

# 公開会社における 定時株主総会の意義と機能

定時株主総会の正常化に関する実証分析

久保田 安彦  
大 鹿 智 基

- 一 はじめに
  - 二 定時株主総会の意義と機能に関する理論的考察
    - 1 株主総会の支配権の正当化理由とその問題点
    - 2 経営方針の表明の場としての定時株主総会
  - 三 定時株主総会の正常化に関する実証分析
    - 1 株主と企業経営の関係を分析した先行研究
    - 2 実証分析の仮説とモデル
    - 3 データ
    - 4 実証分析の結果
- 結びに代えて

## 一 はじめに

公開会社の株主総会の形骸化が叫ばれて久しいが、何をもって「株主総会の形骸化」というべきなのであろうか。総会の形骸化と言われるとき、その基礎にあるのが、株主総会が本来の機能を果たしていないという現状認識である点では共通しており、こうした観点から、株式持合による露骨な安定株主対策とともに、集中開催、短時間総会、プロ株主を念頭に置いた防衛過剰の運営が批

判されてきた。ただ、それでは株主総会が果たすべき役割とは何かという問題になると、必ずしも見解の一致を見ているわけではない。わが国における従来の議論では、一般株主あるいは大衆株主の役割を重視し、株主総会が一般株主による経営のコントロールの場として位置づけられることが少なくなかった（株主総会活性化論）。これに対し、近時は、伝統的な株主総会の運営スタイルは正常なものとはいえないとしつつも、公開会社の株主の実態に照らして、株主総会の役割をかなり限定的なものとして理解する見解が増えてきている。

しかしながら、こうして株主総会の役割に期待しない論者にしても、株主総会は制度としては維持せざるを得ないという認識については、活性化論者と変わるところはない。現在の株式会社法の下で、株主による会社支配のシステムを維持する以上、株主総会制度の必要性は否定し難いし、また株主総会に代わる株主による会社支配のための適切な制度はさしあたり見あたらない、というのである。それでは、公開会社において、株主総会に支配権（経営者の選任権）が付与されていることには、そもそも合理性が認められるのであろうか。わが国の伝統的な見解が言うように、「会社の所有者は株主」であることの当然の帰結なのであろうか。この問題の考察抜きにしては、株主総会に期待すべき機能も判然としないうであらう。

そこで、本論文ではまず、とくに経営者の選任の場面を取りあげ、公開会社の株主総会の意義と機能を理論的に明らかにしたうえで、その当否について実証分析を通じた検討をおこなうことにしたい。

## 二 定時株主総会の意義と機能に関する理論的考察

### 1 株主総会の支配権の正当化理由とその問題点

公開会社においても、その株主が企業の適切な運営にきわめて大きな利害関係をもつステーク・ホルダーであることは疑いない。株主は企業資本の中核を拠出しているが、配当は計算上配当可能利益がある限りで支払われるにすぎ

ず、企業倒産リスクについても最も劣後的な地位に置かれている。そうであるならば、こうした残余請求権者である株主にはそのリスク負担にともなう法的な優遇策が認められてもよく、経営者の選任権は、そうした優遇策の一内容であると理解することもできる。残余請求権者に対する支払義務の内容は不明確であり、事前にその条件を詳細に設計し強制することが困難であるというのも（契約の不完備性）、株主総会に経営者選任権が与えられることを正当化するのである<sup>(1)</sup>。

もっとも、このような理解に対しては、次のような疑問を投げかけることができるであろう。その第一は、公開会社の株主の実態に照らして、経営者の選任権を株主総会に与えることが、現実には、株主という投資家の保護に資するのかという疑問である。

昭和25年の商法改正以降、これまでのところ、大規模な会社における株主総会の権限事項は縮小の一途をたどってきたし、その方向性は今後も変わらなさそうである。そして、こうした改正の方向は、大規模公開会社の株主総会の活性化が実現困難であって、株主総会からの権限剥奪は、効率的な会社経営の観点からはむしろ株主の利益保護に適うといった考え方に基づくものであったように思われる。この点、たとえば、決算確定権の移管については会計監査人による監査強制があることを理由にしえても、とくに利益処分権までも移管することについては、株主総会における審議の実効性の欠如を理由とするほかないであろう（酒巻 [1975, p. 6]）。他方で、取締役の責任軽減をはじめ、定款で定められるべき事項が増加する傾向もみられるが、同時に株主総会特別決議の定足数要件の引き下げが許容されたこと（商法343条2項）と併せて考えると、株主総会の役割を重視したことによる帰結とは評価できない（上村 [2002, p. 121]）。

第二に、従業員もまた会社経営にきわめて大きな利害関係を有する者であるから、そのような従業員よりも株主という投資家の方が法制度上優遇される理

由はどこにあるのかも問題になるであろう。

伝統的な企業観の下では、従業員が受ける報酬の額は労働市場において外生的に決まり（完全競争の下では労働者の賃金はその限界生産性に等しい）、残余の利益・損失はすべて株主に帰属するから、株主だけが企業のリスクを負担する当事者であると考えられてきた。しかし、現実には、むしろ株主より従業員の方がリスク負担は大きいように思われる。株主は複数の銘柄の株式に投資を分散することにより当該会社に特有のリスクを軽減しようのに対し、従業員はその人的資本を分散投資することができない。さらに、株式市場の発達により、現在の経営に不満な株主は株式を市場で売却すれば容易に投下資本を回収することができるのに対し、労働市場が十分に流動的でないかぎり、従業員が相当の費用と時間を犠牲にしないで企業から退出することは難しいからである（吉原 [1994, p. 161]）。

従業員の利益は、企業との労働協約や労働法上の解雇規制などによって確保されうると言われるときもある（川村 [1997, p. 6]）。しかし、それは契約の完備性が成り立つ場合に限られるのに対し、実際には、長期雇用およびそれと結びついた年功重視の賃金・処遇によって特徴づけられる伝統的な日本型雇用システムは、法律上の契約ではなく、もっぱら暗黙の契約による場合が多いとされる。また、労働法上の解雇規制にしても、それが従業員の長期雇用の維持には役立ってきたとされる反面、長期雇用のもとでは、労働力に余剰が生じた場合に従業員の解雇を通じて調整することが困難になることから、労働法は、人事や報酬などの企業内の従業員の処遇については、経営者の広範な裁量権を承認しているといわれる（山川 [2004, p. 18]）。したがって、株主総会のみ経営者の選任権が与えられているかぎり、株主が自己の意に添う経営者を選任したうえで、その経営者に従業員との間に存した暗黙の契約を破棄させて、従業員の賃金を引き下げさせたり、その他社内での処遇を悪化させたりする危険もあり得ないではない<sup>(2)</sup>。もとより、伝統的な日本型雇用システムを維持する

