

機関投資家のコーポレートガバナンス活動の意義

～我が国の機関投資家は効果的なガバナンス活動ができるか～

2002年11月19日

セーフティネットシンポジウム

赤石浩一

RIETI

<http://www.rieti.go.jp>

問題意識

米国においてコーポレートガバナンスに関する議論や活動が活発化
我が国にも米国流のコーポレートガバナンスを導入すべき？

昨今行なわれた一連の商法改正など

なかでも、年金基金の増大などに伴う機関投資家による株式保有額の増大に伴い、機関投資家によるコーポレートガバナンス活動に高い期待

but お手本となる米国の機関投資家によるコーポレートガバナンスの活動の背景や目的、活動内容、成果はどうなっているのか？

米国の機関投資家がコーポレートガバナンス活動を行なう背景や目的を再検証、それらは日本の場合どうなっているのか

米国のコーポレートガバナンス活動と日本の活動はどう違うのか

そもそも米国において機関投資家の活動の成果はどう評価されているのか

1. 機関投資家のガバナンス活動の背景・目的の再検証

(1) 総論

エンロンやワールドコム of 会計操作問題 米国流のコーポレートガバナンスに対する信頼性？

but 基本的には、機関投資家のコーポレートガバナンス活動は米国企業の経営の改善に寄与？

我が国においても機関投資家のコーポレートガバナンス活動に期待意欲のある機関投資家も増加、議決権行使なども活発化。

Ex. 受託機関の議決権行使については、「行使するべきだと思う」と「どちらかという行使するべきだと思う」の両方で約8割

ex. 受託機関が株主アクティビズムを実行した事例は、過去に比べて増加（28社、回答企業数の30%）（財務総合研究所アンケート調査）

but 米国流のガバナンス活動を表面的・形式的に導入してみても、米国と同様の成果がでるかどうかは不明。

80年代以降、米国で機関投資家のコーポレートガバナンス活動が活発化した背景や目的と 日本へあてはめるとどうなるか？

資産構造の変化：機関投資家の保有資産とパッシブ運用の増大

スピルオーバー効果への期待

敵対的M&A対策などの「エージェンシー問題への対応」

受託者責任の強化など「政策の変化」

その他（政治的動機など）

(2) 背景・目的 1 : 資産構造の変化

機関投資家の保有資産とパッシブ運用資産の増大

パッシブ運用とは？

仮説) 株式保有と運用構造が変化したことが機関投資家アクティビズムの要因

Gillan and Starks(2000)、三和(1999)

(参考) 米国年金資金における米国株式のパッシブ/アクティブ比率
80年代は20%前後 2000年には40%を超えるまでに成長
(Pension&Investments(2000.5.1.)

1) そもそもパッシブ運用は増加するか

従来の我が国の資産運用は2割がパッシブ運用で残り8割がアクティブ
その後株式市場の高騰などを受けインデックスファンドの残高は急速に増大

年金信託合同口における日本株式の運用残高は2001年3月末現在で10兆7000
億円、うち、インデックス運用の額は3兆9000億円。(全体の約36%)

主要信託7行アクティブパッシブ比率は2001年12月までの1年9ヶ月で、
45.4%にまで上昇。

年金基金のパッシブ運用比率も国内株式で、29.8%(年金情報)、厚生年金
基金連合会の国内株式におけるパッシブ比率も既に54%

公的年金積立金を運用している年金資産運用基金の自主運用資産は、将来的
には170兆円程度になる見込みであるが、この間にパッシブ運用を約3割から7
割に引き上げる方向

国内株式の運用についてもパッシブ運用の比率が段階的
に高まることとなる?

