得るものなのである。このことは、経営慣行を導入しているという事実がもつ意味は、普及プロセスの中で経時的に変化し得ることを示唆しており、その意味を解釈するにはその背後にある実際の経営者の動機にも目配りする必要があることを示唆している。

第8章 今後の課題と将来の研究に向けて

1. はじめに

本研究では、1990年代中頃以降における日本企業の株主総会開催日の変化に注目し、その原因および帰結を明らかにしてきた。具体的に、日本企業全体としては、1990年代中頃以降、株主総会開催日の分散化が進み、株主総会への出席者数およびそこでの質問者数は増加しており、株主総会は活性化されてきた。加えて、業績が低迷するほど株主総会での質問者数が増加していることを踏まえれば、株主は、自身の投資が経営者によって適切に経営されていないと感じられるときに、株主総会において経営者を問い質していると解釈できる。

このように、本研究は、株主総会開催日に注目することで、日本企業における株主による株主総会への参加を検討してきた。しかしながら、ここでは、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をしており、書面投票による議決権の行使といった形での株主による株主総会への参加は含まれていなかった。次節では、この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。

また、本研究は、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経営慣行である、株主総会の集中日開催に注目し、その経時的変化を検討してきた。しかしながら、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。第3節では、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。

2. 株主の取締役選任議案への議決権行使

本研究では、株主総会の会場に物理的に参加することを念頭に、日本企業の株式総会を分析してきた。これは、株主総会への物理的な参加は、個人投資家を含む株主が一堂に会し、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という意味で、制度的に担保されている株主による企業への関与の手段として、最も基本的かつ重要なものであると考えられたた

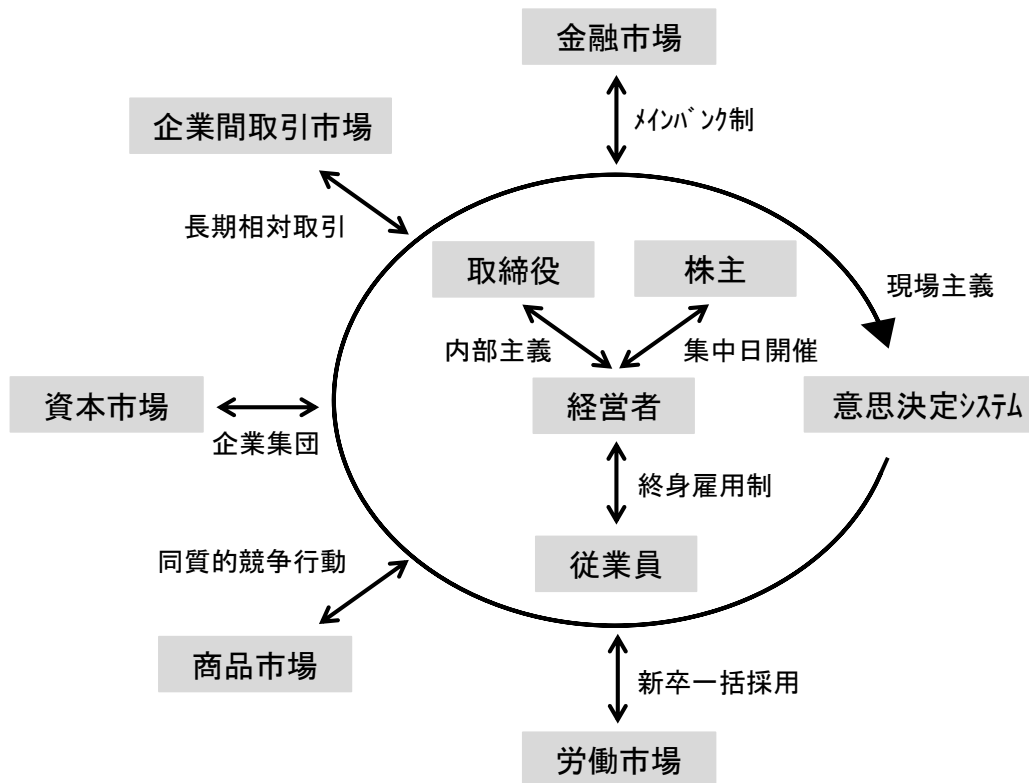
めである。しかしながら、株主が株主総会において企業に関与する手段は、物理的に出席することに限られない。例えば、株主による取締役選任議案への議決権行使は、一つの関与の手段となり得るものである。

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⁵³。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、その後の企業行動に影響を与え得ると考えられる。

日本では2010年以降に、取締役候補者ごとの議決権行使結果が開示されるようになり、近年になってようやくパネルデータを用いた時系列での実証分析が可能になってきた現象であり、また、海外においても実証研究は少数にとどまっているのが現状である（少数の例外として、Hillman, Shropshire, Certo, Dalton, & Dalton, 2011; Sauerwald, Van Oosterhout, & Van Essen, 2016）。したがって、日本企業において、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、株主による取締役選任議案への議決権行使が後の企業行動にどのような影響を与えるかといったことを明らかにすることは、本研究で議論することができなかった手段を通じた株主による企業への関与に注目することで、日本企業の株主総会に関するさらなる理論的・実証的知見を蓄積することを可能とするのである。

⁵³ 実際に、業績の低迷にあげぐ企業や不祥事があった企業においては、経営トップを始めとする取締役選任議案への賛成票の比率が著しく低下している（週刊ダイヤモンド, 2016 日本経済新聞, 2016a）。

図 18. 日本企業に特徴的な経営慣行



3. 日本企業に特徴的な経営慣行の歴史的変化

James Abegglen の「The Japanese Factory」が出版された 1958 年以降、日本企業の経営は世界的な関心を集め、その中では、日本企業に特徴的な様々な経営慣行が取りあげられてきた。図 18 には、市場（金融市場、企業間取引市場、資本市場、商品市場、労働市場）、企業内の利害関係者（株主、取締役、従業員）、意思決定システムという観点から、そのような日本企業に特徴的な経営慣行を整理してある。具体的には、第一に、企業と金融市場の関係性としてメインバンク制(Aoki, 1994)、企業と企業間取引市場の関係性として長期相対取引(Sako, 1992)、企業と資本市場の関係性として企業集団（奥村, 1976）、企業と商品市場の関係性として同質的競争行動（浅羽, 2002）、企業と労働市場の関係性として新卒一括採用（菅山, 2011）という 5 つの市場と企業をつなぐ経営慣行があげられている。第二に、経営者と取締役会の関係性として内部主義(Buchanan, 2007)、経営者と従業員の関係性として終身雇用(Abegglen, 1958)、経営者と株主の関係性として集中日開催という 3 つの

経営者と利害関係者の関係に関わる経営慣行があげられている。第三に、現場主義（森川，1996）が意思決定システムに関わる経営慣行としてあげられている。以上のように，本研究における株主総会の集中日開催は，日本企業に特徴的な経営慣行の一つとして位置付けることができるのである⁵⁴。

しかしながら，バブル崩壊以後，「失われた 10 年」が「失われた 20 年」と言われるようになって久しく，その間に，戦後日本の経済発展を支えてきた上記の日本企業における様々な経営慣行は大きく変化してきた。実際，本研究では，株主総会が集中日開催に開催されるようになった歴史的背景に加え，1990 年代中頃以降に集中日開催からの逸脱や回帰が生じた原因およびその帰結を検討することで，日本企業における経営者と株主との関係に関する経営慣行が経時的に変化してきたことを明らかにしている。

本研究の他にも，日本企業に特徴的な経営慣行の経時的変化を検討した研究は多く存在するものの，いまだに十分に検討されていない経営慣行も存在する。例えば，バブル崩壊以後，経営者と従業員との関係に関する経営慣行である終身雇用を維持することが難しくなるにつれ，日本企業においても人員削減が行われたり，勤続年数が低下したりしてきたことが明らかにされてきた(Ahmadjian & Robbins, 2005; Ahmadjian & Robinson, 2001; Kato, 2001; Kawaguchi & Ueno, 2013)。その一方で，このような変化に伴い，企業と労働市場との関係に関する経営慣行である新卒一括採用がどのように変化してきたかはあまり知られていない（例外として，Uchida & Hoetker, 2015）。今後の研究においては，図 18 に示されているような日本企業に特徴的であると言われてきた経営慣行が，経時的にどのように変化してきたかを明らかにすることで，日本企業の経営慣行に関するさらなる知見が蓄積されることが望まれる。

⁵⁴ 本研究では，日本企業における経営者と株主の関係性を顕著に示す経営慣行として，株主総会の集中日開催をあげているが，集中日開催の帰結としてのシャンシャン総会あるいは短時間総会も日本企業における経営者と株主の関係性を顕著に示す経営慣行として捉えることも可能である。

補遺

補遺 A コーポレートガバナンス・コード

コーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）とは、会社と株主をはじめとする利害関係者が適切な関係を構築するための行動規範を指す。東証の「コーポレートガバナンス・コード」は、5つの「基本原則」、その基本原則の内容を明確にするための30の「原則」および38の「補充原則」の計73項目から構成され、様々な施策が提示されている。

東証のCGコードでは、「コンプライ・オア・エクスプレイン（comply or explain）」の手法が採用されており、会社は、これらの項目を実施するか、実施しないのであれば、実施しない理由を十分に説明することが求められている。これら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」（東京証券取引所、2015、p.2）と考えられている。

昨年の東証における施行を機に、多くの注目を集めるようになったCGコードであるが、日本におけるその歴史は、経団連のコーポレート・ガバナンス特別委員会が1997年9月に公表した「コーポレート・ガバナンスのあり方に関する緊急提言」にまで遡ることができる。そこでは、1990年代後半に頻発した利益供与事件などの企業不祥事を受け、監査機能の強化と株主代表訴訟制度の見直しが提言された。

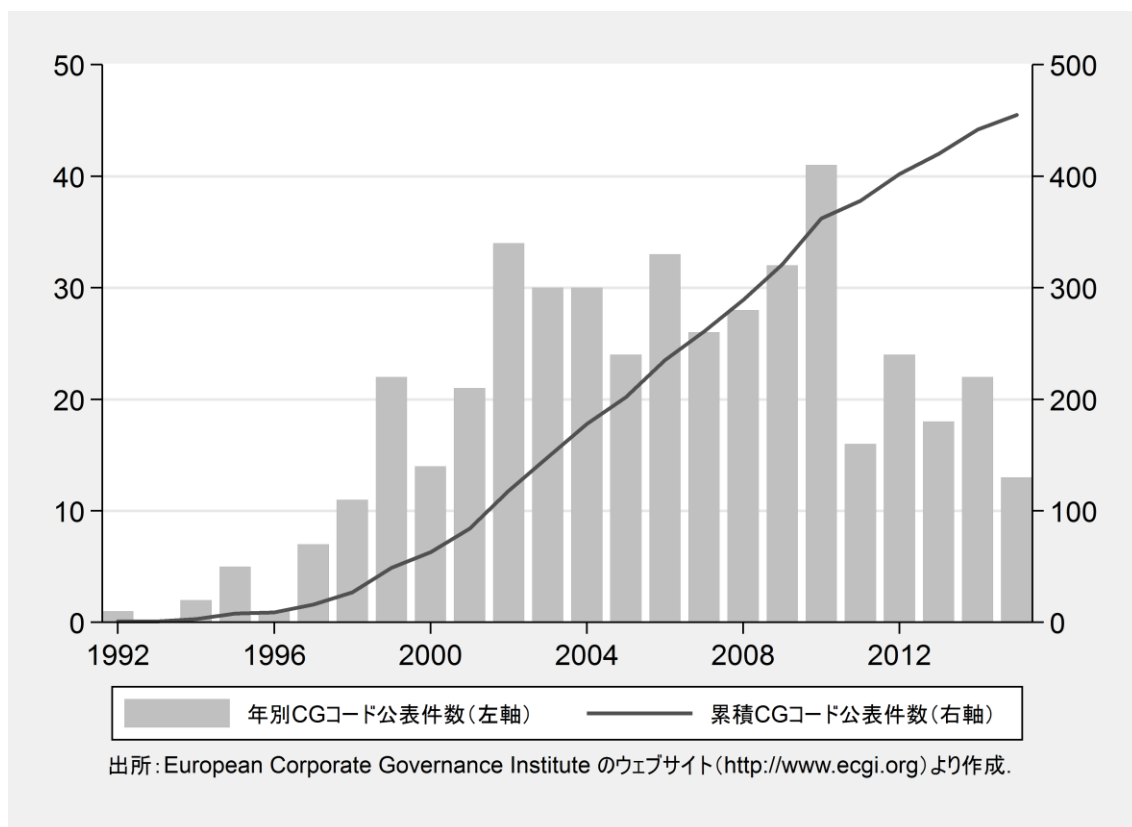
この提言を嚆矢として、現在に至るまで、様々な主体によってCGコードが日本で公表されてきた。具体的には、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムによる「コーポレートガバナンス原則」（1997年10月に公表、2001年10月に改訂）、厚生年金基金連合会（現・企業年金連合会）による（議決権行使の指針をまとめた）「年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会の報告書」（1998年10月に公表）、東証による「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」（2004年3月に公表、2009年12月に改訂）、「スチュワードシップ・コード」（2014年2月に公表）、および上記の「コーポレートガバナンス・コード」である。

CGコードが日本で初めて公表されたのは1997年であったが、その端緒は、1978年1月に米国のビジネス・ラウンドテーブルが公表した報告書「The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation」に求めることができる。

この報告書は、当時の米国における企業不祥事や敵対的買収の頻発を受け、取締役会の機能強化を中心とした米国企業のコーポレート・ガバナンスの向上を意図していた。その後、米国においては、ビジネス・ラウンドテーブルに加え、証券取引委員会やニューヨーク証券取引所がCGコードを継続的に公表していたが、米国以外においては、1989年に香港証券取引所が公表するまで、公表されることはなかった。

米国における公表以後しばらく、CGコードは遅々として普及が進まなかったのであるが、1992年に英国でキャドベリー委員会の報告書「Financial Aspects of Corporate Governance」が公表されると、株主価値を重視する企業経営への関心の高まりと相まって、CGコードは、瞬く間に世界各国において公表されていった。特に、2000年代には、(改訂も含め)毎年数十件のCGコードが世界各国で公表されており、2015年までに、世界90以上の国と地域において、累計400件以上のCGコードが公表されている(図19)。

図 19. 世界各国におけるCGコードの普及(1992-2015年)



補遺 B 経営慣行の普及研究のレビュー

1. はじめに

経営学における最も主要な関心は、なぜある組織の業績は高く、他の組織のそれは低いのかを説明することにある。この問いに対しては、これまでに既存研究において様々な説明がなされてきた。その説明の一つとして、経営慣行の役割をあげることができる。すなわち、ある組織が経営慣行を導入しているか、また、導入した経営慣行をどのように運用しているか、が組織間の業績の違いを生み出すのである。そのため、これまでに様々な経営慣行が世の中に現れ、組織において導入・運用されてきた。例えば、多角化に伴う本社部門における複雑性の増大への対処を意図した事業部制は、1920年頃にデュポン、ゼネラル・モーターズ、スタンダード石油、シアーズ・ローバックといった米国企業において、日本企業においても1930年頃に松下電器産業で導入され、世界中で普及してきた。より近年では、品質を中核とした組織運営の効率化を狙った総合的品質管理（TQM）、株主利益に沿った企業経営を意図したストック・オプションといった経営慣行が実務的・学術的に注目されている。

