



RIETI Discussion Paper Series 21-J-036

機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果

日高 航
東京工業大学

池田 直史
日本大学

井上 光太郎
東京工業大学



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所
<https://www.rieti.go.jp/jp/>

2021年7月

機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果

日高 航（東京工業大学大学院）

池田 直史（日本大学）

井上 光太郎（東京工業大学）¹

要旨

筆者たちは、大手機関投資家3社からエンゲージメント活動（投資先企業との対話と交渉）の情報提供を受け、通常は観察できないエンゲージメント活動に関する機関投資家側の動機、エンゲージメントの内容と効果を直接検証している。2017年の改訂スチュワードシップコードにより機関投資家にとってモニタリングに関するコスト・ベネフィットが大きく変化し、本格的エンゲージメントが開始されたタイミングを活かし、2017年から2019年の期間ののべ3千回以上のエンゲージメントを分析対象とした。主要な結果としては、各機関投資家は自らの株式保有比率が高く、かつガバナンス体制に問題がある企業に対してエンゲージメント活動を行っている。エンゲージメントにより、その対象企業では社外独立取締役比率と役員持株比率が上昇する一方で、政策保有株比率が減少し、買収防衛策が廃止されるなどガバナンスの改善が確認できた。またエンゲージメント先企業では、ROEまたはTobin's Qの上昇が観測された。これらの結果は、機関投資家のエンゲージメントは投資先企業のガバナンスと機関投資家の投資パフォーマンスを共に改善しており、企業の効率性改善に資する行動と評価できる。

Keyword; *Institutional Investors, Corporate Governance, Private Engagement*

JEL Classification: *G23, G28, G32, G38*

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、所属する組織及び（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

¹ Corresponding Author; 井上光太郎（東京工業大学・工学院経営工学系教授）、本稿策定に当たり大手機関投資家3社よりエンゲージメントデータの提供を受け、また分析内容、解釈について多くの助言を受けた。またRIETI、GPIFおよび金融庁のワークショップ、および日本ファイナンス学会2021年大会の参加者から多くの助言を得た。記して謝意を表したい。本研究は科研費21K01556の助成を受けている。本稿は、（独）経済産業研究所におけるプロジェクト「企業統治分析のフロンティア」の成果の一部である。

1 はじめに

世界の株主構造が、個人や銀行、企業グループから、機関投資家へと変化し、機関投資家が投資先企業に対するモニタリングの役割を担えるかについての関心が高まっている。米国では 2015 年時点で BlackRock などパッシブ投資家上位 3 社合計で SP500 社に対する株式保有比率は約 18% に達し、9 割弱の会社において筆頭株主の地位にある (Fichtner et al.; 2017)。日本は米国ほど機関投資家のパッシブ化が進んでいない。しかし、日銀の ETF 購入、GPIF の株式の委託投資拡大より一部のパッシブ投資家が巨大化し、2019 年時点で BlackRock は電機産業に着目すればソニー、NEC、富士通など主要企業の株式の 5% 以上を保有するに至っている。

こうした機関投資家、特にインデックス投資家の株主としての重要性の増大を背景に、本稿では 2017 年頃から本格化した日本企業における機関投資家のエンゲージメント活動に関して、機関投資家の投資先企業に対するモニタリング活動に対するインセンティブ（以下、モニタリング・インセンティブ）とエンゲージメント活動の関係、ならびに投資先企業のガバナンス体制とエンゲージメント活動の関係を明らかにすることを試みる。さらに機関投資家のエンゲージメント活動によってコーポレートガバナンス体制や企業の収益性や企業価値評価が改善されるかについて検証する。

一般に機関投資家のモニタリング活動やエンゲージメント活動は開示されないため、直接観察することは出来ない。このことは機関投資家が企業行動やガバナンス体制に与える影響を分析する上で潜在的なバイアスを生む (Edmans and Holderness, 2017)。この問題を回避して機関投資家の企業行動やガバナンス体制に与える効果を検証するため、筆者たちは、日本でアセットマネジメント業務を行う大手機関投資家 3 社から 2017 年から 2019 年の期間の詳細なエンゲージメントデータの提供を受け、機関投資家のエンゲージメント活動を直接観測し、分析を行っている。本分析の対象期間の最初の年である 2017 年は日本版スチュワードシップコード改訂、日本最大の年金基金である GPIF がスチュワードシップ活動原則策定の年であり、日本の機関投資家による投資先企業に対するモニタリング活動においては重要なターニングポイントとなっている。

上場企業では、経営者と投資家間の情報の非対称性から生じる経営者のエージェンシー問題が懸念されている。特に、フリーキャッシュフロー問題は、代表的な経営者のエージェンシー問題である (Jensen; 1986)。この問題を解決するために投資家は、経営者の努力や行動をモニタリングし、必要に応じて介入することで価値の損失であるエージェンシーコス

トを減少させることができる。しかし、モニタリングを行うにあたりフリーライダー問題が存在する(Grossman and Hart; 1980, Shleifer and Vishny; 1986)。株主のモニタリングには費用が発生し、一方でモニタリングによる企業の経営改善の便益は株主全員に分散してしまう。このため、一般にベンチマークに連動する運用を行うなど高度に分散化したポートフォリオを持つ機関投資家は、モニタリングを行う十分な経済的動機を持たず、したがってその保有比率の上昇は、株式市場からのモニタリング水準を低下させる懸念がある。この懸念は特に市場ポートフォリオに投資するパッシブ投資家で深刻になる(Schmidt and Fahlenbrach; 2017)。日本でも、日本最大のアセットオーナーである GPIF (Government Pension Investment Fund)の株式運用のうち、90%がパッシブ投資であると同ファンドは報告している。

これらの問題を解決するために、日本では 2014 年に日本版スチュワードシップコードが導入され、機関投資家の責任投資の行動規範について規定された。さらに、2017 年にはこの日本版スチュワードシップコードは改訂され、アセットマネージャーである機関投資家における議決権行使結果の公表の充実性や取り組みに対する自己評価の公表を求めるだけでなく、アセットオーナーに対しても運用機関であるアセットマネージャーに対する実効的なモニタリングの必要性についての内容が加えられた。これを受けて日本最大の年金基金である GPIF が 2017 年 6 月に、スチュワードシップ活動原則を策定し、運用機関に対し、その中で運用受託機関は、エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動については長期の視点からリスク調整後のリターン向上に資する内容、質を重視して実効性のあるものになるように取り組むことを要請した。本稿で扱うデータを提供した機関投資家へのヒアリングに基づけば、これらの 2017 年の一連のソフトローの導入は、機関投資家がエンゲージメントの実質化に取り組む大きな契機になったとしている。

したがって本研究は、2017 年以降に本格化してきた大手機関投資家のエンゲージメント活動の実証ということが出来る。制度変更によりエンゲージメントを行わないことのアセットマネージャーにとってのフリーライダーすることのコストが上昇するという変化に対応した、最初の積極的なエンゲージメント活動の効果の検証として位置づけることが出来る。

本研究の貢献として、日本の大手機関投資家によるエンゲージメント活動の最初の検証であることが挙げられる。一般に市場の注目を集めて投資先企業の株価を押し上げようという動機を持つアクティビスト・ヘッジファンドと異なり、分散投資を行う一般の機関投資家は、エンゲージメント活動を外部に積極的に開示する動機を持たず、開示規則等でも要求されないため、エンゲージメント活動を外部から観測することは難しい。このため、筆者の

知る限り実際の機関投資家のエンゲージメントを観測してその効果を分析した論文は、個別の機関投資家からデータ提供を受けて分析を行った数例しかない(Carleton et al. ;1998, Dimson et al.; 2015, Becht et al.; 2019)。その中でも本稿が分析の設計において参考になっている Dimson et al. (2015)は、事前のパフォーマンスが悪くアセットマネージャーの株式保有比率が高い企業に対してエンゲージメント活動が行われており、エンゲージメント活動は正の超過収益率を発生させ、企業パフォーマンスやガバナンス体制が改善させると報告している。ただし、Dimson et al. (2015)の分析対象は機関投資家1社のみエンゲージメントであり、結果の一般化が出来るかは不明である。

これに対し本稿では、2017年から2020年までの日本上場企業に対する大手機関投資家3社のエンゲージメント活動を分析対象としている。3社のエンゲージメント活動を分析対象とすることで、分析結果の一般化が出来るほか、異なる機関投資家の同一企業に対する重複したエンゲージメントの効果などを明らかにしており、これは本論文での新規性として挙げられる。

また、日本を研究対象にすることは、英米市場を対象とする研究に対し、独自の意義がある。日本では1990年頃まで銀行と事業法人が上場企業株式の約70%を保有していたが、株式保有構造の変化で2000年前後には銀行・保険、事業法人、外国人投資家、国内機関投資家、個人がそれぞれ約20%を保有する構造に変化した。その後、さらに海外投資家と国内機関投資家の株式保有比率上昇でこの2つのグループで50%超を保有するようになり、経営者のモニタリングの主体は銀行、系列やグループ企業など事業法人の2グループから、国内外の機関投資家に大きく転換した¹。従来の日本企業における財閥やメインバンクの株主保有を通じたガバナンスの影響が低下し、責任をもって企業をモニタリングする株主が不在となっているとすれば、ガバナンスの空洞化が懸念される(Hoshi and Kashyap; 2004)。こうした状況の中、機関投資家のモニタリングの実効性を明らかにすることは、元々は銀行中心のガバナンス体制だった国で、機関投資家中心のガバナンス体制に移行する中での機関投資家の役割を検討する上で重要な分析対象となる。

本分析は2段階に分けた分析であり、第一段階目では、Chen et al. (2007)などの先行研究で暗黙の仮定として置かれていた、企業に対する株式保有比率が高い際にモニタリング・インセンティブが発生し、実際にエンゲージメント活動を行っているかどうかについて検証している。その際にモニタリング・インセンティブだけではなく、企業のガバナンス体制や

¹ JPX「2019年度株式分布状況調査の調査結果について」に基づく。

<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000004tjzy-att/j-bunpu2019.pdf>

機関投資家の投資スタイルがエンゲージメント活動先企業の選択要因として影響があるのかについても明らかにする。

第二段階目の分析では、エンゲージメント活動が行われた企業において、企業パフォーマンスや企業ガバナンス体制に改善が見られるのかを検証する。その際にエンゲージメントの内容や対話の相手の役職によって効果に差異があるのかどうかについても明らかにする。また、エンゲージメント活動が行われた結果、収益性や企業価値評価に表れているのかも明らかにする。エンゲージメントはその開始も合意も情報開示対象でないため、株式市場はその情報を速やかには織り込めない。しかし、企業側のエンゲージメントへの対応が株式市場で認知されているとすれば、エンゲージメント後の企業価値の改善が期待できる。機関投資家にとって、エンゲージメントがターゲット企業の企業価値に positive な効果を持つことはエンゲージメント・コストを回収する上で重要であり、機関投資家が継続的にエンゲージメント活動にコミットするかに影響を及ぼすだろう。

本研究の主要な分析結果は以下のとおりである。第一段階目での分析結果としては、機関投資家のアクティブ運用分のモニタリング・インセンティブの代理指標である株式保有比率が高い企業先、および機関投資家のパッシブ運用分のモニタリング・インセンティブの代理指標である時価総額の大きな投資先企業に対してエンゲージメント活動を行っている結果が得られた。これらは、エンゲージメントを行う機関投資家自身のコストとベネフィットの関係から予測できるモニタリングのインセンティブと整合的な結果と解釈できる。

投資先企業の事前のガバナンス体制がエンゲージメント活動に結び付いているかどうかについては、現金保有比率が高い、買収防衛策を導入している、Tobin's Q が低いなどの性格の企業に対してエンゲージメント活動が積極的に行われている結果が得られた。これは、コーポレートガバナンス上の問題点の多い企業に対してエンゲージメントが行われていることを示す。一方で、独立取締役比率が高い、統合報告書を提出しているといった性格の企業がターゲットになっており、これはガバナンスの課題のある企業をターゲットにすると言う見方に反するが、筆者たちはこの結果について経営者が自社のガバナンスや株式市場を意識しており、対話に臨もうという経営者の姿勢がある企業としかエンゲージメントが成立していないと解釈している。