2) パッシブ運用の増加はガバナンス行動に結びつくか

理論面

Wall Street Ruleが働かない場合には、株主アクティビズムが活発化する？

疑問？：機関投資家によるモニタリングコスト

疑問？：中小機関投資家（大手でも？）のフリーライダー問題？

疑問？：情報上の制約が存在

疑問？：高度な経営的専門能力、あるいは少なくとも企業をモニタリングする能力が一般の機関投資家に備わっている？

疑問？：機関投資家団としての集結可能性？

一般の機関投資家が積極的にガバナンス活動をしないという選択は合理的？

実際面（ヒアリングによる）

私的年金基金：ガバナンス活動を積極化してコストを増大？母体企業や取引先といった企業に対するガバナンス活動？

信託銀行：ベンチマークへの追従が契約上重視？委託者から求められれば議決権行使を行わざるをえない？ But パフォーマンスにどう結びつくか？

投資顧問業者・一任業者・委託会社：パッシブ運用部分はベンチマーク追従が重要であるためガバナンス活動は無意味？

大手生命保険会社：一般勘定部分についてはガバナンス活動を行う意味はある？（but一般勘定が今後どうなるかは予断を許さない？保証利回り商品40兆円（1996年3月） 26兆円（2002年3月））

厚生年金基金連合会など大手公的年金基金の場合：パッシブ運用であれ、アクティブ運用であれ受託者はガバナンス行動を行うべき？
but自ら積極的にガバナンス活動を行なわない？

機関投資家はどこも積極的かつ直接にガバナンス活動は行なわない？

(3) 背景・目的 2 : スピルオーバー効果への期待

Guercio and Hawkins(1999)の分析

CaIPERS型 : 主に外部のファンドマネージャーがインデックス運用

目的 : 株式市場全体のパフォーマンスの改善を望む傾向、標的としている企業の経営者に影響を与えるだけでなく、他の多くの企業にも同時に変化を引き起こさせるスピルオーバー効果を重視

そのため、ターゲットとなる企業を公開、連携行動重視。

株主としての提案事項も、他の企業にも一般的に当てはまるような事項も重視。
ターゲットとされた企業名や基金の活動内容の公開は基金にとって大きなレバレッジに。

SWIB型 : アクティブなインハウスの投資アナリストが存在

目的 : 対象となった企業のパフォーマンスの改善を通じて、運用成果の向上を図ること。

標的としている企業に特有の問題を分析、経営陣に経営に関する提案を

CaIPERSなどと違い情報公開や連携行動については消極的。

日本の場合

1) 日本の機関投資家は何型か
パッシブ運用との関係 増大?

自家運用との関係 ??

結論 どちらかといえば、外部運用重視かつパッシブ運用重視というCaIPERS型の年金基金に近づいていく?

2) 日本の年金基金はCaIPERS型のガバナンス活動を行うか。

年金資金運用基金や大手生命保険会社のような巨大な基金：スピルオーバー効果を重視

but一般的な受託者や中小の委託者の場合は？

and大手生命保険会社も含め受託者はフォーカスリストの公開や連携行動には消極的。

結局、スピルオーバー効果を狙ったCaIPERSのような活動は現状では考えにくい？

関連企業や取引先との関係も含め、私的年金基金や受託者の置かれている立場を考えれば合理的？

(4)背景・目的3：エージェンシー問題への対応 (敵対的M&A対策、高額報酬等)

米国の場合

1) 敵対的M&A対策

80年代のM&Aの活発化 会社防衛 ポイズンピルやゴールデンパラシュート、グリーンメールなど行き過ぎた防衛策

株主権利侵害に対する対抗策としての機関投資家によるアクティビズム

(参考1) Wahal(1996)：1987年～93年の株主提案306件のうち、3分の1以上にあたる107件がテイクオーバー関連、Gillan and Starks(2000)：1987年から1994年までに提出された株主提案2,042件のうち、反テイクオーバーに関するものが、723件(35%)

(参考2) 1985年機関投資家評議会(CII, The Council of Institutional Investors)設立されたきっかけは当時のカリフォルニア州財務長官がテキサコ社がグリーンメールに屈したことに憤慨

敵対的M&Aの沈静化

(参考) Coffee(1991)とPound(1992) : 「1980年代の終わりには、チャーター改正、ポイズンピル、州法の規制は、敵対的テイクオーバーに対して非常に強い障碍となった。1993年には事実上敵対的テイクオーバーはみられなくなっている。」

会社のガバナンスの仕組み全体に焦点が移行 (なお欧州委員会：企業買収法の採択は逆の動き)

2) 高額報酬問題

大手企業のCEOの報酬：1981年から1988の間に倍以上、613,000から140万ドルに。1980年頃からCEOの報酬は消費者物価の上昇率の倍以上の早さで上昇。1980年代末までのCEOの報酬は労働者の160倍、諸外国と比較して数倍に。

機関投資家によるガバナンスのメインテーマのひとつへ

(ただし成果は??)