本章では、経営慣行の普及をとりあげた既存研究を体系的に整理することで、経営慣行の普及研究の潮流を示すと同時に、研究課題を導出する。具体的には、過去35年（1981年～2015年）の間に、*Academy of Management Journal*, *Administrative Science Quarterly*, *American Journal of Sociology*, *American Sociological Review*, *Organization Science*, *Strategic Management Journal* に掲載された、経営慣行に関わる定量研究論文58本の体系的なレビューを通じて⁵⁵、組織による経営慣行の導入・運用の規定要因およびその帰結に関する定型化された事実を提示したうえで、既存研究において見過ごされてきた研究課題を導出する。ここで、本章で取り上げる経営慣行は、マクロ組織論において多くの研究が蓄積されてきた、組織形態・環境経営・品質管理・企業統治・社会的責任・

⁵⁵ 本章で取り上げる文献は、まず、Web of Science を利用し、「practice」「diffusion」「adoption」「implementation」といったキーワードを用いて体系的に抽出した。その後、本研究の関心との関連が薄い文献を同定するために、それぞれの文献の研究質問・研究対象・研究手法を確認した。そのうえで、経営慣行の導入や運用の先行要因あるいは帰結を検討していない文献、組織形態・環境経営・品質管理・企業統治・社会的責任・人的資本管理以外の経営慣行を取り上げている文献、定性的な研究手法を用いている文献を除外した。

人的資本管理に関わる経営慣行である⁵⁶。表 10 には、本章で取り上げる経営慣行をまとめている。

表 10. 本章でとりあげる経営慣行の一覧

組織形態	市民サービス改革(Tolbert & Zucker, 1983), 事業部制(Fligstein, 1985; Palmer et al., 1993), マトリックス組織(Burns & Wholey, 1993), 専門職プログラム(Kraatz & Moore, 2002; Kraatz & Zajac, 1996), 上席・スタッフ弁護士トラック(Sherer & Lee, 2002), 独立系資産運用会社への委託(Lounsbury, 2007), 社内ベンチャー投資部門(Dokko & Gaba, 2012; Gaba & Meyer, 2008)
環境経営	ISO14001(Delmas & Toffel, 2008; King, Lenox, & Terlaak, 2005; Montiel, Husted, & Christmann, 2012), クライメット・チャレンジ・プログラム(Delmas & Montes-Sancho, 2010), 気候変動情報開示(Lewis, Walls, & Dowell, 2014), リサイクル・プログラム(Lounsbury, 2001), 有害化学物質排出目録制度(Doshi, Dowell, & Toffel, 2013)
品質管理	TQM(Douglas & Judge, 2001; Kennedy & Fiss, 2009; Staw & Epstein, 2000; Westphal, Gulati, & Shortell, 1997; Young, Charns, & Shortell, 2001; Zatzick, Moliterno, & Fang, 2012), ISO 9000(Guler, Guillen, & Macpherson, 2002; Terlaak & King, 2007; Yeung, Lo, & Cheng, 2011)
企業統治	ゴールデン・パラシュート(Davis & Greve, 1997; Fiss, Kennedy, & Davis, 2012; Singh & Harianto, 1989), ポイズン・ピル(Bednar, Love, & Kraatz, 2015; Davis, 1991; Davis & Greve, 1997; Mallette & Fowler, 1992), 長期インセンティブプラン(Westphal & Zajac, 1994, 1998), 買収防衛条項(Sundaramurthy, 1996), 投資家向け広報部門(Rao & Sivakumar, 1999), 株主価値志向(Fiss & Zajac, 2004, 2006), 最高財務責任者(Zorn, 2004), ストック・オプション(Sanders & Tuschke, 2007), 証券取引所(Weber, Davis, & Lounsbury, 2009), 取締役会改革(Shipilov et al., 2010), 社内コーポレート・ガバナンス・コード(Okhmatovskiy & David, 2012), 社内取締役が CEO のみの取締役会(Joseph et al., 2014), 自社株買い(Westphal & Zajac, 2001; Zajac & Westphal, 2004)
社会的責任	コンプライアンス担当役員(Chandler, 2014), CSR 報告書(Marquis & Qian, 2014), 反労働搾取の購買政策(Briscoe, Gupta, & Anner, 2015), 従業員ボランティアプログラム(Raffaelli & Glynn, 2014)
人的資本管理	薬物乱用防止の従業員支援プログラム(Spell & Blum, 2005), 薬物検査プログラム(Spell & Blum, 2005), 同性配偶者向け医療保険(Briscoe & Safford, 2008; Chuang et al., 2011), 退職後給付金削減(Briscoe & Murphy, 2012), 従業員向け育児サービス(Goodstein, 1994; Ingram & Simons, 1995), ワークライフ・バランス(Konrad & Mangel, 2000), 家庭的職場慣行(Bloom, Kretschmer, & Van Reene, 2011)

⁵⁶ ここで、経営慣行とは、組織の運営に関わる一連の考え方や手続きを指す、非常に広義な概念である(Strang & Soule, 1998)。この定義に基づけば、本章のレビューで取りあげる経営慣行以外にも、M&A や人員削減といった戦略的意思決定も経営慣行に含まれるが、これらに関しては既存研究において体系的なレビューが行なわれていることを踏まえ(M&A に関しては、Haleblian, Devers, McNamara, Carpenter, & Davison (2009), 人員削減に関しては、Datta, Guthrie, Basuil, & Pandey, (2010)を参照)、本章では分析対象としていない。

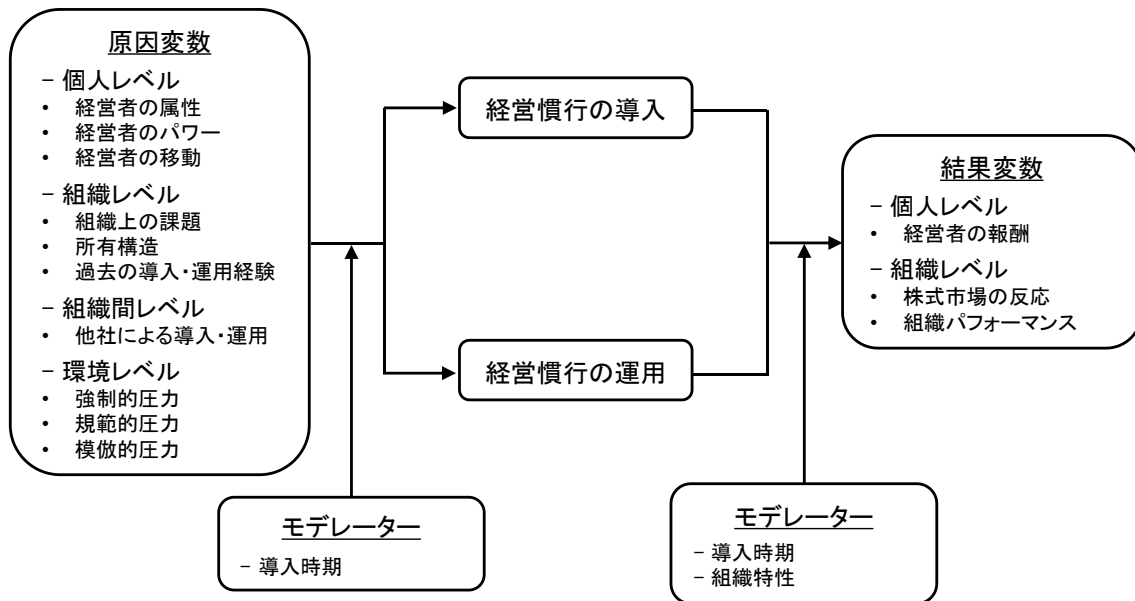
本章の構成は以下の通りである。次節では、本章のレビューにおける分析枠組みを提示する。第3節では、第2節で示された分析枠組みに基づいて、定型化された事実を整理する。最後に、第4節では、経営慣行の普及研究における研究課題を導出する。

2. 分析枠組み

経営慣行の普及に関する実証研究は、(1) 経営慣行の「導入」という現象に注目する研究群、(2) 経営慣行の「運用」という現象に注目する研究群、の2つに大別することができる。前者は、組織が経営慣行を取り入れるか否かの意思決定に注目する一方、後者は、導入後に組織がどのように経営慣行を組織に適応させていくかに注目している。したがって、経営慣行の導入に関する研究は、導入したか否かの二者択一の問題を扱うのに対し、経営慣行の運用に関する研究は、導入後における実施の度合いという程度の問題（例えば、実質的に運用しているか、あるいは形骸化させているか）を検討している。ただし、これら2つは別個の現象ではあるものの、導入されなければその後の運用もないという意味で経営慣行の運用の議論は導入の議論を前提としている点、また、導入と運用の意思決定が必ずしも独立に行われているわけではない点には留意する必要がある。

このように導入と運用という2つの現象に注目してきた経営慣行の普及研究は、さらに、(1) どのような要因が経営慣行の導入・運用に影響を与えるかを検討する原因変数に注目する研究群、(2) 経営慣行の導入・運用がどのような効果を組織にもたらすかを検討する結果変数に注目する研究群、の2つに分けることができる。また、(1) および(2)において明らかにされた関係性は、ある特定の場合においてより顕著で、他の場合にはそうではないといったように、境界条件が存在する。そのため、既存研究では、原因変数が経営慣行の導入・運用に与える影響および経営慣行の導入・運用が結果変数に与える影響のモデレーターにも注目してきた。したがって、経営慣行の普及研究は、図20のように整理することができ、以下では、それぞれの研究群について詳しく検討していく。

図 20. 文献レビューの分析枠組み



3. 経営慣行の普及研究

3-1. 先行要因に関する研究

3-1-1. 経営慣行の導入の先行要因

なぜ組織は経営慣行を導入するかは、経営組織論における主要な関心の一つであり、これまでに、多くの研究者がこの現象の説明を試みてきた(Abrahamson & Rosenkopf, 1993; Strang & Soule, 1998). そこでは、多様な理論枠組みに依拠しながら、多くの先行要因が特定されてきた. 本章ではそれらを、個人・組織・組織間・環境という4つの異なるレベルにおける先行要因として整理し(表11), それぞれについて、依拠している理論枠組み及び代表的な研究を検討していく.

表 11. 経営慣行の導入の先行要因に関する既存研究一覧

出版年	著者名	分析対象	変数	主要な発見	個人	組織	組織間	環境
1983	Tolbert & Zucker	米 167 都市, 1880-1935 年 市民サービス改革	従属変数: 導入 独立変数: 移民比率, 非識字率, 工場労働者率, 部門数, 組織年齢, 都市の規模	市民サービスの改革が必要であることを示す都市の諸特性は, 初期の導入を説明する際には有用であるが, 後期の導入を説明することはできない。		✓		
1985	Fligstein	米企業 100 社, 1919-1979 年 事業部制	従属変数: 導入 独立変数: 戦略タイプ, 組織規模, 組織年齢, 経営者の属性, 他社による導入	製品関連型や非関連型多角化をしている場合, 経営者がマーケティングやファイナンス出身者である場合, 同一産業の他社が導入している場合, 導入する可能性は高まる。	✓	✓		✓
1989	Singh & Harianto	米企業 213 社, 1980-1983 年 ゴールデン・パラシュート	従属変数: 導入 独立変数: 過去の買収脅威, 取締役会の構成, 経営者の属性, 所有構造	過去に買収の脅威に直面した企業, 株式所有が分散している企業, 取締役と比較して経営者の任期が長い企業, 社外取締役が多い企業は, 導入する傾向にある。	✓	✓		
1991	Davis	米企業 440 社, 1984-1989 年 ポイズン・ピル	従属変数: 導入 独立変数: 株主構成, 過去の導入経験, 取締役会構成, ネットワーク中心性, インターロック, 他社による導入	内部者の所有比率が高い企業, 大株主の所有比率が高い企業は, 導入しない傾向にある。また, 導入済み企業とのインターロックを有する企業は, 導入する傾向にある。		✓	✓	✓
1992	Mallette & Fowler	米企業 673 社, 1986-1988 年 ポイズン・ピル	従属変数: 導入 独立変数: 取締役会の構成, 取締役会の構造, 経営者の任期, 所有構造	取締役会の構造および経営者の任期が導入の意思決定に与える影響は, 独立取締役比率に依存する。また, 低い社内取締役の所有比率, 高い機関投資家所有比率は導入を促す。	✓	✓		
1993	Burns & Wholey	米 346 病院, 1961-1978 年 マトリックス組織	従属変数: 導入 独立変数: タスク多様性, 組織規模, 組織スラック, ネットワーク中心性, マスコミ報道, 名声, 他社による導入, 導入時期	タスク多様性, 名声, マスコミ報道, 他社による導入は後の導入を促す。また, 組織要因の影響は経時的に弱くなる一方, 制度要因の影響はより強くなる。		✓		✓
1993	Palmer et al.	米企業 105 社, 1963-1968 年 事業部制	従属変数: 導入 独立変数: 戦略タイプ, 組織パフォーマンス, 経営者の属性, 所有構造, 産業特性, 他社による導入, 金融機関への依存, インターロック	制度理論が予測するように, 他社による導入などの制度的要因が事業部制の導入を促進した。また, 戦略タイプなどの経済的要因は導入の意思決定に影響を与えているが, 同族所有比率などの政治的要因は影響を与えていない。		✓		✓
1994	Westphal & Zajac	米企業 570 社, 1972-1990 年 長期インセンティブプラン	従属変数: 導入 独立変数: 経営者のパワー, 組織パフォーマンス, 導入時期	経営者のパワーが強い企業, 業績の悪い企業は, 導入する傾向にある。また, これらの影響は, 経時的に弱くなる。	✓	✓		
1996	Kraatz & Zajac	米教養大学 631 校, 1971-1986 年 専門職プログラム	従属変数: 導入 独立変数: 顧客の嗜好, 地元経済の動向, 組織年齢, 組織規模, 他社による導入, 導入時期	制度理論の主張とは異なり, 顧客嗜好の変化や地元経済の動向などの技術的要因が, 導入の先行要因となっている。また, これらの要因の影響は普及プロセスに関わらず同じである。		✓		✓
1996	Sundaramurthy	米企業 185 社, 1984-1988 年 買収防衛条項	従属変数: 導入 独立変数: 所有構造, 取締役会の構成, 株主による承認の必要性	機関投資家による所有は, 株主による承認を必要とする場合のみ, 買収防衛条項の導入を妨げる。一方, 経営者による所有は, 株主による承認を必要としない場合のみ, 買収防衛条項の導入を妨げる。		✓		