必要がないと割り切ることも可能であるが、それが従業員の企業特種的な人的資本の蓄積を促したり、従業員の高い勤労意欲を支えることによって、企業の業績に貢献してきたとするならば、そうした割り切りは妥当でないであろう。

こうした観点からすると、株主総会の経営者選任権が、現実に、株主と従業員の利益をともに満足させるような経営方針を現実に実現させるのに役立つものかぎり、株主総会のみならずそうした権限を付与することが、政策論として妥当であるかどうかとも疑わしくなってくる。

会社の業績を向上させることが、株主と従業員の両者の利益につながることは疑いないが、問題は、どのような経営者によって、どのような経営方針の下でならば、会社の業績を向上させるのかであり、そのことは会社が獲得した利益を株主・従業員間でどのように配分すべきかという問題と密接に関係している。なぜなら、会社の業績への貢献度に応じて利益の配分がなされないかぎり、株主や従業員による物的資本ないしは人的資本の拠出のインセンティブが低下し、会社の業績にとってもマイナスの影響が及んでしまうと考えられるからである。そして、基本的に、これらは、各会社の独自の競争力の源泉がどこにあるのかによって変わってくるべきものであろう。この点、極端な例として、広田 [2003] によれば、オリックスのように他事業への進出・多角化に積極的な企業では、その競争力の源泉が物的資本の調達と配分とを効率的に行うことにあるから、こうした企業においては、物的資本の提供者としての株主にそれ相応のリターンを与えることが極めて重要な意味をもつ。これに対し、たとえばトヨタでは、その独自の競争力を支えているのは従業員をはじめとする現場の力であるため、従業員をそれ相応に優遇して、勤労意欲を高めるような経営方針を採用することが、競争力の維持のために決定的に重要になる。したがって、この種の企業においては、利益が上がらなかったからといって、従業員を解雇したり、賃金を引き下げたりすることは、その勤労意欲を減退させるので、長期的に見て得策でないと言われる。もとより、以上のことは、選任され

た経営者がどのような経営方針をとるべきかという問題でもあるが、そうした経営方針の妥当性もまた、究極的には、過去に選任された経営者を「再任」するかどうかという形で問われるべきものであろう。

このように、長期的に見ると、会社の経営方針として常に「株主重視経営」が株主の利益に適うわけではなく、むしろ「従業員を重視した経営」の方が株主にとっても利益になるという場合が少なくないとなれば、株主だけを経営者の選任権者としても、従業員の利益が不当に害されることにはならないとも言えそうである。しかし、そのことは逆に、従業員を経営者の選任権者に含めても、株主の利益が必ずしも不当に害されるわけではないということの意味するかもしれない。しかも、現実の公開会社において、「ある種の通過集団」にすぎず、会社経営への無関心が合理的でさえあると評される株主が、どのような経営方針が望ましいのかを適切に判断できるかどうかはかなり疑わしいであろう。実際の株価の動きをみても、そこには会社の将来の利益予測が反映されているとはいえ、将来になればなるほど予測は不確実なものとなるのに加え、投資家が必ずしも十分な情報をもっていないために、一時的に企業収益が悪化するときには、将来的な収益が見込まれる場合であっても株価が過小評価されるなど、株式市場では長期的な収益よりも短期的な収益の方が評価されやすいといわれる（Stein [1988] 参照）。そうすると、相対的に企業内部に精通している従業員の方が、まだしも経営者の選任権者として相応しいとも考えられるのに、なぜ株主総会だけに経営者の選任権が与えられているのであろうか。

一つのありうる説明は、従業員も選任権者に含めることにすると、株主・従業員間および従業員間における議決権割当ルールを決定することが必要となるが、そうした割当ルールを合理的に策定することは困難である、というものである（穴戸 [1993, p.228]）。たしかに、株主・従業員間および従業員間における議決権割当ルールとして実質的にも合理的なものを策定することは困難であるが、そもそも現行法上の議決権割当ルール（一株一議決権原則）自体

が、「一種の割り切り方としては合理的」といえるにすぎない（藤田 [1996, p. 21]）。たとえば従業員全体と株主全体の議決権を同一割合にしたうえで、従業員については一人一議決権とするような「割り切った」議決権割当ルールも考えられる以上、そうしたルールが従業員を経営者の選任権者から除外するルールよりも合理的であるとは即断できないであろう。

## 2 経営方針の表明の場としての定時株主総会

これまで見てきたように、現行の商法上、株主総会だけに支配権（経営者の選解任権）が与えられていることについては、必ずしも決定的な根拠が見当たらない。もっとも、公開会社の株主の実態を前提とすれば、平常時には、経営者の選任権が経営者に実質的に委譲されるのは自然なことであろう。そして、会社の競争力の源泉をどこに求めるべきかを最も良く知るのは経営者であろうから、ある意味でつじつまが合っているといえるかもしれない<sup>(3)</sup>。この点、現行商法も、株主総会招集権（議案の決定のイニシアティブ）を取締役に付与するとともに、経営者選任決議を普通決議として、会社提案が承認されやすくすることにより、実質的な権限委譲を支援していると理解することもできそうである。そうすると、平常時の株主総会には、経営者による経営者候補者の提示を通じて、自社の経営方針（独自の競争力の源泉がどこにあるのか）を明らかにする場としての意義しか認められないであろう。ただ、そのことは、経営者の選任（ひいては経営方針の策定）について、必ずしも経営者に完全な自由裁量権が与えられることを意味しない。経営者が従業員の勤労意欲に自らの意思決定が及ぼす影響を考慮するかぎり、暗黙のうちに経営者の規律付けが行われるからである<sup>(4)</sup>。また、後述するような敵対的企業買収の脅威や円滑な資金調達の実現を考えると、経営者の選任に関する資本市場の評価を無視することもできないであろう。