例) CIIのコーポレートガバナンス原則：「取締役報酬の決定に当たっては半数以上の社外取締役の賛同を必要とすべし」

例) CalPERSのコーポレートガバナンス原則：「経営陣の報酬については社外取締役のみで構成される委員会があたるべき」

例) Wahal(1996) : Gillan and Starks(2000)によれば、対象となった2,042件のうち、取締役やCEOの報酬が取り上げられたのが、243件存在(12%程度)。

日本へのあてはめ

1) 敵対的M&A

M&Aそのものは活発化。(1995年には500件程度であったものが2000年には1,500件を大きく越える程度)

but 1997年におけるM&A市場は日本の場合GDPのたった0.6%
and 日本の場合、M&Aの中身はほとんどが友好的

敵対的M&Aに対する経営陣の防衛策がコーポレートガバナンスの対象にはならない?

2) 経営陣の報酬

十分な情報開示がなされていないため諸外国と比較することは困難だが、一般に、米国との比較において低いことが指摘。(Abowd & Kaplan (1994)他)。

実際、年金基金や信託銀行、保険会社へのヒアリング調査によっても、犯罪を犯した役員に対する退職金報酬のような例外的な場合は別として、敵対的M&A対策や経営陣への高い報酬に対する対策をとることがガバナンス活動の実質的なインセンティブになるとの意見はほとんど伺われない?

米国の機関投資家のガバナンスは敵対的M&A対策や経営陣の高額報酬をチェックするのには有効(？)であったらろうが、別のエージェンシー問題にも同様の手法が適用できるか？

そもそも日本ではエージェンシー問題としていったい何が問題となるのか？

(山一証券とエンロンの違い、企業行動憲章？ 企業倫理委員会？ 公益通報者保護制度？ 談合告発刑罰軽減？)

(5) 背景・目的 4 : 政策の変化

受託者責任論の台頭 エリサ法の制定や受託者責任の強化

日本へのあてはめ

政府の指針や公的機関のガイドラインも含めた政策的な対応に大きな変化

ex . 社会保障審議会の「厚生年金保険及び国民年金の積立金の運用に関する基本方針」(平成13年2月27日)

ex . 一連の公的対応の結果、年金資金運用基金によれば、2001年4月～6月期に開催された株主総会で提案された3万4744件の議案に対して、9割以上は賛成や白紙委任としたものの、3%の議案には反対票を。

ex . 厚生年金基金連合会は議決権行使に関する基本指針を99年10月に策定、12月には国内株式受託機関から議決権行使状況に関する報告徴収を行い、2001年10月には実務ガイドラインを策定、引き続き受託機関の議決権行使基準や行使状況のモニタリングと評価を実施。

公的機関の影響は我が国でも非常に大?

but パフォーマンスや受託者責任との関係は?

(6) 背景・目的 5 : その他の見方

機関投資家の行動目的に関する疑問

Romano(1993)やMurphy and Van Nuys(1994)
自身の雇用と政治機会のためにファンドの名声を高めたいだけ

Chidambaran and Waidtke(1999)
社会的政治的圧力が基金の行動に影響を与えているだけ

Waidtke(2002)
活動的な公的年金基金とトビンのQは負の相関関係

政治的・個人的動機にすぎない?

コストに関する見方

Strickland, Wiles & Zenner(1996) : USAが1987年から1993年の間にガバナンス行動にかかった費用は多くて\$22.75 million

Smith(1996) : CalPERSの1987年から1993年までのガバナンス活動によるコストは\$3.5million

Guercio & Hawkins(1996) : 5つの主だった年金基金をヒアリング、株主行動にかかる活動コストの全体を彼ら自身が積算によれば、50,000から\$1 million程度であり、ファンドの0.002%以下でしかない。また、SWIBは ”a tiny fraction of our assets, not even a blip on our screen.”

