

## 2018年度助成分

## ■研究課題名

## テキスト分析による企業戦略、リスク等の計測とM&Aや資本政策等の企業ファイナンス行動の関係分析

研究代表者：

**井上光太郎** (国立大学法人東京工業大学・教授)

共同研究者：

**中田和秀** (国立大学法人東京工業大学・教授)、**池田直史** (日本大学・准教授)

実施期間：2018年4月1日～2021年3月31日

## 【研究の概要】

本研究では、最新の自然言語処理手法および機械学習手法を用い、有価証券報告書やその他の開示資料に対してテキスト分析を行い、その情報価値を実証的に検証してきた。ファイナンス実証研究を専門とする井上、池田と、機械学習を専門とする中田が協力し、それぞれの研究室に所属する10名の学部学生、大学院生が参加して、ファイナンスとデータサイエンスの両方の知見をベースとした分析を行った。研究期間終了時点で、査読学術誌に論文2本を掲載したほか、国内外の学会で多くの研究発表を行っている。

第1に、有価証券報告書に記載された事業内容、研究開発動向の企業間のコサイン類似度が、将来のM&Aの発生を予測するかを検証した。その成果論文「企業間の類似性とM&A：テキスト分析アプローチ」はInternational Workshop: Digital Innovation in Finance 2018での研究発表を経て、日本金融学会の機関誌である『金融経済研究』に掲載が決定した[1]。分析結果として有価証券報告書に記載された事業内容、研究開発動向の企業間の類似性が将来のM&Aの発生確率に強い正の効果を持つこと、業種の異なる2社間の多角化M&Aにおいて類似性が正の効果を持ち、範囲の経済性への期待がM&Aの背景にあることを示した。

第2の研究プロジェクトとして、有価証券報告書の「事業等のリスク」の記載内容が、その企業の1期先の株式市場におけるリスクプレミアムを予測するかについて検証し、その成果論文は、International Workshop: Digital Innovation in Finance 2018での研究発表を経て、『証券アナリストジャーナル』に査読論文として掲載された[2]。機械学習手法であるWord Embeddingを用いて株式リスクに関する新たな辞書を作成し、有価証券報告書に記載されたリスク情報が翌期の株価に反映される当該企業のリスクに対し説明力を持つことを示した。

第3に、内閣府令による有価証券報告書の記述内容の充実要請による2020年3月期からの有価証券報告者の記載内容の変化が、企業と投資家間の情報非対称性を緩和し、株価形

成に好ましい影響を持つとの仮説を立て、検証を進めている。この研究については、令和3年の秋の学会の報告を計画して分析を進めている。

第4に研究開発に関する記述におけるイノベーションに関する情報量に関して、パテント情報も用いて検証を進めている。この研究は有価証券報告書の文章情報とパテント価値との関係の分析で時間を要しているが、今後1年以内に分析結果を確認し、論文作成することを計画している。

第5に有価証券報告書の「事業等のリスク」から文章ベクトルを生成し、それを特徴量とする新しいファクターモデルを構築する研究を行った。抽出したファクターを評価するために、アセットプライシングモデルの妥当性を評価する GRS 検定を行い、有価証券報告書から抽出したファクターを既存のファクターに追加することで、p-value が改善することを確認した。特徴量生成に BERT を用いた場合は、word2vec や LDA を用いた場合に比べて改善幅が大きく、最新の文脈を考慮する自然言語処理の手法の有用性を確認した。これらの成果は、査読付き国際会議 ICIEA 2021 で発表している [3]。

第6の研究として、有価証券報告書の中から ESG 関連文を抽出する機械学習モデルの構築を行った。具体的には、有価証券報告書の文章に対しアノテーションを行うことで ESG 関連文データセットを作成し BERT のファインチューニングを行い、ESG 情報開示の動向を可視化した。提案モデルは、有価証券報告書から ESG に関する記述を自動的に収集し、分析したいという投資家のニーズに答えるものである。この研究成果については、現在投稿準備中である。

- [1] 小室幸人, 池田直史, 井上光太郎. 企業間の類似性と M&A: テキスト分析アプローチ, 金融経済研究, Forthcoming, 2021.
- [2] 佐藤隆清, 池田直史, 井上光太郎. 有価証券報告書のテキストマイニングによる株式のリスクファクター分析, 証券アナリストジャーナル, Vol. 59, No. 1, pp. 99-111, Jan. 2021.
- [3] Kota Ishizuka, Kazuhide Nakata, Text Mining for Factor Modeling of Japanese Stock Performance, Proceedings of the 2021 IEEE 8th International Conference on Industrial Engineering and Applications, pp. 538-542, Apr. 2021.