これに対し、敵対的企業買収に基づいて支配株主の変更が生じるといった特

殊なケースでは、経営者の選任のイニシアティブは株主総会に取り戻されることになる。この敵対的企業買収については、買収後の経営者の入れ替えを通じて、経営方針の合理化を実現し、企業経営を効率的なものに変えるだけでなく、その存在自体が脅しとなって、経営者に効率化へのインセンティブをもたせるといった積極的な評価が与えられることが多い。言うまでもなく、こうした規律付けのメカニズムが働くのは、株主総会に経営者選任権が付与されていることが前提となるから、その意味で、総会への支配権付与の正当化根拠となりうるし、株主総会には、経営方針の合理化を導くような支配権の変動を可能とする場としての位置づけも与えられることになるであろう。

もっとも、敵対的企業買収による規律付けの効果については、問題も少なくない。すなわち、Grossman and Hart [1980] は、企業買収にあたっては少数株主によるフリー・ライダー問題が生じる可能性があるため、株主が買収による株価上昇を合理的に予測するならば、企業買収は成功せず、したがって企業買収を起こして企業経営の効率性を改善しようとする試みも成立しえないことを示した。また、それを措いても、既述のように、株式市場では長期的な収益よりも短期的な収益の方が評価されやすいのであれば、必ずしも敵対的企業買収が企業経営の効率性を改善させるものであるとも言えないであろう (Stein [1988])。さらに、敵対的企業買収を仕掛ける者は、買収に成功すれば、それまで従業員との間に存した暗黙の契約を破棄して、従業員の賃金を引き下げたり、その他社内での処遇を悪化させることにより、企業特殊的な人的資本の蓄積にともなう成果についての従業員の取り分を奪い取るかもしれない。Shleifer and Summers [1988] は、企業経営の効率化ではなく、むしろ、そうした従業員から株主への富の移転が敵対的企業買収の大きなインセンティブになっているとまで言うのである。たしかに、買収者が長期的に会社経営にコミットするのであれば格別、そうでないかぎりには、買収後の経営者の入れ替え（ひいては経営方針の変更）にあたっては、従業員の勤労意欲に及ぼす影響が考慮されな

い可能性が大きいであろう。

このように、敵対的企業買収によって、従業員の勤労意欲や企業特種的な人的資本を蓄積しようとするインセンティブが損なわれ、会社の長期的な利益増進にマイナスの影響を及ぼす可能性を否定できないのであれば、敵対的企業買収による経営者の規律付けに過度の期待を寄せることはできないし、むしろ、従業員から株主への不当な富の移転をもたらすような敵対的買収に対しては、何らかの制約が加えられて然るべきであろう。この点、我が国における解釈論としても、経営者が買収防衛策を講じたときには、その防衛策が合理的なものであるかぎり、防衛策を有効とするとともに、経営者の責任を問わないことにすべきであるという主張がなされている<sup>(5)</sup>。そうした解釈論については、事後的に裁判所がどれだけ「合理的」な判断を下せるのかという疑いもあるが<sup>(6)</sup>、株主総会だけに経営者の選任権（会社支配権）が与えられていることから生じうる弊害を除去し、可能なかぎり、経営方針の合理化を導くような支配権の移動のみを認めようとするものとして、積極的な評価が与えられてよいように思われる<sup>(7)</sup>。

ともあれ、以上のような考察からすると、株主総会は、経営方針の合理化を導くような支配権の変動を可能とする場である一方で、平常時には、経営者による経営者候補者の提示を通じて、自社の経営方針（独自の競争力の源泉がどこにあるのか）を明らかにする場としての意義しか認められないであろう。定時総会における株主からの質問で最も多いのは、経営方針についてであるという事実も、上記のような理解と整合的である。もとより、経営者が自社の経営方針を明らかにするための場は株主総会に限定されないし、大株主である機関投資家に対しては、むしろ株主総会以外の場で経営方針の説明が個別に行われるのが通例であろう。また、機関投資家は、株主総会の場でなくても、もっぱら持株売却の脅しを通じて経営者に圧力をかけることができる。機関投資家が、一定の条件を満たした（あるいは満たさなかった）会社提案について、総

会で反対票を投じるという議決権行使基準を設けていたとしても、経営者との事前の折衝で会社提案の修正を求めることができるのであれば、機関投資家にとって総会には「発言」する場としての重要性はあまり認められないであろう。したがって、株主総会の「主役」はあくまで個人株主であり、そうした株主総会の場合、直接的なモニタリング機能が発揮されるとは考えにくい。個人株主の意見によって、経営方針が変更されることはあまり考えられないし、仮にそのようなことがあればむしろ問題というべきであろう（穴戸 [1996, p. 4]）。

とはいえ、弥永 [2001, p.22] が指摘するように、平均的な投資家（とくに個人投資家）の投資判断は、企業イメージによって左右されることが少なくなく、特に透明性がない「閉ざされた」企業に対しては、投資リスクが高いという評価が与えられる恐れがあるが、そうした企業イメージの形成にあたっては、各企業の株主総会の運営スタイルが大きな影響を及ぼす可能性が大きい。株主総会では、個人株主が経営者に質問をなす機会が確保されているだけでなく、正確で信頼できる回答を求めることができるという制度的な裏付けが与えられているという点で、他の方法による情報提供とは重要な差異が認められるからである。したがって、経営者が、敵対的企業買収の脅威を減じ、または資本市場における円滑な資金調達を続けるために、安定株主（とくに個人投資家）を確保しようとするれば、その前提として、株主総会での説明に耐えられるだけの合理的な経営方針を策定しておくよう求められることになる。そして、こうした経営者の説明が適切に履行されることによって、間接的ながら、会社の長期的利益に適う経営が促進され、株主や従業員をはじめとする多様なステーク・ホルダーの利益の調和的な実現につながりうるものであるとすれば、やはり株主総会にはそれなりの時間がかけられるのが望ましい。