Carleton, Nelson and Weisbach(1997) : CREFFは年間\$1million程度、あるいは総資産の0.002%程度しかコストをかけていない？

コストがかからないのでやってるだけ？

butそれならUSAは解散する必要はなかったはず？

米国においては、CIIの結成やIRRCなどの共同インフラの構築、ISSなどの外部アドバイザーの活用などを通じてコストを節減している可能性？

我が国の場合

ガバナンス活動と機関投資家の担当者の内部的・外部的評価？

機関投資家によるガバナンス活動の結果が株価の上昇や企業収益、あるいはトービンのQなどに反映されない場合？

and 公的機関がガバナンス活動に直接介入するようになった場合には、別の意味での政治目的の介入を防止するための仕組みづくり？

コストについて相当程度のコストがかかるというのが一般的な意見？

but それなら ガバナンス活動にコストがかかる点を受託者サイドでも委託者サイドでもきちんと計算して明示すべき？

現在はどんぶり勘定で委託者からは実質「ただ」なので受託者に「やらせている」だけ？

(7)まとめと留意点

ガバナンス活動がパッシブ運用の成績に関係してくる機関投資家は極めて限られる？

影響力がほとんどない一般の受託機関や運用金額のさほど大きくない委託者がガバナンス活動を行うよう政策的に誘導することは却って資産運用のコスト増加要因となるに過ぎない？

コーポレートガバナンスに関して十分なインセンティブをもたない機関投資家が個別企業の財務や活動内容について適切な分析を行わずにガバナンス活動を行うことは企業側からみれば、経営の活力を殺ぐ要因になる可能性さえある？

それでもパッシブ運用を行う受託者にガバナンス活動を要求するのであれば、逆に受託者サイドはそのコストをきちんと明示すべき？

パッシブ運用が増加するなかで、ガバナンス活動が企業に対して何らかの影響力を及ぼすためには機関投資家が連携行動をとる必要？

売り抜けるための情報収集の一貫としてガバナンス活動を行うSWIB型の行動の場合のガバナンス活動は「いかに企業の統治構造を改善するか」などではなく、むしろ、Wall Street Ruleを働かせる前提として、企業組織や活動の「情報収集」に重点を置くべき？

その場合インサイダー取引の問題が浮上？

日本におけるエージェンシ問題？

政策的対応の光と影

2. 機関投資家のガバナンス活動の内容の比較

(1) 米国の場合

主体

実質的にコーポレートガバナンス活動をしている機関投資家は限定的?

例) Gillan & Starks(2000) : 2,042件の株主提案中多くは宗教団体や個人投資家(1,366件)、機関投資家の提案もほとんどは大手公的年金基金。

活動の内容

我が国ではあまり行なわれていない活動が重要？

1) フォーカスリスト

機関投資家が重点的にガバナンス活動を行う対象となる企業のリスト

ex . CalPERS、CII

2) 機関投資家の連携行動

機関投資家が自らの活動方針、内容を公開し、他の機関投資家と連携行動をとること

ex . Proxy fight、CIIやUSA、IRRC

3) 非公式交渉

標的となる企業の経営陣との間で株主としての法的な権利を行使するのではない形での交渉（いわゆるリレーションシップインベストメントの一環）

ex. Carleton, Nelson, and Weisbach(1998) : 1992年から1996年までにTIAA-CREFFが接触した45社について分析 95%がTIAA-CREFFと企業との間で合意に達し、うち70%は投票行動に至らずして合意に到達、全体で87%の企業が合意に見合った行動を採用

4) 株主提案

- ・ 主体：一部の年金基金が実施
ex. Guilan and Starks(2000)、Wahal(1996)：1987年から1994年までの間の機関投資家による株主提案のうち、36%はNew Yorkの年金基金、19%がCalPERSとCalSTRS、26%が組合関係の年金基金、13%がCREF（内容は多くは反テークオーバー関係、株主総会の投票、取締役や委員会の独立性に関するもの）
 - ・ 実現性
 - ・ 株主提案の多くは結果的には株主総会で過半数の賛成を獲得するに至らない？
 - ・ 提案が仮に半分以上の投票を得たとしても、経営陣は通常は、当該提案を実施する義務がない？