1997	Davis & Greve	米企業 442 社, 1980-1986 年 ポイズン・ビル, ゴールデン・パラシュート	従属変数: 導入 独立変数: インターロック, 他社による導入	ポイズン・ビルは, 導入済み企業とのインターロックという密な関係を通じて普及しているが, ゴールデン・パラシュートは, 地理的に近接する他社による導入を通じて普及している。				✓
1999	Rao & Si- valumar	米企業 424 社, 1984-1995 年 投資家向け広報部門	従属変数: 導入 独立変数: 反経営者の株主決議, アナリスト・カバレッジ, インターロック, 他社による導入	反経営者の株主決議の増加, 証券アナリストによるモニタリング, 導入済み企業とのインターロックが後の導入の可能性を高める。				✓
2001	Young et al.	米 150 病院, 1989-1998 年 TQM	従属変数: 導入 独立変数: 経営者の属性, 他社による導入	経営者の属性と他社による導入は, どちらも導入に影響を与えている。また, 前者は普及プロセスの初期でより重要なものに対し, 後者は普及プロセスの後期においてより重要となる。	✓			✓
2002	Guler et al.	85 カ国, 1993-1998 年 ISO 9000	従属変数: 導入 独立変数: 政府支出, 対内直接投資額, 知的基盤, 強い貿易関係を有する国・貿易上の類似性の高い国における認証の付与	政府支出や対内直接投資に反映される強力な推進組織の存在, 貿易で深いつながりのある国における認証の付与, 貿易上の類似性の高い国における認証の付与は, ISO 9000 の付与数を増加させる。		✓	✓	✓
2002	Kraatz & Moore	米教養大学 631 校, 1971-1986 年 専門職プログラム	従属変数: 導入 独立変数: 経営者の異動, 制度的圧力, 経営者のパワー	既にプログラムを有する大学や名声の低い大学から経営者を迎えた大学は導入する。また, 制度的圧力が大きい場合, 経営者のパワーが強い場合に, これらの影響は大きくなる。	✓			✓
2002	Sherer & Lee	米法律事務所 261 社, 1985-1994 年 上席・スタッフ弁護士 トラック	従属変数: 導入 独立変数: 資源の欠如, 名声, 導入時期	資源の欠如に直面する法律事務所, 高い名声を誇る法律事務所は, 導入する傾向にある。これらの影響は, 普及プロセスの初期においてより大きい。			✓	
2004	Fiss & Zajac	独企業 112 社, 1990-2000 年 株主価値志向	従属変数: 導入 独立変数: 所有構造, 経営者の属性	株主価値志向を支持する銀行・事業会社・政府による所有比率が高い場合, 経営者が経済学あるいは法学の学位を有する場合, 導入する傾向にある。	✓	✓		
2004	Zorn	米企業 429 社, 1963-2000 年 最高財務責任者 (CFO)	従属変数: 導入 独立変数: 資本依存度, 経営者の属性, 法改正, 他社による導入, 導入時期	法改正は CFO の導入を促したが, その影響は普及が進むにつれ弱くなる。また, 他社による導入の増加は, 導入を増加させる。	✓	✓		✓
2005	King et al.	米 7899 工場, 1995-2001 年 ISO 14001	従属変数: 導入 独立変数: 地理的近接性, ガバナンス形態	潜在的な顧客が地理的に遠いあるいは海外である企業, 顧客と垂直的關係を有する企業は, 認証を取得する傾向にある。			✓	
2005	Spell & Blum	米 360 事業所, 1987-1995 薬物乱用防止の従業員 支援プログラム, 薬 物検査プログラム	従属変数: 導入 独立変数: 組織規模, 離職率, 男性従業員比率, 薬物問題の認識, 他社による導入, マスコミ報道, 導入時期	従業員支援プログラムは, 離職率等の戦略的選択理論と整合的な変数ではなく, 他社による導入等の制度理論と整合的な変数によって説明される。一方, 薬物検査プログラムは, 両変数によって説明され, 特に, 普及プロセスの初期には, 前者の影響が大きい。			✓	✓
2007	Lounsbury	米投資信託会社, 1944-1985 年 独立系資産運用会社 への委託	従属変数: 導入 独立変数: 経費率, 資産増加率, 投資戦略, 所在地	成長型投信, ニューヨークに位置する投信は, 資産増加率の低下に直面した際に導入するのに対し, 非成長型投信, ボストンに位置する投信は, 経費率の上昇に直面したときに導入する。			✓	✓

2007	Sanders & Tuschke	独企業 89 社, 1996-2000 年 ストック・オプション	従属変数: 導入 独立変数: 米国経営慣行との親和性, 経営者の属性, 過去の導入経験, インターロック, 他社による導入, 導入時期	ADR 発行企業, 経営者がビジネス系学位を有する企業, GAPP/LAS の導入経験企業, 導入済み企業とのインターロックを有する企業は, 導入する傾向がある. また, 国内の他社による導入数の増加は導入の可能性を高める. これらの影響は, 導入時期に依存して異なる.	✓	✓	✓	✓
2007	Terlaak & King	米 13710 工場, 1988-2000 年 ISO 9000	従属変数: 導入 独立変数: 導入工場の規模, 所在地, 企業規模	規模が大きくなるにつれて導入価値が高まる経営慣行の場合, 小規模企業による導入は, 導入を増加させる. ただし, この影響は所在地や企業規模などの代替的な情報源によって緩和される.				✓
2008	Briscoe & Safford	米企業 412 社, 1990-2005 年 同性配偶者向け医療保険	従属変数: 導入 独立変数: 反対・賛成勢力による導入, 社会運動グループの存在	同性配偶者向け医療保険に反対していると認識されていた企業による導入は, それに賛成していると考えられていた企業による導入よりも, 後の導入を促す.				✓
2008	Delmas & Toffel	米 493 工場, 2003 年 ISO 14001, 政府の環境プログラム	従属変数: 導入 独立変数: 部門の影響力, 工場マネージャーの受容性	マーケティング部門の影響力が強い場合, ISO 14001 を導入する傾向がある一方, 法務部門の影響力が強い場合, 政府の環境プログラムを導入する傾向にある.		✓		
2008	Gaba & Meyer	米企業 264 社, 1992-2001 年 社内ベンチャー投資部門	従属変数: 導入 独立変数: VC への地理的近接性, VC の成功事例, 他社による導入, 導入済み企業の知名度・成功, 導入済み企業との近接性	VC への地理的近接性および VC の成功事例数は産業をまたいだ導入を促進する一方, 産業内における導入は, 他社による導入, 導入済み企業の知名度, 導入済み企業の成功, 導入済み企業との近接性によって促進される.				✓
2009	Weber et al.	132 カ国, 1980-2005 年 証券取引所	従属変数: 導入 独立変数: 経済システムの歴史的背景, 国際機関への依存, 競争, 社会的立場	投資家を基盤とする経済システムの下地がある国, IMF や世界銀行への依存度が高い国, 激しい貿易競争に直面する国, 社会的立場が高い国は, 導入する傾向にある.		✓	✓	✓
2010	Delmas & Montes-Sancho	米企業 132 社, 1995-2000 年 クライメット・チャレンジ・プログラム	従属変数: 導入 独立変数: 政治的圧力, 事業者団体への加盟, 知名度, 過去の取り組み, 導入時期	政治的圧力, 事業者団体への加盟, 知名度, 過去の取り組みは, 導入に正の影響を与えている. また, これらの影響は, 普及プロセスの初期においてより大きい.		✓		✓
2010	Shipilov et al.	加企業 217 社, 1999-2005 年 取締役会改革	従属変数: 導入 独立変数: インターロック, 第一波・第二波における導入経験	取締役会改革に関わる第一波の経営慣行は, 模倣を通じて普及していったが, 第二波の経営慣行は, 導入済み企業とのインターロックに関わらず, 経路依存性に基づいて普及していった.		✓	✓	
2011	Chuang et al.	米企業 951 社, 1990-2002 年 同性配偶者向け医療保険	従属変数: 導入 独立変数: 他社による導入, 法整備, マスコミ報道	同一産業内の他社による導入は, 法整備が導入に与える正の影響を強めるが, 同一州内の他社による導入は, 法整備およびマスコミ報道が後の導入に与える正の影響を弱める.				✓
2012	Briscoe & Murphy	米企業 500 社, 1989-2009 年 退職後給付金削減	従属変数: 導入 独立変数: 他社の導入の形態, マスコミ報道, 利害関係者の反応	他社による透明性の高い方法での導入は, メディアからの反感を高め, 導入を減少させるが, 他社による透明性の低い方法での導入は, 後の導入を促す.				✓
2012	Montiel et al.	墨自動車 433 工場, 1998-2004 年 ISO 14001	従属変数: 導入 独立変数: 汚職の種類	汚職が政治固有の場合, 企業は認証を取得する一方, 世の中一般に汚職が蔓延している場合は, 企業は認証を取得しない傾向にある.				✓

2012	Okhmatovskiy & David	露企業 265 社, 2000-2007 年 社内コーポレート・ガ バナンス・コード	従属変数: 導入 独立変数: 株式市場への上場, ADR の 発行, 他社による導入, インターロック	株式市場へ上場している企業, ADR 発行企業, 導入済み企 業とのインターロックを有する企業は, 導入する傾向がある. また, 同一産業内の他社による導入は導入を促進する.	✓		✓
2014	Chandler	米企業 286 社, 1990-2008 年 コンプライアンス担当 役員	従属変数: 導入 独立変数: フィールド全体に関わる出 来事, 企業固有の出来事	フィールド全体に関わる出来事が経営慣行の導入の意思決 定に影響を与える一方, 企業固有の出来事は影響を与えな い.			✓
2014	Joseph et al.	米企業 222 社, 1981-2007 年 社内取締役が CEO のみの取締役会	従属変数: 導入 独立変数: 潜在的利得獲得機会, 経営 者のパワー, 法整備, 業績の好転	CEO より先に就任した社内取締役が多い場合, 取締役会に おいて CEO がパワーを有している場合, また, 法整備後や業 績の好転といった機会に, 導入する傾向がある.	✓	✓	✓
2014	Lewis et al.	米企業 589 社, 2002-2008 年 気候変動情報開示	従属変数: 導入 独立変数: 経営者の属性, 経営者の交 代	新しい経営者が就任した場合, 経営者が MBA 学位を有する 場合に導入する傾向がある一方, 法律の学位を有する経営 者は導入しない傾向がある.	✓		
2014	Marquis & Qian	中国企業 1600 社, 2006-2009 年 CSR 報告書	従属変数: 導入 独立変数: 株主構成, 政府との関係性, 組織年齢, 組織スラック	政治協商会議のメンバーである経営者を有する企業, 歴史が 浅い企業, 豊富な組織スラックを有する企業は, CSR 報告書 を発行する傾向がある.	✓	✓	
2015	Briscoe et al.	米大学 355 校, 2008-2009 年 反労働搾取の購買政 策	従属変数: 導入 独立変数: 他社の導入形態, 継続的な コミットメント, 近隣組織の破壊的活 動の経験数	他社による破壊型の導入が潜在的導入者の意思決定に与え る影響は, 他社による証拠型の導入および独立型の導入より も小さい.			✓

第一に、個人レベルの要因である。個人レベルの要因を検討する既存研究は、組織の意思決定における重要な主体として経営者を強調するトップ・マネジメント・チーム (TMT) 理論(Carpenter, Geletkancz, & Sanders, 2004; Hambrick & Mason, 1984)に依拠している。TMT 理論は、経営者の属性（例えば、学歴）が組織行動に与える影響を主要な関心の一つとしているため、経営慣行の導入に関する意思決定においても、その可能性が検討されてきた。例えば、Lewis, Walls, & Dowell (2014)は、環境経営に関する経営慣行の一つである気候変動情報開示 (CDP) の米国企業における導入を規定した要因として、経営者の学歴や就任後の経過年数に注目している。そこで彼らは、CDPを含む一連の環境経営に関わる経営慣行を企業の名声を高める好機であると認識する傾向にある MBA 学位を有する経営者、新しい経営慣行の導入に対して相対的に抵抗が小さいと考えられる就任後間もない経営者は、CDP を導入する一方、企業経営に対して保守的な態度をとる傾向にある法律の学位を有する経営者は、それを導入しない傾向があることを明らかにしている。

経営者の属性のほかに、既存研究において注目されてきた個人レベルの要因には、経営者のパワーと経営者の移動の 2 つをあげることができる。経営者のパワーに注目した Joseph, Ocasio & McDonnell (2014)は、米国企業において、CEO のみが社内取締役となる取締役会⁵⁷が近年、増加していることに注目し、なぜ、そのような現象が生じているかを検討している。具体的には、取締役会会長を兼務する強いパワーを有する CEO ほど、上記のような取締役会を導入することが明らかにされている。また、米国の教養大学における専門職プログラムの導入を取り上げた Kraats & Moore (2002)は、スキルや経験の異なる経営者の大学間における移動が導入の意思決定に与える影響に注目し、既に専門職プログラムを導入した大学や名声の低い大学から新たに経営者を迎えた大学は、そうでない大学よりも専門職プログラムを導入する傾向にあることを明らかにしている。

第二に、組織レベルの要因であり、最も基本的なものとして、組織上の課題をあげることができる。そこでは、あらゆる環境において最適な組織構造は存在しないため、環境の変化に応じて組織を変化させていく必要性を説くコンティンジェンシー理論

⁵⁷ CEO のみが社内取締役となる取締役会は、一見、エージェンシー理論の主張と整合的であり、社外取締役による監視が利いているように見えるが、実は、全ての情報を社内取締役である CEO のみがコントロールすることができるようになるため、取締役会において CEO を監視することを難しくすると考えられている。

(Lawrence & Lorsch, 1967; Van de Ven, Ganco, & Hinings, 2013)に依拠し、ある環境において組織が直面する課題の解決策として、経営慣行を導入することが主張される。例えば、Fligstein (1985)は、製品関連型多角化や非関連型多角化に伴う組織の複雑性の増大に直面する企業ほど、その問題に対処するために、事業部制を導入する傾向があることを明らかにしている。同様に、Burns & Wholey (1993)は、タスク多様性の高い病院ほど、コミュニケーション上の問題に対応するために、マトリックス組織を導入する傾向があることを示している⁵⁸。

こうした組織上の課題に加え、所有構造も組織レベルの要因の一つとして考えられている。ここでは、エージェンシー理論(Dalton et al., 2007; Fama & Jensen, 1983)を基礎に、所有者の意向が経営慣行の導入の意思決定に影響を与えることが主張される。例えば、Mallette & Fowler (1992)は、米国企業がポイズン・ピルを導入した主要な要因の一つとして、株主の役割に注目している。具体的には、経営者の株式所有比率が高い企業では、経営者は株主価値を高めるインセンティブを有するため、ポイズン・ピルを導入しないのに対し、機関投資家の株式所有比率が高い企業では、経営者が短期志向の株主から自身を守るために、それを導入する傾向があることを明らかにしている。同様に、Fiss & Zajac (2004)も、ドイツ企業が株主価値を志向する企業経営を導入するか否かを規定する主要な要因として、株主の役割に注目している。具体的には、そのような企業経営を支持する銀行・事業会社・政府の所有比率が高い企業ほど、株主価値を志向する企業経営を導入する傾向にあることを明らかにしている。

さらに、組織レベルの要因には、組織学習理論(Argote, 2012; Cyert & March, 1963)を援用して、過去の自社の行動からの学習、すなわち過去における類似の経営慣行の導入経験からの学習が将来の意思決定に与える影響も検討されてきた。例えば、ドイツ企業によるストック・オプションの導入を検討した Sanders & Tuschke (2007)は、ストック・オプションと同様にアングロ・サクソン型コーポレート・ガバナンス慣行である米国 GAAP (一般に公正妥当と認められた会計原則) や IAS (国際会計基準) を既に導入している企業ほど、その際の経験を通じて得られた知識を将来の意思決定に活かすと考えられるため、ストック・オプションを導入する傾向があることを明らかにしている。

⁵⁸ Fligstein (1985)および Burn & Wholey (1993)では、複数の仮説が提示されており、その一部においてのみコンティンジェンシー理論と整合的な議論が展開されている点に留意する必要がある。

第三に、組織間レベルの要因である。ここでも、組織学習理論(Argote, 2012; Cyert & March, 1963)を援用しているが、その学習の対象は、自社の過去の行動ではなく、他社の行動にある。具体的に、Briscoe & Safford (2008)は、同性配偶者向け医療保険に対する企業のスタンスに注目し、反対勢力として知られていた企業による導入は、当該経営慣行に対する社会的認識を大きく変えることで、その普及を促すことを明らかにしている。また、Terlaak & King (2007)は、規模が大きくなるにつれて導入の価値が高まる ISO 9000 のような経営慣行の場合、小規模組織による導入は、導入の便益を得るための最小規模に関する情報を提供するので、潜在的導入者による導入を促すことを明らかにしている。

このような経営慣行を導入した組織の特性からの推察を通じた学習に加え、どのように経営慣行を導入したかという導入方法からの推察を通じた学習も経営慣行の導入の意思決定に影響を与える。例えば、Briscoe & Murphy (2012)は、米国企業における退職後給付金削減の研究において、「カット (cut) 型」という退職者が被る不利益が顕在化しやすい明確な形での導入は、退職後給付金削減への反感を高めるため、その後の導入に負の影響を与える一方、「キャップ (caps) 型」という退職後給付金を削減することには変わらないが退職者の不利益が分かりにくい不透明な形での導入は、そのような反感を抑えることができるため、その後の導入を促すことを明らかにしている。