もっとも、これまでのわが国の実務を振り返ってみると、公開会社の開催した株主総会の平均所要時間は30分を下回る状況が長く続いてきており、そうし

た短時間総会で、経営者による経営方針の説明が適切に行われていたとは思えない。その原因としては、株主総会がある特定の日（集中日）に開催されるため、出席可能な株主数が少なかったことや、企業からの利益供与と引き換えに、企業側に有利な議事進行を進める、いわゆる総会屋が存在していたことなどが挙げられる<sup>(8)</sup>。

中でも最大の原因は、企業の株式の多くの部分を、取引銀行等の他の企業が有していたという株式持ち合い構造であると考えられる。相互保有株主が強力な安定株主として存在していたため、安定株主としての個人投資家を維持・確保する必要に乏しかった、という状況が短時間総会をもたらしたと言えるであろう。しかし近年、銀行と事業法人が保有株式を売却する、いわゆる持ち合い解消が進展している。すなわち、1990年代に入り、一部の事業法人による銀行株売却が見られるようになった後、とくに金融危機が発生した97年以降、銀行株売却が活発化するのと並行して、銀行も保有株式の残高圧縮に着手し始め、96年度までは買い越し主体であった銀行が、金融危機に直面した97年度から大幅な売り越しに転じることとなったのである（宮島・黒木 [2002]）。そのため、資本市場における円滑な資金調達を続けるとともに、敵対的企業買収の脅威を減じるために、各会社は持ち合い解消の受け皿となる安定株主を新規に開拓する必要に迫られている。

このような状況のもと、経営者が安定株主としての個人投資家を維持・確保しようとするれば、その限りで株主総会が経営者による経営方針説明の場としての本来的な意義を取り戻す（正常化する）可能性が高まるであろうし、そうした正常化は株主総会の所要時間の増加として現れるであろう。しかし、そうは言っても、株主総会での説明に耐えられるだけの合理的な経営方針を持たない会社や、策定した経営方針に沿った経営を履践していない会社であれば、やはり株主総会が正常化されることはなく、依然として短時間総会を維持せざるを得ないであろう。こうした観点からすると、従前は短時間総会を実施していた

会社において、ある年度の定時総会が正常化（長時間化）したということがあれば、その前提として当該会社では合理的な経営方針が策定され、そうした経営方針に沿った経営が現実に行われ始めた可能性が大きく、このことは従前よりも高い企業業績という形で観察されると考えられる。また、安定株主としての個人投資家を維持・確保しようとする姿勢は株主総会以外の場においても発現するであろうから、株主総会が正常化（長時間化）した会社では、それ以後の自発的な情報開示の量も増加すると予測される。そこで、以下では、こうした仮説を実証的に検証することにしてしよう。

### 三 定時株主総会の正常化に関する実証分析

この節では前節までの議論を踏まえたうえで、公開会社における定時株主総会の意義と機能についての実証分析を行うが、それに先立ち、株主と企業経営の関係を実証的に明らかにしようとする先行研究を概観することにしたい。

#### 1 株主と企業経営の関係を分析した先行研究

米国で近年行われた研究では、株主によるモニタリングが機能しているか否かという問題について、肯定的な結論を導くものが少ないように見受けられる。例えば、Wahal [ 1996 ] は、年金基金によって標的とされた企業を対象にした分析を通じ、それらの企業が標的とされた時点においても、また長期的にも異常収益が獲得できず、会計的利益も増加していないことを報告した。Smith [ 1996 ] は、CalPERS ( The California Public Employees' Retirement System : カルフォルニア州公務員退職年金基金 ) に標的とされた企業について、経営成績が改善されていないにもかかわらず、同基金と協力的関係を築くと表明した企業の株価が上昇したとの結論を得ている。さらに、Prevost and Rao [ 2000 ] による分析結果は、1 度だけ標的とされた企業はその後長期の異常収益を達成していないこと、2 度以上にわたって標的とされた企業は株式市

場から否定的な評価を受けていることを示した。

一方、わが国においては、大村・首藤・増子 [ 2001 ] が、機関投資家による株主行動主義の実態について広範なアンケート調査を行っている。また、西崎・倉澤 [ 2003 ] は、外部の大口株主が当該企業の企業価値に正の影響を与えていること、逆に個人投資家は負の影響を与えているとの分析結果を得て、その原因が個人投資家のフリー・ライダー問題にある可能性を示唆している。

これらの研究は、機関投資家ないしは機関投資家を含む外部の大口株主による経営者の規律付けの有効性に焦点を当てるものであり、その規律付けが発現される場面が株主総会の場に限定されていないため、株主総会の意義と機能を明らかにしようとする本論文とはその目的を異にしている。もっとも、個人株主よりは強い影響力をもつと考えられる機関投資家による行動でさえ、少なくとも米国においては有効なモニタリング手段にならないことが示唆されているし、また、わが国においても個人投資家が経営者に対する規律付けの源泉とはなり得ず、むしろ負の影響を及ぼすことが示されている。そのため、個人株主を「主役」とするわが国の株主総会の場において、直接的なモニタリング機能が発揮されないであろうという点では、前節の議論と整合的であるように思われる。

## 2 実証分析の仮説とモデル

前節までの議論から、公開会社における平常時の定時株主総会は、経営者が経営者候補者の提示を通じて自らの経営方針を説明し、理解を求める場としての意義をもつこと、が導かれた。さらに、前節では、1990年代以降における株式持合いの解消傾向のなか、経営者が安定株主としての個人投資家を維持・確保しようとするれば、その限りで株主総会が本来的な意義を取り戻す（正常化する）可能性が高まるとはいえ、そのためには前提として、株主総会での説明に耐えられるだけの合理的な経営方針を策定し、その経営方針を現実に履践して

おくよう求められると主張した。これを換言すれば、株主総会の正常化は、第一に、安定株主としての個人投資家を維持・確保したいという経営者の姿勢の現れであるとともに、第二に、経営者の側で、合理的な経営方針の策定・履践がおこなわれている可能性が大きいことの現れであるから、株主総会は、これらの二点がともに揃っているかどうかを映し出す「鏡」としての役割をもつということもできるであろう。仮にこうした議論が正しいとすれば、第二点の経済的帰結として、株主総会が正常化した会社の業績は、正常化される以前と比べ、少なくとも平均的には改善しているはずである。また第一点について、安定株主としての個人投資家を維持・確保しようとする姿勢は株主総会以外の場においても発現するであろうから、株主総会が正常化した会社では、それ以後の自発的な情報開示 (voluntary disclosure) の量が増加すると予測される。したがって、本研究における仮説は、対立仮説の形式で表現すると次のようになる<sup>(9)</sup>。