ハラメント効果が重要？

5) 活動の公開

(2) 日本の場合

ガバナンス活動の主体

- ・年金基金はそもそも自らガバナンス活動を行わない？ 受託機関に勧奨した事例も少ない？（31基金。 約3%）
- ・but 受託機関は株主アクティビズムに積極的（28社。約30%）。（財務総合研究所アンケート）

米国とは異なる構造

but 受託機関がガバナンス活動を行うことが困難であることは米国と同じか、あるいは取引慣行上それ以上に困難？

(運用受託機関の声)

受託者のガバナンス活動が企業の行動や組織を変化させることができるのか？

取引先の関係や資本系列との関係などが存在し、表立って活発な活動は実際のところほとんどできない？

米国の受託機関が経営に関する情報を十分に知りえないのと同様、あるいはそれ以上に我が国の受託機関は経営情報にアクセスすることは困難？

(委託者の声)

我が国ではガバナンス能力の問題、あるいは公的資金の私企業に対する影響力の問題などから、委託者が受託者に対して直接運用指図をしたり議決権行使を行ったりすることは行われておらず、委託者は間接的なガイドラインという形でしか、ガバナンス活動に関与できない。

受託者サイドと同じく、必ずしも資金規模の大きくない委託者がガバナンス活動について指針を提示してもほとんど企業に対する影響を与えられないこと、私的年金基金の場合、親企業が系列や取引関係に組み込まれていることから、当然、活動に制約が。

年金資金運用基金；社会保障審議会の答申において「企業経営等に与える影響を考慮し、株式運用においては個別銘柄の選択は行わない。また、株主議決権を行使することは投資収益を目的とする株主として当然であるが、公的機関である基金が直接議決権を行使する場合、国が民間企業の経営に影響を与える等の懸念を生じさせるおそれがあるので、基金が直接行うのではなく、運用を委託した民間運用機関の判断に委ねる。」

and そもそも公的年金が株式をどこまで運用すべきかについても議論あり
(社会保障審議会)

ガバナンス活動の内容

1) 株主議決権行使活動については実際に非常に積極化

委託者サイド：厚生年金基金連合会は昨年議決権行使ガイドラインを整備

2000年度には連合会が株式運用を委託していた運用期間13社はこのべ81件で議決権行使を。

年金資産運用基金：年金資産運用基金については、2001年4月～6月の間に、27,163件の議案に対して14,482件の賛成投票、382件の反対投票。

受託機関も議決権行使には積極的。日本証券投資顧問業協会、個別信託銀行（三菱信託の場合、99年6月から社内ガイドラインを設けて議決権行使を開始、2001年を例にとると、保有株式1,200銘柄のうち、50社を検討対象とし、一部に反対票を。住友信託も、96年から議決権行使の体制整備に乗り出し、ここ3～4年は二桁の数で反対票。

but 懐疑的な見方も。「そもそも効果不明な議決権行使ガイドラインを策定することに意義は感じられない」、「受託機関からのガイドラインの提案をそのまま受け入れているだけ」（企業年金など）

2) フォーカスリストの設定と公表

委託者たる機関投資家の場合：フォーカスリストの設定ということ自体ほとんど考えられない。

受託者たる機関投資家の場合：スクリーニング作業は実施

but いくつかの企業をフォーカスリストとして公表することについては、一様にネガティブ

3) 非公式交渉

委託者が非公式に企業と接触している例はほとんど見受けられない？

「そもそも、厚生年金は準公的な機関であり、一企業の経営に介入することが適切であるかは 疑問がある。また、仮に経営に介入したとしてもそれによって企業の収益力や株価を向上させることができるかどうかは不明」（大手私的年金基金）

受託者側の信託銀行や投資顧問業者の場合：基本的にはアクティブ運用における売買の前提として経営者と非公式に接触」（大手投資顧問会社）

なお受託者の中でも大手保険会社の場合はいささか異色

4) 連携行動

CII的な共同行動

私的企業の場合、取引先やグループとの関係もあり、また、それぞれが競合相手でもあり、運用戦略等の違いもあり、情報をオープンにして共同行動するインセンティブはない？

IRRS的な共同行動

私的年金基金や信託銀行の場合、ガバナンス行動そのものに懐疑的であることからIRRSのような共同行動そのものにもあまり意義を見出さない？ 議案は、利益処分案、退職金、役員選任、少数株主提案、その他（合併など）と概ね決まっておき、議案を分析してもあまり意味がない？

