

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		
<p>（論文内容の要旨）</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>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）を明らかにした。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そうでない先の2群の仮想ポートフォリオを作成し、ROEと社外取締役比率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ると、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。</p> <p>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にして回帰分析を行ったところ、有意水準1%で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であり、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、在任年数であった。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と整合性がある結果である。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。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。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、ガバナンスの改善、株主還元の充実、CSR活動を積極的に実施するなどの努力が必要と報告している。</p> <p>第4章では2章と3章で得られた結果を9社の財務・IR担当役員にインタビューを実施して確認している。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、実務的なインプリケーションが述べられている。</p>			