

2010 年度 7 月 統計研究会金融班・設研共同研究会

講師：日本政策投資銀行財務部 品田直樹参事役

演題：Stock Ownership and Corporate Performance in Japan

日時：2010 年 7 月 16 日（金） 17:30～19:30

要旨

機関投資家による株式保有を通じた規律付けが、企業の業績や成長に貢献しているのか、という問いが多く、研究者や実務家によって議論されている。一方、近年の日本の株式市場における目立った変化として、外国人投資家の株式保有比率の上昇と、内外の機関投資家による議決権行使の重要性に対する認識の高まりが挙げられる。本論は、外国人持株比率の高まりや、議決権行使に対する株主の積極性が、企業パフォーマンスへ与える影響を実証的に分析する。

同分野の既存研究に対する本論の貢献としては、以下の 2 点が挙げられる。第 1 は、2000 年代半ば以降のデータを用いている点である。この時期は、日本の株式市場において外国人持株比率が急増した時期であり、その影響を調べるためにふさわしいと考えられる。第 2 は、外国人持株比率という「量的な関与」に加えて、議決権行使への積極性という「質的な関与」にも注目して分析している点である。本論では、米証券取引委員会（SEC）に提出されている米国機関投資家の議決権行使の情報を利用した指標化を試みている。具体的には、議決権合計に占める賛成票または反対票の割合を、議決権行使への積極性の指標とする。

推計対象は、国内上場企業の 1986～2007 年度までのパネルデータである。企業パフォーマンスの指標として売上高経常利益率、TFP 成長率、限界 q および平均 q の 4 指標を用い、これらに対して外国人持株比率や議決権行使への積極性が及ぼす影響を OLS 推計し、次のような結果を得た。

第 1 に、外国人持株比率の上昇は、企業パフォーマンスに対して、基本的には有意に正の影響を持つ。これは、既存研究で得られている結果と整合的である。ただし、2000 年代半ばのデータに基づく分析では、売上高経常利益率や限界 q へ有意な正の影響は見られなかった。この結果は、近年、外国人持株比率の上昇による企業パフォーマンスへの正の効果弱まっている可能性を示唆する。

第 2 に、議決権行使に対する株主の積極性は、TFP 成長率に対して有意に正の影響を持つ。この結果は、従来から注目されていた「量的な関与」に加えて、「質的な関与」の重要性を示唆している。また、どのような議案に対して積極的な議決権行使が行われているのかを見ると、自己株取得・役員報酬関連の提案・取締役選任などへの議決権行使が比較的多いことが分かるが、買収防衛策や新株予約権発行など株主と直接利害が対立する提案への反対票も多いことには留意する必要がある。しかしながら、棄権票も一定数存在している。

議決権行使を妨げる要因としては、海外投資家が議決権行使を行う際の手順の煩雑さや、議案内容の精査に利用できる時間の短さ、社内規定等が挙げられる。議決権行使に対する株主の積極性が TFP 成長率へ有意に正の効果を持つという本論の分析結果は、制度整備や情報公開などを進めて、経営に対する株主の積極的な働きかけを容易にする環境を整える意義を示唆している。

以 上