5) 株主提案

日本の機関投資家が株主提案を行なった例はほとんどみあたらない。

米国型の株主提案の内容も我が国ではあまり意味がない？

なお、米国においても機関投資家は必ずしも頻繁に株主提案をしているわけではなく、また、可決されたものの数も少ない。

6) 公開活動

我が国においては委託者、受託者ともに、株主としての活動内容をほとんど公開していない。

3 . 米国におけるコーポレートガバナンス行動の成果

(1) 総論

米国の機関投資家によるコーポレートガバナンスは80年代から90年代にかけて大きく変遷しながらも、非常に大きな影響を企業行動に与えた？

懐疑的？

Patterson(2000)、Karpoff, Malatesta and Walking(1995)、Gillan and Starks(1994), Daily, et al.(1996), Prevost &Rao(1998), Wohlstetter(1993), Lipton and Rosenblum(1991)

有意？

Strickland, Wiles and Zenner(1996)、Nesbitt(1994)やSmith(1996)、Black(1990, 1992)、Pozen(1994)

コーポレートガバナンス行動の成果を一般的に検討してもあまり有意義な分析できず？

ここでは分析の便宜のために、ガバナンス活動の成果を分類

会社のガバナンス構造や定款などに変化を起こすことが
できたか

株価が上昇したか、

企業のパフォーマンスが向上したか

(2) 会社の行動や組織の変化について

非公式の活動の場合

Carleton, Nelson & Weisback(1998)の研究

非公式交渉が企業の行動を変える可能性が高いことを分析
(TAA-CREFFの非公式交渉について前掲)

表立った活動の場合

1) 議決権行使 あまり有意な結果を導きだすことができない?

2) 株主提案 一定の要件を満たす場合には有効?

Smith(1996) : CaIPERSの行動を分析、その影響力が増大していることを分析 1987年から1988年CaIPERSが対象とした15社のうち、受け入れた企業は1社(7%)のみ 1993年には100%の企業が提案を受けい
れ

Wahal(1996) : 1987年から1993年の間に大手年金基金の提案した案がどれだけ賛成票を得て、またどれだけ採用されたかを分析
305提案中95の案件は採用、投票に付されたものは34.7%の賛成票、うち
ポイズンビルなどの提案については29%程度の採用率、ガバナンス関連
は40%の提案採用率。

Gillan and Starks(2000) : 1987年から1994年にいたるまでの452社にかかる2,042の株主提案を分析

連携をとらない個別の投資家の行動は相対的に非効率

一方、機関投資家や投資家の連携行動によるものである場合は、賛成票を投ずるものが多い（その賛成票の割合は近年増加）

Opler and Sokobin(1995) : CIIが1993年にターゲットにした50社多くの企業でCEOの交代やリストラなどが行われた

Gordon and Pound(1993)

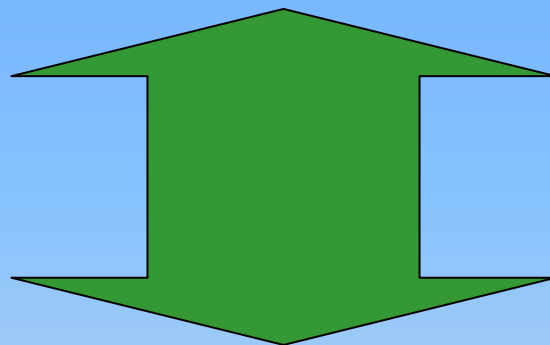
主に機関投資家による提案は高いサポートを受けている点を指摘

Guercio and Hawkins(1996) : 5 大年金基金の活動を分析

株主提案後に、多くの企業において、資産売却やリストラ、取締役会の構成の変化あり。CalPERSによる提案の効果は大きい

(3) 株価

特定の機関投資家が作成するフォーカスリストの分析



一般的な株主提案全般の分析

特定の機関投資家（連携する場合を含む）のフォーカスリストを分析したものの

1) 短期的株価 ターゲットアナウンスは株価低下に、合意は上昇？

Strickland, Wiles and Zenner : USAが対象企業と合意に至ったと宣言した53の事例 宣言を行う前日と宣言をした当日との間で株価は0.9%上昇
Smith(1996) : CalPERSの対象とした39の会社を分析 ターゲットアナウンスされた日を境に通常株価は低下。But CalPERSの提案を実質的に受け入れた企業を取り出してみると株価は1.4%上昇。