第二段階目のエンゲージメント活動による企業のガバナンス体制の改善については、エンゲージメントを企業にとっては外生的イベントとして捉える Difference in Difference 分析により、エンゲージメント後に独立取締役比率の上昇、政策保有株比率の縮小、買収防衛策の廃止、および役員持株比率の上昇などガバナンスの改善と整合的な効果が確認できた。このいくつかの効果については、特に同一企業に対し、2社目のエンゲージメントが行われ

た後に顕著な改善が見られた。さらに ROE の改善がみられ、これはエンゲージメントの約 7 割が資本効率改善に関するエンゲージメントであったことと整合的結果である。2017 年から 2019 年までエンゲージメント活動の詳細なデータが揃っている機関投資家 2 社によるエンゲージメント活動のサブサンプルにおける分析では、Tobin's Q の改善効果も確認された。また、CEO クラスと対話した際に ROE が改善する結果も得られている。

以上の分析結果より、機関投資家のモニタリング・インセンティブが高い企業に対して、実際にモニタリング活動が行われているとのこれまでの研究 (Gillan and Starks; 2003, Ferreira and Matos; 2008, Chen et al.; 2007) の前提が支持された。また Dimson et al. (2015) では特に環境・社会に関しての活動内容について効果が確認されていたのに対して、本研究ではコーポレートガバナンスの内容を含めエンゲージメント活動が行われた企業でガバナンス、収益性、企業価値評価が改善されていることが示された。また、複数社が同一企業に対しエンゲージメントを行うことで、効果が強化されることも本研究の新規の発見である。

本研究は従来のコーポレートガバナンス研究の中では観察困難なブラックボックスとして扱われていた部分に光を当てるといふ学術上の貢献がある。また、最近の日本におけるコーポレートガバナンス改革の成果として、機関投資家による積極的なエンゲージメント活動が開始され、特に投資先企業のガバナンス改善効果を示した点で、制度評価に対する貢献がある。

本論文の構成は以下のとおりである。第 2 節では関連する先行研究をレビューし、第 3 節では仮説を構築する。第 4 節では今回提供して頂いたエンゲージメント活動データについて述べ、第 5 節では、用いた企業レベルデータと用いた変数について述べている。第 6 節では本分析の第一段階目であるモニタリング・インセンティブとエンゲージメント活動との関係性についての結果を示しており、第 7 節では第二段階目であるエンゲージメント活動とガバナンス体制、収益性、企業価値評価についての結果を示している。第 8 節にて結論を述べる。

2 先行研究

Jensen(1986)は、モニタリングの強化が経営者の管理下にあるリソースを削減し、フリーキャッシュフロー問題を緩和すると主張している。このモニタリングに関して、Gillan and Starks(2003)は、機関投資家が株主と経営者との間のエージェンシー問題を軽減し、企業価値を向上させると位置づけている。しかしながら、機関投資家は必ずしも彼らのポートフォリオ内にある企業をモニタリングしているわけではない。多くの研究はフリーラ

イダー問題により、分散化した株主によるモニタリングは期待できないと主張している (Grossman and Hart; 1980, Shleifer and Vishny; 1986)。たとえ機関投資家がポートフォリオ内の企業の経営をモニタリングするために費用を負担する場合でも、モニタリングから得られる利益はすべての株主に対して分散し、モニタリングを行った投資家にはその持分比率に応じた便益しか帰属しない。よって、分散投資を行う典型的な機関投資家は、企業のモニタリングをするインセンティブをもたず、その十分な努力を行わない。

Chen et al. (2007) は機関投資家の企業に対する持分の大きさ、機関投資家の独立性、機関投資家が企業に投資してる期間の長さに応じて、モニタリング・インセンティブは高まると主張している。株式保有比率の大きな機関投資家は経営者や取締役会にアクセスしやすく、モニタリングコストを減少できる。Kang et al. (2018) は、実際にブロック株主となっている機関投資家の数は、強制的な CEO 交代によるパフォーマンスの改善、強制的な CEO 交代と正の関係があると報告している。機関投資家が情報を多く持っている場合、これらの結果はより顕著になる。またガバナンスに関しての内容だけではなく、機関投資家による保有が環境・社会(E&S)パフォーマンスと正の関係がある報告もある (Dyck et al.; 2019)。機関投資家によるモニタリングは、投資先企業をターゲットとする M&A における取引成立率の向上、高い支配プレミアムの獲得と正の関係をもつ (Fich et al., 2015)、保有現金のより高い限界価値をもっている (Ward et al., 2018)。

機関投資家の独立性もまたモニタリング・インセンティブにおける重要な項目である。投資先企業が将来の顧客になる可能性がある場合、機関投資家はそのような企業との利益相反のため積極的なモニタリングが行えない (Black, 1990)。したがって、独立系投資顧問やミューチュアルファンドなど、企業との取引関係が少ない機関投資家は、潜在的に積極的なモニターになる可能性がある。Cornett et al. (2007)、Ferreira and Matos (2008)、Aggarwal et al. (2011) など、日本に関しても宮島、保田、小川 (2017) は、こうした機関投資家の独立性の重要性を指摘している。なお、今回の分析対象となっている大手機関投資家 3 社は全て銀行系ではなく、その点で独立系機関投資家と位置付けられる。

米国市場ほどではないが、日本市場でも機関投資家の中でパッシブ投資家の比率が上昇している。インデックス連動ポートフォリオに投資するパッシブ投資家のモニタリング効果に注目し、相反する結果を報告している研究も存在する。Schmidt and Fahlenbrach (2017) は、パッシブ投資家は、CEO の権限を高め、新しい独立取締役の選任を減らし、合併や買収を悪化させることを示し、パッシブ投資家によるモニタリングの不在がエージェンシー問題を引き起こすと主張している。一方では、Appel et al. (2016) が、パッシブ投資家は、より多くの独立した取締役、買収防衛策の排除、そして平等な投票権をもたらす

と主張している。Schmidt and Fahlenbrach (2017)は、コーポレートガバナンスの行動対象のコストの違いがこれらの違いを引き起こすと説明している。パッシブ投資家は、合併や買収の監視や取締役の選任などの高コストのガバナンス行動を実行することはできないが、パフォーマンスの悪い取締役に対しての反対投票などの低コスト行動は実行できると解釈している。

機関投資家のモニタリング活動は、一般に情報開示されないため、直接の観測が難しい。アクティビズムの研究では公開情報で観測されるアクティビズムを検証する論文が多いが、機関投資家は事前にプライベート・エンゲージメントを行い、それが経営陣と合意に至らないケースに外部から観測可能なパブリック・エンゲージメントや株主総会における反対投票、または株式売却 (Exit) を行っていることが多いとすれば (McCahery et al. 2016)、公開データで観測可能なアクティビズムの分析は潜在的にセレクションバイアスがある (Edmans and Holderness, 2017)。最近では様々なデータを取得して、機関投資家の実際のモニタリングにおける活動に注目する論文も増えている。そもそも機関投資家がどのような企業に注目しているかについて、Edgar Online の企業の開示情報へのアクセスログを情報開示請求で入手し分析した Peter et al. (2020) があるが、このように機関投資家のモニタリング行動の分析はいかにデータを取得するかが障害となる。McCahery et al. (2016) は機関投資家にアンケート調査を行った結果、機関投資家が保有している企業の株式を売却する手段を使用する前にエンゲージメント活動が行われており、長期的な保有をしている株主や株式の流動性を気にしていない投資家ほどエンゲージメント活動を行う傾向があることを報告している。また、ほとんどの機関投資家はプロキシ・アドバイザーを利用しており、彼から得られる情報によって自身の議決権行使の意思決定を向上させると考えていることも報告している。

本研究と同様に機関投資家のエンゲージメント活動のデータを入手、直接分析した初期の研究である Carleton et al. (1998)は、米国大学教職員退職年金保険基金による 1992 年から 1996 年の 45 社に対するエンゲージメント活動を分析し、合意できなかった 29%を含め最終的に 95%で最終的に会社は提案に従う行動をとっており、エンゲージメントは効果的であったことを報告している。Dimson et al. (2015)は、エンゲージメント先企業に関しては、パフォーマンスが低い企業、劣ったガバナンス体制、アセットマネージャーに高く保有されている企業ほどエンゲージメントのターゲットになりやすいと示している。エンゲージメントによる株式への影響については、ESG に関するエンゲージメント活動は正の超過収益率を発生させると示しており、特にエンゲージメント内容がコーポレートガバナンスに関するものと異常気象に関する内容であった際にさらに正の超過収益率を発生させ

ると示している。また、エンゲージメントが成功した場合にはさらに超過収益率が増えるとも示している。企業パフォーマンスに関する影響としては、環境・社会に関するエンゲージメントをされた企業は利益率、効率性やガバナンス体制が改善されることを示している。Becht et al. (2019) では機関投資家におけるエンゲージメント活動を行うチームと最終的な売買の判断を行うファンドマネージャーとの関係性について着目している。彼らの報告によるとファンドマネージャーの投資判断はエンゲージメント活動の影響を受けており、影響を受けた企業のポートフォリオからは正の異常収益率を確認している。しかし、これらの研究で対象とされているのは機関投資家1社のみで、複数の機関投資家による重複したエンゲージメント活動情報を用いた研究はない。また、これまでの研究対象となった英国ではエンゲージメントが長期にわたり幅広く行われてきたが、日本では2017年以降に急激に開始され、拡大されており、その点で創成期のエンゲージメント活動の分析が可能となっている点に、分析上のセッティングの利点がある。

3 仮説

本研究は、特に機関投資家のモニタリング・インセンティブによるエンゲージメント活動先企業選択、およびエンゲージメント活動による企業価値への効果に焦点を当てる。データ提供元の機関投資家との合意により、外資系か、国内系かなど機関投資家間の差異には焦点を当てない。これは実際に機関投資家は3社しかなく、その差から一般的な知見を引き出すことは難しいからでもある。一方で、複数社のエンゲージメント活動を分析している利点を活かして、3社のエンゲージメントの相乗作用については分析の焦点を当てる。

投資家が投資先企業をモニタリングする動機に関しては、フリーライダー問題を前提に、モニタリングのコストとベネフィットに注目する (Grossman and Hart; 1980, Shleifer and Vishny; 1986)。機関投資家の株式保有比率が大きければ、経営者や取締役会にアクセスしやすくなることからモニタリング・コストが低下するだけでなく、モニタリングによる価値の増分が多く帰属するため、モニタリングを行うインセンティブは相対的に高まる (Chen et al.; 2007)。したがって機関投資家の株式保有比率が大きい企業に対してモニタリング・インセンティブが高くなり、エンゲージメント活動が行われる確率が上昇すると予測する。

エンゲージメント活動効果は、ガバナンス、事業ポートフォリオの適正化、経営戦略、株主還元、環境と社会的側面への対応など多岐にわたる。機関投資家の持分比率が高い場

合に、機関投資家は相対的に強い交渉力を有するため、機関投資家が提起した経営上の課題に、経営者が対応することが予測される。また、提起された課題に直接対応が難しければ、他の実行可能な対策を取ることもあるだろう。このことから、機関投資家のエンゲージメント活動による効果は、企業のガバナンス体制の他、財務パフォーマンス、企業価値評価の向上にも結び付くと予測する。実際に、機関投資家のエンゲージメントの目的は自身のポートフォリオのパフォーマンス改善であり、特に保有比率の高い企業群で企業価値評価の改善があればそれは目的に合致する。

さらに機関投資家1社から経営上の課題について改善を求められる場合よりも、複数の機関投資家から改善を求められる場合の方が、企業側も経営上の課題に注意を払うようになると期待できる。Crane et al. (2019)は、複数の機関投資家間の連携したVoiceは、ターゲット企業のガバナンスを強化する効果があると報告している。日本では、特定企業に対する機関投資家の連携したエンゲージメントや集団エンゲージメントはまだ実績としてほとんどなく、本稿の分析対象でも存在しないが、偶然によるものでも2社以上のエンゲージメントは集団エンゲージメントと同様の効果を持つと予測する。