第四に、環境レベルの要因であり、そこでは主に、制度理論(DiMaggio & Powell, 1983; Scott, 2008)を用いて、強制的・規範的・模倣的同型化という3つの同型化メカニズムが経営慣行の導入の意思決定に与える影響を検討している⁵⁹。例えば、Rao & Sivalumar (1999)は、米国企業における投資家向け広報 (IR) 部門の設置に関する研究で、アクティビストによる反経営者の株主決議と証券アナリストによるモニタリングが、それぞれ強制的圧力と規範的圧力として機能し、IR 部門の設置を促したこと、さらに、導入済み企業とのインターロック⁶⁰を通じて、模倣的同型化が作動したことを明らかにしている。

このような各々の同型化メカニズムに注目する研究に加え、3つの同型化メカニズムの相互作用に注目する研究も存在する。例えば、米国企業における同性配偶者向け医療

⁵⁹ これら3つの同型化メカニズムの中でも、多くの関心を集めたのは模倣的同型化であったため、模倣的同型化のみに注目する研究が歴史的に多かったことに留意する必要がある(Mizruchi & Fein, 1999)。

⁶⁰ ある企業の経営者あるいは取締役が、他社の取締役に選任され、1人で複数の企業の取締役に務めることを指す。

保険の導入を検討した Chuang, Church & Ophir (2011)は、他社による導入（模倣的同型化）は、法整備（強制的同型化）が導入を促進する影響を強める一方で、マスコミ報道（規範的同型化）が導入の意思決定において果たす役割を小さくすることを明らかにしている。前者の相互作用効果は、他社による導入を観察することは、法整備では示されない実務的な知見を得ることを可能にし、情報不足を補うために生じ、後者は、導入している他社が少なく参照先が限られている場合には、マスコミ報道が拠り所となり、それが導入の意思決定に与える影響は大きくなるが、導入している他社が多い場合は、マスコミ報道以外に参照先が存在するために、その影響を代替してしまうために生じると考えられる。

3-1-2. 経営慣行の運用の先行要因

既存研究では歴史的に、経営慣行の導入に関心が向けられてきたが、経営慣行の導入が必ずしも当初に意図された通りの運用を意味しない脱連結（decoupling）（Bromley & Powell, 2012; Meyer & Rowan, 1977）や導入した経営慣行を個々の組織特性に合わせて修正させる適応（adaptation）（Ansari et al., 2010; Gondo & Amis, 2013）といった現象が確認されるにつれ、導入後にどのように組織内で運用されているかにも関心が向けられるようになってきた。以下では、経営慣行の導入と同様に、個人・組織・組織間・環境という4つの異なるレベルから運用に影響を与える要因を整理していく（表12）。

表 12. 経営慣行の運用の先行要因に関する既存研究一覧

出版年	著者名	分析対象	変数	主要な発見	個人	組織	組織間	環境
1993	Burns & Wholey	米 346 病院, 1961-1978 年 マトリックス組織	従属変数: 運用 独立変数: タスク多様性, 組織規模, 組織スラック, ネットワーク中心性, マスコミ報道, 名声, 過去の廃止数	タスク多様性および組織規模は後の廃止を減少させる一方で, 他社による廃止は後の廃止を増加させる。		✓		✓
1994	Goodstein	米 1239 事業所, 1989 年 従業員向け育児サ ービス	従属変数: 運用 独立変数: 組織規模, 女性従業員比率, 共働き比率, 所有構造, 他社による導 入, 導入の便益への認識, 導入の費用 への認識	大規模事業所, 女性従業員比率の高い事業所は, より広範 な従業員向け育児サービスを提供する傾向がある。また, 他 社による導入は, 広範な従業員向け育児サービスの提供を 促す。		✓		✓
1994	Westphal & Zajac	米企業 570 社, 1972-1990 年 長期インセンティブ プラン	従属変数: 運用 独立変数: CEO パワー, 組織パフォ ーマンス, 導入時期	パワーを有する CEO は導入する一方で, それを実質的に 運用しない傾向にある。また, 初期の導入者はより実質的に 運用する一方, 後期の導入者はそうではない。	✓	✓		
1995	Ingram & Si- mons	米 688 事業所, 1991 年 従業員向け育児サ ービス	従属変数: 運用 独立変数: 組織規模, 女性従業員比率, 所有構造, 他社による導入, 他社の行 動への関心, 女性の失業率, 離職問題 の認識	規模の大きい事業所, 女性管理職が多い事業所, 公的部 門に属する事業所, 他社の行動に注目している事業所は, 他社による導入が多い産業に属する事業所は, より広範な 従業員向け育児サービスを提供する傾向があるが, 高い女 性失業率は, それを妨げる。		✓		✓
1997	Westphal et al.	米 2712 病院, 1985-1993 年 TQM	従属変数: 運用 独立変数: 導入時期, 導入者とのア ライアンス関係	後期の導入者は規範的なパターンに近い運用をする。ま た, 導入者とのアライアンス関係は, 後期の導入者が規範 的な運用パターンに従うことを促す一方, 初期の導入者には それに従わないことを促す。			✓	✓
2000	Konrad & Mangel	米企業 195 社, 1990 年 ワークライフ・バラン ス	従属変数: 運用 独立変数: 専門職従業員比率, 企業特 殊技能への投資, 女性従業員比率	専門職従業員比率および女性従業員比率の高い企業は, より広範にワークライフ・バランスに関わる施策を運用する傾 向がある。		✓		
2001	Lounsbury	米大学 154 校, 1975-1996 年 リサイクル・プログラ ム	従属変数: 運用 独立変数: ステータス, 所有構造, 組 織構成員の特性, 社会運動組織への加 盟	規模の大きい大学, 有名な大学, 活発な学生環境団体を有 する大学は, より実質的にリサイクル・プログラムを運用する 傾向がある。		✓		
2001	Westphal & Zajac	米企業 412 社, 1985-1991 年 自社株買い	従属変数: 運用 独立変数: CEO パワー, インターロ ック, 過去の導入経験	脱連結(実質的でない運用)は, CEO が取締役会に対して パワーを有する場合, 導入済み企業が脱連結している場 合, 過去に自社が脱連結した経験を有する場合に生じる。	✓	✓	✓	
2004	Fiss & Zajac	独企業 112 社, 1990-2000 年 株主価値志向	従属変数: 運用 独立変数: 株主構成, CEO 属性	株主価値志向を支持する銀行による株式所有比率が高い 場合, CEO が経済学あるいは法律学の学位を有する場 合, より忠実に株主価値志向を追求する傾向がある。	✓	✓		
2006	Fiss & Zajac	独企業 112 社, 1990-2000 年 株主価値志向	従属変数: 運用 独立変数: マスコミ報道, 株主構成, 過去の導入経験	マスコミ報道, 政府による所有, バランス型フレーミングの銀 行による所有は, バランス型フレーミングに基づいた運用を 促進する。また, 過去のにおける株主価値志向と整合的な 経営慣行の導入は, バランス型フレーミングに基づいた運 用を促す。		✓		✓

2009	Kennedy & Fiss	米 3303 病院, 1993 年 TQM	従属変数: 運用 独立変数: 導入の動機	経済的・社会的利益に動機付けられている導入者は、より広範に TQM を運用する一方、経済的・社会的損失に動機付けられている導入者は、広範に運用しない。	✓		
2009	Weber et al.	132 カ国, 1980-2005 年 証券取引所	従属変数: 運用 独立変数: 歴史的な経済事情, 国際機関への依存, 競争, 社会的立場	投資家を基盤とする経済システムの下地がある国, 激しい貿易競争に直面する国, 社会的立場が高い国の証券取引所は発展する一方, IMF や世界銀行への依存度が高い国では発展しにくい。	✓	✓	✓
2011	Bloom et al.	独・仏・英・米企業 483 社, 2000-2003 年 家庭の職場慣行 (FFWP)	従属変数: 運用 独立変数: 高技能従業員比率, 女性比率, 経営スコア, 競争圧力	高度な技能を有する従業員の比率および女性従業員比率が高い企業ほど, 経営スコアが高い企業ほど, より広範に FFWP を運用する。	✓		
2012	Dokko & Gaba	米 IT 企業 70 社, 1992-2008 年 社内ベンチャー投資部門 (CVC)	従属変数: 運用 独立変数: 独立 VC 経験者比率, CVC 経験を有する社内登用者比率, CVC 経験を有するエンジニア比率	独立 VC 経験はより忠実な経営慣行の運用を促す一方, CVC 経験は組織への適合を高めるような修正を施した運用を促す。	✓	✓	
2012	Fiss et al.	米企業 294 社, 1980-1990 年 ゴールデン・パラシユート	従属変数: 運用 独立変数: 導入時期, マスコミ報道, 訴訟, 知名度, 買収の脅威, 社外 CEO	導入時期が遅い企業は運用の広範性および類似性が高く, マスコミ報道は運用の類似性のみ低下させ, 訴訟は運用の広範性のみ低下させる。また, 企業の知名度と社外からの CEO が運用の広範性に負の影響を, 買収の脅威が運用の類似性に正の影響を与える。	✓	✓	✓
2012	Okhmatovskiy & David	露企業 265 社, 2000-2007 年 社内コーポレート・ガバナンス・コード	従属変数: 運用 独立変数: 所有構造, 組織パフォーマンス	収益性の高い企業は, 儀式的な運用をする傾向がある。	✓		
2014	Chandler	米企業 286 社, 1990-2008 年 コンプライアンス担当役員	従属変数: 運用 独立変数: 企業固有の出来事	フィールド全体に関わる出来事が導入の意思決定に影響を与える一方, 運用の程度は企業固有の出来事によって規定される。	✓		
2014	Marquis & Qian	中国企業 1600 社, 2006-2009 年 CSR 報告書	従属変数: 運用 独立変数: CEO の官僚経験, 本社所在地	CEO が官僚経験を有している場合, 制度的に発展した地域に本社が所在している場合, より実質的な CSR 報告書を発行する傾向がある。	✓	✓	
2014	Raffaelli & Glynn	米企業 161 社, 2008 年 従業員ボランティアプログラム	従属変数: 運用 独立変数: 推進団体への参加, 他社による導入, 組織フィルター	CSR 推進団体に参加する企業はターンキー型を導入するが, 産業内の他社による導入が多い場合は, カスタマイズ型を導入する傾向にある。	✓	✓	✓

まず、個人レベルの要因であり、具体的には、経営者の属性・パワー・移動に注目している。例えば、Marquis & Qian (2014)は、中国企業における（政府が支持する経営慣行の一つである）CSR 報告書の提出を事例として取り上げ、経営者の属性が運用の程度に与える影響を調査した。そこでは、政府での職務経験を有する経営者は、政府の指示に対して従順であるため、より実質的な CSR 報告書を提出することが明らかにされている。また、Westphal & Zajac (1994)は、米国企業における長期インセンティブプランの運用に関する実証研究において、経営者のパワーに注目している。そこでは、強いパワーを有する経営者は、利害関係者からの印象を高めることを意図して、長期インセンティブプランを導入するが、安定的な報酬を確保するために、実質的にはそれを運用しないことが明らかにされている。さらに、経営者の移動に注目した研究には、Dokko & Gaba (2012)がある。彼女らは、米国企業の社内投資ベンチャー（CVC）部門設置企業のマネージャーの前職に注目し、独立系 VC 出身者は、自身の VC での経験を CVC にそのまま適用しようとする傾向があり、個々の企業に適した形への CVC の修正をしない傾向があることを明らかにしている。

次に、組織レベルの要因に注目した研究を検討する。Bloom, Kretschmer & Van Reenen (2011)は、家庭的職場慣行（FFWP）の運用を規定する要因として、組織上の課題に注目している。具体的には、高度な技能を有する従業員や女性従業員といった、企業にとって貴重な人材で、FFWP を必要としている従業員の比率が高い企業ほど、彼女らを引き留めるために、より広範な FFWP を提供することを明らかにしている。また、所有構造がリサイクル・プログラムの運用に与える影響に注目した Lounsbury (2001)は、当該経営慣行を支持する州政府の影響をより強く受けると考えられる公立大学は、そうでない私立大学に比べ、パートタイムではなくフルタイムのスタッフを配置することで、より実質的にリサイクル・プログラムを運用する傾向があることを明らかにしている。

さらに、過去の運用経験が自社株買いの運用に与える影響を検討した Westphal & Zajac (2001)は、過去に長期インセンティブプランの導入を発表したが実質的な運用をしなかった企業は、自社株買いでも同様に、導入の発表はするが実質的な運用をしていないことを明らかにしている。こうした過去の運用経験からの学習に加え、Westphal & Zajac (2001)は、自社株買いを発表した他社の運用からの学習という組織間レベルの要因にも注目している。そこでは、インターロック先の企業が自社株買いを発表する一方

で実際には自社株買いを実行しないほど、自社株買いを発表した当該企業は自社株買いを実行しないことを確認している。

最後に、環境レベルの要因である。米国企業におけるゴールデン・パラシュートの運用を検討した Fiss, Kennedy & Davis (2012)は、強制的圧力の源泉の一つである法規制に注目している。具体的には、ゴールデン・パラシュートの正当性に疑義を呈するような訴訟が増加するにつれ、より広範なゴールデン・パラシュートの運用は社会的な批判に晒される可能性が高まるため、訴訟の増加は企業による広範な運用を制限することを明らかにしている。

3-1-3. 境界条件としての導入時期

ここまで、経営慣行の導入および運用の先行要因に関する既存研究を検討してきたが、これらの先行要因は、必ずしも常に同じ影響を有しているわけではなく、境界条件が存在する。そのため、既存研究では、上記の先行要因のモデレーターにも注目してきた。その中でも最も主要なものとして、導入時期があげられる。そこでは、導入時期ごとに、組織が経営慣行を導入・運用する動機が異なるために、それらを規定する要因は異なることが主張される。具体的には、普及プロセスの初期における導入者は、効率性の向上を含む競争優位の獲得を目指して新しい経営慣行を導入・運用するのに対し、後期の導入者は、既に世の中に広まっている経営慣行を導入・運用していないことで、正当性に疑念を抱かれることを恐れ、それを導入・運用するというものである。

境界条件としての導入時期に注目した最初の研究である Tolbert & Zucker (1983)は、米国の各都市における市民サービス改革において、初期の導入者は、移民の増加への対応等の組織上の課題を解決するために導入したが、改革が広まるにつれ、組織上の課題を抱えているとは考えられないような都市までも導入するようになったことを明らかにしている。この発見を基に、彼女らは、改革が普及するにつれ、それが「当たり前」と社会的に認識されるようになった結果、後期の導入者は、社会的な正当性の喪失を恐れて導入に至ったと解釈している。この議論と整合的に、米国病院でのマトリックス組織の普及を取り上げた Burns & Wholey (1993)は、タスク多様性といった組織上の課題を反映する要因が導入の意思決定に与える影響は経時的に小さくなる一方、他社による導入といった模倣的圧力を反映する要因の影響が経時的に大きくなることを示し、経営慣行の導入を規定する要因は、導入時期に依存して異なることを明らかにしている。

