

# わが国の企業統治における機関投資家の役割

—新たなコーポレートガバナンスの構築は可能なのか—\*

浅井 義裕

Japan experienced a prolonged banking crisis in the 1990s. In the period after financial deregulation, it is widely recognized that the Main Bank's influence on their customers weakened and firms lost fear of the disciplinary stick wielded by the Main Bank. This led to overinvestment on part of firms and consequently the event of 'burst bubble' in early 1990s. Alternative corporate governance system such as provided by institutional investors and the associated discipline is desperately needed.

In this paper, I attempt to examine the effect of alternative or complementary corporate governance systems in Japan. Using an event study framework, this study examines the impact of shareholder proposals. This study finds that large institutional investor's shareholder proposals have significant positive impacts, although small investor's shareholder proposals have no significance. These opposite results suggest that institutional investors have incentives and skills to discipline corporate managers at their cost, while small investors do not have them because their stakes are relatively smaller. This empirical result is consistent with Shleifer and Vishny (1986)'s model's implication and institutional investors are expected to actively perform their roles in Japanese corporate governance in future.

## I. はじめに

わが国の経済・金融システムは、「失われた10年」を超えて長期的に低迷している。こうした停滞の原因は、様々な角度から指摘されているものの、特に、銀行に多額の不良債権をもたらした銀行自身のモニタリング能力の低下が重要な問題であると指摘されることが多い。必然的に、関心は銀行の低迷・破綻と再生に集まり、近年この分野では数多くの研究が行われている。例えば Brewer, Gray, Hunter and Kaufman (2003), Yamori and Murakami (1999) は、わが国の銀行の破綻が融資を受けている企業に与えた影響を明らか

にしている。また Kang and Stulz (2000), Horiuchi and Shimizu (1998), Gibson (1995, 1997) は、銀行経営の低迷が、融資を受けている企業に与える影響を明らかにしている。そして、Yamori and Kobayashi (2004), Spiegel and Yamori (2003 a) は、銀行の再生が、どのように評価されていたのかを分析している。つまり、銀行を中心とした金融システムの研究は、数多く行われており、銀行の低迷と破綻が、わが国の企業活動にどのような影響を及ぼしてきたのか、そして、わが国の銀行の再生へのプロセスがどのように評価されてきたのかについては次第に明らかになりつつある。

---

\*この論文は、名古屋大学大学院経済学研究科博士後期課程の修了に際して、研究成果の一部をまとめたものである。(編集委員会)

しかしながら、わが国の金融システム、とくにコーポレートガバナンスにおいて、銀行以外の金融機関がどのような役割を果たすことができるのかについては、十分な研究の蓄積が行われているとは言えない。Edward (1996) は、金融の自由化を進めた米国では、銀行の役割が大幅に低下していることを指摘しているが、「日本版金融ビックバン」の方向性を考えれば、わが国の経済においても同様に、銀行の役割は長期的には低下していくものと考えられる。そこで、わが国の経済・金融システム再生とその持続のためには、銀行以外の経済主体によっても、モニタリングとガバナンスが行われる必要があるだろう。現在、そうした新たなコーポレートガバナンスの担い手として、機関投資家に注目が集まっている<sup>12)</sup>。

しかしながら、わが国の機関投資家によるコーポレートガバナンスが、企業のエージェンシー問題を緩和していることを直接的に示した研究は、筆者の知る限りにおいては存在していない<sup>3)</sup>。そもそも米国の研究でも、機関投資家によるコーポレートガバナンスの効果については見解が分かれており、専門家の間でも統一した見解が得られていなかった<sup>4)</sup>。そこで、機関投資家によるコーポレートガバナンスの効果を明らかにすることによって、機関投資家がどのような役割を担っていくことが可能で、どのような役割を果たすことができないのかを確認しておくことは、わが国の金融システムの未来像を考えていく上で極めて重要な課題である。

本稿の主たる目的は、萌芽期におけるわが国の株主によるコーポレートガバナンスが、どのような役割を担っているのか、実証的な観点から明らかにすることにある。本稿で

は、コーポレートガバナンスにおける株主の役割を明らかにするために、特に機関投資家と個人株主による株主提案に注目しているが、それは以下のような理由による<sup>5)</sup>。まず、米国では、機関投資家、個人投資家による株主提案に関する研究が盛んに行われていて、分析手法が既に確立されているという利点がある。また株主提案のデータは、議決権の行使に比べ、データも得やすく、分析を行いやすいという利点もある<sup>6)</sup>。さらに、議決権の行使に比べて、自ら経営に関する提案を株主総会で行い、エージェンシー問題を緩和しようとする姿勢が明らかであるので、分析して得られた結果への信頼性が高くなることも挙げられる。

本稿で明らかになったことを先にまとめておくと次のようなことが確認できる。従来の研究では、受託機関を中心にして、わが国の機関投資家は、投資先企業のガバナンスに積極的に取り組み始めていることが明らかになっていたが、その行動が、エージェンシー問題の緩和に効果があるかどうかは明らかではなかった。本稿の考察では、米国の研究と同様に、規模の大きな機関投資家によって行われた株主提案は、提案先企業のエージェンシー問題を緩和する可能性が極めて高い一方で、個人株主による株主提案が、エージェンシー問題を解決しているわけではないということが分かった。