以上の議論から、機関投資家のエンゲージメント活動先企業の選択と活動に対する効果について、次の2つの仮説を構築する。

仮説1

機関投資家のモニタリング・インセンティブが高い企業先にエンゲージメント活動が行われる。特に企業のガバナンス体制が問題を持ち、モニタリング・インセンティブが高い企業に対してエンゲージメント活動が行われる。

仮説2

機関投資家がエンゲージメント活動を行った企業先はガバナンス体制、財務パフォーマンス、企業価値評価が向上する。機関投資家1社の場合よりも、同一企業に複数社がエンゲージメントを行う際に効果が強まる。

なお、分析においてはモニタリング・インセンティブを、アクティブファンドとパッシブファンドに分ける試みを行っている。パッシブ投資家は理論上、全企業の時価加重ポートフォリオを保有するため、保有比率は同一になるが、ポートフォリオ内の投資ウエイトは時価総額に比例するため、そのモニタリング・インセンティブの代理指標として時価総額の自然対数を採用している。アクティブ投資家のモニタリング・インセンティブの代理

指標に関しては従来の研究通り、株式保有比率(Shareholding)を採用する。時価総額をコントロールしているため、株式保有比率はアクティブファンドのポジションの代理変数となる。

エンゲージメントによる投資先企業のガバナンス体制に対する効果は、特にガバナンス上重要と考えられるモニタリング体制に関して社外独立取締役比率(Ind-Direc Ratio)、政策保有株式比率(Noninvest-Shares Ratio)、買収防衛策導入の有無(Poison Pill Dummy)、フリーキャッシュフロー問題に関して現金保有比率(Cash Ratio)、経営者のインセンティブに関して役員持株比率(Director Shares)、ストックオプション導入の有無(Stock Option Dummy)、情報開示に関して統合報告書の有無(Integrated Report)に対する影響を検証する。

4 エンゲージメント活動データ

4.1 エンゲージメント活動データ提供先企業

本稿では、井上研究室が、2019年秋から2020年夏にかけて30以上の大手機関投資家にエンゲージメントデータの提供を呼びかけ、この呼びかけに応じた大手機関投資家3社からエンゲージメント活動内容についての詳細なデータ提供を受け、研究を行っている²。

この3社はいずれも年金基金など個別のアセットオーナーの投資資金の受託運用と、投資信託を運用する大手アセットマネージャーであり、グローバル市場で活躍している。外資系と日系の両方が入っているが、外資系の会社も日本法人で日本国内の運用および営業を行っており、日本株を対象とする公募投資信託も数多く運用している。3社ともエンゲージメント専門スタッフ、アナリストチームが主としてエンゲージメントを行っているが、ファンドマネージャーも同席することも多い。この3社はいずれもエンゲージメント活動に積極的であり、筆者たちのような第三者の客観的評価を受けることに価値を見出していた。したがって、本稿の結果は、特にエンゲージメントに積極的な態度を他

² このデータ提供に関して、筆者たちは3社と個別に秘密保持の合意を行い、また各社に対しデータ分析結果の報告の約束をしている。3社は独立に筆者たちとデータ交換しており、相互に会社名は開示されていない。それ以外に本データの授受に関して筆者たちと3社の間では一切の共同研究、受託研究、研究助成など資金授受は一切存在しない。本データの提供と別に独立した事項として、筆者の一人が3社のうちの1社の独立諮問委員会委員に着任しているが、本研究とは関係はなく、所属大学の利益相反の規程に当たらないとの判断を得ている。

社との差別化戦略としている機関投資家を分析対象としている点で、特にその効果の分析結果については潜在的に上方バイアスが存在する。

本研究ではデータ提供元の機関投資家およびエンゲージメント対象企業の社名やエンゲージメント当事者を特定する情報等を一切公開しないことを各社と約束の上で分析を行っている。そのため、今後今回データ提供を受けた機関投資家3社の名前をX社、Y社、Z社という形で明示し、機関投資家ごとの分析結果や詳細内容については報告を行わない。また、機関投資家の特定を防ぐため、データ提供を受けた機関投資家が日系か外資系かどうかについても伏せて分析を行う。

ここからは、3社からエンゲージメントデータの提供を頂けたかについて記述していく。機関投資家X社(Firm X)のエンゲージメントデータ提供期間については、2017年から2019年までの3年間に渡る。それ以前の期間の詳細な記録はない。全体のエンゲージメントデータ件数としては583件となっており、エンゲージメント実行企業数としては307社となっている。1企業あたりの平均エンゲージメント活動回数は1.9回となっており、2回以上エンゲージメント活動を行っている企業は121社と全体の39%となっている。エンゲージメントデータの項目としては、エンゲージメント実行日時、面談場所、先方対応者、9種類のエンゲージメント活動類型分類が含まれている。

機関投資家Y社(Firm Y)のエンゲージメントデータ提供期間については、2013年から2019年までの7年間に渡る。全体のエンゲージメントデータ件数としては295件となっており、エンゲージメント実行企業数としては134社となっている。ただし、2016年以前の対象会社数は合計37件で、2017年の1年分の対象会社数41社に及ばない。このことは、2017年以降にY社のエンゲージメントが積極化していることを示す。1企業あたりの平均エンゲージメント活動回数は2.2回となっており、2回以上エンゲージメント活動を行っている企業は70社と全体の52%となっている。エンゲージメントデータの項目としては、エンゲージメント実行日時、面談形式、先方対応者、先方肩書き、Y社面談対応者、5種類のエンゲージメント活動類型分類、エンゲージメント活動内容文面、エンゲージメントの進捗・結果が含まれている。

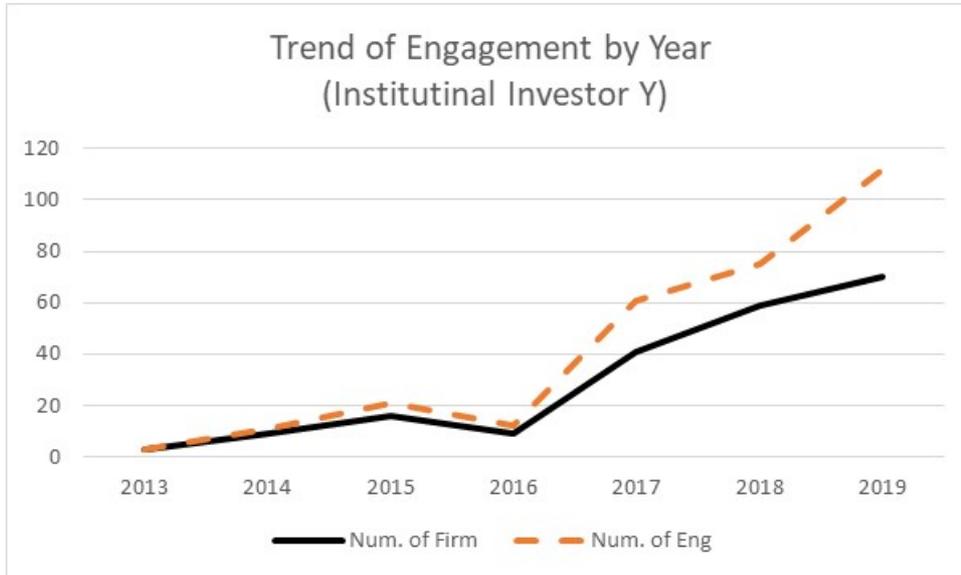
機関投資家Z社(Firm Z)のエンゲージメントデータ提供期間については、2017年から2020年までの4年間に渡る。ただ今回データ提供を受けた時期が2020年の中旬だったため、本研究上使用するデータ期間としては2019年までの3年間のデータを使用している。今回研究で使用したエンゲージメントデータ件数としては2,322件となっており、エンゲージメント実行企業数としては1,010社となっており、3社の中で一番多い。2017年以降の3年間でエンゲージメント専門チームが過半数のケースで対話を行っており、

組織的エンゲージメントが増加していることを示す。1企業あたりの平均エンゲージメント活動回数は2.3回となっており、3社とも分析期間の3年間に1社当たり平均2回程度のエンゲージメントを行っていることを示す。エンゲージメントデータの項目としては、エンゲージメント実行日時、面談形式、先方対応者、Z社面談対応者、9種類のエンゲージメント活動類型分類、エンゲージメント活動内容文面が含まれている。エンゲージメント活動類型分類および活動内容文面については2019年以降に記録を取るようになり、それ以前の時期についてエンゲージメントの内容を整理したデータは存在しない。

なお、3社とも大手アセットマネジメントの性格として、パッシブとアクティブの両方のポートフォリオを運用しており、その両方のポートフォリオマネージャーおよびバイサイド・アナリストの問題意識に沿って、主としてエンゲージメントチームが対話を行っており、個々のエンゲージメントをパッシブ、アクティブに分割は出来ない。

X社とY社がエンゲージメントの記録をデータ化し始めたのは、上記のデータ提供期間と概ね一致し、Z社については2013年からデータはあるが2018年以前の時期の詳細な内容はデータ化していないとのことである。これは、エンゲージメントが2014年のスチュワードシップコードの導入後に実質的にスタートしたこと、さらに2017年5月の改訂スチュワードシップコードにおいて、アセットオーナーによる実効的チェック、パッシブ運用における対話等、議決権行使結果の公表の充実などが追加され、このソフトローへの対応がアセットオーナーである大手年金基金と、アセットマネージャーである運用機関の両方においてエンゲージメントとその管理が重要視されるきっかけとなったためである。Figure 1は、2013年からのエンゲージメントが記録されていたY社のエンゲージメントの動向である。同社のエンゲージメント件数が2017年から急増していることが見て取れる。

Figure 1 エンゲージメントの時系列動向 (Y社のケース)



4.2 エンゲージメント活動内容の分類

各社から提供を受けたデータは、対話を行った日、相手企業、相手の役職、機関投資家側の当事者、対話内容の概要からなる。これらに基づき、最初に基本的なエンゲージメント活動内容について認識する変数として、エンゲージメント活動を行った年・月に1が立つ Eng、エンゲージメント活動を行った年・月以降に1が立つ Post Eng、エンゲージメント活動内容の内ガバナンスに関するものであった際に1が立つ Gov. Eng、エンゲージメント活動内容の内環境・社会に関するものであった際に1が立つ E&S Eng を最初に分類している。

本研究では、特にガバナンスに関するエンゲージメントに分析の焦点を当てた。これは、例えばY社とZ社ではエンゲージメントの95%以上でガバナンスに関するエンゲージメントが行われており、環境や社会問題のみを対象とするエンゲージメントは非常に少数に限られるためである。ガバナンス問題の中でも、フリーキャッシュフロー問題 (Jensen, 1986) への対応、モニタリング、アラインメント、Bonding という各側面を捉えるため、各社の独自の分類で整理されていたエンゲージメント内容を、筆者が手作業で上記4種類のカテゴリーに再分類し、それぞれをダミー変数として認識した。その再分類の妥当性は機関投資家に確認してもらっている。ガバナンスに関する内容のうち、フリーキャッシュフロー問題を改善させるとされているエンゲージメント活動内容 (事業ポートフォリオ、資本効率、配当、現金保有など) についてエンゲージメントされていた際に1が立つ

Capital Alloc. Eng、ガバナンスに関する内容の内モニタリング問題を改善させるとされているエンゲージメント活動内容（取締役会、株主案件、政策保有株、買収防衛策など）についてエンゲージメントされていた際に1が立つ Monitoring Eng、ガバナンスに関する内容の内経営者報酬や経営者指名などのインセンティブ設計についてエンゲージメントされていた際に1が立つ Incentive Eng、ガバナンスに関する内容の内、情報の非対称性の緩和に役立つ情報開示の充実についてエンゲージメントされていた際に1が立つ Discl. Eng を、いずれもダミー変数として設定した。

その他エンゲージメント活動における対話相手を認識する変数として、先方対応者にCEOが含まれていた際に1が立つ Eng. with CEO、機関投資家側の対話当事者がエンゲージメント専門スタッフである際に1が立つ Eng. GovTeam をダミー変数として設定している。

Eng、Post Eng、Eng. with CEO、Eng. GovTeam の変数についてX社では2017年から2019年まで、Y社およびZ社では2013年から2019年まで作成している。Gov. Eng、E&S Eng、Capital Alloc. Eng、Monitoring Eng、Incentive Eng、Discl. Eng の変数についてX社では2017年から2019年まで、Y社では2013年から2019年まで、Z社では2019年のみ作成している。