2) 長期的株価 ターゲティングなど一定の要件を満たせば有効？

Smith(1996) : CalPERSによってターゲットが宣言されてから3年後の株価を分析、CARベースで市場を10%程度上回る。

Opler and Sokobin(1995) : CIIの活動に焦点 フォーカスリストを株主で連携して作成、行動を行うことが有意義であることを検証。

一方、Wahal(1996) : 年金基金のターゲティングによって株価の上昇が生じている可能性はほとんどない

but Wahalの分析によれば、すくなくとも株価の「低下幅」は改善するなどWahalの結論はいささか客観性に欠ける??

株主提案の観点から分析したもの

1) 短期的株価

Wahal (1996) : 1987年から1993年までの主な基金の活動が対象とした企業を分析 株主提案のアナウンスメントに伴う株価効果はほとんどない

Prevost & Rao(2000) は1988年から1994年までの株主提案を分析

公式な株主提案は非公式な交渉が決裂したことを示すシグナル効果を市場に与えていると推論。

Karpoff, Malatesta and Walking(1996)は、1986年から1990年までに提出された株主提案を分析

The Wall Street Journals紙に掲載された日(27件)の前後では株価は全体としてわずかに低下するもののほとんど変化なし

一方、株主総会の日(534件)の前後について調査 株主提案が成功したとしても株価があがるかどうかは十分に検証できない。

Gillan and Starks (2000) は2,042の株主提案について、提案が送付された日の前1日と後7日の株価を比較

個人投資家からの提案についてはわずかながらポジティブな反応(全体で0.25%程度)が存在したが機関投資家による提案は統計的には有意とはいえない程度のネガティブな反応のみ

株主提案は、通常、経営陣が株主の期待に対して対応しないというネガティブなメッセージを送り、市場からはネガティブな反応で迎えらる?

2) 長期的株価

Prevost & Rao(1998)

株主提案が複数回なされた場合には、株価がむしろ大きく低下

Guercio & Hawkins(1996)

株主提案がなされてから3年後の株価についてNesbitt(1994)と同様の手法をとって分析した結果、ターゲットの対象とされてから3年後の株価は必ずしも十分な違いが見出せない

Nesbittの研究において株価との関連性が強く出ているのは、(ガバナンスの有無とは関係なく)通常業績の悪い企業が業績回復をする一環で株価が上昇することによるのではないか(”may due instead to mean reversion of tendency to rebound from poor performance”)としている。

(4) 企業のパフォーマンス

特定の機関投資家のフォーカスリストを分析したもの

Smith(1996) : CalPERSが対象とした企業のa)operating income, b)operating income/sales, c)operating income/assetsの変化を分析

ガバナンスの対象となったことと企業のパフォーマンスとの間には積極的な相関関係は見出せない

but Smithによれば、c)についてみると、ターゲットとされる前6年間の間に - 16%低下しており、低下幅は大幅に縮小したとみることも可能?

Nesbitt(1994) : 87年から92年までの間にCalPERSがガバナンスの対象とした42社の投資収益率を調査

ガバナンス開始以前の5年間はS & P 500社の指標を平均して66.4%下回っていたのに対して、ガバナンスを開始してからの5年間は平均指標から41.3%上回っている

Wahalは9つの機関投資家の対象とした企業(116社)について、Operating Income/Total AssetとNet Income/Total Assetsを分析

ターゲットとされたかどうかは企業のパフォーマンスにほとんど影響を与えていないと結論づけている。

but Wahalの分析によれば、ターゲットとされた企業はいずれも業績が多少は改善しており、この点についてもWahalの結論はいささか客観性に欠ける感がある。

フォーカスリスト対象企業のパフォーマンスは改善?