こうした導入時期の影響は、経営慣行の運用に関する研究でも確認されている。例えば、米国病院における TQM の運用を検討した Westphal, Gulati & Shortell (1997)は、組織上の課題を解決することを意図している初期の導入者は、組織に適合するように TQM をカスタマイズすることで高い効果を得ようとするのに対し、社会的な正当性を獲得することに関心をもつ後期の導入者は、規範的パターンに近い形での運用することを明らかにしている。さらに彼らは、他社による導入の影響が導入時期ごとに異なる可能性も検討し、後期の導入者にとって他社による導入は規範的圧力の増大を意味するため、規範的なパターンに近い運用を促す一方、初期の導入者にとってそれは、高い効果を得るための学習の機会として機能するため、TQM のカスタマイズを促すことも明らかにしている。

このように、多くの既存研究において、経営慣行の導入および運用を規定する要因は導入時期ごとに異なることが支持されてきた(Delmas & Montes-Sancho, 2010; Fiss et al., 2012; Sanders & Tuschke, 2007; Sherer & Lee, 2002; Spell & Blum, 2005; Westphal & Zajac, 1994; Zorn, 2004) ⁶¹。しかしながら、より近年の研究では、既存研究において想定されてきた導入の時期と導入の動機の関係が必ずしも妥当ではない可能性が示されている。米国病院の TQM に関するアンケート調査を用いて分析を行った Kennedy & Fiss (2009)は、初期の導入者は、経済的利益（導入することで得られる競争優位）ではなく社会的利益（導入することで得られる社会的正当性）に動機付けられている一方、後期の導入者は、社会的損失（導入しないことで失う社会的正当性）を回避するためだけでなく経済的損失（導入しないことで陥る競争劣位）も回避するために TQM を導入していたことを明らかにしている。彼らの研究は、導入時期ごとにその動機は異なるということ自体は既存研究と整合的であるが、初期（後期）の導入者が必ずしも社会的利益（経済的損失）に無関心ではない可能性を提示しているのである。

3-2. 帰結に関する研究

⁶¹ ただし、全ての既存研究において、この議論と整合的な分析結果が得られているわけではない。例えば、Kraatz & Zajac (1996) では、顧客嗜好の変化や地元経済の動向などの技術的要因が、普及プロセスにかかわらず導入の先行要因となっていることが確認されている。

既存研究では、経営慣行の導入・運用の先行要因だけではなく、その帰結に関しても多くの知見が蓄積されてきた。そこでは主に、個人レベルと組織レベルの2つの異なるレベルの結果変数に注目している（表13）。

第一に、個人レベルの結果変数としては、経営者の報酬があげられる。すなわち、経営慣行を導入・運用した企業の経営者はどのような処遇を受けるかという問いである。この問いに対し、Yeung, Lo & Cheng (2011)は、米国企業において、ISO 9000の取得が経営者の報酬に与える影響を分析し、ISO 9000の取得は、必ずしも組織パフォーマンスの向上に結びついていないにもかかわらず、経営者の現金報酬とストック・オプションを増加させること、さらに、その効果は経営者が取締役会に対してパワーを有している場合により顕著となることを明らかにしている。また、米国企業におけるTQMの運用が経営者の報酬に与える影響を分析したStaw & Epstein (2000)においても、同様の分析結果が得られている。すなわち、より忠実にTQMを運用していると認知されている企業は、組織パフォーマンスが向上していないにもかかわらず、革新的で質の高い経営がなされていると社会的に評価される傾向にあり、その経営者の報酬は高くなることが示されている。

第二に、組織レベルの結果変数としては、株式市場の反応と組織パフォーマンスの2つがあげられる。米国企業における長期インセンティブプランの導入・運用に対する株式市場の反応を分析したWestphal & Zajac (1998)は、長期インセンティブプランの導入は、実際にそれを運用するか否かに関わらず、株価を上昇させることを明らかにしている。こうした株式市場の反応は、米国企業における自社株買いの事例を検討したZajac & Westphal (2004)においても確認されている。すなわち、実際に自社株買いを実行するか否かにかかわらず、自社株買いを行うことを発表した企業の株価は上昇するのである。

表 13. 経営慣行の帰結に関する既存研究一覧

出版年	著者名	分析対象	変数	主要な発見	個人	組織
1996	Kraatz & Zajac	米教養大学 631 校, 1971-1986 年 専門職プログラム	従属変数: 組織パフォーマンス 独立変数: 導入	専門職プログラムの導入は, 組織の存続可能性には影響を与えないが, 入学者数の減少に歯止めをかける。		✓
1997	Westphal et al.	米 2712 病院, 1985-1993 年 TQM	従属変数: 組織パフォーマンス, 正当性 独立変数: 運用	規範的なパターンに近い運用は, 効率性には負の影響を与える一方, 導入者の社会的正当性を高める。		✓
1998	Westphal & Zajac	米企業 408 社, 1972-1990 年 長期インセンティブプラン	従属変数: 株式市場の反応 独立変数: 導入, 運用, 導入時における説明	実際に運用するか否かに関わらず, 導入は株価を上昇させる。また, これらの効果は, 導入時にエージェンシー理論に基づいた説明をした企業に顕著に観察される。		✓
2000	Konrad & Mangel	米企業 195 社, 1990 年 ワークライフ・バランス	従属変数: 組織パフォーマンス 独立変数: 導入, 専門職従業員比率, 企業特殊技能への投資, 女性従業員比率	専門職従業員比率および女性従業員比率の高い企業においては, ワークライフ・バランスに関わる施策の運用の程度が生産性に与える影響はより大きい。		✓
2000	Staw & Epstein	米企業 100 社, 1995 年 TQM	従属変数: 組織パフォーマンス, 経営者の報酬, 組織の名声, 革新性, 経営陣の質 独立変数: 運用, 経営慣行との情報的つながり	TQM の運用は, 組織パフォーマンスに影響を与えない。ただし, TQM を忠実に運用する企業は, より尊敬されたり, 革新的であると認知されたり, 質の高い経営を行っていると評価されたりする。また, より忠実に TQM を運用する企業の CEO の報酬は高くなる。	✓	✓
2001	Douglas & Judge	米 229 病院, 1996 年 TQM	従属変数: 組織パフォーマンス 独立変数: 運用, 組織構造	TQM の忠実な運用は, 組織パフォーマンスを高める。また, その影響は統制型および探索型の組織構造を有する組織において強くなる。		✓
2004	Zajac & Westphal	米企業 463 社, 1980-1994 年 自社株買い	従属変数: 株式市場の反応 独立変数: 導入, 運用	株式市場の反応は, 1980 年代中頃以前は負であったが, それ以後は正へと変化した。また, 実際に自社株買いを実施したかに関わらず, それを発表した企業の株価は上昇する。		✓
2005	King et al.	米 7899 工場, 1995-2001 年 ISO 14001	従属変数: 組織パフォーマンス 独立変数: 導入	認証の取得は, 直接的に組織の環境パフォーマンスを向上させることはない。ただし, 認証を取得している向上ほど, 環境パフォーマンスを向上させる環境経営システムを取り入れている。		✓
2006	Fiss & Zajac	独企業 112 社, 1990-2000 年 株主価値志向	従属変数: 株式市場の反応 独立変数: 運用	制度的に適切であると考えられるバランス型フレーミングに基づいて運用している企業は, 株式市場より高い評価を受ける。		✓
2010	Delmas & Montes-Sancho	米企業 132 社, 1995-2000 年 クライメット・チャレンジ・プログラム	従属変数: 組織パフォーマンス 独立変数: 導入, 導入時期	プログラムの導入者は, 平均として, 二酸化炭素を削減することはできていないが, 導入者のうち初期の導入者は, 二酸化炭素を削減することができている。		✓
2011	Bloom et al.	独・仏・英・米企業 483 社, 2000-2003 年 家庭的職場慣行 (FFWP)	従属変数: 組織パフォーマンス 独立変数: 運用	FFWP の運用の程度は, 従業員 1 人当たり売上高や ROCE に影響を与えていない。		✓
2011	Yeung et al.	米企業 185 社, 1994-2006 年 ISO 9000	従属変数: 経営者の報酬 独立変数: 導入, 経営者のパワー	ISO 9000 の導入は, 組織パフォーマンスの向上につながらないが, CEO の現金報酬およびストックオプションを増加させる。また, この影響は経営者のパワーが強い場合により顕著となる。	✓	

2012	Zatzick et al.	加企業 780 社, 1999-2003 年 TQM	従属変数：組織パフォーマンス 独立変数：運用	TQM の忠実な運用が営業利益率に与える影響は、コスト・リーダーシップ企業には正であるが、差別化企業には負である。	✓
2013	Doshi et al.	米 38175 事業所, 1995-2000 年 有害化学物質排出目録 制度 (TRI)	従属変数：組織パフォーマンス 独立変数：導入、近接性、規模、所有構造	本社と同じ都市に事業所がある場合、親会社と同じ事業所が同じ都市にある場合、産業が同じかつ親会社と同じ事業所が同じ都市にある場合、上場している場合に TRI 導入後における有害化学物質排出の削減量は大きい。	✓
2015	Bednar et al.	米企業 266 社, 1985-1989 年 ポイズン・ピル	従属変数：組織の名声 独立変数：導入、マスコミ報道、組織パフォーマンス、他社による導入	当時、その是非を巡って論争が繰り広げられていた経営慣行であるポイズン・ピルの導入は、証券アナリスト及び他企業の経営者からの名声を低下させ、特に、証券アナリストからの名声を著しく低下させる。また、この影響は、マスコミ報道が多い場合と業績が良い場合に大きくなり、他社が導入するにつれ弱くなる。	✓

このように、株式市場の反応に関して一貫した分析結果が得られている一方、経営慣行の導入・運用が組織パフォーマンスに与える影響に関しては一貫した分析結果は得られていない。実際、米国企業における TQM の運用が組織パフォーマンスに与える影響を検討した一連の研究は、異なる分析結果を示している。例えば、Westphal, Gulati & Shortell (1997)は、規範的なパターンに近い TQM の運用は効率性に負の影響を与えることを示しているが、Douglas & Judge (2001)は、TQM の忠実な運用は財務パフォーマンスを向上させることを示している。一方、Staw & Epstein (2000)は、TQM の運用は ROA の向上に影響を与えないことを明らかにしている。

このような一貫しない分析結果が得られている理由の一つには、経営慣行の導入・運用の程度が組織パフォーマンスに与える影響にはモデレーターが存在するためであると考えられる。すなわち、経営慣行の運用の程度は、必ずしも常に組織パフォーマンスに影響を与えるわけではなく、境界条件が存在するのである。実際、クライメット・チャレンジ・プログラムの導入が二酸化炭素の削減に与える影響を検証した Delmas & Montes-Sancho (2010)は、プログラムの導入者は平均として、二酸化炭素を削減することはできていないが、導入者のうち初期の導入者は、二酸化炭素を削減することができることを明らかにしている。同様に、カナダ企業における TQM の運用の程度と組織パフォーマンスの関係を分析した Zatzick, Moliterno & Fang (2012)は、戦略適合性というモデレーターに注目し、TQM の忠実な運用が営業利益率に与える影響は、コスト・リーダーシップ企業には正であるが、差別化企業には負であることを明らかにしている。

4. おわりに

本章ではこれまでに、経営慣行の導入および運用を規定する要因とその帰結に関する既存研究を整理してきた。そこでは、既存研究は、TMT 理論・コンティンジェンシー理論・エージェンシー理論・組織学習理論・制度理論といった様々な理論枠組みに依拠しながら、個人・組織・組織間・環境という 4 つの異なるレベルにおける原因変数および結果変数を特定してきたことが明らかにされた。加えて、原因変数が経営慣行の導入・運用に与える影響、経営慣行の導入・運用が結果変数に与える影響には、境界条件が存在し、導入時期や組織特性といったモデレーターについても検討されてきたことが示さ

れた。以下では、前節までのレビューに基づき、経営慣行の普及研究における今後の課題およびそれと本研究で取り上げた論点の関係を議論していく。

第一に、経営慣行の普及を検討する際には、まず始めに、それがどのような帰結をもたらすかを確認する必要があるように思われる。既存研究では、経営慣行が組織パフォーマンスに与える影響に関して、異なる分析結果が提示されていた。すなわち、全ての経営慣行が組織に何かしらの影響を与えるわけではないのである。前節で議論したように、このように一貫した分析結果が得られない理由の一つには、境界条件の存在をあげることができるが、それが全ての理由ではない。例えば、社外取締役の導入は、ROAといった財務指標には直接的な影響を与えないが、取締役会における議論の活性化には貢献し得るといのように、ある組織パフォーマンスには影響を与えているが、他の組織パフォーマンスには影響を与えていないといった可能性が考えられる。したがって、様々な内的・外的要因に影響を受けるという意味でノイズの大きい結果変数(例えば、ROA)のみに注目するだけでなく、導入した経営慣行が直接的に影響を与え得るとい意味でノイズの小さい結果変数(例えば、取締役会における議論の活性化)にも注目し、経営慣行がもたらす帰結を明らかにする必要があると考えられる。こうした問題意識を念頭に、本研究では、第3章において、株主総会の集中日開催という経営慣行が、株主総会への出席者数やそこでの発言者数に実際に影響を与えているか否かを検証した。そこでは、株主総会開催日の集中率が実際に、出席者数や発言者数に影響を与えていることが確認されている。

第二に、既存研究の主な関心は、組織が新しい経営慣行を導入する動機や、ひとたび導入された経営慣行の運用にあるため、既に世の中に広まった経営慣行が、その後、衰退していくといった現象に対しては、相対的に研究がなされてこなかった。実際に、本章のレビューにおいて経営慣行の衰退(すなわち、ひとたび組織が導入した経営慣行の廃止)を扱った研究は、Burns & Wholey (1993)のみであった⁶²。ある時代において普及した経営慣行が、必ずしも永続的に存在するわけではないことを踏まえれば、新しい経営慣行が普及し維持されていくプロセスのみならず、その経営慣行が捨て去られて

⁶² ただし、本章のレビューには含まれていないが、直接的あるいは間接的に経営慣行の衰退プロセスを検討した研究には、終身雇用制(Ahmadjian & Robinson, 2001)、コングロマリット企業(Davis et al., 1994; Younkin, 2016)、コーポレート・ベンチャー・キャピタル(Gaba & Dokko, 2016)、証券アナリストによるカバレッジ(Rao et al., 2001)、ラジオのイーजीリスニング(Greve, 1995)の衰退を検討した研究がある。

いくプロセスにも注目することで、経営慣行の歴史的な盛衰を検討していく必要があるように思われる。このような問題意識の下、第4章と第5章においては、株主総会の集中開催からの逸脱と回帰という現象が、どのような要因によって引き起こされたかを検討している。

補遺 C イベント・スタディ法

第5章では、企業不祥事に対する株式市場の反応を検証するために、イベント・スタディ法を用いた。イベント・スタディ法は、(1) ある特定のイベントに関与した企業の推定株価収益率を算出し、(2) それを当該企業のイベント公表日における実際の株価収益率と比較し、(3) 異常収益率 (abnormal return) を計算する、という手順がとられる。本章では、その具体的な手続きを示す。

第一に、イベント公表日 (s) に先行する推定期間における、個々の企業のシステムティック・リスク (β_i) 及び定数項 (α_i) を、以下の式で表されるように、各企業の株価収益率を市場平均で回帰することで算出する。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \quad (1)$$

R_{it} = 企業 i の t 日における株価収益率

R_{mt} = t 日における株価収益率の市場平均

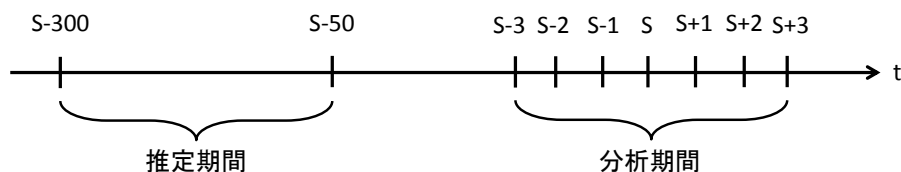
α_i = 定数項

β_i = 企業 i の株価のシステムティック・リスク

e_{it} = 誤差項 (ただし、 $E(e_i)=0$)