## 2017年度助成分

## ■研究課題名

## ETFの実証分析：価格形成、流動性、現物市場に与える影響

研究代表者：

芹田敏夫（青山学院大学・教授）

共同研究者：

花枝英樹（一橋大学・名誉教授）、徳永俊史（武蔵大学・教授）、俊野雅司（成蹊大学・教授）

実施期間：2017年4月1日～2021年3月31日

## 【研究の概要】

研究実績は、学会報告13件、論文7編、その他2編である。その概要と主な結果は以下の通りである。

- ・ETFが現物株式市場に与える影響 学会報告(1),(2),(3),(4),(7),(10),(11),(13), 論文(1),(5),(6), その他(1),(2)

ETFの拡大が投資先株式のボラティリティや株価水準を高めるか、日銀によるETF買入の影響などを検証した。米国同様に、日本のETFの拡大が指数構成銘柄のボラティリティを高めること、株価水準に過大評価をもたらすこと、日銀によるETF買入れも同様の結果を持つことが明らかになった。

- ・ETF市場のマーケットメイク制度導入が流動性に与える影響：学会報告(5), 論文(2)

2018年7月に始まった東証によるマーケットメイク(MM)制度導入後に流動性が向上したかどうかを検証した。全体的に見ると、MM制度導入が流動性及び価格形成の向上に役立っていることが明らかになった。

- ・パッシブ運用がコーポレート・ガバナンスに及ぼす影響：学会報告(6),(8)

パッシブ運用の保有比率が、日本企業のガバナンス(社外取締役比率や議決権行使など)、企業パフォーマンス(将来ROEや株価)に与える影響を検証した。日本でもパッシブ型ファンドが企業のガバナンスとパフォーマンスの改善に一定の役割を果たしていることが明らかになった。

- ・新型コロナショックが与える影響：学会報告(9), 論文(4)

2020年に起こった新型コロナショックが個別企業の株価およびボラティリティに与える影響を分析した。日銀によるETF保有比率が高いほど、株価急落が小さくなり、ボラティリティも日銀によるETF保有比率が大きいほど、株価急落期の銘柄固有ボラティリティが小さいことが示された。

- ・株価指数をめぐる諸問題：学会報告(12), 論文(3),(7)

パッシブ運用拡大をもたらす諸問題について、先行研究のサーベイを行った。また、

TOPIX の構成銘柄の構成比率の集中度の時系列変化を分析した。1977～2019 年末を通じて TOPIX 構成銘柄数の増加と上位銘柄への時価総額集中度の高まりとの関連性が強いことが明らかとなった。

1) 学会報告

- (1) 芹田敏夫・花枝英樹「日経平均 ETF が現物市場に与える影響」  
2017 年 6 月 4 日、日本ファイナンス学会大会
- (2) 芹田敏夫・花枝英樹 "Effects of Nikkei 225 ETFs on stock markets: Impacts of purchases by Bank of Japan"  
World Finance Conference, University of Cagliari(Italy), 2017 年 7 月 28 日
- (3) 芹田敏夫・花枝英樹 "Effects of Nikkei 225 ETFs on stock markets: Impacts of purchases by Bank of Japan."  
30th Australasian Finance & Banking Conference、2017 年 12 月 14 日 (Sydney)
- (4) 芹田敏夫・花枝英樹「ETF が個別株式の株価水準に与える影響」  
日本経営財務研究学会全国大会、2018 年 10 月 6 日
- (5) 芹田敏夫・花枝英樹「日本の ETF 市場の流動性：マーケット・メイカー制度導入の影響」  
日本経営財務研究学会全国大会、2019 年 9 月 13 日
- (6) 芹田敏夫・月岡靖智・花枝英樹「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大会、2020 年 6 月 13 日
- (7) 芹田敏夫・花枝英樹 "Effects of ETFs on Underlying Stock Prices: Evidence from Japan"  
World Finance Conference(Malta, Online) 2020 年 9 月 6 日
- (8) 芹田敏夫・花枝英樹「パッシブ運用がコーポレート・ガバナンスに及ぼす影響」  
日本経営財務研究学会全国大会、2020 年 10 月 4 日
- (9) 芹田敏夫「株主優待と日銀買入れは新型コロナショックによる株価急落を和らげたか？」  
日本ファイナンス学会大会、2021 年 6 月 5 日
- (10) 俊野雅司「株価指数連動型ファンドの普及と価格形成－日経 225 連動型 ETF 普及の影響」  
日本金融学会 2018 年度秋季大会、2018 年 10 月 20 日
- (11) 俊野雅司「日銀による ETF 買入政策のインパクト」  
日本金融学会 2019 年度秋季大会、2019 年 10 月 20 日
- (12) 俊野雅司「TOPIX 構成銘柄の時価総額の偏りに関する分析－東証第一部市場への上場基準を厳格化した場合の効果」  
日本経営財務研究学会第 44 回全国大会、2020 年 10 月 3 日
- (13) 俊野雅司「日銀の ETF 買入政策は国内株式市場の価格形成にどのような影響を与えたか？」  
日本ファイナンス学会第 2 回秋季研究大会、2020 年 12 月 5 日

