

株主提案はエージェンシー問題を緩和するのか？ 我が国の企業投資における機関投資家の役割

名古屋大学大学院 浅井義裕

< 報告要旨 >

(秋季大会プログラムのものを掲載してください。宜しくお願いいたします。)

< 討論者からのコメント >

高千穂大学 大野早苗

本研究は、イベントスタディを用いて株主提案の株価への影響を分析し、株主によるガバナンス機能を検証したものであり、特に機関投資家の役割に着目している。銀行によるガバナンス機能の低下が懸念される一方で、機関投資家によるコーポレート・ガバナンスに対する関心が高まっている背景がありながらも、機関投資家のコーポレート・ガバナンスに関する研究は数少ない。また、株主提案に関する先行研究も、事例件数が豊富な米国のケースがほとんどで、日本における株主提案に至っては、先行研究はほとんど見られない。したがって、本研究は日本の株主提案に関する貴重な研究と言える。

本研究では、機関投資家による株主提案のほうが個人株主による株主提案よりも株価を上昇させる傾向がみられるとの実証結果から、機関投資家の株主提案がエージェンシー問題を緩和させることが期待できると示唆している。

しかし、以下の諸点については何らかの改善が必要と思われる。

実証手法について

本研究は以下のようなイベントスタディを行っている。まず、株価決定式としてマーケット・モデルを前提とし、イベント日（株主提案が行われた日）における累積超過収益率（CAR）を推計する。このCARに関してt検定を行い、株主提案が株価を上昇させる結果が得られれば、株主提案がエージェンシー問題を緩和するものと株式市場が判断したと解釈している。こうした結論に至るためには、まず、a) 株価はマーケット・モデルによって説明できる、b) イベント日において株主提案以外の固有ショックの影響を無視することができる、という前提が必要である。この点に関して次のようなことを質問したい。

- 1) 流動性の問題：共通ショックがすべてマーケット・ポートフォリオに反映され、誤差項から共通ショックの影響がすべて除去されていたとしても、誤差項に流動性の影響が残されているかもしれない。分析対象銘柄はすべて東証一部上場銘柄であるとしても、

流動性の多寡の影響を分類分けをするなどで考慮しておいたほうがよいのではないか。

2) 祝祭日の問題：金曜日の取引所が閉まった後にイベントが発生していたケースはあるだろうか。もしあるとすれば、株主提案の影響は土日を挟んで翌週月曜日の株価に反映されることになり、土日に公表されるニュースが株主提案と株価との関係を希薄化させていることはないだろうか。

3) イベント期間の選択：表4と表5には、それぞれ株主総会招集案内の送付と株主総会をイベントとした場合の個人投資家の株主提案に関する分析結果が示されているが、表4のほうがCARが有意であるケースが多い。これは、株主総会招集案内の送付に関するイベント期間を10日としたことによるのではないだろうか。この間のCARに株主提案関連以外の固有ショックの影響が含まれてしまっている可能性があるならば、1日毎のARや10日間以下の短期間で測ったCARについても検証してみるかどうか。

4) 共通ショックの除去：誤差項から共通ショックの影響を除去するために説明変数として為替レートや金利などを追加してみる、もしくはマーケット・ポートフォリオとしてTOPIXの他にMSCIなど他の株価指数を用いるなどして結果の頑健性を確認してはどうか。

5) イベント日における他の情報の確認：イベント日がわかっているので、当該日における分析対象銘柄に関する株主提案以外のニュースの有無について確認しておいたほうがよいのではないか。

6) 株主提案の内容について：東京スタイルのケースでは、M&Aコンサルティングが不動産投資など本業以外の投資に対して巨額の資金を使っている点を指摘し、余剰資金を株主に還元すべきだとして一株当たり500円配当を提案した。こうしたインパクトの強い株主提案とインパクトの弱い株主提案の違いが実証結果の差(CARの有意性、CARの符号条件など)として現れているのだろうか。株主提案の内容では説明できない実証結果が得られているとすれば、CARの変動として流動性など他の要因の影響が反映されている可能性が考えられるのではないか。