図 21 に示されているように、本研究の分析における推計期間は、企業不祥事公表日の 300 日前から 50 日前 ($s-300 \leq t \leq s-50$) と設定し、株価収益率の市場平均は TOPIX の収益率を利用している。このような推計期間の設定は、既存研究において推奨されている手続きと整合的なものである (McWilliams & Siegel, 1997)。

図 21. イベント・スタディ法の推定期間と分析期間



第二に、上記で算出されたシステマティック・リスク (β_i) を元に、イベント公表日の 3 日前から 3 日後の日次の異常収益率を以下のように計算する。

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (2)$$

AR_{it} = 日次異常収益率

R_{it} = 企業 i の t 日における株価収益率

R_{mt} = t 日における株価収益率の市場平均

α_i = 定数項 (式 (1) より得られる OLS パラメーター)

β_i = 企業 i の株価のシステマティック・リスク (式 (1) より得られる OLS パラメーター)

第三に、分析期間 ($s-3 \leq t \leq s+3$) における日次異常収益率を足し合わせ、分析期間における各企業の累積異常収益率である CAR_i (Cumulative Abnormal Return) を算出する。本研究の分析では、イベント公表前後 3 日間を分析期間とし、 $CAR_{[0]}$, $CAR_{[0, s+1]}$, $CAR_{[s-1, s+1]}$, $CAR_{[0, s+2]}$, $CAR_{[s-2, s+2]}$, $CAR_{[0, s+3]}$, $CAR_{[s-3, s+3]}$ を分析に用いた。このように分析期間を短く設定する理由は、市場は即座に新しい情報を織り込むという市場の効率性に関する前提と整合的であるためだけでなく、より長い分析期間を設定した場合に含まれるであろうノイズを除去するためである。したがって、イベント公表後から間もない分析期間のみが、イベントに関連する異常収益率を捉えることができると考えられる (McWilliams & Siegel, 1997)。

参考文献⁶³

日本語文献

- 浅羽茂 (2002) 『日本企業の競争原理：同質的行動の実証分析』 東洋経済新報社.
- 新井富雄 (2009). 「資本市場と株主アクティビズム」 『証券アナリストジャーナル』 47 (1), 7-16.
- 井上光太郎 (2008) 「アクティビストファンドの効果：日米比較」 『証券アナリストジャーナル』 46 (2), 56-66.
- 井上光太郎・加藤英昭 (2007) 「アクティビストファンドの功罪」 『経済研究 (一橋大学)』 58 (3), 203-216.
- 井上真由美・池田広男 (2010) 「日本のコーポレート・ガバナンスとアクティビストファンドの関係」 『日本経営学会誌』 25, 3-14.
- 入山章栄・山野井順一 (2014) 「世界の同族企業研究の潮流」 『組織科学』 48 (1), 25-37.
- 内田大輔 (2012) 「構造の収斂とメンバーシップの分化：日本企業における取締役会改革を事例に」 一橋大学大学院商学研究科修士論文.
- 大沼雅也 (2014) 「ユーザーイノベーション研究の新たな展開」 『日本経営学会誌』 34, 26-36.
- 奥島孝康 (1990) 「株主の経営参加—その現状と展望」 長濱洋一・酒巻俊雄・奥島孝康 (編) 『現代企業法の諸相—中村眞澄教授・金澤理教授還暦記念論文集 (1)』 (pp.3-24). 成文堂.
- 奥村宏 (1976) 『日本の六大企業集団』 ダイヤモンド社.
- 落合誠一 (1996) 「会社法のパラダイムと株主総会—1995年版株主総会白書を読んで」 『商事法務』 1412, 2-7.
- 河本一郎 (1979) 「株主に対する不法な利益供与の禁止 (その1)」 『法学セミナー』 295, 66-69.
- 齋藤卓爾 (2011) 「日本企業による社外取締役の導入決定要因とその効果」 宮島英昭 (編) 『日本の企業統治』 東洋経済新報社, pp, 181-213.
- 胥鵬 (2007) 「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」 宮島英昭 (編) 『日本の

⁶³ 日本語文献は五十音順に、英語文献はアルファベット順に表記している。

- M&A』(pp.197-221). 東洋経済新報社.
- 商事法務研究会 (1990)『株主総会白書 1990 年版』商事法務研究会.
- 商事法務研究会 (1991)『株主総会白書 1991 年版』商事法務研究会.
- 商事法務研究会 (2004)『株主総会白書 2004 年版』商事法務研究会.
- 週刊ダイヤモンド (2016)「上場 3400 社取締役不信任度ランキング」2016 年 8 月 13・20 日合併号, pp.122-127.
- 菅山真次 (2011)『「就社」社会の誕生: ホワイトカラーからブルーカラーへ』名古屋大学出版会.
- 鈴木竹雄・竹内昭夫 (1994)『会社法 [第 3 版]』有斐閣.
- 鈴木裕 (2012)「進展する株主総会の分散開催」『大和総研 ESG レポート』大和総研.
- 鈴木誠・胥鵬 (2000)「取締役人数と企業経営」『証券アナリストジャーナル』第 38 巻 9 号, pp, 50-65.
- 宍戸善一 (1996)「コーポレート・ガバナンスにおける株主総会の意義—1996 年版株主総会白書を読んで」『商事法務』1444, 2-6.
- 田中亘 (2007)「定時株主総会はなぜ六月開催なのか」黒沼悦郎・藤田友敬 (編)『江頭憲治郎先生還暦記念・企業法の理論 (上)』(pp.415-497). 商事法務.
- 東京証券取引所 (2014)『定時株主総会集中度推移グラフ (3 月期決算会社)』東京証券取引所.
- 東京証券取引所 (2015)「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」東京証券取引所.
- 中山侑彦・鳴滝善計・西村重行 (編) (1983)『株主総会白書 1983 年版 (商事法務 990 号)』商事法務研究会.
- 日本経済新聞 (1984)「ソニー, マラソン総会, 13 時間半」1984 年 1 月 31 日, p. 27.
- 日本経済新聞 (1989)「マラソン, シャンシャン, 時間との闘い」1989 年 6 月 25 日, p.19.
- 日本経済新聞(1997a)「流通業界 企業イメージ優先にスキ 総会屋と根深い癒着」1997 年 10 月 21 日朝刊, p, 39.
- 日本経済新聞 (1997b)「老舗・名門…摘発 財閥系メーカーにも癒着の連鎖」1997 年 10 月 23 日朝刊, p, 38.
- 日本経済新聞 (1998)「集中日を避け株主総会」1998 年 2 月 4 日, p.5.

- 日本経済新聞 (2016a) 「株主総会統治の質問う：『人事に反対票』急増」 2016年6月30日, p.3.
- 日本経済新聞 (2016b) 「市場の力学 株主総会出席したいけど」 2016年11月24日, p.1.
- 日経産業新聞 (2009) 「総会, 集中の訳は…」 2009年6月17日, p.1.
- 延岡健太郎・田中一弘 (2002) 「トップ・マネジメントの戦略的意思決定能力」 伊藤秀史 (編) 『日本企業—変革期の選択—』 東洋経済新報社, pp, 173-199.
- 藤本隆宏・西口敏宏・伊藤秀史 (編) (1997) 『リーディングス サプライヤー・システム』 有斐閣.
- 前田重行 (1985) 「株主企業支配と監督」 竹内昭夫・籠田節 (編) 『現代企業法講座 (3) 企業運営』 (pp.181-207). 東京大学出版会.
- 光定洋介 (2006) 「海外のアクティビズムと日本への示唆—経営者と投資家の対話がより重要に」 『証券アナリストジャーナル』 44 (12), 34-48.
- 森淳二郎 (1992) 「株主総会 10年の軌跡と今後の課題—1992年版株主総会白書を読んで」 『商事法務』 1308, 2-6.
- 森川英正 (1996) 『トップ・マネジメントの経営史』 有斐閣.
- 森本滋 (1992) 「大企業における経営チェックシステム」 『ジュリスト』 1000, 191-195.

英語文献

- Abegglen, J. C. 1958. *The Japanese factory: Aspects of its social organization*. Cambridge, MA: MIT press.
- Abrahamson, E., & Park, C. 1994. Concealment of negative organizational outcomes: An agency theory perspective. *Academy of Management Journal*, 37(5): 1302–1334.
- Abrahamson, E., & Rosenkopf, L. 1993. Institutional and competitive bandwagons: Using mathematical modeling as a tool to explore innovation diffusion. *Academy of Management Review*, 18(3): 487–517.
- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. 2004. Codes of good governance worldwide: What is the trigger? *Organization Studies*, 25(3): 415–443.
- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. 2009. Codes of good governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3): 376–387.
- Ahmadjian, C. L. 2007. Foreign investors and corporate governance in Japan. In M. Aoki, G. Jackson, & H. Miyajima (Eds.), *Corporate governance in Japan: Institutional change and organizational diversity*: 125–150. New York: Oxford University Press.
- Ahmadjian, C. L., & Okumura, A. 2006. Corporate governance in Japan. In C. A. Mallin (Ed.), *Handbook on International Corporate Governance*: 130–147. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Ahmadjian, C. L., & Robbins, G. E. 2005. A clash of capitalisms: Foreign shareholders and corporate restructuring in 1990s Japan. *American Sociological Review*, 70(3): 451–471.
- Ahmadjian, C. L., & Robinson, P. 2001. Safety in numbers: Downsizing and the deinstitutionalization of permanent employment in Japan. *Administrative Science Quarterly*, 46(4): 622–654.
- Allison, P. D. 1984. *Event History Analysis: Regression for Longitudinal Event Data*. Beverly Hills, CA: Sage.
- Allison, P. D. 2009. *Fixed effects regression models*. Thousand Oaks, CA: SAGE

publications.

- Ansari, S., Fiss, P. C., & Zajac, E. J. 2010. Made to fit: How practices vary as they diffuse. *Academy of Management Review*, 35(1): 67–92.
- Aoki, M. 1994. Monitoring characteristics of the main bank system: An analytical and developmental view. In M. Aoki & H. Patrick (Eds.), *The Japanese Main Bank System: An Introductory Overview*: 109–141. New York: Oxford University Press.
- Argote, L. 2012. *Organizational learning: Creating, retaining and transferring knowledge 2nd ed.* New York: Springer.
- Asanuma, B. 1989. Manufacturer-supplier relationships in Japan and the concept of relation-specific skill. *Journal of the Japanese and International Economies*, 3(1): 1–30.
- Barrick, M. R., Thurgood, G. R., Smith, T. A., & Courtright, S. H. 2015. Collective organizational engagement: Linking motivational antecedents, strategic implementation, and firm performance. *Academy of Management Journal*, 58(1): 111–135.
- Bascle, G. 2008. Controlling for endogeneity with instrumental variables in strategic management research. *Strategic Organization*, 6(3): 285–327.
- Baum, J. A. C., & Dahlin, K. B. 2007. Aspiration performance and railroads' patterns of learning from train wrecks and crashes. *Organization Science*, 18(3): 368–385.
- Baum, J. A. C., & Rowley, T. J. 2001. Companion to organizations: An introduction. In J. A. C. Baum (Ed.), *Companion to organizations*: 1–14. Oxford, UK: Blackwell.
- Baum, J. A. C., Rowley, T. J., Shipilov, A. V., & Chuang, Y.-T. 2005. Dancing with strangers: Aspiration performance and the search for underwriting syndicate partners. *Administrative Science Quarterly*, 50(4): 536–575.
- Baysinger, B., & Hoskisson, R. E. 1990. The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management Review*, 15(1): 72–87.
- Becht, M., Franks, J., Mayer, C., & Rossi, S. 2010. Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the hermes UK focus fund. *Review of Financial*

- Studies*, 23(3): 3093–3129.
- Bednar, M. K., Love, E. G., & Kraatz, M. S. 2015. Paying the price? The impact of controversial governance practices on managerial reputation. *Academy of Management Journal*, 58(6): 1740–1760.
- Berle, A. A., & Means, G. C. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Bettman, J. R., & Barton, A. W. 1983. Attributions in the board room: Causal reasoning in corporate annual reports. *Administrative Science Quarterly*, 28(2): 165–183.
- Bloom, N., Kretschmer, T., & Van Reene, J. 2011. Are family-friendly workplace practices a valuable firm resource? *Strategic Management Journal*, 32(4): 343–367.
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. S. 2008. Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *The Journal of Finance*, 63(4): 1729–1775.
- Briscoe, F., Gupta, A., & Anner, M. S. 2015. Social activism and practice diffusion: How activist tactics affect non-targeted organizations. *Administrative Science Quarterly*, 60(2): 300–332.
- Briscoe, F., & Murphy, C. 2012. Sleight of hand? Practice opacity, third-party responses, and the interorganizational diffusion of controversial practices. *Administrative Science Quarterly*, 57(4): 553–584.
- Briscoe, F., & Safford, S. 2008. The Nixon-in-China effect: Activism, imitation, and the institutionalization of contentious practices. *Administrative Science Quarterly*, 53(3): 460–491.
- Bromley, P., & Powell, W. W. 2012. From smoke and mirrors to walking the talk: Decoupling in the contemporary world. *Academy of Management Annals*, 6(1): 483–530.
- Buchanan, J. 2007. Japanese corporate governance and the principle of “internalism.” *Corporate Governance: An International Review*, 15(1): 27–36.
- Buchanan, J., Chai, D. H., & Deakin, S. 2012. *Hedge Fund Activism in Japan*.

- Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Burns, L. R., & Wholey, D. R. 1993. Adoption and abandonment of matrix management programs: effects of organizational characteristics and interorganizational networks. *Academy of Management Journal*, 36(1): 106–138.
- CalPERS. 1998. *Market Principles, Japan*. CalPERS.
- Cannella, A. A., Jones, C. D., & Withers, M. C. 2015. Family-versus lone-founder-controlled public corporations: Social identity theory and boards of directors. *Academy of Management Journal*, 58(2): 436–459.
- Carpenter, M. A., Geletkancz, M. A., & Sanders, W. G. 2004. Upper echelons research revisited: Antecedents, elements, and consequences of top management team composition. *Journal of Management*, 30(6): 749–778.
- Certo, S. T., Busenbark, J. R., Woo, H., & Semadeni, M. 2016. Sample selection bias and Heckman models in strategic management research. *Strategic Management Journal*, 37(13): 2639–2657.
- Chandler, D. 2014. Organizational susceptibility to institutional complexity: Critical events driving the adoption and implementation of the ethics and compliance officer position. *Organization Science*, 25(6): 1722–1743.
- Chen, S., & Matsumoto, D. A. 2006. Favorable versus unfavorable recommendations: The impact on analyst access to management-provided information. *Journal of Accounting Research*, 44(4): 657–689.
- Chizema, A. 2008. Institutions and voluntary compliance: The disclosure of individual executive pay in Germany. *Corporate Governance: An International Review*, 16(4): 359–374.
- Chizema, A. 2010. Early and late adoption of American-style executive pay in Germany: Governance and institutions. *Journal of World Business*, 45(1): 9–18.
- Chizema, A., & Kim, J. 2010. Outside directors on Korean boards: governance and institutions. *Journal of Management Studies*, 47(1): 109–129.
- Chizema, A., & Shinozawa, Y. 2012. The “company with committees”: Change or continuity in Japanese corporate governance? *Journal of Management Studies*, 49(1): 77–101.