このような結果は、萌芽期においてすら、わが国の機関投資家によるコーポレートガバナンスは有効であり、機関投資家によるコーポレートガバナンスが、今後より一層有効に機能するように、当局は引き続き、諸制度を整えていく必要があることを示唆しているものと解釈できる。また、米国での機関投資家

による株主提案の効果を概観した浅井(2002)と併せて考えると、機関投資家そのものが、企業統治において、エージェンシー問題を緩和する能力を持っているものと結論することも可能であると思われる。

本稿の構成は以下の通りである。まず第2節では、株主提案による企業統治が金融システムにおいてどのような役割を果たす可能性があるのか、その位置づけを確認し、先行研究の展開を概観する。第3節ではデータと分析手法を取り上げ、続く第4節では、分析結果の考察を行う。最後に本稿の結論と今後の課題について検討を行う。

## II. 株主提案の概要

### 1. 株主提案による企業統治の位置づけ

はじめに、銀行と株主による企業統治の一般的な性質の違いについて、確認しておく<sup>7)</sup>。銀行は、決済口座などの監視を通じて融資先企業を規律付けすることができるが、株主は、そうした方法によるモニタリングを行うことはできない。その代わりに、株主は、主にディスクロージャーによる情報に基づいて、投資先企業の規律付けを行うことになる。ディスクロージャー、そしてそれに基づく市場規律がわが国で機能しているのかどうか、特に疑問視されてきたが、Spiegel and Yamori (2003 b) によれば、株主からの規律付けが働かない信用金庫でさえ、1996年、1997年の時点で、いくつかの機関が、金融当局から強制されることなく自発的に不良債権に関する情報を開示している。こうした事実からも、わが国において市場規律の前提となる環境が整い始めていることが推測できる<sup>8)</sup>。

株主によるガバナンスは、株主提案だけで

はなく、テイクオーバーをあげることもできる。株主提案とテイクオーバーの違いは、市場を通じたガバナンス、市場を通じないガバナンスという点に注目すると分かりやすい。またテイクオーバーと株主提案では、規律付けを行う際に必要なコストの違いも重要であると、Karpoff, Malatesta and Walkling (1996) は指摘している。つまり、経営権を取得し、経営者自体を交代させるテイクオーバーは、必要とされるコストが高いが、株主提案を行うのに必要なコストは非常に低く、そうした意味で株主提案は、比較的安価なコーポレートガバナンスの手段であると位置づけることができる。

### 2. 株主提案が増加した背景と先行研究の展開

米国では1980年代後半以降、テイクオーバーの減少とは対照的に、株主提案が盛んに行われるようになり、この状況を受けて、株主提案がもたらす経済的效果に焦点を当てた研究が始まった<sup>9)</sup>。株主提案の増加の要因は、多くの場合、以下の2つの観点から説明されることが多い。

まず、機関化によって、機関投資家などの大口の株主が、株式を売却することが難しくなったことが挙げられる。つまり、投資先企業にエージェンシー問題が存在していることが分かっていたとしても、株式の大量売却とそれに伴う価格インパクトのために、株式を売却する(Exit)という方法を選択することが極めて困難な事態が生じるようになった。

また、テイクオーバーに関わるコストの増加が挙げられることも多い。1970年代初頭から1980年代後半まで、米国では主要なコーポレートガバナンスの手段として、多くのテ

イクオーバーが行われてきたが、これに伴い、テイクオーバーの費用が増加し、株主提案が相対的に魅力的になったと指摘されている。

表-1 は、米国において、実際に株主提案の件数が増加している状況である。この表からは、1987年の94件から1994年の309件と、1980年代後半から1990年代前半にかけて、株主提案の総数が3倍以上に増加していることが確認できる。

表-2 は、わが国において、1991年から2002年までの間に行われた株主提案の件数の推移をまとめたものである。この表からは、米国に比べてその数こそ少ないものの、わが国での株主提案の総件数も増加傾向にあることが分かる。わが国の株主提案の特徴は、電力会社に向けての株主提案の割合が多かったことであるが、近年は、その他の企業

に向けての株主提案も増加している。

わが国の1990年代を通して、株主提案の件数が増加してきている背景は、米国のそれとは異なっているものと考えられる。先に確認したように、米国で株主提案が増加した背景は、機関化による価格インパクトとテイクオーバーコストの増加であったが、後者は、特にわが国では当てはまらない<sup>10)</sup>。

わが国で株主提案が増加した背景としては、金融システムの変化によって、株主の役割が、従来とは異なったものになってきていることが考えられる<sup>11)</sup>。これまでのところ、わが国では銀行による企業統治が中心であったが、金融システムの変化とともに、企業統治における銀行の優位性が弱まり、相対的に株主の役割が重要になってきている<sup>12)</sup>。

こうした流れを受けて、多くの専門家が、

表-1 米国における株主提案の推移

	総件数		総件数
1987年	94	1991年	319
1988年	168	1992年	267
1989年	249	1993年	338
1990年	298	1994年	309

(出所) Gillan and Starks(2000)