実証結果の解釈について

CARが有意で正の値を示せば、株主提案の情報が伝わった時点において、株主提案を企業価値の向上に貢献するものとして株式市場が捉えたとは言える。しかし、イベント直後に株価が上昇しても、その後、株価が反落した場合にはどのように解釈できるだろうか。イベントスタディによる株主提案の短期的な効果を考察することだけでガバナンス機能を検証することは、やはり限定的な示唆しか得られないのではないだろうか。

株主オンブズマンによるソニーへの株主提案の例を取り上げると、株主オンブズマンは2002年に株主提案として役員の報酬と退職慰労金の個別開示を要求し、その年是否決されたものの、2003年の株主総会では会長の退職慰労金の支払額が開示された。株主オンブズマンによる株主提案がソニーに対する規律付けに貢献したと解釈するにしても、その効果

は1年後に実現している。

株主提案による長期的な効果を分析するには他の影響のコントロールが困難であるという問題がともなうものの、やはり長期的な効果を見る必要があるのではないだろうか。

機関投資家によるガバナンスと銀行によるガバナンスの比較

本研究では個人投資家と機関投資家の比較が行われているが、冒頭で述べられていたように、銀行のガバナンス機能の低下により機関投資家によるガバナンス機能が期待されている状況を勘案すると、機関投資家と銀行のガバナンス機能に関する比較考察も今後の方向性として検討して頂ければと思う。ガバナンス機能における機関投資家の優位性が確認できれば、様々な政策的インプリケーションが提唱できるであろう。

< 討論者からのコメントに対するリプライ >

本稿の分析とする対象企業は、東証一部上場企業であるので、流動性の問題に関して、特別な分析手法を必要としないものと考えられます。しかし、そうした企業の間でも流動性の違いが存在し、そうした違いが分析結果に大きな影響をもたらしていないかどうか考慮する必要があると思われます。同様に、2)~6)についても、結果の頑健性をより高めるために、対応を行います。

株主提案の長期的な効果を計測することは、非常に重要であると考えています。しかしながら、1年後に株主提案の効果だけを取り出して、計測することは、現時点では技術的にも非常に難しいと判断しています。東京スタイルの株価の推移を見る限り、株主提案で大きく株価が大きく上昇し、その後、しばらくその水準が続いています。また、欧米の先行研究でも同様に、短期的な観点から株主提案の評価を行うことが一般的であるので、本稿でも、こうした手法を採用しています。

広くわが国の金融システムの観点から、銀行と機関投資家のガバナンス機能の比較をするために、今後はメインバンクとの結びつきの強さを考慮して、株主提案の反応を分析する必要があると考えています。

< フロアからの質問とそれに対する回答 >

質問者：渡邊智彦（慶應大学）

質問：

- (1) エージェンシー問題等の仮説を検証するためには、やはり AR についてのクロスセクション分析が必要なのでは？

- (2) イベントとして、株主総会召集や株主総会、わが国においては、6月に集中。各イベントが独立という仮定のもとでt検定しているのであれば、問題があるはず。
- (3) 株価上昇というファクト・ファインディングの解釈
メリット 機関投資家による規律付け
デメリット 他の投資家のフリーライドが発生するのでは？
この場合、株価上昇という観察事実の解釈にはより議論が必要で、今後、理論的、実証的に、明らかにして欲しいと思います。

回答：

- (1) 別の場所でも、同様のコメントを頂きました。従来行っていた手法は、個々に分析を行っている点で、米国の先行研究とも異なっており、問題があるものだと考えています。株主提案の効果を、より正確に検証するために、早速クロスセクション分析を行います。
- (2) 各イベントの独立性は、新聞記事の検索を詳細に行うことによって確認していますので、大きな問題はないと考えていますが、今後、独立性の問題が懸念される場合の分析手法については、勉強を進めていきたいと思っています。
- (3) ご指摘のように、理論的・実証的に観察事実を議論したいと思っています。当面は、株価上昇の要因が何なのか(機関投資家の所有比率、銀行との結びつきの強さ)を中心に、イベントスタディだけではなく、その他の実証的な手法も用いることで、分析を進めることを考えています。