- Chuang, Y.-T., Church, R., & Ophir, R. 2011. Taking sides: The interactive influences of institutional mechanisms on the adoption of same-sex partner health benefits by Fortune 500 corporations, 1990–2003. *Organization Science*, 22(1): 190–209.
- Connelly, B. L., Hoskisson, R. E., Tihanyi, L., & Certo, S. T. 2010. Ownership as a form of corporate governance. *Journal of Management Studies*, 47(8): 1561–1589.
- Cuomo, F., Mallin, C., & Zattoni, A. 2016. Corporate governance codes: A review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3): 222–241.
- Cyert, R. M., & March, J. G. 1963. *A Behavioral Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T., & Dalton, C. M. 2007. The fundamental agency problem and its mitigation. *The Academy of Management Annals*, 1(1): 1–64.
- Datta, D. K., Guthrie, J. P., Basuil, D., & Pandey, A. 2010. Causes and effects of employee downsizing: A review and synthesis. *Journal of Management*, 36(1): 281–348.
- Davis, G. F. 1991. Agents without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network. *Administrative Science Quarterly*, 36(4): 583–613.
- Davis, G. F. 2010. Do theories of organizations progress? *Organizational Research Methods*, 13(4): 690–709.
- Davis, G. F., Diekmann, K. A., & Tinsley, C. H. 1994. The decline and fall of the conglomerate firm in the 1980s: The deinstitutionalization of an organizational form. *American Sociological Review*, 59(4): 547–570.
- Davis, G. F., & Greve, H. R. 1997. Corporate elite Networks and governance Changes in the 1980s. *American Journal of Sociology*, 103(1): 1–37.
- Davis, G. F., & Thompson, T. A. 1994. A social movemet perspective on corporate control. *Administrative Science Quarterly*, 39(1): 141–173.
- Davis, G. F., & Useem, M. 2002. Top management, company directors, and corporate control. In A. M. Pettigrew, H. Thomas, & R. Whittington (Eds.), *Handbook of Strategy and Management*: 233–259. London: Sage.
- Delmas, M. A., & Montes-Sancho, M. J. 2010. Voluntary agreements to improve

- environmental quality: Symbolic and substantive cooperation. *Strategic Management Journal*, 31(6): 575–601.
- Delmas, M. A., & Toffel, M. W. 2008. Organizational responses to environmental demands: Opening the black box. *Strategic Management Journal*, 29(12): 1027–1055.
- Depoers, F., & Jeanjean, T. 2012. Determinants of quantitative information withholding in annual reports. *European Accounting Review*, 21(1): 115–151.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. 1983. The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2): 147–160.
- Dimitrov, V., & Jain, P. C. 2011. It's showtime: Do managers report better news before annual shareholder meetings? *Journal of Accounting Research*, 49(5): 1193–1221.
- Dokko, G., & Gaba, V. 2012. Venturing into new territory: Career experiences of corporate venture capital managers and practice variation. *Academy of Management Journal*, 55(3): 563–583.
- Donnelly, R., & Mulcahy, M. 2008. Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5): 416–429.
- Doshi, A. R., Dowell, G. W. S., & Toffel, M. W. 2013. How firms respond to mandatory information disclosure. *Strategic Management Journal*, 34(10): 1209–1231.
- Douglas, T. J., & Judge, J. W. Q. 2001. Total quality management implementation and competitive advantage: The role of structural control and exploration. *Academy of Management Journal*, 44(1): 158–169.
- Dunn, M. B., & Jones, C. 2010. Institutional logics and institutional pluralism: The contestation of care and science logics in medical education, 1967–2005. *Administrative Science Quarterly*, 55: 114–149.
- Eisenhardt, K. M. 1989. Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1): 57–74.
- Elsbach, K. D., Sutton, R. I., & Principe, K. E. 1998. Averting expected challenges

- through anticipatory impression management: A study of hospital billing. *Organization Science*, 9(1): 68–86.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2): 301–325.
- Fehr, E., & Gächter, S. 2000. Fairness and retaliation: The economics of reciprocity. *Journal of Economic Perspectives*, 14(3): 159–182.
- Festinger, L. 1954. A theory of social comparison processes. *Human Relations*, 7(2): 117–140.
- Finkelstein, S. 1992. Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management Journal*, 35(3): 505–538.
- Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. J. 2009. *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards*. New York: Oxford University Press.
- Fiss, P. C. 2008. Institutions and corporate governance. *The Sage Handbook of Organizational Institutionalism*, 389–410.
- Fiss, P. C., Kennedy, M. T., & Davis, G. F. 2012. How golden parachutes unfolded: Diffusion and variation of a controversial practice. *Organization Science*, 23(4): 1077–1099.
- Fiss, P. C., & Zajac, E. J. 2004. The diffusion of ideas over contested terrain: The (non) adoption of a shareholder value orientation among German firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(4): 501–534.
- Fiss, P. C., & Zajac, E. J. 2006. The symbolic management of strategic change: Sensegiving via framing and decoupling. *Academy of Management Journal*, 49(6): 1173–1193.
- Fligstein, N. 1985. The spread of the multidivisional form among large firms, 1919-1979. *American Sociological Review*, 50(3): 377–391.
- Fox-Wolfgramm, S. J., Boal, K. B., & Hunt, J. G. 1998. Organizational adaptation to institutional change: A comparative study of change first-order change in prospector and defender banks. *Administrative Science Quarterly*, 43(1): 87–126.
- Friedland, R., & Alford, R. R. 1991. Bringing society back in: Symbols, practices, and

- institutional contradictions. In W. W. Powell & P. J. DiMaggio (Eds.), *The new institutionalism in organizational analysis*: 232–266. Chicago: University of Chicago Press.
- Frooman, J. 1997. Socially irresponsible and Illegal behaviour and shareholder wealth. *Business & Society*, 36(3): 221–249.
- Gaba, V., & Dokko, G. 2016. Learning to let go: Social influence, learning, and the abandonment of corporate venture capital practices. *Strategic Management Journal*, 37(8): 1558–1577.
- Gaba, V., & Meyer, A. D. 2008. Crossing the organizational species barrier: How venture capital practices infiltrated the information technology sector. *Academy of Management Journal*, 51(5): 976–998.
- Gedajlovic, E., Carney, M., Chrisman, J. J., & Kellermanns, F. W. 2012. The adolescence of family firm research: Taking stock and planning for the future. *Journal of Management*, 38(4): 1010–1037.
- Geng, X., Yoshikawa, T., & Colpan, A. M. 2016. Leveraging foreign institutional locis in the adoption of stock option pay among Japanese firms. *Strategic Management Journal*, 37(7): 1472–1492.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. 2007. The evolution of shareholder activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1): 55–73.
- Glynn, A. M. 2008. Beyond constraint: How institutions enable identities. In R. Greenwood, C. Oliver, K. Sahlin, & R. Suddaby (Eds.), *The SAGE Handbook of Organizational Institutionalism*: 413–431. London: SAGE.
- Gomulya, D., & Boeker, W. 2014. How firms respond to financial restatement: CEO successors and external reactions. *Academy of Management Journal*, 57(6): 1759–1785.
- Gondo, M. B., & Amis, J. N. 2013. Variations in practice adoption: The roles of conscious reflection and discourse. *Academy of Management Review*, 38(2): 229–247.
- Goodstein, J. D. 1994. Institutional pressures and strategic responsiveness: Employer involvement in work-family issues. *Academy of Management Journal*, 37(2):

350–382.

- Goranova, M., & Ryan, L. V. 2014. Shareholder activism: A multidisciplinary review. *Journal of Management*, vol. 40.
- Graffin, S. D., Carpenter, M. A., & Boivie, S. 2011. What's all that (strategic) noise?: Anticipatory impression management in CEO succession. *Strategic Management Journal*, 32(7): 748–770.
- Graffin, S. D., Haleblian, J., & Kiley, J. T. 2016. Ready, aim, acquire: Impression offsetting and acquisitions. *Academy of Management Journal*, 59(1): 232–252.
- Graham, B., & Dodd, D. L. 1951. *Security analysis, 3rd ed.* New York: McGraw-Hill.
- Granovetter, M. 1985. Economic action and social structure: The problem of embeddedness. *American Journal of Sociology*, 91(3): 481–510.
- Greenwood, R., Díaz, A. M., Li, S. X., & Lorente, J. C. 2010. The multiplicity of institutional logics and the heterogeneity of organizational responses. *Organization Science*, 21(2): 521–539.
- Greenwood, R., Oliver, C., Suddaby, R., & Sahlin, K. 2008. Introduction. In R. Greenwood, C. Oliver, K. Sahlin, & R. Suddaby (Eds.), *The SAGE Handbook of Organizational Institutionalism*: 1–46. London: Sage.
- Greenwood, R., Raynard, M., Kodeih, F., Micelotta, E. R., & Lounsbury, M. 2011. Institutional complexity and organizational responses. *Academy of Management Annals*, 5(1): 317–371.
- Greenwood, R., & Schor, M. 2009. Investor activism and takeovers. *Journal of Financial Economics*, 92(3): 362–375.
- Greenwood, R., & Suddaby, R. 2006. Institutional entrepreneurship in mature fields: The big five accounting firms. *Academy of Management Journal*, 49(1): 27–48.
- Greve, H. R. 1995. Jumping ship: The diffusion of strategy abandonment. *Administrative Science Quarterly*, 49(3): 444–473.
- Greve, H. R. 1998. Performance, aspirations, and risky organizational change. *Administrative Science Quarterly*, 43(1): 58–86.
- Greve, H. R. 2011. Fast and expensive: the diffusion of a disappointing innovation. *Strategic Management Journal*, 32(9): 949–968.

- Greve, H. R., & Goldeng, E. 2004. Longitudinal analysis in strategic management. *Research Methodology in Strategy and Management*, 1: 135–163.
- Greve, H. R., Palmer, D., & Pozner, J. 2010. Organizations gone wild: The causes, processes, and consequences of organizational misconduct. *The Academy of Management Annals*, 4(1): 53–107.
- Guler, I., Guillen, M. F., & Macpherson, J. M. 2002. Global competition, institutions, and the diffusion of organizational practices: The international spread of ISO 9000 quality certificates. *Administrative Science Quarterly*, 47(2): 207–232.
- Haleblian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A., & Davison, R. B. 2009. Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda. *Journal of Management*, 35(3): 469–502.
- Hambrick, D. C., & Finkelstein, S. 1987. Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes. In B. M. Staw & L. Cummings (Eds.), *Research in Organizational Behavior*, vol. 9: 369–406. Greenwich, CT: JAI Press.
- Hambrick, D. C., Finkelstein, S., Cho, T. S., & Jackson, E. M. 2005. Isomorphism in reverse: Institutional theory as an explanation for recent increases in intraindustry heterogeneity and managerial discretion. In B. M. Staw & R. M. Kramer (Eds.), *Research in Organizational Behavior*, vol. 26, vol. 26: 307–350. Greenwich, CT: JAI Press.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. 1984. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2): 193–206.
- Haunschild, P. R. 1994. How much is that company worth?: Interorganizational relationships, uncertainty, and acquisition premiums. *Administrative Science Quarterly*, 39(3): 391–411.
- Haveman, H. A. 1993. Follow the leader: Mimetic isomorphism and entry into new markets. *Administrative Science Quarterly*, 38(4): 593–627.
- Haveman, H. A., & Rao, H. 1997. Structuring a theory of moral sentiments: Institutional and organizational coevolution in the early thrift industry. *American Journal of Sociology*, 102(6): 1606–1651.
- Heckman, J. J. 1979. Sample selection bias as a specification error. *Econometrica*,

- 47(1): 153–161.
- Heugens, P. P. M. A. R., & Lander, M. W. 2009. Structure! agency! (and other quarrels): A meta-analysis of institutional theories of organization. *Academy of Management Journal*, 52(1): 61–85.
- Hilary, G., & Oshika, T. 2006. Shareholder activism with weak corporate governance: Social pressure, private cost and organized crime. *Japanese Journal of Management Accounting*, 1: 55–73.
- Hillman, A. J., Shropshire, C., Certo, S. T., Dalton, D. R., & Dalton, C. M. 2011. What I like about you: A multilevel study of shareholder discontent with director monitoring. *Organization Science*, 22(3): 675–687.
- Hirschman, A. O. 1970. *Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Hoetker, G. 2007. The use of logit and probit models in strategic management research: critical issues. *Strategic Management Journal*, 28(4): 331–343.
- Ingram, P., & Simons, T. 1995. Institutional and resource dependence determinants of responsiveness to work-family issues. *Academy of Management Journal*, 38(5): 1466–1482.
- Jensen, M. 2006. Should we stay or should we go? Accountability, status anxiety, and client defections. *Administrative Science Quarterly*, 51(1): 97–128.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305–360.
- Johnson, J. L., Daily, C. M., & Ellstrand, A. E. 1996. Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, 22(3): 409–438.
- Jonsson, S., Greve, H. R., & Fujiwara-Greve, T. 2009. Undeserved loss: Legitimacy loss to innocent organizations in corporate deviance. *Administrative Science Quarterly*, 54(2): 195–228.
- Joseph, J., Ocasio, W., & McDonnell, M.-H. 2014. The structural elaboration of board independence: Executive power, institutional logics, and the adoption of CEO-only board structures in U.S. corporate governance. *Academy of*

- Management Journal*, 57(6): 1834–1858.
- Kahn, W. A. 1990. Psychological conditions of personal engagement and disengagement at work. *Academy of Management Journal*, 33(4): 692–724.
- Kang, S., & Yanadori, Y. 2011. Adoption and coverage of performance-related pay during institutional change: An integration of institutional and agency theories. *Journal of Management Studies*, 48(8): 1837–1865.
- Kato, T. 2001. The end of lifetime employment in Japan?: Evidence from national surveys and field research. *Journal of the Japanese and International Economies*, 15(4): 489–514.
- Kawaguchi, D., & Ueno, Y. 2013. Declining long-term employment in Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, 28: 19–36.
- Kennedy, M. T., & Fiss, P. C. 2009. Institutionalization, framing, and diffusion: The logic of TQM adoption and implementation decisions among U.S. hospitals. *Academy of Management Journal*, 52(5): 897–918.
- King, A. A., Lenox, M. J., & Terlaak, A. 2005. The strategic use of decentralized institutions: Exploring certifications with the ISO 14001 Management Standard. *Academy of Management Journal*, 48(6): 1091–1106.
- Konrad, A. M., & Mangel, R. 2000. The impact of work-life programs on firm productivity. *Strategic Management Journal*, 21(12): 1225–1237.
- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. 2009. Do managers withhold bad news. *Journal of Accounting Research*, 47(1): 241–276.
- Kraatz, M. S., & Block, E. S. 2008. Organizational implications of institutional pluralism. In R. Greenwood, C. Oliver, K. Sahlin, & R. Suddaby (Eds.), *The SAGE Handbook of Organizational Institutionalism*: 243–276. London: SAGE.
- Kraatz, M. S., & Moore, J. H. 2002. Executive migration and institutional change. *Academy of Management Journal*, 45(1): 120–143.
- Kraatz, M. S., & Zajac, E. J. 1996. Exploring the limits of the new institutionalism : The causes and consequences of illegitimate organizational change. *American Sociological Review*, 61(5): 812–836.
- Krause, R., & Semadeni, M. 2014. Last dance or second chance? Firm performance,

- CEO career horizon, and the separation of board leadership roles. *Strategic Management Journal*, 35(6): 808–825.
- Lawrence, P. R., & Lorsch, J. W. 1967. Differentiation and Integration in Complex Organizations. *Administrative Science Quarterly*, 12(1): 1–47.
- Leblebici, H., Salancik, G. R., Copay, A., & King, T. 1991. Institutional Change and the Transformation of Interorganizational Fields: An Organizational History of the U.S. Radio Broadcasting Industry. *Administrative Science Quarterly*, 36(3): 333.
- Lewis, B. W., Walls, J. L., & Dowell, G. W. S. 2014. Difference in degrees: CEO characteristics and firm environmental disclosure. *Strategic Management Journal*, 35(5): 712–722.
- Li, F. 2008. Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2–3): 221–247.
- Li, Y., & Yermack, D. 2016. Evasive shareholder meetings. *Journal of Corporate Finance*, 38: 318–334.
- Lieberman, M. B., & Asaba, S. 2006. Why do firms imitate each other? *Academy of Management Review*, 31(2): 366–385.
- Long, J. S., & Freese, J. 2006. *Regression models for categorical dependent variables using Stata*. Stata Press.
- Lounsbury, M. 2001. Institutional sources of practice variation: Staffing college and university recycling programs. *Administrative Science Quarterly*, 46(1): 29–56.
- Lounsbury, M. 2002. Institutional transformation and status mobility: The professionalization of the field of finance. *Academy of Management Journal*, 45(1): 255–266.
- Lounsbury, M. 2007. A tale of two cities: Competing logics and practice variation in the professionalizing of mutual funds. *Academy of Management Journal*, 50(2): 289–307.
- Mallette, P., & Fowler, K. L. 1992. Effects of board composition and stock ownership on the adoption of “poison pills.” *Academy of Management Journal*, 35(5): 1010–1035.