2) 論文

- (1) 芹田敏夫・花枝英樹「ETF が現物株式市場に与える影響」  
『月刊 資本市場』 No.387 (2017年11月号)、28-37、2017年11月。
- (2) 芹田敏夫・花枝英樹「日本のETF市場の実証分析－マーケットメイク制度導入の影響－」  
『証券アナリストジャーナル』 2020年11月号、80-90、2020年11月
- (3) 芹田敏夫・花枝英樹「株価指数とそれをめぐる諸問題」  
『証券アナリストジャーナル』 2021年4月号、24 - 33、2021年4月
- (4) 芹田敏夫「株主優待と日銀によるETF買入れは新型コロナショックによる株価急落を和らげたか？」  
青山経済論集、Vol.73, No2, 43 - 74.
- (5) 俊野雅司「株価指数連動型ファンドの普及と価格形成」  
ファイナンシャル・プランニング研究 No. 19、26 ~ 41、2020年3月
- (6) 俊野雅司 "How the BOJ Has Affected Domestic Equity Markets by Its ETF Purchasing Program,"  
成蹊大学経済経営論集 第51巻第2号、37 ~ 6、2020年12月
- (7) 俊野雅司「TOPIX 構成銘柄の時価総額の偏りに関する分析」  
成蹊大学経済経営論集 第52巻第1号、53 ~ 7、2021年7月

3) その他

- (1) 俊野雅司「株式パッシブ投資の変調」  
『年金情報』 No. 780、19 ページ、2018年10月15日
- (2) 俊野雅司「株式パッシブ投資の変調－日本の株式市場に内在する問題点」  
『企業年金』 第477号 (第39巻第2号)、16 ~ 19、2020年3月

■研究課題名

## 投資・金融のフロンティアとしての宇宙ビジネスに関する 法制度の研究

研究代表者：

**小塚莊一郎** (学習院大学法学部・教授)

共同研究者：

**青木節子** (慶應義塾大学法務研究科・教授)、**笹岡愛美** (横浜国立大学大学院国際社会科学研究院・准教授)、**増田史子** (岡山大学大学院社会文化科学研究科・教授)

実施期間：2016年4月1日～2021年7月31日

### 【研究の概要】

本研究は、宇宙ビジネスに新興企業や異業種の参入など新たな局面（いわゆる new space）が生じ、それが日本においても注目されるようになった2015年に提案され、2016年度から採択された。初年度の2016年に、日本でも民間宇宙ビジネスのよりどころとなる宇宙2法が成立したため、その内容の分析と英語による紹介から研究活動を開始することになった。その後、日本にも new space のうねりが到来する中で、研究グループはさまざまな分野の宇宙ビジネス関係者を対象としてヒアリングを行うとともに、海外の法制を研究していった。

宇宙開発の関係者は、法律家ではない方々を含めて、宇宙条約をはじめとする国連の宇宙諸条約や、米国・フランスといった伝統的な宇宙活動国の法制度について、ある程度の理解を共有していることが多い。しかし、法律学の一分野として宇宙ビジネス法の研究を進めるためには、文言（訳語）を正確に把握した上で、その解釈や運用を理解していかなければならない。そこで、関係条約や法令、国連決議等の一次資料を、本研究の事務局である慶應義塾大学宇宙法研究センターのウェブサイト上に集積するとともに、参照しやすい形で整理し、出版することとした。これは、青木節子＝小塚莊一郎編『宇宙六法』（信山社）として2019年に刊行された。

