

(続紙 1)

| | | | |
|---|---|----|-------|
| 京都大学 | 博士 (経営科学) | 氏名 | 古川 善之 |
| 論文題目 | スチュワードシップ・コード導入後に機関投資家によるエンゲージメントがもたらした影響に関する実証分析 | | |
| (論文内容の要旨) | | | |
| <p>日本再興戦略に基づき2014年に導入されたスチュワードシップ・コードは、その後に導入された日本版コーポレートガバナンス・コード (2015年導入) とともに、中長期的な企業価値の向上を目的としたものである。スチュワードシップ・コードの導入以降、機関投資家は投資先企業の価値向上による投資パフォーマンスの改善を目的として、投資先企業とのエンゲージメント (建設的対話) や議決権行使を行うようになった。近年では、複数の機関投資家による集団的なエンゲージメントも行われている。本論文は、スチュワードシップ・コードを受け入れた機関投資家によるエンゲージメント活動に焦点をあて、日本企業の経営に与えた影響を分析した研究をまとめたものである。以下、論文の内容について要約する。</p> <p>第1章では、学術論文を中心とした先行研究や各機関投資家が作成しているエンゲージメント活動の報告書、生命保険協会が実施したアンケート調査などを用いて、機関投資家のスチュワードシップ活動が体系的かつ詳細に説明されている。</p> <p>第2章では、スチュワードシップ・コードを受け入れた機関投資家の保有比率を用いて、日本企業のエンゲージメントの程度を指標化し (エンゲージメント指標)、コード導入後に機関投資家が投資比率を増やした企業ポートフォリオの特徴を定量的に分析している。その結果、コード導入後の機関投資家は、企業規模が小さく、自己資本比率が高く、株価指標が低いという意味で割安であると考えられる銘柄への投資比率を増加したことが明らかになった。このような特徴をもつ企業は、財務や経営の改善余地が大きい。コードの導入後、機関投資家はエンゲージメントによる価値向上が見込める企業に投資し、実際の行動を通じて投資パフォーマンスを高めることを意図したと考えられる。機関投資家によるエンゲージメント活動が、企業の経営体制や財務指標の改善に結びついたか否かを検証するため、エンゲージメント指標が高い企業ポートフォリオと低いポートフォリオの比較を行ったところ、ROEの改善や社外取締役比率の変化について、両者の間に有意な差は観察されなかった。しかしながら、企業の情報開示姿勢に関する変数を追加すると、情報開示に消極的でエンゲージメント指標の高い企業ポートフォリオは、ROEや社外取締役の比率が有意に改善されていることが確認された。情報開示に消極的で経営改善の余地がある企業にとって、エンゲージメントは一定の効果をあげたといえる。</p> <p>第3章では、議決権行使に関する実証分析が行われ、取締役選任議案の賛成率がエンゲージメント指標と正の関係をもつことなどが示されている。コードを受け入れた機関投資家以外の株主が、企業と機関投資家のエンゲージメントを評価し、取締役の選任に同意したのであろう。この章では、議決権行使助言会社の反対推奨形式的基準に該当する議案において、機関投資家が賛成票を投じている企業のROEや社外取締役比率が改善していることも報告されている。議決権行使助言会社の形式的な基準に対して、機関投資家は画一的な対応をせず、エンゲージメントを通じた企業の実質的な経営善効果への期待を表明していると解釈できる。</p> | | | |

第4章では、第2章と第3章で得られた検証結果をもとに、複数の上場企業の財務・IR担当役員にインタビューを行った。程度の差はあるが、スチュワードシップ・コードの導入以降、機関投資家との対話の機会が増えており、対話は有益であることが確認された。

第5章では、本論文における発見事項の要約と意義に加え、実践的なインプリケーションと今後の研究展望が述べられている。

(続紙 2)

(論文審査の結果の要旨)