- Mallin, C. A. 2016. *Corporate governance, 5th ed.* Oxford University Press.
- Marquis, C., & Qian, C. 2014. Corporate social responsibility reporting in China: Symbol or substance? *Organization Science*, 25(1): 127–148.
- McClellan, E. J., Burris, E. R., & Detert, J. R. 2013. When does voice lead to exit? It depends on leadership. *Academy of Management Journal*, 56(2): 525–548.
- McWilliams, A., & Siegel, D. 1997. Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *Academy of Management Journal*, 40(3): 626–657.
- Meyer, J. W., Boli, J., Thomas, G. M., & Ramirez, F. O. 1997. World society and the national state. *American Journal of Sociology*, 103(1): 144–181.
- Meyer, J. W., & Rowan, B. 1977. Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology*, 83(2): 340–363.
- Miwa, Y., & Ramseyer, J. M. 2005. Who appoints them, what do they do? Evidence on outside directors from Japan. *Journal of Economics and Management Strategy*, 14(2): 299–337.
- Mizruchi, M. S., & Fein, L. C. 1999. The social construction of organizational knowledge: A study of the uses of coercive, mimetic, and normative isomorphism. *Administrative Science Quarterly*, 44(4): 653–683.
- Montiel, I., Husted, B. W., & Christmann, P. 2012. Using private management standard certification to reduce information asymmetries in corrupt environments. *Academy of Management Journal*, 33(9): 1103–1113.
- Morrison, E. W. 2011. Employee voice behavior: Integration and directions for future research. *The Academy of Management Annals*, 5(1): 373–412.
- Nakano, M., & Nguyen, P. 2012. Board size and corporate Risk taking: Further evidence from Japan. *Corporate Governance: An International Review*, 20(4): 369–387.
- Okhmatovskiy, I., & David, R. J. 2012. Setting your own standards: Internal corporate governance codes as a response to institutional pressure. *Organization Science*, 23(1): 155–176.
- Oliver, C. 1991. Strategic responses to institutional processes. *Academy of*

- Management Review*, 16(1): 145–179.
- Oliver, C. 1992. The Antecedents of Deinstitutionalization. *Organization Studies*, 13(4): 563–588.
- Pache, A.-C., & Santos, F. 2010. When worlds collide: The internal dynamics of organizational responses to conflicting institutional demands. *Academy of Management Review*, 35(3): 455–476.
- Pache, A.-C., & Santos, F. 2013. Inside the hybrid organization: Selective coupling as a response to competing institutional logics. *Academy of Management Journal*, 56(4): 972–1001.
- Palmer, D. A., Biggart, N., & Dick, B. 2008. Is the new institutionalism a theory? In R. Greenwood, C. Oliver, K. Sahlin, & R. Suddaby (Eds.), *The SAGE Handbook of Organizational Institutionalism*: 738–769. London: Sage.
- Palmer, D. A., Jennings, P. D., & Zhou, X. 1993. Late adoption of the multidivisional form by large U.S. corporations: Political, institutional, and economic accounts. *Administrative Science Quarterly*, 38(1): 100–131.
- Paruchuri, S., & Misangyi, V. F. 2015. Investor perceptions of financial misconduct: The heterogeneous contamination of bystander firms. *Academy of Management Journal*, 58(1): 169–194.
- Phillips, D. J., & Zuckerman, E. W. 2001. Middle-status conformity: Theoretical in two markets. *American Journal of Sociology*, 107(2): 379–429.
- Purdy, J. M., & Gray, B. 2009. Conflicting Logics, Mechanisms of Diffusion, and Multilevel Dynamics in Emerging Institutional Fields. *Academy of Management Journal*, 52(2): 355–380.
- Raffaelli, R., & Glynn, A. M. 2014. Turnkey or tailored? Relational pluralism, institutional complexity, and the organizational adoption of more or less customized practices. *Academy of Management Journal*, 57(2): 541–562.
- Rao, H., Greve, H. R., & Davis, G. F. 2001. Fool's gold: Social proof in the initiation and abandonment of coverage by Wall Street analysts. *Administrative Science Quarterly*, 46(3): 502–526.
- Rao, H., Monin, P., & Durand, R. 2003. Institutional change in Toque Ville : Nouvelle

- cuisine as an identity movement in French gastronomy. *American Journal of Sociology*, 108(4): 795–843.
- Rao, H., & Sivakumar, K. 1999. Institutional sources of boundary-spanning structures: The establishment of investor relations departments in the Fortune 500 industrials. *Organization Science*, 10(1): 27–42.
- Reay, T., & Hinings, C. R. 2009. Managing the rivalry of competing institutional logics. *Organization Studies*, 30(6): 629–652.
- Rich, B. L., Lepine, J. A., & Crawford, E. R. 2010. Job engagement: Antecedents and effects on job performance. *Academy of Management Journal*, 53(3): 617–635.
- Sako, M. 1992. *Prices, Quality and Trust, Inter-Firm Relations in Britain and Japan*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Salancik, G. R., & Meindl, J. R. 1984. Corporate attributions as strategic illusions of management control. *Administrative Science Quarterly*, 29(2): 238–254.
- Sanders, W. G., & Tuschke, A. 2007. The adoption of institutionally contested organizational practices: The emergence of stock option pay in Germany. *Academy of Management Journal*, 50(1): 33–56.
- Sauerwald, S., Van Oosterhout, J. H., & Van Essen, M. 2016. Expressive shareholder democracy: A multilevel study of shareholder dissent in 15 Western European countries. *Journal of Management Studies*, 53(4): 520–551.
- Scott, W. R. 2008. *Institutions and Organizations: Ideas and Interests, 3rd ed.* London: Sage.
- Shani, G., & Westphal, J. D. 2016. Persona non grata? Determinants and consequences of social distancing from journalists who engage in negative coverage of firm leadership. *Academy of Management Journal*, 59(1): 302–329.
- Sherer, P. D., & Lee, K. 2002. Institutional change in large law firms: A resource dependency and institutional perspective. *Academy of Management Journal*, 45(1): 102–119.
- Shipilov, A. V., Greve, H. R., & Rowley, T. J. 2010. When do interlocks matter? Institutional logics and the diffusion of multiple corporate governance practices. *Academy of Management Journal*, 53(4): 846–864.

- Shipilov, A. V., Li, S. X., & Greve, H. R. 2011. The prince and the pauper: Search and brokerage in the initiation of status-heterophilous ties. *Organization Science*, 22(6): 1418–1434.
- Shishido, Z. 2007. The turnaround of 1997: Changes in Japanese corporate law and governance. In M. Aoki, G. Jackson, & H. Miyajima (Eds.), *Corporate governance in Japan: Institutional change and organizational diversity*: 310–329. New York: Oxford University Press.
- Singh, H., & Harianto, F. 1989. Management-board relationships, takeover risk, and the adoption of golden parachutes. *Academy of Management Journal*, 32(1): 7–24.
- Spell, C. S., & Blum, T. C. 2005. Adoption of workplace substance abuse prevention programs: Strategic choice and institutional perspectives. *Academy of Management Journal*, 48(6): 1125–1142.
- Staw, B. M., & Epstein, L. D. 2000. What bandwagons bring: Effects of popular management techniques on corporate performance, reputation, and CEO pay. *Administrative Science Quarterly*, 45(3): 523–556.
- Staw, B. M., McKechnie, P. I., & Puffer, S. M. 1983. The justification of organizational performance. *Administrative Science Quarterly*, 28(4): 582–600.
- Strang, D., & Soule, S. A. 1998. Diffusion in organizations and social movements: From hybrid corn to poison pills. In J. Hagan & K. S. Cook (Eds.), *Annual Review of Sociology*, vol. 24: 265–290. Palo Alto, CA: Annual Reviews.
- Sullivan, B. N., Haunschild, P., & Page, K. 2007. Organizations non gratae? The impact of unethical corporate acts on interorganizational networks. *Organization Science*, 18(1): 55–70.
- Sundaramurthy, C. 1996. Corporate governance within the context of antitakeover provisions. *Strategic Management Journal*, 17(5): 377–394.
- Szymkowiak, K. 2002. *Sokaiya: Extortion, protection, and the Japanese corporation*. Armonk, NY: M. E. Sharpe.
- Terlaak, A., & King, A. A. 2007. Follow the small? Information-revealing adoption bandwagons when observers expect larger firms to benefit more from adoption.

- Strategic Management Journal*, 28(12): 1167–1185.
- Thornton, P. H. 2001. Personal versus market logics of control: A historically contingent theory of the risk of acquisition. *Organization Science*, 12(3): 294–311.
- Thornton, P. H. 2002. The rise of the corporation in a craft industry: Conflict and conformity in institutional logics. *Academy of Management Journal*, 45(1): 81–101.
- Thornton, P. H. 2004. *Markets from culture: institutional logics and organizational decisions in higher education publishing*. Stanford, CA: Stanford University Press.
- Thornton, P. H., & Ocasio, W. 1999. *Institutional logics and the historical contingency of power in organizations: Executive succession in the higher education publishing industry, 1958–1990*, 105(3): 801–843.
- Thornton, P. H., & Ocasio, W. 2008. Institutional logics. In R. Greenwood, C. Oliver, R. Suddaby, & K. Sahlin (Eds.), *The SAGE Handbook of Organizational Institutionalism*: 99–129. London: Sage.
- Thornton, P. H., Ocasio, W., & Lounsbury, M. 2012. *The Institutional Logics Perspectives: A New Approach to Culture, Structure, and Process*. Oxford: Oxford University Press.
- Tolbert, P. S., & Zucker, L. G. 1983. Institutional sources of change in the formal structure of organizations: The diffusion of civil service reform, 1880-1935. *Administrative Science Quarterly*, 28(1): 22–39.
- Uchida, D., & Hoetker, G. 2015. Imitation? Environmental signals and similarity of behavior in hiring by Japanese firms, 1974-2011. *Academy of Management Proceedings*, OMT: 13896.
- Useem, M. 1996. *Investor Capitalism: How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America*. New York: Basic Books/HarperCollins.
- Van de Ven, A. H., Ganco, M., & Hinings, C. R. 2013. Returning to the frontier of contingency theory of organizational and institutional designs. *The Academy of Management Annals*, 7(1): 3393–440.

- von Hippel, E. 1994. "Sticky information" and the locus of problem solving: Implications for innovation. *Management Science*, 40(4): 429–439.
- von Hippel, E. 2005. *Democratizing innovation*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Walsh, J. P., & Seward, J. K. 1990. On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of Management Review*, 15(3): 421–458.
- Weber, K., Davis, G. F., & Lounsbury, M. 2009. Policy as myth and ceremony? The global spread of stock exchanges, 1980-2005. *Academy of Management Journal*, 52(6): 1319–1347.
- West, M. D. 1999. Information, institutions, and extortion in Japan and the United States: Making sense of sokaiya racketeers. *Northwestern University Law Review*, 93(3): 767–818.
- Westphal, J. D. 1999. Collaboration in the boardroom: Behavioral and performance consequences of CEO-board social ties. *Academy of Management Journal*, 42(1): 7–24.
- Westphal, J. D., & Clement, M. B. 2008. Sociopolitical dynamics in relations between top managers and security analysts: Favor rendering, reciprocity, and analyst stock recommendations. *Academy of Management Journal*, 51(5): 873–897.
- Westphal, J. D., & Deephouse, D. L. 2011. Avoiding bad press: Interpersonal influence in relations between CEOs and journalists and the consequences for press reporting about firms and their leadership. *Organization Science*, 22(4): 1061–1086.
- Westphal, J. D., Gulati, R., & Shortell, S. M. 1997. Customization or conformity? An institutional and network perspective on the content and consequences of TQM adoption. *Administrative Science Quarterly*, 42(2): 366–394.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. 1994. Substance and symbolism in CEOs' long-term incentive plans. *Administrative Science Quarterly*, 39(3): 367–390.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. 1995. Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection. *Administrative Science Quarterly*, 40(1): 60–83.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. 1997. Defections from the inner circle: Social exchange,

- reciprocity and the diffusion of board independence in U.S. corporations. *Administrative Science Quarterly*, 42(1): 161–183.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. 1998. The symbolic management of stockholders: Corporate governance reforms and shareholder reactions. *Administrative Science Quarterly*, 43(1): 127–153.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. 2001. Decoupling policy from practice: The case of stock repurchase programs. *Administrative Science Quarterly*, 46(2): 202–228.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. 2013. A behavioral theory of corporate governance. *The Academy of Management Annals*, 7(1): 605–659.
- Withey, M. J., & Cooper, W. H. 1989. Predicting exit, voice, loyalty, and neglect. *Administrative Science Quarterly*, 34(4): 521–539.
- Wooldridge, J. M. 2010. *Econometric analysis of cross section and panel data*. Cambridge, MA: MIT press.
- Yamaguchi, K. 1991. *Event History Analysis*. New-bury Park, CA: Sage.
- Yeh, T. 2014. Large shareholders, shareholder proposals, and firm performance: Evidence from Japan. *Corporate Governance: An International Review*, 22(4): 312–329.
- Yeung, A. C. L., Lo, C. K. Y., & Cheng, T. C. E. 2011. Behind the iron cage: An institutional perspective on ISO 9000 adoption and CEO compensation. *Organization Science*, 22(6): 1600–1612.
- Yoshikawa, T., Tsui-Auch, L. S., & McGuire, J. 2007. Corporate governance reform as institutional innovation: The case of Japan. *Organization Science*, 18(6): 973–988.
- Young, G. J., Charns, M. P., & Shortell, S. M. 2001. Top manager and network effects on the adoption of innovative management practices: A study of TQM in a public hospital system. *Strategic Management Journal*, 22(10): 935–951.
- Younkin, P. 2016. Complicating abandonment: How a multi-stage theory of abandonment clarifies the evolution of an adopted practice. *Organization Studies*, 37(7): 1017–1053.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. 1989. Boards of directors and corporate financial

- performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15(2): 291–334.
- Zajac, E. J., & Westphal, J. D. 1996. Director reputation, CEO-board power, and the dynamics of board interlocks. *Administrative Science Quarterly*, 41(3): 507–529.
- Zajac, E. J., & Westphal, J. D. 2004. The social construction of market value: Institutionalization and learning perspectives on stock market reactions Perspectives. *American Sociological Review*, 69(3): 433–457.
- Zatzick, C. D., Moliterno, T. P., & Fang, T. 2012. Strategic (mis)fit: The implementation of TQM in manufacturing organizations. *Strategic Management Journal*, 33(11): 1321–1330.
- Zorn, D. 2004. Here a chief, there a chief: The rise of the CFO in the American firm. *American Sociological Review*, 69(3): 345–364.