表-2 わが国における株主提案の推移

	総件数	(うち電力会社)		総件数	(うち電力会社)
1991年	3	2	1997年	16	8
1992年	7	5	1998年	16	8
1993年	11	6	1999年	14	8
1994年	13(12社)	7	2000年	14	7
1995年	13	6	2001年	14	4(3社)
1996年	13	8	2002年	15	7

(出所) 商事法務「株主総会白書」1991年号—2002年号。

(注) 括弧は、1社に対して、2つの株主提案が行われたことを示す。

株主、その中でも特に機関投資家によるコーポレートガバナンスの研究を行っている。例えば橋本（1998）は、株主提案を法律的な観点から分析している。また2001年7月に財務省財務総合政策研究所が発表した「わが国機関投資家のコーポレートガバナンスに関するアンケート調査」や大村・増子（2003）、大村・首藤・増子（2001）などのアンケートの分析によって、機関投資家がコーポレートガバナンスに取り組む姿勢が積極的になりつつあることが分かっている<sup>13)</sup>。

### 3. 株主提案の効果と担い手

米国での先行研究の結果を見る限り、株主提案は、企業価値に対して正負のいずれの影響も与える。株主提案が、株式市場で正の評価を受ける場合、その株主提案はエージェンシー問題を緩和すると評価されていることになる。逆に負の評価を受ける場合、その株主提案は、エージェンシー問題を悪化させていると評価できる。

テイクオーバーの事例を用いた理論的分析を行っている Shleifer and Vishny (1986) は、モニタリングによって得られる便益と費用を考えると、経営者の規律付けを行うインセンティブを持つのは、その企業の大株主であると考えている。一方で Romano (1993) は、米国の公的年金の一部は、政治的な動機（雇用の確保など）に基づいて、株主提案を行っているために、株主提案は企業価値を減じるものを含んでいる可能性があるとは指摘している。Romano (1993) の指摘は、便益の観点からすると、モニタリングを行うインセンティブを持たないはずの株主から行われる株主提案は、エージェンシー問題の緩和に役割を果たさない可能性があるとはまとめることができ

る。つまりモニタリングを行うことなく、もしくは政治的動機に基づいて株主提案を行っている、個人株主や規模の小さな機関投資家からの株主提案は、エージェンシー問題を緩和しないもの、もしくは悪化させるものであると考えることができる。

その一方で、規模の大きな機関投資家は、特定企業の大株主になることも可能で、また資産運用を専門的に取り扱う経済主体であり、投資先企業のエージェンシー問題を発見する技術を持っているものと考えられる。大別すると、株主提案の担い手は、「機関投資家」と「個人株主」ということになる。そこで本稿は、わが国の金融システムの中で、大株主である機関投資家がどのような役割を果たしているのか中心にして、株主提案の効果を、計量的な観点から明らかにする。

### Ⅲ. データと分析手法

米国の先行研究では、イベントスタディという分析手法を用いることによって、株主提案の効果を計測することができるという、専門家の間で一致した見解を得ている<sup>14)</sup>。そこで、本稿でも、イベントスタディを用いて、株主提案が株価に与える影響を計測する<sup>15)</sup>。株主提案が行われたという情報が株式市場に伝わり、そうした情報が株価に有意かつ正のインパクトを与えるのであれば、株主提案は、企業のエージェンシー問題を緩和するものと認識されていることを意味する。

イベントスタディとは、以下のようなマーケットモデルを推定して、イベント日の超過収益率（Abnormal Return）を計算し、それが統計的にゼロと異なっているかどうかを  $t$  検定するものである。

$$r_{jt} = \alpha_j + \beta_j R^{TOPIX}_t + \varepsilon_{jt}$$

ここで、 $r_{jt}$ はj企業の日次収益率( $r_{jt} = (P_{jt} - P_{j,t-1}) / P_{j,t-1}$ )を示している。また  $P_{jt}$ は、t日のj企業株式の東証終値である。 $R^{TOPIX}_t$ は、市場の日次収益率である。市場全体の収益率としては、TOPIXでそれを代替し、先に個別企業の日次収益率を求めたのと同じ方法で、TOPIXの日次収益率  $R^{TOPIX}_t$ を求める。マーケットモデルを推定する期間は、Wahal (1996)に従い、マーケットモデルの推定期間をイベント日の240日前から10日前(約1年)と定めている<sup>16)</sup>。

また、イベントスタディを用いた研究では、イベント日の特定の正確さという問題が必ず生じる。そこで、こうした問題を緩和するために盛んに用いられている手法であるが、本稿でも、イベントウインド間の超過収益を累積した形、つまり、CARを用いて考察を進めている。ちなみに本稿で用いているイベント日であるが、米国の先行研究に倣い、3つのイベント日を設定している。3つのイベント日は、①プレスリリース日、②株主総会召集通知が株主に送付されたと考えられる日、③

株主総会の当日である。

イベントウインドについては、株主総会案内の送付は10日間、株主総会・プレスリリースは、当日と翌日(0, 1)と設定している<sup>17)18)</sup>。こうしたイベントウインドの設定も、イベント日同様に、概ね米国の先行研究を参考にしている。また、株主提案に関するデータは、商事法務「株主総会白書」(1993年-2002年)から得ている。