以上のエンゲージメント活動に関する変数および定義については、Appendix 2 にて記述している。

4.3 エンゲージメント活動データの統計量

Table 1 は機関投資家各社の年度ごとのエンゲージメント活動企業数(Num. of Firm)、エンゲージメント件数(Num. of Eng)、エンゲージメント件数単位エンゲージメント分類変数の統計量の表である。Num. of Eng のカッコ内はエンゲージメントの全件数に対する%である。それ以外の変数についてのカッコ内はその年のエンゲージメント件数に対する%である。注意が必要なのは1回のエンゲージメント内で話し合われる内容は必ずしも1つではない。例えばガバナンスに関する話と環境・社会に関する話を1回のエンゲージメントで話し合われていることが一般的である。

Table 1 よりZ社のエンゲージメント活動企業数は1,010社となっており、X社の307社とY社の117社と比べて件数が多い。これはZ社が幅広い国内銘柄を保有しており相手会社と面談する機会が他の2社と比べ多いためであろう。

エンゲージメント活動の内容の内3社とも8・9割がガバナンスに関するエンゲージメント (Gov. Eng) となっており、環境や社会問題に関するエンゲージメント (E&S Eng)

については後半割合が増えてきており全体としては3社とも3割前後となっていてガバナンスに関するエンゲージメントと同時に行われていることが大半である。これは Dimson et al. (2015)での研究で使用されていた機関投資家のエンゲージメント活動では環境や社会問題に関するエンゲージメント6割近くあったのに対しては低い。日本国内では現状ガバナンス問題を中心としたエンゲージメント活動が行われていることが分かる。

ガバナンスに関するエンゲージメントをさらに対話内容で4分類した項目に関しては、Y社とZ社に関しては資本効率 (Capital Alloc. Eng) とモニタリング (Monitoring Eng) に関する対話が大半を占めており、経営者報酬 (Incentive Eng) と情報開示充実 (Discl. Eng) に関しては割合としては少なくなっている。X社では Capital Alloc. Eng が割合として高く、それ以外の割合が低くなっている。3社とも資本効率問題に関するエンゲージメントが共通して高いことは、日本企業の資本効率が課題と投資家がみなしていることを示唆する。

CEOとの面談 (Eng. with CEO) についてはZ社が3割と割合が高く、X社とY社に関しては1割程度となっている。これはZ社が3社の中では相対的に高い保有比率で株式を保有しており、投資先企業のCEOとの面談のセッティングが比較的容易であるためと考えられる。一方、機関投資家側の対話出席者が、エンゲージメントチームか、アナリストやファンドマネージャーかについてはエンゲージメントチーム (Eng. GovTeam) の割合が、Y社はほとんどの年で9割後半となっており、エンゲージメントチームを中心として行動していることが分かる。X社およびZ社については4・5割となっており、エンゲージメントチームを含まない形、すなわちアナリストやファンドマネージャーによるエンゲージメント活動が多いことが分かる。

以上 Table 1 より、機関投資家各社ごとにエンゲージメント活動の量や活動内容が違ってくることが見て分かる。筆者の3社に対するヒアリングの印象では、3社ともエンゲージメントチームの人数はいずれも数名で規模の大きな違いはないが、X社とY社ではエンゲージメント先を絞り込み、1回ごとの対面により大きな資源を投入する傾向がある。Z社はアナリストも含めて幅広い投資先企業に対してエンゲージメントを実施している。このように特にX社とY社では、Z社と比べエンゲージメント活動数やエンゲージメント活動内容に違いがある。これはZ社が上場企業全体における株式保有比率が相対的に高いことと関係する可能性がある。

また、各社ともエンゲージメントについては同じ会社に対して複数回の対話を行いながら交渉していることから、ひとたびエンゲージメントを受ければ企業はそれを意識した経営を行うと期待できることから、分析では対話年・月以降に1を取る Post Eng ダミーに

についても分析を行う。また、本研究では複数の機関投資家のエンゲージメントを観測している点を活かして、同じ会社に対して2社目のエンゲージメントが行われた年・月以降に1を取るダミー変数を別途設定して効果分析を行っている。

Table 1 エンゲージメントデータ エンゲージメント単位統計量

Panel A~C は X~Z 社の年度別エンゲージメント単位統計量表。数字は件数、カッコ内は%を示している。

Panel A: Firm X Engagement										
Engagement Year	Num. of Firm	Num. of Eng (% within Sample)	E&S Eng (% within Eng)	Gov. Eng (% within Eng)	Capital Alloc. Eng (% within Eng)	Monitoring Eng (% within Eng)	Incentive Eng (% within Eng)	Discl. Eng (% within Eng)	Eng. with CEO (% within Eng)	Eng. GovTeam (% within Eng)
2017	78	121(20.75)	30(24.79)	101(83.47)	43(35.54)	48(39.67)	8(6.61)	46(38.02)	4(3.31)	77(63.64)
2018	172	236(40.48)	71(30.08)	210(88.98)	180(76.27)	97(41.10)	39(16.53)	82(34.75)	33(13.98)	120(50.85)
2019	166	225(38.59)	67(29.78)	175(77.78)	143(63.56)	75(33.33)	26(11.56)	74(32.89)	36(16.00)	108(48.00)
Total	307	583(100.00)	168(28.82)	486(83.36)	366(62.78)	220(37.74)	73(12.52)	202(34.65)	73(12.52)	305(52.32)
Panel B: Firm Y Engagement										
Engagement Year	Num. of Firm	Num. of Eng (% within Sample)	E&S Eng (% within Eng)	Gov. Eng (% within Eng)	Capital Alloc. Eng (% within Eng)	Monitoring Eng (% within Eng)	Incentive Eng (% within Eng)	Discl. Eng (% within Eng)	Eng. with CEO (% within Eng)	Eng. GovTeam (% within Eng)
2017	41	61(24.60)	18(29.51)	58(95.08)	31(50.82)	41(67.21)	5(8.20)	11(18.03)	14(22.95)	61(100.00)
2018	59	75(30.24)	42(56.00)	72(96.00)	30(40.00)	47(62.67)	11(14.67)	15(20.00)	7(9.33)	73(97.33)
2019	70	112(45.16)	45(40.18)	106(94.64)	73(65.18)	73(65.18)	22(19.64)	17(15.18)	8(7.14)	110(98.21)
Total	117	248(100.00)	105(42.34)	236(95.16)	134(54.03)	161(64.92)	38(15.32)	43(17.34)	29(11.69)	244(98.39)
Panel C: Firm Z Engagement										
Engagement Year	Num. of Firm	Num. of Eng (% within Sample)	E&S Eng (% within Eng)	Gov. Eng (% within Eng)	Capital Alloc. Eng (% within Eng)	Monitoring Eng (% within Eng)	Incentive Eng (% within Eng)	Discl. Eng (% within Eng)	Eng. with CEO (% within Eng)	Eng. GovTeam (% within Eng)
2017	390	651(17.13)							251(38.56)	216(33.18)
2018	502	771(20.28)							248(32.17)	403(52.27)
2019	678	900(23.68)	270(30.00)	878(97.56)	845(93.89)	571(63.44)	32(3.56)	140(15.56)	224(24.89)	560(62.22)
Total	1010	2322(100.00)	270(30.00)	878(97.56)	845(93.89)	571(63.44)	32(3.56)	140(15.56)	723(31.14)	1179(50.78)

Table 2 Panel A は機関投資家 3 社、Panel B は 2017 年から 2019 年までの詳細なエンゲージメント活用情報が揃っている機関投資家 2 社の内容を合計した統計量を示している。企業年単位での表示となっているため、エンゲージメントを示すダミー変数は 1 年間に一度でもエンゲージメント活動を行った場合に 1 を取る形になっている。表の各項目は分析上で使用する変数である。Eng および Post Eng のカッコ内は合計数に対する % であり、それ以外の変数についてのカッコ内はその年の Eng に対する % である。

Panel A の Capital Alloc. Eng、Monitoring Eng、Incentive Eng、Discl. Eng に関しては Z 社で 2019 年のみ分類可能であったため、2019 年のみ合計した値を求めている。Eng および Post Eng については、3 社合計および 2 社合計ともに年毎に増加している。ガバナンス項目に関する 4 分類に関しては、3 社合計では、Capital Alloc. Eng の割合が最も高く、それに次いで Monitoring Eng が高い形になっている。特に Z 社がエンゲージメント活動の中で Capital Alloc. Eng を中心に活動を行っている。この時期のエンゲージメントは、日本企業の資本効率性を問題視していることが示唆されており、以下の分析では資本効率性に対する効果、具体的には ROE や株価リターンへの効果についても注目する。

エンゲージメントの対話当事者については、Panel A を見ると Eng. with CEO については、Z 社が幅広い企業を保有している強みを活かし積極的に CEO クラスと対話していることが分かる。Eng. Gov Team に関しては Y 社のみ、エンゲージメントチームが主導で実施している。以下の分析では、エンゲージメントが、専門部署で実施されている場合、また対話相手が CEO の場合に、事後の効果が強まるかにも注目する。

Table 2 エンゲージメントデータ 企業年単位統計量

Panel A は X~Z 社を合計した年度別企業年単位統計量表。Panel B はデータ項目が 3 年分すべて揃っている X 社と Y 社を合計した年度別企業年単位統計量表。

数字は件数、カッコ内は%を示している。

Panel A: Firm X & Y & Z Engagement Year Based								
Engagement Year	Eng (% within Sample)	Post Eng (% within Sample)	Capital Alloc. Eng (% within Eng)	Monitoring Eng (% within Eng)	Incentive Eng (% within Eng)	Discl. Eng (% within Eng)	Eng. with CEO (% within Eng)	Eng. GovTeam (% within Eng)
2017	431(23.56)	718(24.13)					196(45.48)	230(53.36)
2018	620(33.90)	982(33.00)					194(31.29)	403(65.00)
2019	778(42.54)	1276(42.88)	740(95.12)	525(67.48)	67(8.61)	191(24.55)	208(26.74)	562(72.24)
Total	1829(100.00)	2976(100.00)	740	525	67	191	598(32.70)	1195(65.34)

Panel B: Full Year Data Firm(X & Y) Engagement Year Based								
Engagement Year	Eng (% within Sample)	Post Eng (% within Sample)	Capital Alloc. Eng (% within Eng)	Monitoring Eng (% within Eng)	Incentive Eng (% within Eng)	Discl. Eng (% within Eng)	Eng. with CEO (% within Eng)	Eng. GovTeam (% within Eng)
2017	104(19.15)	121(15.24)	46(44.23)	59(56.73)	8(7.69)	42(40.38)	15(14.42)	90(86.54)
2018	216(39.78)	285(35.89)	163(75.46)	110(50.93)	44(20.37)	92(42.59)	29(13.43)	145(67.13)
2019	223(41.07)	388(48.87)	167(74.89)	109(48.88)	39(17.49)	75(33.63)	36(16.14)	147(65.92)
Total	543(100.00)	794(100.00)	376(69.24)	278(51.20)	91(16.76)	209(38.49)	80(14.73)	382(70.35)

5 企業データとデータセットの構築

5.1 株主データおよび財務データ

本稿の分析では、対象となる日本企業については Thomson Reuters EIKON に収録されている上場企業 3,764 社を用いた。株主データについて同じく Thomson Reuters EIKON から 2016 年から 2019 年まで取得しパネルデータを構築した。データの基準日に関しては、各年の年末を基準としている。データ上の項目である、投資家名フルネームが今回データの提供を受けた 3 社の名前となっている持株比率をその機関投資家の株式保有比率(Shareholding)として扱っている。また、データベース上の企業で機関投資家の持株比率が記載されていないものについては、その企業に対する持株が 0 として扱っている。この保有比率は、大量保有報告書と各社がファンド別に発行する運用報告書を基に集計されているため、3 社の全保有株式を集計出来てはいない。この点で保有比率が 0 として扱う企業にも、実際には 5%未満の株式保有があるケースが多く含まれ、実際より過少状態となっている。ただし、少なくとも保有比率が各会社の運用ファンドの合計で 5%に達するものは集計されている。

