

## ランバス留学 研究成果報告

2020年 11月 13日

ランバス留学基金委員会 御中

所属：商学部  
職名：准教授  
氏名：月岡 靖智

以下のとおり、報告いたします。

研究制度	ランバス留学 (滞在国：アメリカ合衆国)
研究課題	取締役のネットワークが企業に与える影響
研究実施場所	カリフォルニア大学バークレー校
研究期間	2018年 9月 1日 ~ 2020年 8月 31日 ( 24ヶ月)

## ◆ 研究成果概要 (2,500字程度)

上記研究課題に即して実施したことを具体的に記述してください。

研究計画は順調に遂行することができ、以下の2件の論文掲載と3件の研究報告を行った。また、新たな研究にも積極的に取り組んだ。

## [掲載論文]

論文1: Tsukioka, Y. (2020). The impact of Japan's stewardship code on shareholder voting. *International Review of Economics & Finance*, 67, 148-162. (査読あり)

論文2: 月岡靖智 (2019). 2017年6月株主総会における個別議決権行使結果からみる議決権行使行動. 関西学院大学商学研究会, 商学論究66(3), 385-399. (査読なし)

## [研究報告]

報告1: 月岡靖智、芹田敏夫、花枝英樹 (2020). パッシブ運用がコーポレート・ガバナンスに及ぼす影響, 日本ファイナンス学会第28回大会; 日本経営財務研究学科第44回全国大会.

報告2: Tsukioka, Y. & Yamasaki T. (2019). The tone of the beige book and the Pre-FOMC announcement drift. *Southern Finance Association 2019 Annual Meeting*.

報告3: Tsukioka, Y. (2018). Does the mandatory adoption of outside directors improve firm performance?, 31st Australasian Finance and Banking Conference; 2018 New Zealand Finance Meeting.

論文1は日本版スチュワードシップ・コードの導入が機関投資家の議決権行使行動を変化させている証拠を発見している。具体的には、スチュワードシップ・コード

を受入れておりかつ投資先企業と貸出関係のない信託銀行と保険会社は、コード発行後において、業績の低い投資先企業の経営トップ選任議案に反対票を投じるようになったことを発見している。また、年金基金および外国人株主が、コード発行前に比べて、コード発行後に業績の低い企業の経営トップ選任、買収防衛策の導入および取締役への退職金支給議案により反対票を投じる傾向にあることを発見している。論文2は2017年6月に行われた株主総会を対象に、大手信託銀行、保険会社および投資信託運用会社、11社の議決権行使結果の個別開示データを用いて、それぞれの特徴を分析している。

報告1は、株価指数連動型のパッシブ型のETFを含む公募投資信託の持ち株比率を測定し、日経平均に採用されているかどうかを操作変数とする操作変数法を用いて内生性の問題を緩和し、パッシブ型ファンドが企業ガバナンスおよび企業価値に与える影響を検証している。検証の結果、パッシブ型ファンドが企業ガバナンスと企業価値にプラスの影響を与えていることを発見している。

報告3は、2014年の会社法改正を外生的要因とし、会社法改正前から自主的に社外取締役を導入していた企業と会社法改正後に社外取締役を導入した企業を比較することで、社外取締役導入が企業ガバナンスおよび企業価値に与える影響を明らかにしている。2014年に改正された会社法は327条の2は、社外取締役を置いていない場合、定時株主総会においてその理由の説明を義務づけている。このことにより、2104年以前は、社外取締役導入企業は上場企業の内、半数程度であったが、現在ではほぼすべての企業が1人以上の社外取締役を導入している。検証の結果、社外取締役導入によって収益性の改善はみられるが、ガバナンス指標の改善は見られず、企業価値の有意な向上が発見できなかった。報告3は、すでに査読付き海外ジャーナルでの査読後のコメントに基づき訂正作業を行っており、今年中に再投稿する予定である。

報告2はFOMC (Federal Open Market Committee) 前に公表される米国中央銀行の経済見通しであるBeige BookがFOMCによる金融政策の方向性に対する投資家の期待に影響を与え、投資家の金融政策に対する期待がFOMC前の特徴的な株価パターンを形成していることを発見している。FOMCは年8回行われ、その2週間前にBeige Bookが公表される。また、FOMC前後には、委員会メンバーおよびスタッフに対して情報の公開を禁じるブラックアウト・ペリオドも存在する。そのため本研究では、Beige Bookをテキストマイニングし、the General Inquirer's Harvard IV-4 psychological dictionary とLoughran and McDonald (2011) の辞書に基づき強気度合を計測している。検証の結果、Beige Bookの強気度合とFFR target rate先物から計測した投資家の政策金利変更に対する期待の間にはプラスの関係を発見している。次にBeige Bookの強気度合とFOMC日の株式リターンの中にマイナスの関係を、Beige Bookの強気度合を操作変数とした期待FFR target rateとFOMC日の株式リターンの中にマイナスの関係を発見している。報告2も、報告後頂いたコメントに基づき修正を行い査読付き海外ジャーナルに投稿中である。

以上

提出期限：留学期間終了後2ヶ月以内

提出先：法人部 秘書課

※大学教員は学長を、短期大学教員、初等部教員及び幼稚園教員は院長を、高中部教員は高中部長を、職員は人事部長を経て提出してください。

◆大学教員の研究成果報告は、大学ホームページにて公開します。研究遂行上大学ホームページでの公開に支障がある場合は法人部秘書課までご連絡ください。