電力会社への株主提案は、環境問題を取り上げたものが多く、エージェンシー問題の緩和というよりも、企業の社会的責任を問うことを目的としている。そこで、一般企業への株主提案とその性質が異なるため、別々に検討することが好ましいと考えられる<sup>19)</sup>。本稿では、電力会社以外の企業で、東証一部上場の企業に焦点を当てて分析を進めることとする<sup>20)</sup>。

## IV. 分析結果

### 1. 機関投資家の株主提案

図-1は、東京スタイルの2001年6月29日

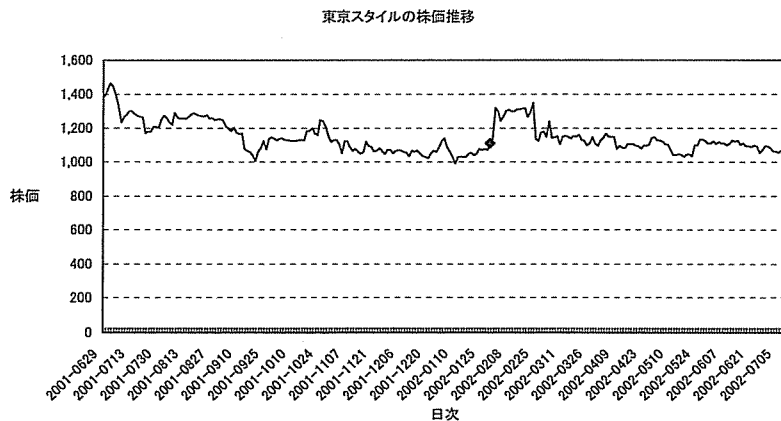


図1 東京スタイルの株価の推移

から2002年7月5日までの株価の推移を表したもので、◆は、M & A コンサルティングが、東京スタイルに株主提案を行うことを公表したイベント日である。この図からは、2002年のプレスリリース後、株価が大きく上昇していることが確認できる。

次に、イベントスタディによる分析の結果を示したものが表-3である。わが国の機関投資家による株主提案の事例は少ないものの、イベント日（プレスリリース）において、株主提案の効果は、有意かつ正の評価されていることが確認できる<sup>29)</sup>。またイベント日（株主総会召集通知の送付、株主総会）では、株主提案の効果は、有意に出ていないが、これは東京スタイル側が株主提案を受けて、「できる限り多くの配当」とより積極的な株主還元策を示したことによるものと思われる（2002年4月24日「東京スタイル投資計画に対する見解」より）。つまり、機関投資家に

よって行われた株主提案は、株式市場において、エージェンシー問題を緩和するものと評価されているのである<sup>29)</sup>。

もちろん、こうした少ない事例から、企業統治において機関投資家全般が、エージェンシー問題を緩和できると一般化することには慎重でなくてはならない。しかしながら、金融の自由化が進むわが国において確認しなければならないことは、今後の経済・金融システムにおいて、機関投資家が企業統治の担い手となりうるかどうかであり、表-3の結果から判断する限り、わが国の機関投資家が、エージェンシー問題を緩和できる可能性を有していると指摘することは許されてもよいだろう。

## 2. 個人株主の株主提案

表-4は、個人株主や個人株主が合同で行っていた株主提案の効果をまとめたものであ

表-3 機関投資家による株主提案  
東京スタイルに対する株主提案  
(提案主体：M&Aコンサルティング社)

イベント日	CAR	t 値
プレスリリース	0.10563	7.56973***
株主総会召集通知の送付	0.04961	1.58384
株主総会	0.01153	0.79196

イベントウィンド：0-1(当日、翌日)の2日間。\*印は10%水準、\*\*は5%水準、\*\*\*は1%水準で有意。  
サンプル：2002年度、2003年度の東京スタイルに対する株主提案(各年1件：計2件)

表-4 個人株主による株主提案

イベント日	CAR	t 値
株主総会召集通知の送付	0.00002	0.0005
株主総会	0.00235	0.68831

イベントウィンド：0-1(当日、翌日)の2日間。\*印は10%水準、\*\*は5%水準、\*\*\*は1%水準で有意。  
サンプル：1992年-2003年 41社。

る。1992 年から 2003 年の間で、個人株主の株主提案の対象となったのは、41 社に上った<sup>23)</sup>。一般の株主は、株主提案が行われるという事実を、株主総会召集通知が手元に届いた時に知るものと思われる。そこで、表-4(上段)は、個人株主による株主提案の効果を、イベント日(株主総会召集通知の送付)で計測している。CAR,  $t$  値は以下の通りである<sup>24)25)</sup>。

表-4(上段)の結果からは、個人株主による株主提案は、エージェンシー問題を緩和しているとは評価されていないことが分かる。表-4(株主総会;下段)でも、表-4(上段)同様に、個人投資家による株主提案が、エージェンシー問題の緩和をしているという結果は得ることができなかった。つまり Shleifer and Vishny (1986) や Romano (1993) に基づくと、個人株主(小口の株主)による株主提案は、十分なモニタリングの末に行われていない可能性が高く、エージェンシー問題を緩和するものではないと考えることができた。こうした予測の通り、本稿では、個人株主による株主提案は、エージェンシー問題を緩和するものとは評価されていないことを確認した。個人株主による株主提案に対する評価は、表-3の機関投資家によって行われた株主提案に対する評価とは対照的である。