財務諸表に関するデータやガバナンス体制に関するデータについては、2017 年から 2020 年まで Nikkei NEEDS CGES より取得し、データセット上にて収録されている年をその年度の情報として定義している。Nikkei は、日本企業の財務情報に関する最も充実したデータベースを提供しており、学術研究と実務の両面で最も頻繁に使用される信頼できるデータベースである。株価データについては 2016 年から 2020 年まで Nikkei Astra Manager から月次単位で取得しており、月末の数値を採用している。企業が統合報告書を作成しているかどうかについては、企業価値レポート・ラボが作成した統合報告書発行企業リスト(企業価値レポート・ラボ HP; 2020)より手作業で入力している。

企業の財務変数に関しては、Nikkei NEEDS CGES より取得したデータを加工して作成している。Tobin's Q については、時価総額と負債合計を合計したものを総資産で割り作成している。ROA については EBITDA を総資産で割り%単位で求めている。ROE については最終損益を自己資本で割り%単位で求めている。PBR については、時価総額を自己資本で割り求めており、自己資本を時価総額で割り $1/PBR$ を求めている。Debt Ratio に関しては、有利子負債を総資産で割り%単位で求めており、有利子負債がマイナスのものについては 0 として扱っている。Cash Ratio については現金・預金と有価証券を合計したものを総資産で割り%単位で求めており、現金・預金と有価証券がマイナスとなっているものについては 0 として扱っている。また、Tobin's Q、ROA、ROE、PBR、 $1/PBR$ 、

Debt Ratio については上下 1%レベルで Winsorize している。

取得・作成した変数および定義に関しては Appendix 1 にて記載している。

5.2 データセットの構築

本稿では仮説 1、2 を検証するにあたりそれぞれ別のデータセットを作成し分析を行っている。仮説 1 の検証では各機関投資家のモニタリング・インセンティブの代理指標である株式保有比率(Shareholding)を変数として使用するため、企業年単位のパネルデータを作成するのではなく、企業・年・機関投資家単位のパネルデータを作成している。つまり、パネルデータ上に同じ企業年が 3 つ存在し、それぞれ同じ企業年で株式保有比率(Shareholding)などの機関投資家に依存する変数が X 社、Y 社、Z 社ごとに含まれている形となっている。分析では、3 社の株式保有比率の違いを考慮し、また各社固有の要因をコントロールするため機関投資家の固定効果モデルを使用している。

仮説 2 で企業の財務パフォーマンスやガバナンス体制に関する検証では、2017 年から 2020 年までの企業・年単位でのパネルデータを作成している。そのため、機関投資家のモニタリング・インセンティブの代理指標である株式保有比率(Shareholding)については、各機関投資家の株式保有比率である、Shareholding(X)、Shareholding(Y)、Shareholding(Z)を合計した Shareholding(total)を使用することで、企業年単位のパネルデータを作成している。したがって、仮説 2 のエンゲージメントの効果の分析に関しては、企業固定効果モデルを使用している。

5.3 記述統計量

Table 3 は用いたデータセット上で使用した期間における株主データと財務変数の記述統計量である。Shareholding と Shareholding Over 5% dummy については仮説 1 を検証する上で使用した企業・年・機関投資家単位のパネルデータ上での統計量となっているため、他の変数と比べ観測数が多く表示されている。他の変数については企業年単位での統計量の結果となっている。

Table 3 より Shareholding に関する変数については、平均では X 社は 0.02%、Y 社は 0.20%、Z 社は 0.54%となっており Z 社が特に高いことが分かる。これは、3 社の中では Z 社が幅広い企業を相対的に高い比率で保有している機関投資家であることを示す。企業年機関投資家単位でのパネルデータ上での Shareholding に関しては、X 社と Y 社の保有が 0%となっている企業が多いことから平均 0.25%となっている。これらの数値はデータ上の制約から実際の数値より低い。Shareholding Over 5% dummy については平均 0.0057 と

なっていることから持株比率が5%以上である企業の数に限定されており、3社が分散投資を基本とするファンドであることがわかる。過去3年間の株式の期間リターンである Share raw return Pre-3 years については平均4.2%、中央値3.6%であり、本分析期間の日本の株式市場が平均して上昇時期にあることが分かる。Cash Ratio については平均24.4%、中央値19.8%となっており、この時期の日本企業の高い現金保有率が見てとれる。Ind-Direc Ratio については平均27.2%、中央値25.0%となっており、2015年導入のコーポレートガバナンスコードにより2名以上の独立取締役が要請されているが、まだ社外独立取締役比率は欧米諸国に比較して低く、上昇余地があることが分かる。政策保有株比率である、Noninvest-Shares Raio については平均4.4%、中央値2.4%である。買収防衛策を導入しているかどうかの Poison Pill Dummy を見ると、約10%の企業が導入していることが分かる。Director Shares については平均8.7%、中央値1.8%となっており、一部の企業で役員持株比率が高くなっていることが分かる。ストックオプションを導入しているかどうかの Stock Option Dummy を見ると約30%の企業がストックオプションを導入していることが分かる。企業が統合報告書を作成しているかどうかについての Integrated Report の平均は0.11となっており、まだ多くの企業が統合報告書を作成していないことを示す。

Table 3 企業データ 記述統計量

Panel A

Shareholding と Shareholding Over 5% dummy は企業・年・機関投資家単位データベース上での統計量となっている。その他変数は企業・年単位データベース上での統計量である。

Variable Data Year	Variable Name	N	Mean	Median	SD
2016~2019	Shareholding (X)	13823	0.0002	0.0000	0.0015
2016~2019	Shareholding (Y)	13823	0.0020	0.0000	0.0089
2016~2019	Shareholding (Z)	13823	0.0054	0.0033	0.0086
2016~2019	Shareholding (total)	13823	0.0076	0.0038	0.0128
2016~2019	Shareholding (Full Year INST)	13823	0.0022	0.0000	0.0091
2016~2019	Ln (Market Cap)	13176	10.1285	9.8513	1.8069
2016~2019	Debt Ratio [%]	13327	16.4087	11.4218	17.1427
2016~2019	PBR	13176	2.0598	1.1691	2.5629
2016~2019	1/PBR	13176	1.0015	0.8528	0.7214
2016~2019	Share raw return Pre-3 years [%]	12070	0.0421	0.0369	0.0671
2016~2020	ROA [%]	16597	8.0796	8.1204	7.9661
2016~2020	Tobin's Q	16512	1.4868	1.0482	1.2573
2018~2020	ROE [%]	10717	5.0075	6.8742	16.7952
2017~2020	Cash Ratio [%]	12808	24.4236	19.7766	17.9898
2017~2020	Ind-Direc Ratio [%]	12969	27.2300	25.0000	12.9586
2017~2020	Noninvest-Shares Ratio [%]	10903	4.4312	2.3600	16.1428
2017~2020	Poison Pill Dummy	13220	0.0989	0.0000	0.2986
2017~2020	Director Shares [%]	13284	8.6634	1.8170	14.5845
2017~2020	Stock Option Dummy	13220	0.3218	0.0000	0.4672
2017~2019	Integrated Report	11138	0.1059	0.0000	0.3078
2016~2019	Shareholding	41469	0.0025	0.0000	0.0075
2016~2019	Shareholding Over 5% dummy	41469	0.0057	0.0000	0.0751

Panel B エンゲージメントを受けた企業とその他の企業の差

Engaged Firm はエンゲージメントを受けた企業・年の平均値、Non Engagement Firm はその他の企業・年の平均値を示す。Difference と t-stat は2つのサブサンプルの差の平均

とその t 検定結果。***、**、*はそれぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを示す。

Variable Name	Mean		Difference	t-stat
	Engaged Firm	Not Engaged Firm		
Shareholding (X)	0.0016	0.0001	0.0015	33.04***
Shareholding (Y)	0.0103	0.0017	0.0086	20.61***
Shareholding (Z)	0.0096	0.0038	0.0058	37.66***
Shareholding (total)	0.0129	0.0052	0.0077	34.29***
Shareholding (Full Year INST)	0.0059	0.0018	0.0042	16.84***
Ln (Market Cap)	11.5234	9.4617	2.0617	72.45***
Debt Ratio [%]	13.8434	17.6232	-3.7798	-11.95***
PBR	2.0116	2.0829	-0.0713	-1.49
1/PBR	0.9594	1.0217	-0.0623	-4.64***
Share raw return Pre-3 years [%]	0.0467	0.0398	0.0069	5.31***
ROA [%]	9.9068	7.7695	2.1374	14.67***
Tobin's Q	1.5482	1.5319	0.0163	0.67
ROE [%]	8.4474	5.2566	3.1908	11.17***
Cash Ratio [%]	22.3875	25.4990	-3.1115	-8.10***
Ind-Direc Ratio [%]	28.6983	24.4814	4.2169	16.26***
Noninvest-Shares Ratio [%]	5.1559	4.2492	0.9066	2.35**
Poison Pill Dummy	0.1528	0.0810	0.0717	11.38***
Director Shares [%]	5.2886	10.2055	-4.9169	-16.46***
Stock Option Dummy	0.3423	0.3341	0.0083	0.84
Integrated Report	0.2365	0.0420	0.1945	36.54***

6 エンゲージメント先企業の選択要因

本節では、3節で構築した、機関投資家にとりモニタリング・インセンティブの高い企業がエンゲージメントの対象になるという仮説1の検証を行う。検証するにあたり、Chen et al. (2007)などで暗黙の仮定として存在していた、モニタリング・インセンティブの代理指標である株式保有比率(Shareholding)に注目する。また、パッシブファンドでは、基本的にはインデックス組み入れ全銘柄を同比率で保有するため、時価総額の大きい投資先ほどポートフォリオにおける時価ウェイトが高くなることから、時価総額の大きい企業ほどモニタリング・インセンティブを機関投資家は持つと予測して検証する。また、株主の投資パフォーマンスに悪影響を持つと考えられるコーポレートガバナンス体制の悪い企業に対して、機関投資家がモニタリング・インセンティブを持ち、エンゲージメントを行っているかどうかを検証する。

以下、第一段階目の分析では第5節で記述した仮説1分析用の企業・年・機関投資家単位のデータセット上で分析モデルを使用している。

6.1 モニタリング・インセンティブとエンゲージメント活動

まず仮説1の検証をするにあたり予備的な検証として、従来の研究で多く使用されている、モニタリング・インセンティブの代理指標が企業に対するエンゲージメント活動の有無に効果があるのかどうか検証を行う。具体的には、次のLogit分析モデル(1)を用いる。

$$Engagement\ Action(0,1)_{i,t,k} = \alpha + \beta_1 Shareholding_{i,t-1,k} + \beta_2 Ln(Market\ Cap)_{i,t-1,k} + \gamma Control\ Variable_{i,t-1,k} + (Year\ Fixed\ Effect) + (Industry\ Fixed\ Effect) + (INST\ Fixed\ Effect) + \varepsilon_{i,t,k} \quad (1)$$

被説明変数である、Engagement Action にはエンゲージメント活動を行った年に 1 が立つ Eng とエンゲージメント活動を行った年以降に 1 が立つ Post Eng を使用している。今回の分析対象の大手機関投資家はいずれもほぼ広い銘柄への分散投資を行う機関投資家であり、エンゲージメントは問題を抱える企業に対する継続的な取り組みとして位置付けている。実際、エンゲージメントは同じ会社に対し複数回行われていることは Table 1 に示している。今回、データを提供元の機関投資家の 1 社は、エンゲージメントのための対話が成立せず、売却した銘柄は分析期間でわずか 2 銘柄であったとコメントしており、エンゲージメントの失敗から Exit という流れはレアケースとしている。このことから Post Eng は機関投資家のエンゲージメント活動期間中を示す変数として適切である。

説明変数については、1 期ラグをとり、前年度の値を使用している（先決変数）。モニタリング・インセンティブの代理指標としては、機関投資家のパッシブ運用のモニタリング・インセンティブの代理変数として解釈可能な時価総額の自然対数である Ln(Market Cap)、アクティブ運用のモニタリング・インセンティブの代理変数として機関投資家の Shareholding の 2 つを採用している。回帰モデル上では、パッシブ運用分も持分をコントロールしているため、Shareholding はアクティブ運用の市場ポートフォリオに対する超過保有となる。