株主提案一般に焦点をあてたもの

Karpoff, Malatesta and Walking(1996) : 株主提案と売り上げや資産の増加との関係进行分析
株主提案の内容に関係なく、あまり相関関係がない

ROAについては、株主提案を複数年にわたって受け続けることによって、改善することを示す
場合はあるものの、売上高や収益などにはほとんど影響がなく、また、ガバナンス構造に関する株
主提案はROAの減少につながる場合もある

Gercio and Hawkins(1996) : 株主提案のターゲットにされた企業の3年後の業績について、
Karpoff et al(1996)と同様の手法をとって調査 ROA,ROS,売上などを調べた結果、他の企業との
有意な差異はほとんど見出せない

Prevost & Rao(1998) : CalPERSとCIIが株主提案をした22の会社のoperating income /total
assets(OITA), operating income /sales(OIS), net income before extraordinary items/total
assets(NITA), net income before extraordinary items/sales(NIS)がその後1年から4年後にか
けてどうなるかを分析

概してパフォーマンスが低下すること、うち、一度しか株主提案の対象とならなかった会社につ
いては、ほとんどパフォーマンスに影響がないこと、何度もターゲットになったところについては
パフォーマンスは相対的に大きく低下することを示した。

一般的な株主は企業パフォーマンス改善にはほとんど
役にたたない?

(5) 総合分析

会社の行動や組織の変化

個別の投資家の行なう株主提案（議決権行使も同様と考えられるが）はあまり成果が上がらない

but CalPERSのような大手機関投資家がターゲットとした企業(Smith(1996), Nesbitt(1994)など)や、多数の株主が連携する場合は、会社の行動や組織に大きな変化をあたえるようになってきている？

(CIIの場合。Opler and Sokobin(1995))など)

「株価への影響」

議決権行使はもとより、一般的な株主提案は、短期的株価にも長期的株価にもプラスの影響はなさそう。むしろ、ネガティブメッセージ。

but CalPERSなどの大手公的機関投資家やCII、USAなど、機関投資家を中心として投資家が連携、フォーカスリストを作成して行動を行なう場合には株価、特に長期的株価が上昇する可能性あり？

企業の活動成績 = パフォーマンス

株主提案との相関関係はあまり見出せないが、フォーカスリストとの関係では企業パフォーマンスを向上あるいは悪化を阻んだとするものが存在。

(Nesbitt(1994) やWahal(1996)やSmith(1996))

4. まとめ

米国の機関投資家によるコーポレートガバナンスは企業のパフォーマンスや株価の向上といった90年代以降の目的的成果についてみると条件が必要？

機関投資家のガバナンス活動の背景・目的は日本と米国では違う 米国の仕組みを日本に導入してもそれがうまく機能するかどうかは不明。

活動の内容も日米で相当異なっており、我が国の機関投資家が行なっていないような活動が、実は、企業価値の上昇に寄与している可能性あり。

受託者責任とは何なのか、という点についての基本認識を再確認する必要あり（踊ることは目的ではない？）

企業価値の向上、収益の改善を通じて資産価値の増大を図ることガバナンスの目的とするならば、米国においても、一定の要件（連携行動、フォーカスリストの設定、公開活動など）の下でなければ成果がでていないこと、そういった成果のでないガバナンス活動はむしろ害になる可能性があることを念頭に置く必要あり。

我が国の機関投資家の活動が企業価値や企業収益を向上させたかどうかについては、今後きっちりと検証していく必要あり。

それができない場合には、Waidtke(2002)が指摘するように、機関投資家のガバナンス活動は単なる政治的・社会的・個人的動機に基づくものとみなされても致し方ない？

留意点

ガバナンス活動の意義の見直し（アカウンタビリティ確保への重点化）

機関投資家のガバナンス活動と「制度」との役割分担
（商法？上場基準？米国企業改革法？会計制度の統一（IASBとFASBの連携？）？）

日本としてはより長期的企業価値の増大という観点から
欧州型CSR的分析を見習うべき？

（OECD多国籍企業ガイドライン、グローバルコンパクト、ISO規格、EU Green Paper Jul.2001他、CBC（海外事業活動関連協議会）報告書など）