## V. 結語

本稿では、従来のメインバンクに代替、もしくは補完するコーポレートガバナンスの形態として注目を集めている株主提案による規律付けが、わが国においてどのような役割を担うことができるのかについて考察を行った。

米国では、機関投資家による株主提案は、企業のエージェンシー問題を緩和しているという研究結果が得られている。同様に、わが国のデータを用いた実証分析の結果は、今後のわが国において、機関投資家による株主提案が、企業のエージェンシー問題を緩和する役割を担うことが十分に可能であることを示している。また本稿では、個人株主による株主提案がエージェンシー問題を緩和するかどうかについても考察を行っているが、株主提案が、エージェンシー問題の緩和に役割を果たしているわけではないことが明らかになった。

機関投資家が、投資先企業のエージェンシー問題を緩和するインセンティブを持っていることは、理論的な先行研究によっても示されているが、本稿では、実証的な観点から、機関投資家が株主提案を使って、投資先企業のエージェンシー問題を緩和する環境が整いつつあることが確認できた。かつてのわが国の金融市場は厳しく規制されており、こうした事情から、銀行がコーポレートガバナンスの唯一の担い手であった。世界的に証券化・機関化が進み、企業の資金調達的手段が多様化する中で、本稿の結果は、わが国のコーポレートガバナンスにおいても、機関投資家の果たす役割がますます大きくなっていくことを予期させるものである。

現在、わが国の金融システムは、大きく分けて二つの問題を抱えている。一つは、銀行部門の不良債権処理という「後ろ向き」の問題であり、もう一つが直接金融の機能強化という「前向き」の問題である。後者の問題を解決するためには、直接金融市場における主要なプレーヤーである機関投資家が、大きな役割を果たしていくことが期待されている。



本稿で確認された事実からは、政策的な課題でもある直接金融の機能強化が、今後進捗していくものと予測できる。つまり、直接金融市場での主要なプレーヤーである機関投資家が、コーポレートガバナンスを行うことによって、直接金融市場が活性化し、その結果、間接金融を中心とする従来の枠組みでは困難であった投資が可能になり、金融システムの変容が、わが国の経済成長に大きく貢献することが期待できる<sup>26)</sup>。

わが国の機関投資家の中でも、企業統治における役割に期待ができるのは、その規模から考えると、年金基金や生命保険会社のはずである。しかしながら、両者は本業との兼ね合いから、どれだけコーポレートガバナンスの担い手として期待できるのか未知数である部分が大きい。アンケート調査の結果を踏まえれば、資金を委託する側としての年金基金よりも、むしろ資産を受託する側のほうが、投資先企業のコーポレートガバナンスに熱心である。このように考えていくと、機関投資家によるコーポレートガバナンスを進展させていくためには、ディスクロージャーだけではなく、資産運用の優劣を比較できる環境の整備も含まれてくるかもしれない。

また、個人株主による株主提案は、エージェンシー問題を必ずしも緩和しているわけではないことが明らかになったが、これは、個人株主が利用できる情報と機関投資家が利用できる情報の間に、大きな差があることが原因であると考えられる。ディスクロージャー制度を整備していくことで、こうした情報格差を小さくしていくことも、直接金融の機能強化を図る上で、重要になってくるものと考えられる。

最後に今後の研究課題について述べてお

く。第1に、本稿では、機関投資家による株主提案の効果を分析してきたが、わが国で株主提案が行われるようになったのは最近のことで、考察で取り扱うことができたデータは非常に少ない。本稿の結果からは、昨今における変化の方向性は確認できたが、得られた結果の頑健性をより一層高めるためには、今後ますます活発になると予測される株主提案の分析を今後も引き続き行っていく必要があるものと思われる。

第2に、本稿では、累積超過収益（CAR）を計測しているが、企業のどのような特徴が、株式市場の反応の違いをもたらしているのか明らかにしていない。例えば、銀行からの借入れが少ない企業に対する株主提案が、株式市場でどのように評価されるのか明らかになっていない。また、大株主としての機関投資家の行動が活発になっていけば、従来の銀行によるガバナンスと利害が対立する可能性、すなわち、株主と負債権者の利害対立が、わが国においても、表面化する可能性がある。つまりメインバンクシステムを考慮しながら、広く金融システム全般の観点から、機関投資家によるコーポレートガバナンスの役割を明らかにしていく必要性がある。

第3に、大村・増子（2003）は、機関投資家が、投資先の情報開示が十分ではないと感じていることを指摘している。ディスクロージャー制度の整備は、機関投資家によるガバナンスが一層機能するための前提条件である。そこで、ディスクロージャーと機関投資家の関係を以下の観点から明らかにする必要がある。

例えば、機関投資家の存在は、企業がディスクロージャーに真摯に取り組むインセンティブになっているのかどうか、またデイス

クロージャーへの取り組みが、情報の非対称性を減少させ、資金コストを減少させているのかどうか明らかにする必要がある。また、ディスクロージャーが資金コストを減少させるという関係が存在するならば、どのような情報開示が、機関投資家によるコーポレートガバナンスを効率的にするのか、言い換えれば、機関投資家はコーポレートガバナンスを行うために、どのような情報開示を必要としているのか明らかにする必要がある。