コントロール変数については、過去 3 年間に渡る株式の期間リターンである Share raw return Pre-3 years、総資産に対する時価総額と負債合計を足した合計の割合である Tobin's Q、総資産に対する EBITDA の割合である ROA、総資産に対する有利子負債の割合である Debt Ratio を用いている。また、今回の分析対象の機関投資家 3 社以外を含む筆頭機関投資家の影響をコントロールするため、筆頭機関投資家の保有比率である TOP1 INST Shareholding も追加している。もし分析期間と同時期にアクティビストヘッジファンドがブロック株式を保有して企業にエンゲージメントを行っているとしても、この変数とその影響をコントロールできる。

各変数の添え字の i は企業、t は年度、k は機関投資家を表している。分析対象期間は被説明変数が Eng については機関投資家 3 社ともについてデータが揃っている 2017 年から 2019 年までとなる。被説明変数が Post Eng については 2019 年までにエンゲージメント活動した企業が 2020 年度も行ったことを仮定しているため、2017 年から 2020 年までとな

っている。本分析では、年固定効果、産業固定効果³³、機関投資家固定効果をコントロールし、機関投資家でクラスターした標準誤差を使用する。

仮説1の下での予測符号としては、Shareholding および Ln(Market Cap)については、機関投資家のモニタリング・インセンティブの高さの代理変数であるため、エンゲージメント活動に対して正の効果を予想している。Share raw return Pre-3 years については過去の株式リターンが悪い企業の改善を目的にエンゲージメントすると予測し、予想符号は負である。

ここで、産業固定効果は産業固有の要因、年固定効果は各年に固有の要因、機関投資家固定効果では、エンゲージメントの頻度など機関投資家3社の各社特有の要因の影響をそれぞれコントロールしている。

Logit 分析モデル(1)の分析結果は Table 4 に示されている。列(1)は被説明変数にエンゲージメント活動を行った年に1が立つ Eng、列(2)には被説明変数にエンゲージメント活動を行った年以降に1が立つ Post Eng を対象に分析を行っている。Engagement は1回みの行動でなく、分析期間中に機関投資家3社それぞれが平均2回から3回のエンゲージメントを行っており、Post Eng はエンゲージメント対象期間として整理できる。列(1)および(2)の結果より、機関投資家のアクティブ運用分のモニタリング・インセンティブである Shareholding とパッシブ運用分のモニタリング・インセンティブである Ln(Market Cap)ともに Eng に対して1%水準で統計的に有意な正の結果が得られた。Share raw return Pre-3 years については列(1)の結果では有意な結果は得られなかったものの、列(2)では予想符号と同様に1%水準で統計的に有意に負の結果が得られた。これらの結果から、株式リターンが悪化する過程にある企業に対してエンゲージメント活動を行っていると考えられる。

以上より、従来の暗黙の仮定として存在していた、モニタリング・インセンティブの代理指標である投資家の株式保有比率(Shareholding)が高い企業に対してエンゲージメント活動を行っていることを支持する結果となり、仮説1は支持された。

³³ 産業分類は日経業種分類の中分類(36種類)を使用。

Table 4 モニタリング・インセンティブとエンゲージメント活動

Logit 分析を行っている。説明変数は 1 期ラグをとっている。エンゲージメントデータが 3 社とも揃っている年度を分析している。カッコ内は機関投資家レベルでクラスターしたロバスト標準誤差を示している。***、**、*はそれぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを示す。

VARIABLES	(1)	(2)
Dependent Variable Year	Eng 2017~2019	Post Eng 2017~2020
Shareholding	36.87*** (8.081)	48.64*** (11.55)
Ln (Market Cap)	0.613*** (0.0661)	0.716*** (0.123)
Share raw return Pre-3 years	0.0616 (0.321)	-2.028*** (0.304)
Top1 INST Shareholding	3.737*** (0.130)	4.234*** (0.0407)
Tobin's Q	-0.105 (0.0827)	-0.0325 (0.103)
ROA	-0.000888 (0.00270)	0.00370 (0.00277)
Debt Ratio	-0.00966 (0.0105)	-0.00603 (0.0108)
Constant	-9.990*** (1.078)	-10.97*** (1.784)
Observations	22,530	31,281
Pseudo R-squared	0.288	0.369
Year Fixed Effects	YES	YES
Industry Fixed Effects	YES	YES
INST Fixed Effects	YES	YES
Cluster	INST	INST

次に機関投資家がガバナンス体制が悪い企業を選択し、改善を試みているかどうかについて検証を行う。具体的には、次の Logit 分析モデル(2)を用いる。

$$Engagement\ Action(0,1)_{i,t,k} = \alpha + \beta_1 Ln(Market\ Cap)_{i,t-1,k} + \beta_2 Governance\ Variables_{i,t-1,k} + \gamma Control\ Variable_{i,t-1,k} + (Year\ Fixed\ Effect) + (Industry\ Fixed\ Effect) + (INST\ Fixed\ Effect) + \varepsilon_{i,t,k}$$

(2)

モデル(1)に対して、追加のモニタリング・インセンティブの代理指標として、投資先企業のガバナンス体制の指標である Governance Variables を使用している。Governance Variables としては、総資産に対する現金・預金と有価証券との合計の割合である Cash Ratio、取締役のうちの独立役員比率である Ind-Direc Ratio、総資産に対する政策保有株式簿価合計の割合である Noninvest-Shares Ratio、買収防衛策を導入している場合に 1 が立つ Poison Pill Dummy、役員株式保有比率である Director Shares、ストックオプション制度を導入している場合に 1 が立つ Stock Option Dummy、統合報告書を作成している場合に 1 が立つ Integrated Report を採用している。コントロール変数については、以前の分析モデル(1)と同様である。分析対象期間はガバナンス体制に関してのすべての変数のデータが揃っているかつ、被説明変数が Eng について機関投資家 3 社ともについてデータが揃っている 2018 年から 2019 年までとなっており、被説明変数が Post Eng については、2018 年から 2020 年までとなっている。本分析では、年固定効果、産業固定効果、機関投資家固定効果をコントロールし、標準偏差を機関投資家レベルでクラスターし分析を行っている。

ここでの関心は機関投資家の株式保有比率が高いケースに Governance Variables がより強い働きを示すかである。一般的には機関投資家の保有比率と各ガバナンス変数の交差変数を用いた回帰で検証を行うところだが、Logit 分析において交差項の係数の符号はその限界効果の符号と必ずしも一致しないことが知られている (Ai and Norton; 2003)。そこで分析では、各機関投資家保有比率が 0 の時、保有比率が正値ではあるが当該投資家の保有比率の中央値より低い時、保有比率が中央値より大きい時の 3 通りに分けて分析した。予想符号としては、機関投資家の持分比率が高い企業においてガバナンス体制の悪い企業に対してモニタリング・インセンティブが高まり、エンゲージメントが実施されると予測している。Governance Variables のうち Cash Ratio については現金保有比率の高い企業のフリーキャッシュフロー問題を懸念しエンゲージメントが行われると予測し、予想符号は正である。Ind-Direc Ratio については社外独立取締役比率が低い企業に対しエンゲージメントが行われると考えられるため、予想符号は負である。Noninvest-Shares Ratio および Poison Pill Dummy については、経営者の保身行動の代理変数と考えられ、この改善の必要な企業が選択されると予測し、正の符号を予想している。Director Shares と Stock Option Dummy についてはインセンティブ設計の不十分な企業に対してエンゲージメントが実施されると

予測し、予想符号は負である。Integrated Report について機関投資家はより情報の開示を求めらるはずなので、現状統合報告書を作成していない企業に対してエンゲージメント活動を行うことが考えられるため、予想符号は負である。

Logit 分析モデル(2)の分析結果は Table 5 に示されている。列(1)から列(4)での、Shareholding および Ln(Market Cap)についての結果は分析モデル(1)での結果と同様に統計上有意な水準でエンゲージメント活動に対して正の効果がある結果が得られている。

Cash Ratio については、列(5)、(6)で統計上有意な正であり、機関投資家の保有比率が高く、Free Cash を保有する企業に対してエンゲージメントが行われる点で仮説 1 と整合的である。また、Poison Pill Dummy についても、列(4)、(5)および(6)で有意な正の結果となっており、買収防衛策が導入されていて、株式保有比率が高い際に強いモニタリング・インセンティブがあることが示され、仮説 1 と整合的である。

一方で、Ind-Direc Ratio の結果は、列(4)から列(6)で 1%水準で統計的に有意に正の結果となっており、予想符号とは逆の結果となった。Stock Option Dummy および Integrated Report についても列(5)、(6)で有意な正の結果となっており、予想符号とは逆の結果となった。Noninvest-Shares Ratio については列(3)でのみ有意な正という結果で、明確な解釈は得られなかった。このうち、Ind-Direc Ratio、Stock Option Dummy、Integrated Report について機関投資家 3 社と意見交換したが、エンゲージメント担当者の解釈として、特にそうした企業を選択したという意識はないが、独立取締役比率については、そもそも独立取締役の意見を求めない経営者は機関投資家との対話の姿勢も示さないためではないかとの解釈が示された。統合報告書の発行実績についても、開示義務のない統合報告書の発行はその会社は株主を意識していることを示し、機関投資家との対話姿勢があるため、対話開始につながるためだろうとの解釈が示された。このことは、企業側に対話に応じる姿勢があるケースは、エンゲージメントのコストが相対的に低いことを意味しており、そうした企業がエンゲージメントの対象となることは仮説 1 と整合的と言える。

Table 5 モニタリング・インセンティブとエンゲージメント活動

Logit 分析を行っている。説明変数は 1 期ラグをとっている。エンゲージメントデータが 3 社とも揃い、ガバナンス変数が全部揃っている 2018 および 2019 年度を分析している。カッコ内は機関投資家レベルでクラスターしたロバスト標準誤差を示している。***、**、*はそれぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを示す。

VARIABLES Dependent Variable Year	Shareholding = 0		Shareholding >0 & Shareholding < Median		Shareholding >0 & Shareholding >= Median	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Eng 2018~2019	Post Eng 2018~2020	Eng 2018~2019	Post Eng 2018~2020	Eng 2018~2019	Post Eng 2018~2020
(Explanatory Variables are Lagged 1 Year)						
Ln (Market Cap)	0.899*** (0.156)	0.887*** (0.0338)	0.339*** (0.0511)	0.426*** (0.124)	0.491*** (0.00445)	0.619*** (0.0169)
Share raw return Pre-3 years	0.107 (2.648)	-2.729 (1.697)	-1.014 (1.246)	-2.022*** (0.469)	0.0309 (0.229)	-2.207*** (0.253)
Top1 INST Shareholding	-0.974 (0.933)	0.765 (0.959)	1.253 (2.467)	3.615 (2.346)	6.466*** (0.394)	8.765*** (0.284)
Cash Ratio	0.0175 (0.0193)	0.0136 (0.00830)	0.00164 (0.00503)	0.00227 (0.00342)	0.00670** (0.00304)	0.00729*** (0.00272)
Ind-Direc Ratio	0.0219 (0.0253)	0.000149 (0.00851)	0.000631 (0.00124)	0.00910*** (0.00236)	0.00596*** (0.00123)	0.0106*** (0.000619)
Noninvest-Shares Raio	0.00959 (0.00732)	0.000473 (0.000451)	0.0231** (0.0116)	-0.000116 (0.00230)	0.00175 (0.00309)	0.000883 (0.00134)
Posion Pill Dummy	-0.293 (0.353)	-0.450*** (0.0866)	-0.167 (0.221)	0.167** (0.0742)	0.219*** (0.0795)	0.189** (0.0747)
Director Shares	-0.00303 (0.0161)	-0.00901 (0.00756)	0.00270 (0.00664)	0.00619 (0.00669)	0.00488 (0.00571)	0.00187 (0.00318)
Stock Option Dummy	0.204 (0.353)	0.0793 (0.133)	0.0105 (0.112)	0.0699 (0.103)	0.114*** (0.0352)	0.218*** (0.0155)
Integrated Report	1.059** (0.413)	0.838*** (0.0909)	0.228* (0.124)	0.201 (0.172)	0.420*** (0.0795)	0.252*** (0.0491)
Tobin's Q	-1.373 (1.056)	-0.626 (0.755)	-0.0785 (0.0815)	-0.0863 (0.0658)	-0.000631 (0.0161)	0.0694** (0.0348)
ROA	0.0108 (0.0233)	-0.0156 (0.0257)	0.0159* (0.00864)	0.00782 (0.00731)	-0.0281*** (0.00324)	-0.0144*** (0.00502)
Debt Ratio	-0.0378 (0.0436)	-0.0151 (0.0373)	-0.0260* (0.0158)	-0.0176* (0.00997)	-0.000717 (0.000755)	0.00394** (0.00159)
Constant	-10.39*** (1.342)	-10.20*** (1.488)	-6.629*** (0.865)	-7.439*** (1.825)	-5.756*** (0.114)	-6.401*** (0.191)
Observations	5,722	9,812	3,320	5,052	3,385	5,020
Pseudo R-squared	0.259	0.247	0.0977	0.147	0.156	0.219
Year Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
INST Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Cluster	INST	INST	INST	INST	INST	INST