仮説 1 : 株主総会が正常化した企業では、それ以後の業績が改善している。

仮説 2 : 株主総会が正常化した企業では、それ以後の自発的な情報開示の量が増加している。

株主総会の正常化を判断する指標としては、Hilary and Oshika [ 2003 ] 同様、以下の 2 つの条件を満たす「突出した長時間総会」(以下、spike) を用いる。

( 1 ) その企業の平均所要時間より 5 割以上長い

( 2 ) 所要時間が 30 分を超えている<sup>(10)</sup>

また、企業業績の指標としては総資産利益率 (Return on Assets: *ROA*) を用いる。総資産および当期利益は当該定時株主総会に係る決算期末日 (以下、

対象決算期)の値を利用する。spikeの前後でROAが上昇したか否かを分析することで、仮説1の検定を行う。

しかし、(被説明変数である)ROAが(説明変数である)spikeを引き起こす可能性があると考えられる(企業の業績が悪ければ、株主総会が長時間化する可能性がある)ため、通常の回帰分析を用いると、分散不均一性(heteroscedasticity)の問題を引き起こす危険がある。この危険を回避するため、Maddala [1983]にしたがい、2段階の回帰モデルを使用する<sup>(11)</sup>。

第一段階では、対象決算期における株式時価総額の自然対数(LOGCAP)、総資産利益率(ROA)、対象決算期の当期利益が負の場合に1、それ以外は0を取るダミー変数であるLOSS、の3変数を説明変数とするProbit回帰を利用して、spikeの発生確率を推定する。続く第二段階において、ROAのspike前後(1期前と1期後)における変化を被説明変数とし、spikeを説明変数とする回帰分析を行った。この際、コントロール変数として、株式時価総額(LOGCAP)、発行済み株式数(SHR)、総資産(ASSET)の変化、ならびに第一段階において算出されたMill's ratioの逆数であるLAMBDAを用いた。したがって、第二段階において分析対象となる回帰式は以下の(1)式の通りである。

$$\Delta ROA_{it+1} = \alpha + \beta_1 SPIKE_{it} + \beta_2 \Delta LOGCAP_{it+1} + \beta_3 \Delta SHR_{it+1} + \beta_4 \Delta ASSET_{it+1} + \beta_5 LAMBDA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

ここで、 $\beta_1$ が有意に正であれば仮説1は支持される。

仮説2における公開される情報量の測定は、Durnev et al. [2001]に依拠する。すなわち、Durnev et al. [2001]は、ある企業の株価変動と市場全体の株価変動との共分散が低い(高い)ほど、その企業に関する個別の情報が多い

(少ない)としているため、以下の(2)式の決定係数を、自発的に開示される情報の程度の尺度(*SYNCH*)として利用する。

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 TOPIX_t + \beta_2 INDRET_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

ここで、 $R$ は個別企業の株式収益率、 $TOPIX$ は市場ポートフォリオの代理として用いる東証株価指数の収益率、 $INDRET$ はPACAPデータベースに収録されている、当該企業が属する業種の株式収益率である。いずれも、各株主総会開催日までの一年間の日次収益率を利用している。

また、コントロール変数として、仮説1の検定に用いる4つの変数の他、企業利益と株式収益率が与える影響をコントロールするため、対象決算期の総資産利益率( $ROA$ )、純利益が負である場合に1を取るダミー変数( $LOSS$ )、企業の株式収益率( $FIRMRET$ )の変化を利用する。したがって、以下の(3)式を用いて、仮説2を検証する。

$$\begin{aligned} \Delta SYNCH_{it+1} = & \alpha + \beta_1 SPIKE_{it} + \beta_2 \Delta LOGCAP_{it+1} + \beta_3 \Delta ROA_{it+1} + \beta_4 \Delta LOSS_{it+1} \\ & + \beta_5 \Delta FIRMRET_{it} + \beta_6 \Delta SHR_{it+1} + \beta_7 \Delta ASSET_{it+1} \\ & + \beta_8 LAMBDA_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

### 3 データ

本論文で分析対象とする株主総会は、Hilary and Oshika [2003]同様、1991年から2000年までの期間中に、わが国の各証券市場に上場する企業が開催した定時株主総会である。株主総会に関するデータは、「資料版商事法務」より収集した。株価に関するデータ、財務に関するデータはPACAPデータベースを用いているため、同データベースに収録されていない企業・年についてはサンプルから除外された。また、同一企業が2回以上のspikeを経験している場

合、データの重なりによる統計上の問題を防ぐため、その企業についてサンプルから除外している。以上の処理の結果、9,553社・年が最終的な分析対象サンプルとなった。

#### 4 実証分析の結果

表1は仮説1の検定結果である。なお、理解を容易にするため、係数の推定値は100倍されている(表2においても同様)。この結果から、spikeの前年と翌年を比較すると、ROAで測定した収益性が有意に改善されていることが示された。このことから、株主総会の正常化は、経営者によって適切な経営方針が策定・遂行されていることを前提としており、結果として正常化後に収益性が改善するという、仮説1は支持された。

表1 仮説1に関する推定結果

$\Delta ROA_{it+1} = \alpha + \beta_1 SPIKE_{it} + \beta_2 \Delta LOGCAP_{it+1} + \beta_3 \Delta SHR_{it+1} + \beta_4 \Delta ASSET_{it+1} + \beta_5 LAMBDA_{it} + \varepsilon_{it}$		
変数	推定係数	t-統計量
<i>INTERCEPT</i>	- 0.52	- 4.59
<i>SPIKE</i>	19.59	4.54
$\Delta LOGCAP$	1.45	11.72
$\Delta SHR$	0.03	0.48
$\Delta ASSET$	- 0.03	- 5.27
<i>LAMBDA</i>	- 8.02	- 4.62

