

博士学位論文の要約

論文名

『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』

本論文は、スチュワードシップ・コードが導入されて以降、コードを受け入れた機関投資家が、建設的な対話、議決権行使を通じて、企業に与えた影響について、文献研究と公開データを用いた実証分析、企業経営者へのインタビューにより、明らかにすることを目的としている。

第1章では、学術論文を中心とした先行研究、各機関投資家が作成しているスチュワードシップ活動報告書、生命保険協会実施のアンケート調査などをもとに、機関投資家のエンゲージメント活動を建設的対話と議決権行使に分類し、その各々について整理を行っている。

尚、本研究を進めるにあたり、スチュワードシップ・コードを受け入れた機関投資家（以下、機関投資家）の企業への対話圧力を表す変数を導入しているのが本研究の特徴である。具体的には大株主のうち、機関投資家が保有する持ち株比率を合計し、エンゲージメント強度という変数を作成している。

第2章では、建設的対話に関する実証分析を行っている。スチュワードシップ・コード導入後、機関投資家が保有比率を増やした先と減らした先の比較を行うことで、保有を増やした企業の財務的特徴（規模が相対的に小さい、割安、自己資本比率が高い）を明らかにし、アクティビストの保有銘柄の特徴との類似性を示している。また、当該特徴を有する企業について、エンゲージメント強度が強い先と弱い先の2群の仮想ポートフォリオを作成し、ROEの増分に如何なる変化が起きるかを見たが、統計的に有意な結果は得られなかった。しかし、前述の特徴に加え、情報開示姿勢に関する変数を組み合わせたところ、情報開示に後ろ向きな企業については、エンゲージメント強度が大きい群が、有意に高い増分であることを発見した。

規模小かつ定期的IR説明会開催無

		データ数	△ROE (18/3-16/3)	標準偏差
エンゲージメント強度	強	92	1.476	3.812
	弱	185	0.313	5.011

Welchの検定 p値=0.0329<0.05

第3章では、議決権行使に関する実証分析を行っている。取締役選任議案の賛成率を被説明変数とし、回帰分析を行ったところ、有意水準1%で賛成率に正の効果をもたらす変数は、エンゲージメント強度、ROE、社外取締役比率、集中日を回避した株主総会設定、負の効果をもたらすのは議決権行使助言会社反対推奨フラッグ、外国人持株比率、年齢、在任年数と報告している。議決権行使助言会社反対推奨が大きく賛成率を落とすのは海外の既存研究（Cai et al.(2008)）と整合性がある結果である。

変数	推定値	標準誤差	t値	p値
切片	0.93416	0.005	203.60	<.0001*
議決権行使助言会社反対推奨フラッグ [0:賛成]	0.04554	0.001	39.69	<.0001*
エンゲージメント強度	0.00046	0.000	3.86	0.0001*
外国人持株比率	-0.00038	0.000	-8.51	<.0001*
ROE	0.00047	0.000	8.68	<.0001*
社外取締役比率	0.00029	0.000	6.42	<.0001*
株主総会招集通知の早期発送[0:未対応]	0.00058	0.001	0.90	0.368
集中日を回避した株主総会の設定[0:集中日に開催]	-0.00255	0.001	-5.07	<.0001*
個人投資家向けに定期的説明会を開催[0:未実施]	-0.00051	0.001	-0.95	0.3437
アナリスト・機関投資家向けに定期的説明会を開催[0:未実施]	-0.00066	0.001	-0.84	0.4036
年齢	-0.00046	0.000	-6.46	<.0001*
在任年数	-0.00046	0.000	-6.76	<.0001*
監査等委員会設置会社[0:該当しない]	0.00139	0.001	2.02	0.0436*
保有比率	0.00030	0.003	0.11	0.9132

次に、形式的に議決権行使助言会社の基準に該当しても、機関投資家が賛成票を投じているケースに着目した。意外にも、この様なケースでは反対票を投じるよりも、ROE や社外取締役比率が改善していた。機関投資家が画一的な対応をせず、中長期の方向性につきコミットをとることで賛成票を投じている可能性がある。尚、機関投資家の利益相反も疑われる為、機関投資家自身が株主か否か、機関投資家 OB の役員就任の有無にて、議案賛成率に違いがあるか否かを検定したが、際立った利益相反は確認できなかった。円谷(2018)などの結果と違いはない。

最後に、議決権行使データを利用し、親子上場問題につき、実証分析を行った。結果、親会社・支配会社を有する会社（以下、上場子会社）について、上記回帰分析を実施すると、ROE や社外取締役比率が有意な変数ではなくなった。また、上場子会社とその他企業群（以下、一般企業）につき、業績の良否で賛成率に有意な差が存在するか否か見たところ、一般企業では有意水準1%で業績の良い先が悪い先よりも有意に賛成率が高かったが、上場子会社の場合は有意水準10%であった。2つの結果を考え合わせると、上場子会社には株式市場の規律が相対的に働きにくくなっていることが確認された。機関投資家が上場子会社に前向き投資するには、上場子会社は、あしもと一般企業に比して劣後しているガバナンス、株主還元、CSR活動への取り組みを積極化する努力が必要と結論づけている。

第4章では2章と3章で得られた結果を上場企業9社の財務・IR担当役員・部長にインタビューを実施して確認している。コード導入後、対話の量が増え、企業側には情報開示の質の両面で負担が増している。近年増加傾向にある統合報告書の作成なども該当する。既存研究では、自発的な情報開示は株主資本コストを下げると言われているので、企業側は積極的な情報収集を行うなど努力を続けている。機関投資家にも、様々な企業との対話を通じて把握したベストプラクティスの共有化などを通じた貢献が求められる。

また、エンゲージメントというとアクティビストが想起される。昨今、機関投資家の株主総会での議案に対する反対も増えている。コードを後ろ盾に、発言量は増えており、アクティビストに近づいているという見方もあるかもしれないが、インタビューを通して、時間軸、ステークホルダーの捉え方という意味で違いは従来と同じく明確にあることが改めて確認された。

最後に、第5章では、本研究における発見事項の要約と貢献、本研究の限界、今後の研究についての展望につき述べている。