最後に、方法論的な問題として、わが国の株式市場における効率性の問題がある。本稿では、米国の先行研究をもとに、イベントスタディを用いた分析を行っているが、わが国の株式市場は、イベントに対して、過剰な反応を示している可能性も否定できない。こうした問題を解決するためには、今後、本稿で行ったイベントスタディ以外の分析手法によっても、結果の頑健性を確認する必要がある。

## 謝辞

本論文を作成するにあたり、指導教官である家森信善名古屋大学教授および千田純一京大学教授より貴重な助言を賜りました。また Kobe Summer Institute in Modern Monetary Economics (2003 年度金融ワークショップ)、日本金融学会 2003 年度秋季大会ではそれぞれ奥山英司中央大学専任講師、大野早苗高千穂大学助教授をはじめとして参加者の方々から貴重な助言を賜りました。また、本研究に当たって、生命保険文化センターより研究費の助成を受けました。記して感謝申し上げます。

## 注

- 1) 機関投資家の定義は様々であるが、本稿では、Davis and Steil (2001)、家森・浅井 (2002)、橋本 (1998) を参考に、年金基金、投資信託、保険会社、投資顧問会社などの資産運用を専門的に取り扱う機関を指す総称とする。ちなみに、米国で積極的に株主提案を行っている機関投資家は、CalPERS などの米国の公的年金基金である。
- 2) 2002 年 7 月 12 日に、金融庁「日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇談会」が発表した「金融システムと行政の将来ビジョンー豊かで多彩な日本を支えるためにー」は、直接金融を拡充する方向性を打ち出し、直接金融市場での主要なプレーヤーである機関投資家に注目している。
- 3) Davis and Steil (2001) をはじめとして、世界的な証券化・機関化の潮流の中で、機関投資家の役割を明らかにした研究は数多い。わが国でも、大村・首藤・増子 (2001) を始めとして、多くの研究が、本稿と同様の問題に焦点を当てて、分析を行っている。なお、エージェンシー問題とは、投資家が外部者であり、企業の内部情報に通じていないために生じる問題を指す。
- 4) 米国の機関投資家による株主提案の効果については、浅井 (2002) を参照されたい。
- 5) 多くのコーポレートガバナンス、ファイナンスの先行研究がそうであるように、本稿でも株主を大株主と小口の株主に分けて考えている。本稿で、大株主にあたるのは機関投資家であり、小口株主にあたるのは個人株主である。
- 6) 本稿では、大株主としての機関投資家の役割に焦点を当てているが、機関投資家は、大口の負債権者という役割も持ち合わせている。
- 7) Morck and Nakamura (1999)、Kaplan (1994)、Kaplan and Minton (1994) の研究によれば、わが国の銀行は、株主としての利害によっても、企業の規律付けを行うことが分かっている。しかし、ここでは、純粋に負債のみを所有していて、株主としての利害を持ち合わせていない銀行を考えている。

- 8) そもそも、企業が自主的に情報を開示するのであれば、情報の非対称性は減少して、当局の関与や機関投資家によるモニタリングの必要性は少なくなる。しかし、Spiegel and Yamori (2003 b) は、不良債権問題が深刻な信用金庫ほど、情報開示に消極的であることも発見しており、こうした事実、市場規律だけでは、必要な情報が十分に開示されないことを示すものと解釈できる。
- 9) 米国において、株主提案の効果を研究したものとして、Gillan and Starks (2000), Gillan Kensingler and Martin (2000), Prevest and Rao (2000), Del Guercio and Hawkins (1999), Bizjak and Marquette (1998), Carlton, Nelson and Weisbach (1998), Crutcheley and Hudson (1998), Smith (1996), Karpoff, Malatesta and Walkling (1996), Wahal (1996) を挙げることができる。また Gillan and Starks (2000), Johnson and Shakell (1997), Gordon and Pound (1993) は、企業業績と株主提案の得票との関係に注目し、負の関係があることを明らかにしている。
- 10) わが国の株主提案は、少数株主の権利の保護を目的としており、ほとんどの株主提案が個人株主によって行われている点でも、米国の状況とは異なっている。
- 11) 金融の自由化が、わが国における金融システムの変容に与えた影響は、Hoshi and Kashyap (2001) が詳しい記述を行っている。
- 12) Smith (2003) は、わが国の銀行において、リスク管理を行う能力が低下し、そのことが銀行自身の問題を招いていると結論付けている。
- 13) 財務省財務総合研究所「わが国機関投資家のコーポレートガバナンスに関するアンケート調査報告書—年金資産受託機関・厚生年金基金を対象として」(2001年7月) が焦点を当てているのは、年金資産受託機関と厚生年金基金である。
- 14) イベントスタディの詳細については、Mackinley (1997), 家森 (1997), 家森・馬場 (1996) を参照されたい。なお米国の先行研究では、株主提案が行われた企業において、数年後どのような効果があったのかを計測することも試みられているが、分析手法、結果ともに一致した見解は得られていない。
- 15) 本稿で扱う、株主提案の対象となっている企業では、毎日株式の売買が成立しており、流動性の低い株式を扱う際に生じる問題を考慮する必要はないものと考えられる。
- 16) 阿萬 (2003) も、マーケットモデルの推定期間を約1年としており、マーケットモデルの推定期間については、合意が得られつつあるものと思われる。
- 17) 本稿でも米国の先行研究に倣い、プレスリリースがない場合、株式市場に、株主提案の行使の情報が最初に伝わるのが、株主総会召集通知の発送であると考えている。株主総会召集通知の発送は、通常6月第2週から第3週にかけて行われることが多い。発送日自体を特定できないため、本稿では、第2週から第3週の10日間をイベントウインドとして設定している。6月第1週と第2週をイベントウインドとして設定しても結果は変わらなかった。
- 18) プレスリリースとは、機関投資家である M&A コンサルティングが、株主提案を行う意思を公表した日を指す。プレスリリースがない場合、株主提案が行われたという情報が、最初に株式市場に流れたと考えられるのは、株主総会召集通知の送付である。本稿では、Wahal (1996) と同様に、イベント日 (株主総会) における  $-1- +1, -3- +3, -5- +5$  の CAR を計算したが、0, 1 のイベントウインドの結果と大きく異なっていない。
- 19) 米国でも 1970 年代は、企業の社会的責任を問う株主提案が中心であった。千田 (2003), James and Williams (2000) が指摘しているように、環境問題の改善によって、負の外部性が無くなり、当該企業ならびに隣接する企業に経済的な効果もたらされる可能性は存在する。
- 20) 東証一部上場企業に焦点を当てるのは、大企業において「銀行離れ」が指摘されており、コーポレートガバナンスにおける、株主の役割が大きくなっていると考えられるからである。またマーケットモデルを推定する際に、流動性の問題が生じないので、分析結果に対しての信頼性も高まる