この作業と並行して、海外の宇宙ビジネス法制の研究についても、研究成果を逐次公表していくこととした。研究グループが直接執筆するほか、ヒアリングに応じていただいた専門家にそのまま執筆を依頼したり、執筆を依頼した上で執筆者を招いた研究会を実施するといった形式も併用し、結局、『国際商事法務』誌上において、2017年11月（同誌45巻11号）から2020年9月（同誌48巻9号）まで、隔月でリレー連載「世界の宇宙ビジネス法」を掲載することができた。さらに、この内容をアップデートするとともに、連載には収録できなかった国やテーマに関する記述を追加して、小塚莊一郎＝笹岡愛美編著『世界の宇宙ビジネス

ス法』（商事法務）を2021年10月に出版した。New spaceの潮流に乗って、新興宇宙活動国として台頭してきたニュージーランドやルクセンブルク、アラブ首長国連邦といった国の宇宙法についてもそれぞれ1章を割いて記述したことは、本連載・本書の大きな特徴であり、new spaceに着目した本研究の成果であったと自負している。

海外の宇宙ビジネス法を研究するにあたっては、個別の国の国内法を検討するだけではなく、「宇宙資源開発」や「宇宙交通管理」といった横断的なテーマによる分析も重要となる。「世界の宇宙ビジネス法」の連載や書籍においても、そうした横断的な項目を取り上げている。その中でも、本研究において注目したのは、政府や宇宙機関による調達の制度であった。New spaceの潮流は、米国のシリコンバレーに叢生した宇宙ベンチャーや、ハイテク産業から参入した新興宇宙企業によって形成されたと言われるが、それらの宇宙ベンチャーや新興宇宙企業は、NASA（米国航空宇宙局）によるサービス調達の制度を利用することで成長したと言われているからである。この点に関しては、文献資料が少なく、一般的な学術調査の方法では正確な把握が困難であったため、TMI 総合法律事務所に対して調査委託を行い、調査結果の報告を受けた上で、その内容を『世界の宇宙ビジネス法』に収録した。

研究成果の公表に関しては、雑誌論文や書籍によるもののほか、より広く宇宙ビジネスに関心を持つコミュニティに対してリーチすることが重要であると考えて、本研究の事務局である慶應義塾大学宇宙法研究センターが毎年開催する宇宙法シンポジウムにおいて、その年度の研究内容や成果について報告を行った。さらに、海外に対しても成果の公表を行うため、2018年9月にはボン（ドイツ連邦共和国）において、また2020年1月にはシアトル（米国ワシントン州）において、宇宙法に関するセミナーを実施し、日本の宇宙法制について、それぞれの時点における研究内容をふまえて紹介し、議論を行った。

## 資産価格情報による財政政策に関する将来予想指標の構築

研究代表者：

**塩路悦朗**（一橋大学大学院経済学研究科・教授）

共同研究者：

**森田裕史**（法政大学経済学部・准教授）

実施期間：2016年4月1日～2021年3月31日

### 【研究の概要】

**【目的】** 本研究の目的は、①財政政策に対する民間の将来予想に関する情報を資産価格から抽出し、新たな指標を構築すること、②その予想の変化が金融市場やマクロ経済変数にどのように影響するかを分析すること、③そのための新しい分析方法を提案することである。資産価格情報を財政政策の分析に応用するという試み自体、例が少なく、本研究のように日次またはそれ以上に高頻度のデータを活用した財政政策効果の先行研究は欧米にも見られない。金融・証券研究の新たな可能性を切り開く研究と言える。