引き続き、仮説2を検証する。仮説2は、個人株主を主役とする株主総会の正常化が、経営者による個人株主重視の姿勢の現れであると考え、その姿勢が株主総会以外の場面においても、(自発的)情報開示の増加という形となって現れる、というものであった。仮説2に対する分析結果は表2に示されている。これによると、spike後において、その企業の株価が市場全体と異なった

表 2 仮説 2 に関する推定結果

$\Delta SYNCH_{it+1} = \alpha + \beta_1 SPIKE_{it} + \beta_2 \Delta LOGCAP_{it+1} + \beta_3 \Delta ROA_{it+1} + \beta_4 \Delta LOSS_{it+1} + \beta_5 \Delta FIRMRET_{it} + \beta_6 \Delta SHR_{it+1} + \beta_7 \Delta ASSET_{it+1} + \beta_8 LAMBDA_{it} + \varepsilon_{it}$		
変数	推定係数	t-統計量
<i>INTERCEPT</i>	- 1.40	- 5.74
<i>SPIKE</i>	- 57.22	- 6.33
$\Delta LOGCAP$	3.07	9.12
$\Delta ROA$	1.93	0.80
$\Delta LOSS$	- 0.89	- 2.77
$\Delta FIRMRET$	- 4.09	- 16.81
$\Delta SHR$	0.25	2.19
$\Delta ASSET$	5.24	4.55
<i>LAMBDA</i>	22.53	6.19

動きをし、業種を加味した市場モデルによる説明力が低下していることが確認され、仮説 2 は支持された。

以上のように、定時株主総会が正常化（長時間化）した会社では、それ以後の収益性が向上しているという仮説 1，および、それ以後の自発的な情報開示の量が増加しているという仮説 2 は支持された。もっとも、そもそも株主総会の正常化がどのような要因によって生じたのかは問題となるであろう。そのことは、総会の場において、株主（とくに個人株主）の発言を通じた直接的なモニタリング機能が発揮されているのか、それとも、そうした機能は認められないのかという問題にもつながりうる。

前節の理論的考察では、株主総会の正常化は、もっぱら安定株主としての個人投資家を維持・確保しようとする経営者側からの働きかけによるものであり、個人株主を「主役」とする株主総会の場で直接的なモニタリング機能が発揮されるとは考えにくいと主張した。しかし、反面で、定時総会における株主の直接的なモニタリング活動の結果、定時総会が正常化するとともに、業績が

改善し、自発的な情報開示の量も増大したという可能性も完全には否定できない。

この点については今後の課題とするが、ここでは簡単に考察を加えたい。従前の株主総会においては、いわゆるシャンシャン総会を目指す経営者側と、それを助長する総会屋の存在が、株主総会の正常化を妨げていた。これにより、総会に参加する株主が質問を発することができないような環境が作り上げられていたと推測できる。また、仮に質問を発したとしても誠意ある回答を行わないなどの対応があったと考えられる。したがって、経営者が株主総会に取り組む姿勢を変化させたとすれば、正常化した株主総会以降の株主総会においても質問数が多い状態が維持されているであろうし、また質問数と株主総会の所要時間も連関する（重ねての質問も許しているし、回答に対しても相応の時間がかけられている）という現象として現れるだろう。

Hilary and Oshika [2003] では前者について検証し、質問数が多い状態が維持されているとの結果を得た（pp.44-46）。今回、後者について検証した（紙幅の都合で表は割愛する）ところ、所要時間に対して、質問数が有意な正の影響を与えることが確認された。この検証が十分なものではなく、より緻密な分析を必要とすることは疑うべくもないが、株主総会の長時間化と、その後の収益性の改善や情報開示の増加が、経営者による意識変化の表れではないか、という本論文の主張を、わずかながらでも補完するものとする。

## 結びに代えて

本論文では、公開会社における定時株主総会の意義について理論的な検討を加え、平常時には、経営者が、経営者候補者の提示を通じて自らの経営方針を説明し、理解を求める場としての意義を有しているという結論を得た。さらに、1990年代以降における株式持合いの解消傾向のなか、経営者が安定株主としての個人投資家を維持・確保しようとするれば、その限りで株主総会が本来的

な意義を取り戻す（正常化する）可能性が高まるとはいえ、そのためには前提として、株主総会での説明に耐えられるだけの合理的な経営方針を策定し、その経営方針を現実に履践しておくよう求められるとも主張した。これを換言すれば、株主総会の正常化は、第一に、安定株主としての個人投資家を維持・確保したいという経営者の姿勢の現れであるとともに、第二に、経営者の側で、合理的な経営方針の策定・履践がおこなわれている可能性が大きいことの現れであるから、株主総会は、これらの二点がともに揃っているかどうかを映し出す「鏡」としての役割をもつということもできるであろう。そして、仮にこうした理解が正しいとすれば、第二点の経済的帰結として、総会の正常化後における企業業績の改善が観察されるはずである（仮説 1）。また第一点について、安定株主としての個人投資家を維持・確保しようとする姿勢は株主総会以外の場においても発現するであろうから、総会の正常化後では自発的な情報開示（voluntary disclosure）の量が増加するという仮説（仮説 2）をたて、これらを実証的に分析した結果、いずれも支持された。

もっとも、本論文の分析結果からだけでは、定時総会の場における株主の直接的なモニタリング活動の結果、定時総会が正常化するとともに、業績が改善し、自発的な情報開示の量も増大したという可能性が完全に否定されたわけではない。この点について、本論文では単純な実証分析を試みたにすぎず、今後、より詳細な検証を行いたいと考えている。

たとえば、株主総会の構成を、経営者による議題・議案の説明部分と株主からの質疑応答の部分とに区分しるのであれば、前者の所要時間の延びを確認することは、経営者の意識変化を直接的に観察することにつながるであろう。また、経営者の交代は、意識変化の契機の一つになると考えられるので、経営者の交代直後の株主総会において正常化があったとすると、それも本論文の主張を裏付けるように思われる。正常化が起きた企業の経営者に直接インタビューするなどの方法を試みてもよいかもしれない。