本論文は、2014年に導入された日本のスチュワードシップ・コードの特徴であるエンゲージメントが、企業経営や財務指標に与える影響に関する研究をまとめたものである。本論文の第2章と第3章は、著者が学会報告(査読付プロシーディングス)をした研究を発展させたものである。以下、本論文の意義について述べる。

第一に、導入からの期間が短いこともあり、スチュワードシップ・コードとエンゲージメントが日本企業に与える影響に関する実証研究はほとんど行われておらず、本論文はこの領域の嚆矢になることが期待される。建設的対話と訳されるエンゲージメントは、機関投資家が投資先企業と企業価値の向上を目的として行う協働活動である。エンゲージメントの効果を定量的に測定するためには、実際のエンゲージメント活動を数値化する必要がある。論文では、スチュワードシップ・コードを受け入れた機関投資家の株式保有比率をエンゲージメントの指標としている。公表データから算出可能なエンゲージメント指標を作成して様々な分析を行ったことは、本研究の貢献であると評価できる。

第二に、エンゲージメントの効果を定量的に示したことである。エンゲージメント指標と財務指標や経営指標を用いた検証の結果、情報開示に消極的な企業に対するエンゲージメントは、コーポレートガバナンスや経営効率の指標の改善をもたらすことが示されている。また、機関投資家は、エンゲージメントによって経営改善効果が期待できる属性(小規模、割安、保守的な資本構成)を有する企業の株式保有比率を高めていることも確認されている。コードが導入された後、機関投資家はエンゲージメントの効果が期待される企業への投資を増やし、実際の活動によって期待された成果を得た可能性がある。

第三に、議決権行使とエンゲージメントの関係について、興味深い結果を示したことがあげられる。例えば、取締役選任議案の賛成率は、エンゲージメント指標と正の関係にある。株主は、エンゲージメント活動やその将来性を評価し、取締役の選任に賛成したと理解できる。議決権行使助言会社の反対推奨形式的基準に該当するにもかかわらず機関投資家が賛成をしているサンプルの分析では、サンプル企業の平均的なROEが改善していることが明らかになった。機関投資家は、一時的な形式基準ではなく、エンゲージメントを通じた将来の経営に対する期待を表明していると解釈できる。

本論文の著者は、機関投資家である生命保険会社に勤務し、スチュワードシップやエンゲージメントの活動に関与している。そのため、スチュワードシップ活動について述べた第1章は、コード導入の背景、制度、内容、諸外国における評価、日本における現状等について、関連データや文献を適切に用いた詳細でクリアな解説になっている。今後このテーマの研究を行う者にとって、非常に有益なものであり、この点も評価できる。事業会社とのコネクションを生かし、定量分析で得られたエンゲージメント活動の効果について、インタビュー調査を行っていることも評価できる。インタビュー調査の結果は、定量分析の結果をサポートするものであった。

このように、日本におけるスチュワードシップ・コードの導入とエンゲージメント活動にいち早く注目し、その影響や効果を定量的・定性的に分析したことが本論文の貢献である。しかしながら、本論文にも問題がないわけではない。

例えば、本論文で使用しているエンゲージメント指標は、コードを受け入れた機関投資家が均質的なエンゲージメントを行うことを前提にしている。機関投資家の経営資源や投資先企業の状況によってエンゲージメント活動が異なる場合、この指標は実態と合わない可能性がある。また、検証期間はコード導入後の2年間であり、エンゲージメント活動の影響を検証するには短すぎるのではないかという疑問が残る。実証研究の頑健性のチェックも十分とはいえない。インタビュー調査については、対象企業が特定業種に偏っているため、バイアスが存在する懸念がある。

ただし、これらの諸問題は、著者が今後の研究において取り組むべき課題であり、博士論文としての評価を著しく低下させるものではない。よって、本論文は博士（経営科学）の学位論文として価値あるものと認める。また、令和2年1月26日、3名の審査委員が論文内容とそれに関連した事項について試問を行った結果、本論文を合格と認めた。