**【背景】** 本研究の背景は次の3つである。第1に、伝統的な実証分析では実際の財政支出額の変化を基に「財政政策ショック」を識別する。ところが、多くの場合、政策は支出発生よりも以前から民間に予期されている。家計や企業はその時点で行動を修正し始めるはずである。よって伝統的手法では政策効果を正しく捉えることはできない。第2に、現代日本経済は長く続くゼロ金利状態や高齢化の進展など、これまでに各国があまり経験しなかった特徴を有している。このことを考慮した新しい財政政策効果の実証研究の手法が必要とされる。第3の背景は、国債価格の先行きに関する民間予想の重要性である。現在の日本では長期的な財政維持可能性が保証されているとは言い難い。そのような状況下で、例えば財政出動が財政規律への不安感を高めてしまうとすると、それは政策担当者の意図とは異なる影響を経済にもたらしうる。また日本銀行が最大の国債保有者となっている現状では、同銀行の国債市場への関わり方によって同市場における予想形成のあり方も変わり、これが財政政策の効果を変質させる可能性がある。これらの理由から、我々は見えないはずの民間予想を可視化する必要がある。それを可能にするのが、予想を映す「鏡」としての資産価格である。

**【内容】** 上記3つの問題意識に対応して、研究内容も3つに大別できる。

(1) 財政予想を取り込んだ新しい実証分析: 次の3段階からなるアプローチを確立した。まず、過去の新聞報道等を精査し、財政関連の重要なニュースが最初に流れた日付を特定する。次に、その日前後における、財政と関係が深い資産価格の推移を分析し、財政予想がどう変わったかに関する指標を構築する。最後に、この財政予想指標を含めた多変量時系列分析により

政策効果を分析する。分析手法面では、研究期間中に2つの革新があった。第1に、財政予想指標自体を説明変数とするのではなく、「外的操作変数」として活用する手法を確立した。第2に、我々の指標が日次であるのに対し、分析に用いるそれ以外の変数の多くは月次または四半期系列である。そこで、頻度の異なるデータを同時に分析するための計量経済学的手法を取り入れた。

(2) 金利のゼロ制約を考慮した財政政策効果の検証、及び高齢化により政策効果がどう変わるかの検証を行った。

(3) 国債価格予想の分析：最初に分析対象として考えたのは国債先物価格である。しかし、これは市場の先行き予想のいわば平均値に対応するものに過ぎない。本研究の目的のためには、市場参加者の頭をよぎるかすかな不安をも捉える必要がある。投資家の頭にある確率分布の全体像を明らかにするため、国債先物オプションに注目した。ティックデータを用い、理論式に基づき、取引ごとに、約定価格の背後にある市場参加者が感じる不確実性の程度を逆算する。そこから「ボラティリティ・スマイル」を日毎に描き、その形状が重要な政策変更の前後でどう変わったかを分析した。その結果は金融政策レジームの重要性を示すものとなった。

**【成果の公表】** 上記(1)について4本の学術論文を著し、16回の研究会・学会報告を行った。そのうち初期の研究成果は *Japanese Economic Review* に公刊された。これらとは別に、本研究で確立した手法を世界原油市場に応用した論文を、エネルギー経済学におけるトップジャーナルである *Energy Economics* に公刊した。(2)については3本の学術論文を著し、8回の報告を行った。うち1本は財務省の『フィナンシャル・レビュー』に公刊された。(3)については2本の学術論文を著し、フランス銀行・日仏財団主催コンファレンスに招待され英語論文を報告するなど、9回の研究会・学会報告を行った。またこれらとは別に、研究の背景や成果をわかりやすく解説した論文を『フィナンシャル・レビュー』及び *Public Policy Review* に公刊した。

**【社会的貢献】** 本研究は現実の政策課題に取り組んだものであり、成果を政策担当者や広く社会に還元しようとするのは自然なことである。すでに研究期間中にも、得られた知見の多くは、講演や一般向け著作物に活かされてきた。さらに、一橋大学が2022年1月に開催予定の「政策フォーラム」において講演し、コロナ禍の国債先物オプション市場に関する研究成果を披露することになっている。今後もこのような機会を捉え、成果を広く発信していきたい。