公開会社における総会正常化の要因および総会におけるモニタリング機能の発揮の有無については、上記のような改善を加えることで、より緻密な分析結果が得られるであろう。さらに、本論文で理論的に考察した問題、すなわち、株主総会のみを経営者の選任権を付与している現行商法の立場が果たして妥当であるのか、また仮にそうした基本的立場を維持するとしても、敵対的企業買収者に対してどのような制約を課するべきなのかという問題についても、実証的な分析による裏付けが求められる。これらの問題については、稿を改めて論じることにはしたい。

- 注<sup>1</sup>) もっとも、上村 [2002, p.42] が指摘するように、法的に見ると、残余請求権は債権であり、残余請求権者とは最劣後債権者でしかないから、これを「所有」という言葉で語るとしても、せいぜい一種の符丁ないしは比喩的な用法でしかない。また、同様の観点から、尾崎 [2002, p.72] は、普通株式は、元本（払込金）は原則として返戻不能、金利（配当）は計算上配当可能利益があり総会で利益処分案が承認されたかぎりでも支払われるにすぎないが、投下資本の運用責任者（ファンドマネージャー）である取締役の選解任権が付いている等の内容をもつ「金融商品」であり、株主はこうした金融商品である株式の保有者（シェア・ホルダー）にすぎない、という。
- (2) 後述するように、敵対的企業買収にともなう支配権の変動が生じるときには、こうした危険が現実化する。
- (3) 尾崎 [2002, p.75] は、経営者の人選まで含めて人事を経営者の責任とし、選任において重大な過失がない限り免責するという形で選任責任を法定する立法も理論的には考えられる、とする。
- (4) 河村・広田 [2002] によれば、こうした従業員の勤労意欲を通じた規律付けのメカニズムは、経営者と従業員の高い情報共有・意思疎通、チーム生産による個々の従業員の業績評価の困難さ、またとくに製造業における激しい市場競争という要因によって支えられている。これに対し、短期雇用、労働市場が流動的、従業員の個々の業績評価が容易、非競争的な生産物市場、などの特徴をもつ企業・産業では、従業員のやる気を通じた規律付けのメカニズムが有効に機能しないとされる。また、宮島・青木 [2002] は、わが国の企業には、外部からの明示的な介入がなくても、企業パフォーマンスに感応的に経営者の交代が進展するという意味で有効な企業統治メカニズムが作用してきたことを明らかにしている。なお、従業員と会社間の暗黙の契約についての自己拘束的なメカニズム一般については、常木 [2004] 参照。
- (5) たとえば、従来、第三者割当増資の公正性の判断にあたっては、それが買収防衛策として行われた場合であっても、その他の通常の場合における新株発行と同様、会社の資金調達を主要な目的とするものであるかどうかを基準とすべきであるとされてきた（主要目的ルール）。これに対し、徳本 [1999] は、アメリカのデラウェア州判例法の立場を詳細に検討したうえで、買収対抗措置としてなされる第三者割当増資については、対抗措置が合理性であるかどうかを基準に公正性を判断すべきであると主張している。この点、デラウェア州の判例法では、広く買収防衛策の

合理性の審査基準として、防衛策が経営者の自己利益の追求を唯一または主要な目的のために行われたのかどうか、また、防衛策の実現が会社にとって必要かつ相当なものであるかどうか（具体的には、対象会社の経営政策等に対し買収者による株式所有のために損害ないし不利益が及ぶ危険が存在すると信じ、かつ合理的な根拠を有していたかどうか、および防衛策が生じた危険・脅威との関係で合理的であったかどうか）という基準が用いられている。そして、この基準との関連で、取締役は、敵対的企業買収が対象会社に及ぼす影響を分析するよう求められるが、その際には、株主の利益だけでなく、株主以外のステーク・ホルダーの利益に及ぼす影響も考慮することができるとされている。

- (6) 仮に裁判所の適切な判断があまり期待できないとすれば、立証責任の配分の問題が決定的に重要となる。この点、デラウェア州判例法では、経営者の側に立証責任が課されているのに対し、ALI [1994] は、買収防衛策を講じた取締役の責任について、デラウェア州判例法と似たような審査基準を採用しながらも、立証責任を経営者ではなく防衛策を攻撃する側に課している（6.02 条）。ALI [1994] が、会社の目的として、株主利益の増進と「会社の利潤の増進」とを併記したうえで、さらに、会社の利潤および株主の利益が増進されない場合でも、責任ある事業活動にとって適当であると合理的にみなされる倫理上の考慮を加えることなども許されるべきであるとしていること（2.01 条）と併せて見ると、これらが持つ意味はかなり興味深い。もっとも、わが国の解釈論として考えるときには、アメリカとは異なり、クラスアクションやディスカバリーの制度がないこと等も考慮されなければならないであろう。
- (7) アメリカの各州では、様々なタイプの企業買収規制法が制定されているが、わが国の立法論として考えるときには、とくに「事業結合規制法」と呼ばれるものが参考になるであろう。これは、対象会社の一定割合（たとえばニューヨーク州法では 20%）以上の株式を取得した者に対して、その株式取得前に、対象会社の資産の当該株式取得者への売却や対象会社の清算といった事業結合について対象会社の取締役会の承認を得ていないかぎり、一定期間（たとえばニューヨーク州法では 5 年間）事業結合をおこなうことを禁じるものである。こうした規制のもとでは、買収者は、ある程度の長期的な期間、会社の経営にコミットするよう求められる。したがって、買収者は、経営者の入れ替え（ひいては経営方針の変更）にあたって、それが従業員の勤労意欲に及ぼす影響を考慮せざるを得ないから、従業員から株主への不当な富の移転に対して一定の制約がかかることになるであろう。なお、アメリカ各州における企業買収規制法の概要については、吉原 [1990] 参照。
- (8) 総会屋に対する利益供与は昭和 56 年の商法改正において禁止された。しかし、総会屋の発行する機関紙等への広告掲載、有利な取引の斡旋などの形で利益供与は続いている。日経ビジネス [1997] の調査においても、67% の経営者が、利益供与の経験があると回答している。
- (9) 本論文における仮説 1、仮説 2 は、Hilary and Oshika [2003] における分析を再構成したものである。
- (10) 株主総会の正常化を判断するにあたり、所要時間が「30 分」を超えていることを指標の一つとしたのは、分析結果の信頼性を保持しう程度のサンプル数を確保するためである。もっとも、「30 分」という所要時間をもって、総会が正常化したとは判断できないという批判もあるであろう。そこで、これを「45 分」や「60 分」に変えた分析も試みたが、「30 分」とした場合とで、（サンプル数の減少により有意性は低下するものの）実証分析の結果にほとんど差異が生じなかったことを付言しておく。
- (11) 念のため記しておく、この 2 段階の回帰モデルを利用することにより、株主総会の長時間化が業績悪化によって引き起こされ、その翌年に通常の経営業績に回復しただけのサンプルを、株主総会の長時間化（正常化）による影響だと誤認する可能性を軽減することができる。