と思われる。

- 21) 表-3 で分析している, M&A コンサルティングから東京スタイルへの株主提案は, 2002 年・2003 年の計 2 回行われている。
- 22) 2004 年 6 月 9 日には, ニッポン放送への株主提案を取り下げているが, これも同社と M&A コンサルティングの間で, 合意ができたためであると説明している。
- 23) 分析の対象となるのは, 電力会社を除く東証一部上場企業で, 合併などの特殊なイベントを含まない企業である。
- 24) サンプルに含まれる東京建物は, 3 月に株主総会が行われているため, 3 月の第 2 週と第 3 週の 10 日間をイベントウインドとして用いている。
- 25) 株主総会の招集案内には, 企業業績などの情報が含まれているが, これらの情報は決算短信ですでに投資家にとって既知の情報である。また 10 日間のイベントウインドの中に, 株主提案以外で株価に影響を与えそうな情報が公表されていないか, DVD-ROM[4 紙版]日経全文記事データベースを用いて調べたが, その期間におけるニュースは少なく, 株価に影響を与えていなかった。つまり, 株主提案以外のイベントが, 結果を歪めている可能性は低いと考えられる。
- 26) 金融システムと投資のあり方が密接な関係を持っていることは, Allen and Gale (2000) も指摘している。

## 参考文献

- 浅井義裕 (2002) 「企業統治における機関投資家の役割—機関投資家はコーポレートガバナンスの担い手になるのか—」『証券アナリストジャーナル』第 40 巻 9 号 108-124 頁。
- 阿萬弘行 (2003) 「第三者割当増資と株式市場の反応について」『金融経済研究』2003 年 3 月 第 19 号。
- 大村敬一・首藤恵・増子信 (2001) 「機関投資家の役割とコーポレートガバナンス—機関投資家によるコーポレートガバナンスに関するアンケート調査から—」『ファイナンシャル・レビュー』No. 60 5-42 頁。
- 大村敬一・増子信 (2003) 「日本企業のガバナンス改革—なぜ株主重視の経営が実現しないのか—」日本経済新聞社。
- 千田純一 (2003) 「新しい金融システムと生活者・市民」『生活経済学研究』第 18 巻 25-30 頁。
- 橋本基美 (1998) 「機関投資家とコーポレートガバナンス」『証券アナリストジャーナル』1998 年 8 月号 20-34 頁。
- 家森信善 (1997) 「銀行の経営破綻と取引先企業—メインバンクの破綻を資本市場はいかに評価したのか」『証券アナリストジャーナル』第 35 巻 4 号 79-96 頁。
- 家森信善・浅井義裕 (2002) 「金融システムの変容とコーポレートガバナンスの担い手としての生命保険会社」『生命保険論集』第 141 号 111-140 頁。
- 家森信善・馬場大治 (1996) 「金融業務の対外開放と銀行経営：信託業務への外銀参入の影響を中心にして」『日本経済研究』第 32 巻。1-24 頁。
- Allen, Franklin and Douglas Gale, (2002), *Comparing Financial System*, The MIT Press.
- Bizjak, M. John, and Christopher J. Marquette (1998), "Are Shareholder Proposals All Bark and No Bite? Evidence from Shareholder Resolutions to Rescind Poison Pill", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(4), pp. 499-521.
- Brewer, III, Elijah, Hesna, Geray, William Curt Hunter, and George G. Kaufman (2003), "The Value of Banking Relationship during a Financial Crisis: Evidence from Failures of Japanese Banks" *Journal of the Japanese and International Economics*, 17(3), pp. 233-262.
- Carlton, Willanrd T., James M. Nelson, Michael Weisbach (1998), "The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF", *Journal of Finance*, 53 (4), pp. 1335-1362.