■研究課題名

## 資本市場の法と経済学：株式・株主をめぐる法規制の実証分析

研究代表者：

**藤田友敬** (東京大学大学院法学政治学研究科・教授)

共同研究者：

**加藤貴仁** (東京大学大学院法学政治学研究科・教授)、**後藤元** (東京大学大学院法学政治学研究科・教授)、

**柳川範之** (東京大学大学院経済学研究科・教授)、**広瀬純夫** (信州大学経済学部・准教授)、

**齋藤卓爾** (慶應義塾大学大学院経営管理研究科・准教授)

実施期間：2015年4月1日～2021年3月31日

### 【研究の概要】

申請書に記載した、エクイティ・ファイナンス、非公開化、株主のアクティビズムの3つの研究テーマに分けて、研究実績の概要を説明する。

(1) エクイティ・ファイナンスに関しては、既存株主の利益を保護する会社法上の仕組みが、果たして有効に機能しているかを中心とする検討を行った。その結果、①1990年代半ばまでは公募の公表により株価のプラスの影響が見られたこと、②これは発行企業の利害関係者への利益移転のシグナリングの効果と考えられること、③親引けの原則禁止とする業界ルールの導入等の後は、公募の公表が株価にネガティブな影響を与えるようになったことが分かった。これは、(a) 諸外国でも近時注目されている“Cheap-Stock Tunneling”の問題が、わが国でも潜在的には深刻であること、(b) 会社法上の規制では防止できなかったこと、(c) 割り当て方法に関する法律以外のルール等の方が効果的であったことを意味することになる(広瀬純夫「銀行による第三者割当増資の問題について：1990年代後半の金融危機時の事例に関する実証研究」(日本法と経済学会、11月5日、熊本大学)、飯田秀総＝石綿学＝加藤貴仁＝神田秀樹＝後藤元＝田中亘＝角田慎介＝藤田友敬「座談会『公正なM&Aの在り方に関する指針』の意義と影響」ソフトロー研究30号80－88頁。下線は研究分担者)。

(2) 非公開化に関しては、非公開化のもたらす企業価値の向上と非公開化に際して行われる株主への価値の還元が適正になされるかということが問題となるが、主として後者の問題を中心に研究を行った。まず、わが国の近時のキャッシュアウト事例の検討から、直近の市場価格を前提とする限り株主は相当のリターンを得ていることが確認された。しかし、企業価値の向上の有無に関する裁判所の判断能力に対する悲観的な観点から手続的な規制に依拠せざるを得ないことと前提に、企業価値への中心に特別委員会、財務アドバイザー、フェアネスオピニオン、Majority of Minority 条件、マーケットチェックといった手続の意義を批判的に検討した(藤田友敬「公開買付前置型キャッシュアウトと株式の取得価格－最小決

平成 28・7・1」論究ジュリスト 20 号 87 - 95 頁 (2017)、加藤貴仁「MBO と親会社による子会社の非公開化の規制は同一であるべきか？」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け－制度と実証』(有斐閣、2016 年) 193 - 228 頁、藤田友敬編『M&A の新たな展開』(有斐閣、2020 年 5 月)、藤田友敬「『公正な M&A の在り方に関する指針』の意義」、加藤貴仁「公正性担保措置 (1) 特別委員会, マーケット・チェック, MOM 条件」を収録)。

(3) 株主のアクティビズムに関しては、まず、株主アクティビズムが企業の短期主義的傾向を強め企業価値を損ねるという議論を検討した結果、わが国においてヘッジファンドは、フリーキャッシュフローによるエージェンシー問題が深刻と思われる企業に介入する傾向が強く、また介入の対象となった企業は、その後トービンの Q で計測した業績が有意に改善する傾向を見出せることが分かった (成果として、田中亘＝後藤元「日本におけるアクティビズムの長期的影響」第 2 期 JSDA キャピタルマーケットフォーラム研究論文 (2019)、加藤貴仁「株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗」日本取引所金融商品取引法研究 7 号 108 頁 (2017)。下線は研究分担者)。次にアクティビズムと関連する問題として、議決権行使助言会社の役割・影響、さらにアクティビスト株主以外の機関投資家の行動様式、さらにスチュワードシップ・コードが機関投資家に与える影響についての検討を進めた (成果として、加藤貴仁「スチュワードシップ・コードの理論的考察－機関投資家のインセンティブ構造の観点から」ジュリスト 1515 号 (2018 年 1 月) 16-21、Gen Goto, The Logic and Limits of Stewardship Codes: The Case of Japan, Berkeley Business Law Journal, Vol.15, No.2 (2019))。もっとも、研究実施期間終了後に、アクティビスト・ファンドによる調査者の選任議案が可決され、続く役員後退に結びつく東芝事件が起きる等、わが国において株主のアクティビズムのあり方は現在なお大きく変化しつつあるようにも思われ、本研究の成果は、引き続き再検討を行う必要があると思われる。