続いてここまでの分析の被説明変数である Engagement をエンゲージメント内容で分類し分析を行い、エンゲージメント内容によってモニタリング・インセンティブは異なるかについて検証を行う。具体的には、Eng に代わり、エンゲージメントの内容で4分類した Capital Alloc. Eng、Monitoring Eng、Incentive Eng、Discl. Eng の各ダミー変数を採用している。Table 2 において、前者の2分類に関するエンゲージメントの構成比率が、後者の2分類に関する構成比率を大幅に上回っている。このことから、企業のガバナンス体制の中でも特に機関投資家の関心が高いと考えられるフリーキャッシュフロー問題への対策についての代理変数である Capital Alloc. Eng と、経営者のモニタリングの実効性に関する代理変数の Monitoring Eng において、インセンティブと情報開示よりも強い結果が得られることを予想している。分析対象は、機関投資家3社の全てで被説明変数の Eng を4分類に分類可能な2019年のエンゲージメントのみとなっている。本分析では、産業固定効果と機関投資家固定効果をコントロールし、標準偏差を機関投資家レベルでクラスターし分析を行っている。

Governance Variables は、Capital Alloc. Eng と Monitoring Eng において関連するガバナンス体制である Cash Ratio、Ind-Direc Ratio、Noninvest-Shares Ratio、Poison Pill Dummy の項目については強い効果が得られることを予想している。

Logit 分析モデル(1)上の被説明変数を分類した分析結果は Table 6 の Panel A に示されている。列(1)は被説明変数が Eng での分析結果となっており、列(2)~列(5)では Eng をエンゲージメント活動内容によって4分類を行った被説明変数を対象にした分析結果となっている。すべての列での結果で Shareholding および Ln(Market Cap) についての結果は統計的に有意な水準でエンゲージメント活動に対して正の効果がある結果が得られている。Share raw return Pre-3 years についての結果では、被説明変数が Monitoring Eng での分析では10%水準で統計的に有意に負の結果となっており、逆に被説明変数が Discl. Eng の際の結果では1%水準で統計的に有意に正の結果となっている。

これらの Panel A に示した結果から、全体的にどのエンゲージメント活動内容にしてもモニタリング・インセンティブが高い際にエンゲージメント活動が行われているという仮説1を支持する結果となった。ただし、エンゲージメント活動内容による4分類の中でも、Monitoring Eng については過去の株式リターンが悪いところに対してエンゲージメント活動を行っている結果も出ていることから、投資先企業のガバナンスに対する機関投資家の強い懸念を反映したエンゲージメント活動に位置づけられると考えられる。逆に Discl. Eng については、また事前の株価リターンも良好な企業に対して実施されており、エンゲージメントの内容を見ると統合報告書の新規作成を要請する対話でなく、統合報告書の内容を改善する方向での対話が多かったことから、このテーマのエンゲージメントは他のエンゲージメント活動内容とは、性格の異なるエンゲージメントであることが示唆される。

次に機関投資家の株式保有比率が高いケースに Governance Variables がより強い働きを示すかを検証するため、サンプルを各機関投資家保有比率が0の時、保有比率が正值では

あるが当該投資家の保有比率の中央値より低い時、保有比率が中央値より大きい時の 3 通りに分けて分析した。予想符号としては、機関投資家の持分比率が高い企業においてガバナンス体制の悪い企業に対してモニタリング・インセンティブが高まり、エンゲージメントが実施されると予測している。Logit 分析モデル(2)上の被説明変数を分類した分析結果は Table 6 の Panel B に Capital Alloc. Eng と Monitoring Eng を被説明変数とする結果が示されている。ただし、列(1)と列(2)は、比較対象として被説明変数が Eng での分析結果を示している。分析結果は、概ねエンゲージメント活動が、投資先企業のコーポレートガバナンスを改善する結果となった。特に Panel B において、当該機関投資家の保有比率の高いグループをサンプルとした分析である列(7)から列(9)より、Capital Alloc. Eng と Monitoring Eng に対して Cash Ratio が統計上 1%水準で有意な正の効果がある結果が得られており、事前の現金保有比率の高い企業に対してフリーキャッシュフロー問題の緩和に向けた活動が行われるという結果となった。同様に、Panel B の列(9)では、Monitoring Eng に対して Noninvest-Shares Ratio と Poison Pill Dummy がそれぞれ統計上 5%水準、1%水準で有意な正の効果がある結果が得られた。列(9)では Share raw return Pre-3 years についても統計上 1%水準で有意な負の結果となっていることから、政策保有株を多く保有し、買収防衛策を導入し、事前の株価パフォーマンスの悪い企業に対して、モニタリングの改善を求めるエンゲージメントが実施されたことを示し、これは仮説 1 と整合的である。

次に Table 6 の Panel C に Incentive Eng と Discl. Eng を被説明変数とした分析結果を示している。Incentive Eng については、Panel C の列(8)で Director Shares が統計上 1%水準で有意な負の結果となっており、経営者報酬が株価との連動性の弱い企業に対してエンゲージメントが行われるという意味で、仮説 1 と整合的結果となっている。一方で、ストックオプションについては有意な結果は得られなかった。最後に Discl. Eng については、目立った結果は得られなかった。これは、Panel A の結果の際に記述した通り、他の 3 つの活動内容に比べて、開示に関するエンゲージメントが他のガバナンス内容に関するエンゲージメントと性格の異なるものとなっていることによるものだと考えられる。

以上の結果より、Governance Variables については、Capital Alloc. Eng および Monitoring Eng ではエンゲージメント活動内容に沿った選択要因がある程度確認されたが、Discl. Eng については確認できなかった。

Table 6 モニタリング・インセンティブとエンゲージメント活動

Panel A

Logit 分析を行っている。説明変数は 1 期ラグをとっている。エンゲージメントの内容データが 3 社とも揃っている 2019 年度を分析している。カッコ内は機関投資家レベルでクラスターしたロバスト標準誤差を示している。***、**、*はそれぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを示す。

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Dependent Variable Year	Eng 2019	Capital Alloc. Eng 2019	Monitoring Eng 2019	Incentive Eng 2019	Discl. Eng 2019
(Explanatory Variables are Lagged 1 Year)					
Shareholding	33.19*** (10.75)	32.38*** (11.68)	29.33*** (1.970)	30.31*** (5.680)	16.39** (7.112)
Ln (Market Cap)	0.562*** (0.0633)	0.504*** (0.0684)	0.583*** (0.0704)	0.922*** (0.0779)	0.458*** (0.0613)
Share raw return Pre-3 years	-0.153 (0.750)	0.225 (0.872)	-1.614** (0.696)	-0.353 (0.463)	1.951*** (0.553)
Top1 INST Shareholding	2.479*** (0.238)	2.309*** (0.516)	2.427*** (0.244)	6.190*** (2.075)	3.815*** (0.666)
Tobin's Q	-0.0674 (0.0485)	-0.0673 (0.0528)	-0.0855 (0.0528)	-0.131*** (0.0221)	0.0504 (0.0527)
ROA	0.000290 (0.00826)	0.000516 (0.00808)	-0.00405 (0.00325)	-0.0490** (0.0220)	0.00374 (0.00549)
Debt Ratio	-0.0146 (0.0120)	-0.0155 (0.0117)	-0.00923 (0.00756)	-0.00411 (0.0188)	-0.0160 (0.0141)
Constant	-8.879*** (0.805)	-8.444*** (0.950)	-10.01*** (0.869)	-15.48*** (1.328)	-8.750*** (0.857)
Observations	8,523	8,523	8,523	7,497	8,331
Pseudo R-squared	0.278	0.277	0.292	0.295	0.162
Year Fixed Effects	NO	NO	NO	NO	NO
Industry Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES
INST Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES
Cluster	INST	INST	INST	INST	INST

Panel B

Logit 分析を行っている。説明変数は 1 期ラグをとっている。エンゲージメントの内容データが 3 社とも揃っている 2019 年度を分析している。カッコ内は機関投資家レベルでクラスターしたロバスト標準誤差を示している。***、**、*はそれぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを示す。

VARIABLES	Shareholding = 0			Shareholding >0 & Shareholding < Median			Shareholding >0 & Shareholding >= Median		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Eng	Capital Alloc. Eng	Monitoring Eng	Eng	Capital Alloc. Eng	Monitoring Eng	Eng	Capital Alloc. Eng	Monitoring Eng	
Dependent Variable Year	2019	2019	2019	2019	2019	2019	2019	2019	2019
(Explanatory Variables are Lagged 1 Year)									
Ln (Market Cap)	1.031*** (0.153)	1.189*** (0.171)	1.257*** (0.115)	0.431*** (0.0473)	0.347*** (0.108)	0.427*** (0.0325)	0.416*** (0.00856)	0.378*** (0.00867)	0.413*** (0.0328)
Share raw return Pre-3 years	4.642*** (1.246)	4.344* (2.392)	3.826*** (0.341)	-0.355 (2.393)	0.0127 (2.733)	-2.521 (2.375)	-1.434*** (0.507)	-1.078 (0.671)	-1.910*** (0.0816)
Top1 INST Shareholding	2.253 (2.506)	4.920*** (1.252)	1.991 (9.528)	0.623 (2.683)	-3.436** (1.727)	1.118 (5.160)	4.221*** (0.411)	4.552*** (0.554)	3.218*** (0.444)
Cash Ratio	0.0414** (0.0173)	0.0384 (0.0281)	0.0440*** (0.00993)	0.00904* (0.00471)	0.00640 (0.00714)	-0.000280 (0.0124)	0.00528*** (0.00154)	0.00486*** (0.000677)	0.0161*** (0.00217)
Ind-Direc Ratio	0.0239 (0.0171)	0.00985 (0.0121)	0.0401* (0.0206)	0.00782*** (0.00291)	0.0146*** (0.00395)	0.0138*** (0.00358)	0.00649 (0.00510)	0.00311 (0.00346)	0.0113** (0.00460)
Noninvest-Shares Raio	-0.000566 (0.0109)	0.00246 (0.00859)	-0.00678 (0.0289)	0.00925 (0.00792)	0.0134* (0.00683)	-0.000510 (0.0215)	0.00698 (0.00841)	0.00371 (0.00341)	0.0258** (0.0103)
Posion Pill Dummy	-0.307 (0.411)	-0.392 (0.536)	-0.0832 (0.367)	-0.0392 (0.293)	-0.0659 (0.198)	0.0693 (0.307)	0.0909 (0.0901)	0.105* (0.0541)	0.122*** (0.0370)
Director Shares	0.00819 (0.0224)	0.0305*** (0.00227)	-0.0219 (0.0182)	0.00157 (0.00857)	0.00209 (0.00694)	0.00399 (0.00694)	0.0144*** (0.00553)	0.0145*** (0.00478)	0.00871* (0.00506)
Stock Option Dummy	0.275 (0.681)	0.694 (0.471)	0.330 (0.966)	0.204* (0.113)	0.220 (0.268)	0.172 (0.289)	0.0443** (0.0173)	0.0438** (0.0186)	0.0928* (0.0495)
Integrated Report	1.409* (0.776)	0.650 (0.628)	2.613*** (0.317)	0.0203 (0.115)	-0.0752 (0.141)	0.0334 (0.101)	0.382*** (0.0712)	0.234** (0.119)	0.569*** (0.0642)
Tobin's Q	-1.885* (1.052)	-2.720* (1.604)	-2.375*** (0.845)	-0.105 (0.144)	-0.103 (0.148)	0.0373 (0.147)	0.00444 (0.0488)	0.0102 (0.0472)	-0.110** (0.0529)
ROA	0.0239 (0.0385)	0.0556 (0.0415)	-0.0281 (0.102)	0.0321** (0.0149)	0.0251 (0.0201)	0.0334*** (0.00428)	-0.0268*** (0.00243)	-0.0248*** (0.00142)	-0.0206*** (0.000537)
Debt Ratio	-0.0393 (0.0578)	-0.0219 (0.0712)	-0.108 (0.0675)	-0.0183* (0.0111)	-0.0218 (0.0177)	-0.0210 (0.0175)	-0.00694*** (0.000627)	-0.00952*** (0.00153)	0.00634*** (0.000978)
Constant	-12.66*** (0.889)	-13.76*** (0.571)	-14.67*** (2.593)	-8.554*** (0.621)	-7.563*** (1.592)	-9.098*** (0.207)	-4.519*** (0.367)	-4.245*** (0.222)	-7.369*** (0.604)
Observations	2,894	2,662	2,438	1,634	1,627	1,538	1,656	1,656	1,656
Pseudo R-squared	0.294	0.307	0.398	0.131	0.119	0.139	0.133	0.122	0.137
Industry Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
INST Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Cluster	INST	INST	INST	INST	INST	INST	INST	INST	INST