- Crutchley, Claire E., Carl D. Hudson and Marlin R. H. Jensen (1998), "Shareholder Wealth Effects of CalPERS' Activism", *Financial Service Review*, 7(1), pp. 1-10.
- Davis, E. Philip, and Benn Steil (2001), *Institutional Investors*, The MIT Press.
- Del Guercio Diane, and Jennifer Hawkins, "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism", *Journal of Financial Economics*, June 1999, 52(1), pp. 293-340.
- Edwards, R. Franklin (1996), *The New Finance: Regulation and Financial Stability*, AEI Press, (家森信善・小林毅訳 (1998) 『金融業の将来』 東洋経済新報社.)
- James, P. Hawley, and Andrew T. Williams (2000), "The Rise of Fiduciary Capitalism", University of Pennsylvania Press.
- Johnson F. Marilyn, and Margaret B. Shakell (1997), "Shareholder Proposal on Executive Compensation", Michigan University Working paper.
- Gibson, S. Michael (1995), "Can Bank Health Affect Investment? Evidence from Japan", *Journal of Business*, 68(3), pp. 281-308.
- Gibson, S. Michael (1997), "More evidence on the link between bank health and investment in Japan", *Journal of the Japanese and International Economies*, 11(2), pp. 296-310.
- Gillan, L., Stuart, John D. Martin and John W. Kensinger (2000), "Value Creation and Corporate Diversification: The case of sears, Roebuck & Co." *Journal of Financial Economics*, 57(2), pp. 275-305.
- Gillan, L., Stuart and Laura T. Starks (2000), "Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors", *Journal of Financial Economics*, 57(2), pp. 275-305.
- Gordon, Lilli, A. and John Pound (1993), "Information, Ownership Structure, and Shareholder Voting: Evidence from Shareholder Sponsored Corporate Governance Proposals", *Journal of Finance*, 48(2), pp. 697-718.
- Hoshi, Takeo, and Anil Kashyap (2001), *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, The MIT Press.
- Horiuchi, Akiyoshi, and Katsutoshi, Shimizu (1998), "The deterioration of bank balance sheets in Japan: Risk-taking and recapitalization", *Pacific-Basin Finance Journal*, 6(1), pp. 1-26.
- Kang Jun-Koo and René M. Stulz (2000), "Do Banking Shocks Affect Following Firm Performance: An Analysis of the Japanese Experience" *Journal of Business*, 73(1), pp. 1-23.
- Karpoff, M. Jonathan, Paul H. Malatesta, and Ralph A. Walkling (1996), "Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics*, 42(3), pp. 365-395.
- Kaplan T. Steven (1994), "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and United States" *Journal of Political Economics*, 102(3), pp. 510-546.
- Kaplan T. Steven, and Bernadette A. Minton (1994), "Appointments of Outsiders to Japanese Boards Determinants and Implications and for Managers" *Journal of Financial Economics*, 36(2), pp. 225-258.
- Mackinley, A. Craig (1997), "Event Studies in Economics and Finance" *Journal of Economic Literature*, 35(1), pp. 13-39.
- Morck, Randall, and Masao Nakamura (1999), "Banks and Corporate Control in Japan", *Journal of Finance*, 54(1), pp. 319-339.
- Prevest, K. Amdrew, and Ramesh P. Rao (2000), "Of What Value Are Shareholder Proposals Sponsored by Public Pension Funds?", *Journal of Business*, 73(2), pp. 177-204.
- Romano, Roberta (1993), "Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered", *Columbia Law Review*, 93(4), pp. 795-853.

- Shleifer, Andrei and Robert Visny (1986), "Large Shareholder and Corporate Control, *Journal of political economy*, 94(3) part 1, pp. 461-488.
- Smith David C. (2003), "Loans to Japanese Borrowers", *Journal of the Japanese and International Economics*, 17(3), pp. 283-304.
- Smith, Michael P. (1996), "Shareholder Activism by Institutional Investor: Evidence from CalPERS", *Journal of Finance*, 51(1), pp. 227-252.
- Spiegel M. Mark, and Yamori Nobuyoshi (2003a), "The impact of Japan's Financial Stabilization Laws on Bank Equity Values" *Journal of the Japanese and International Economics*, 17(3), pp. 263-283.
- Spiegel M. Mark, and Yamori Nobuyoshi (2003b), "Determinants of Voluntary Bank Disclosure: Evidence from Japanese Shinkin Banks", *August 2003 FRBSF Pacific Basin Working Paper*, No. 03-03.
- Wahal, Sunil (1996), "Pension Fund Activism and Firm Performance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(1) pp. 1-23.
- Yamori, Nobuyoshi, and Akinobu Murakami (1999), "Does bank relationship have an economic value?: The effect of main bank failure on client firms", *Economics Letters*, 65(1), pp. 115-120.
- Yamori, Nobuyoshi, and Ayami Kobayashi (2004), "Wealth Effect of Public Fund Injections to Ailing Banks: Do Deferred Tax Assets and Auditing Firms Matter?", *Nagoya University Economic Research Center Discussion Paper*, No. E 04-1.
- (名古屋大学大学院経済学研究科博士後期課程)