## 【参考文献】

- 上村連男 [2002]『会社法改革 公開株式会社法の構想』岩波書店。
- 大村敬一・神津春彦 [1998]『受託機関への企業年金運用に関するアンケート調査結果』証券市場実態調査分析研究会『年金アンケート調査最終報告書』, pp. 1-161.
- 大村敬一・首藤恵・増子信 [2001]『機関投資家の役割とコーポレート・ガバナンス』『フィナンシャル・レビュー』, 60号, pp. 5-42.
- 尾崎安央 [2002]『コーポレート・ガバナンスにおける株主の役割と株主総会』酒巻俊雄・志村治美編『現代企業法の理論と課題』信山社, pp.63-77.
- 河村耕平・広田真一 [2002]『株主によるガバナンスは必要か? 日本企業へのインタビューとモデル分析』伊藤秀史編著『日本企業変革期の選択』東洋経済新報社, pp.107-140.
- 川村正幸 [1997]『コーポレート・ガバナンス論と株主総会の役割』『商事法務』1478号, pp. 2-8.
- 酒巻俊雄 [1975]『株主総会制度の理念と現実』『商事法務』718号, pp. 2-6.
- 穴戸善一 [1993]『経営者に対するモニター制度 従業員主権論と株式会社法』伊丹敬之・加護野忠男・伊藤元重編『日本の企業システム 企業とは何か』有斐閣, pp.211-237.
- 穴戸善一 [1996]『コーポレート・ガバナンスにおける株主総会の意義』『商事法務』1444号, pp. 2-6.
- 常木淳 [2004]『不完備契約理論と解雇規制法理』大竹文雄・大内伸哉・山川隆一編『解雇法制を考える [増補版]』勁草書房, pp.33-58.
- 徳本穰 [1999]『敵対的企業買収の法的研究(3) 対抗措置理論による利害調整と解釈論の理論的限界』『法政研究』66巻1号, pp.213-259.
- 西崎健司・倉澤資成 [2003]『株式保有構成と企業価値 コーポレート・ガバナンスに関する一考察』『金融研究』22巻, 別冊第1号, pp.161-199.
- 日経ビジネス [1997]『不祥事で逃げるな』『日経ビジネス』894号, pp.38-45.
- 広田真一 [2003]『株主重視経営は日本に根付くか?』『経済セミナー』577号, pp.18-22.
- 藤田友敬 [1996]『株主の議決権』『法学教室』194号, pp.19-22.
- 宮島英昭・青木英孝 [2002]『日本企業における自律的ガバナンスの可能性 経営者選任の分析』伊藤秀史編著『日本企業変革期の選択』東洋経済新報社, pp.71-106.
- 宮島英昭・黒木文明 [2002]『株式持合い解消の計量分析: 複数均衡とポートフォリオの劣化』『証券アナリストジャーナル』40巻12号, pp.30-46.
- 弥永真生 [2001]『情報化・国際化と株主総会運営の実態』『商事法務』1615号, pp.16-22.
- 山川隆一 [2004]『日本の解雇法制 歴史・比較法・現代的課題』大竹文雄・大内伸哉・山川隆一編『解雇法制を考える [増補版]』勁草書房, pp. 3-32.
- 吉原和志 [1990]『州による企業買収規制の展開と現況(上)(中)(下)』『商事法務』1216号, pp.9-18, 1218号, pp.20-28, 1221号, pp.14-22.
- 吉原和志 [1994]『株主の利益と従業員の利益』『判例タイムズ』839号, pp.160-165.
- AMERICAN LAW INSTITUTE [1994], PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS, AMERICAN LAW INSTITUTE PUBLISHERS.
- Durnev, A. R., Morck, B. Yeung, and P. Zarowin [2001], "Does Greater Firm-specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing?", JOURNAL OF ACCOUNTING RESEARCH, Vol.41, No.5, pp.797-836.
- Feltham, G. A. and J. A. Ohlson [1995], "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities", CONTEMPORARY ACCOUNTING RESEARCH, Vol.11, No.2, pp.689-731.
- Grossman, S. J. and O. D. Hart [1980], "Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation", THE BELL JOURNAL OF ECONOMICS, Vol.11, pp.42-64.

- Hilary, G. and T. Oshika [2003], "Shareholder Activism in Japan: Social pressure, private cost and organized crime", CEI WORKING PAPER SERIES, INSTITUTE OF ECONOMIC RESEARCH, HITOTSUBASHI UNIVERSITY, No.2003-20.
- Maddala, G. S. [1983], LIMITED-DEPENDENT AND QUALITATIVE VARIABLES IN ECONOMETRICS, NEW YORK, CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS.
- Ohlson, J. A. [1995], "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation", CONTEMPORARY ACCOUNTING RESEARCH, Vol.11, No.2, pp.661-687.
- Prevost, A. K. and R. P. Rao [2000], "Of What Value are Shareholder Proposals Sponsored by Public Pension Funds?", JOURNAL OF BUSINESS, Vol.73, No.2, pp.177-204.
- Shleifer, A. and R. Summers [1988], "Breach of Trust in Hostile Takeovers", AUERBACH ed., CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES, CHICAGO: UNIVERSITY OF CHICAGO PRESS.
- Smith, M. P. [1996], "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS", JOURNAL OF FINANCE, Vol.51, Iss.1, pp. 227-252.
- Stein, J. C. [1988], "Takeover Threats and Managerial Myopia", JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, Vol.96, pp.61-80.
- Wahal, S. [1996], "Pension Fund Activism and Firm Performance", JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS, Vol.31, pp.1-23.