Panel C

Logit 分析を行っている。説明変数は 1 期ラグをとっている。エンゲージメントの内容データが 3 社とも揃っている 2019 年度を分析している。カッコ内は機関投資家レベルでクラスターしたロバスト標準誤差を示している。***、**、*はそれぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを示す。

VARIABLES	Shareholding = 0			Shareholding >0 & Shareholding < Median			Shareholding >0 & Shareholding >= Median		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Dependent Variable Year	Eng	Incentive Eng	Discl. Eng	Eng	Incentive Eng	Discl. Eng	Eng	Incentive Eng	Discl. Eng
(Explanatory Variables are Lagged 1 Year)	2019	2019	2019	2019	2019	2019	2019	2019	2019
Ln (Market Cap)	1.031*** (0.153)	27.91 (0)	0.919 (0.855)	0.431*** (0.0473)	0.739*** (0.0420)	0.451*** (0.0882)	0.416*** (0.00856)	0.841*** (0.0247)	0.279*** (0.0298)
Share raw return Pre-3 years	4.642*** (1.246)	1.275 (0)	10.65*** (1.320)	-0.355 (2.393)	4.873 (3.319)	2.922*** (0.821)	-1.434*** (0.507)	-3.969*** (0.474)	0.284 (0.984)
Top1 INST Shareholding	2.253 (2.506)	1.047 (0)	6.495*** (1.536)	0.623 (2.683)	-1.124 (7.211)	4.686*** (0.659)	4.221*** (0.411)	8.446*** (1.840)	2.686*** (0.592)
Cash Ratio	0.0414** (0.0173)	5.379 (0)	0.0398*** (0.0107)	0.00904* (0.00471)	0.0128 (0.0110)	0.0174* (0.0101)	0.00528*** (0.00154)	-0.0157* (0.00872)	0.0253*** (0.00509)
Ind-Direc Ratio	0.0239 (0.0171)	1.850 (0)	0.00202 (0.00793)	0.00782*** (0.00291)	0.0246*** (0.00695)	0.0162*** (0.00562)	0.00649 (0.00510)	-0.00104 (0.00842)	0.00139 (0.0101)
Noninvest-Shares Raio	-0.000566 (0.0109)	3.705 (0)	-0.0101 (0.0469)	0.00925 (0.00792)	0.0553*** (0.0282)	0.0493*** (0.00529)	0.00698 (0.00841)	0.0106 (0.0432)	0.0298 (0.0193)
Posion Pill Dummy	-0.307 (0.411)		-0.935 (1.833)	-0.0392 (0.293)	-1.636*** (0.330)	0.189 (0.176)	0.0909 (0.0901)	-0.558*** (0.0997)	0.236 (0.159)
Director Shares	0.00819 (0.0224)	-1.237 (0)	0.00701 (0.0129)	0.00157 (0.00857)	0.0230 (0.0424)	0.00980 (0.0102)	0.0144*** (0.00553)	-0.752** (0.362)	0.00402* (0.00224)
Stock Option Dummy	0.275 (0.681)	110.7 (0)	-0.310 (1.299)	0.204* (0.113)	-0.0764 (0.894)	0.0688 (0.396)	0.0443** (0.0173)	-0.00990 (0.365)	0.227** (0.110)
Integrated Report	1.409* (0.776)	58.53 (0)	2.241** (0.958)	0.0203 (0.115)	0.354** (0.164)	-0.0210 (0.507)	0.382*** (0.0712)	-0.191 (0.270)	0.535*** (0.206)
Tobin's Q	-1.885* (1.052)	-323.8 (0)	-2.182 (1.910)	-0.105 (0.144)	0.178 (0.210)	0.0891*** (0.0254)	0.00444 (0.0488)	-0.0545 (0.196)	0.0760** (0.0350)
ROA	0.0239 (0.0385)	5.452 (0)	0.0289 (0.0265)	0.0321** (0.0149)	-0.0415 (0.0312)	0.0557*** (0.0196)	-0.0268*** (0.00243)	-0.0647*** (0.0177)	0.00461 (0.0122)
Debt Ratio	-0.0393 (0.0578)	3.195 (0)	-0.115 (0.102)	-0.0183* (0.0111)	-0.00211 (0.0232)	-0.00165 (0.0204)	-0.00694*** (0.000627)	-0.00431 (0.0101)	0.0100*** (0.00137)
Constant	-12.66*** (0.889)	-573.1 (0)	-11.46 (7.057)	-8.554*** (0.621)	-14.21*** (0.428)	-11.55*** (1.446)	-4.519*** (0.367)	-12.03*** (0.456)	-5.132*** (0.714)
Observations	2,894	486	2,163	1,634	1,294	1,492	1,656	1,357	1,604
Pseudo R-squared	0.294	1	0.313	0.131	0.280	0.142	0.133	0.300	0.111
Industry Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
INST Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Cluster	INST	INST	INST	INST	INST	INST	INST	INST	INST

6.2 機関投資家の投資スタイル、議決権行使基準とエンゲージメント活動

機関投資家へのヒアリングにおいて、各種の日本株ファンドの投資戦略の結果としてバリュー株の比重が高くなり、その結果としてエンゲージメントが必要な企業がポートフォリオに含まれるとのコメントがあった。すなわち、バリュー株（割安株）の中でもその原因が、その企業の見劣りするコーポレートガバナンスに原因があるケースが多く、こうした企業に対しエンゲージメントが行われるとのことである。そこで、保有比率の高い株式がバリュー株(PBR が低い)であるケースに、その企業がエンゲージメントの対象になる傾向があるかの検証を行う。特に企業がバリュー(PBR が低い)企業に対して高いモニタリング・インセンティブが働くと考えられるため、PBR の逆数である $1/PBR$ を新たな指標として採用し分析を行う。

さらに機関投資家3社とも議決権行使基準において、継続的に ROE 等の収益性低い企業に対しては株主総会において取締役社長の不支持投票を行うことを示唆している。3社は具体的に企業に要求する ROE 水準等は開示していない。米国の議決権行使助言会社インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシズ (ISS) は過去5期平均の ROE が5%を下回り、かつ改善傾向にない場合には、社長や会長などの取締役選任議案に反対することを推奨している。ROE が5%を下回り企業は機関投資家の議決権行使を心配し、自発的に説明し理解を求めに来ることが多く、そこでエンゲージメントが発生する可能性が高まると予測する。そこで本研究では ROE5%未満の企業の場合に 1 を取る ROE less than 5% Dummy を設定した。

次の Logit 分析モデル(3)を用いる。

$$\begin{aligned} \text{Engagement Action}(0,1)_{i,t,k} = & \alpha + \beta_1 1/PBR_{i,t-1,k} + \\ & \beta_2 \text{ROE less than 5\% Dummy}_{i,t-1,k} + \beta_3 \text{Ln}(\text{Market Cap})_{i,t-1,k} + \\ & \beta_4 \text{Governance Variables}_{i,t-1,k} + \gamma \text{Control Variable}_{i,t-1,k} + (\text{Year Fixed Effect}) + \\ & (\text{Industry Fixed Effect}) + (\text{INST Fixed Effect}) + \varepsilon_{i,t,k} \end{aligned} \quad (3)$$

コントロール変数については、ここまでの分析で使用してきた Tobin's Q は $1/PBR$ と相関が高いため外し、ROE と相関が高い ROA を外したが、その他コントロール変数については分析モデル(1)および分析モデル(2)と同様である。

分析対象期間はガバナンス体制に関してのすべての変数のデータが揃っているかつ、被説明変数が Eng について機関投資家3社ともデータが揃っている 2018 年から 2019 年までとなっており、被説明変数が Post Eng については、2018 年から 2020 年までとなっている。本分析では、年固定効果、産業固定効果、機関投資家固定効果をコントロールし、機関投資

家でクラスターした標準誤差で検討を行っている。

分析モデルの予想符号としては、1/PBR および ROE less than 5% Dummy について、特に経営に課題のあるバリュー株や、議決権行使上も問題となる ROE5%未満の企業に対して積極的にエンゲージメント活動を行っていると予想しているため、ともに予想符号は正である。分析では各機関投資家保有比率が正值ではあるが当該投資家の保有比率の中央値より低い時、保有比率が中央値より大きい時の2通りにサンプルを分けている。

Logit 分析モデル(3)の分析結果は Table 7 に示されている。注目する 1/PBR および ROE less than 5% Dummy について、機関投資家保有比率の高いグループである列(3)および(4)において1%水準で有意な正となっている。また、列(3)、(4)については Cash Ratio や Poison Pill など Governance Variables についても Table 4 と重要な点において同様な結果が得られた。以上より、特に機関投資家の保有比率が高いバリュー株および低収益の企業をエンゲージメントの対象先として選択していることが示され、これもモニタリング・インセンティブの高い先にエンゲージメントを行うという点で仮説1と整合的と言える。

Table 7 機関投資家投資スタイルとエンゲージメント活動

Logit 分析を行っている。説明変数は 1 期ラグをとっている。エンゲージメントデータが 3 社とも揃っており、ガバナンス変数が全部揃っている年度を分析している。カッコ内は機関投資家レベルでクラスターしたロバスト標準誤差を示している。***、**、*はそれぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを示す。

VARIABLES	Shareholding >0 & Shareholding < Median		Shareholding >0 & Shareholding >= Median	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Dependent Variable Year	Eng 2018~2019	Post Eng 2018~2020	Eng 2018~2019	Post Eng 2018~2020
(Explanatory Variables are Lagged 1 Year)				
1/PBR	0.878*** (0.139)	0.485 (0.321)	0.235*** (0.0619)	0.208*** (0.0512)
ROE less than 5% Dummy	-0.0249 (0.101)	0.196 (0.120)	0.469*** (0.0269)	0.409*** (0.0253)
Ln (Market Cap)	0.450*** (0.0205)	0.496*** (0.0679)	0.531*** (0.00531)	0.681*** (0.00538)
Share raw return Pre-3 years	1.536 (0.994)	-0.733 (0.740)	0.908** (0.428)	-0.966*** (0.337)
Top1 INST Shareholding	1.614 (2.585)	3.728 (2.497)	7.117*** (0.377)	9.061*** (0.284)
Cash Ratio	0.00472 (0.00314)	0.00375*** (0.000277)	0.00670* (0.00357)	0.00958*** (0.00371)
Ind-Direc Ratio	0.00171 (0.00151)	0.00917*** (0.00294)	0.00668*** (0.00157)	0.0108*** (0.000440)
Noninvest-Shares Raio	0.0124 (0.0103)	-0.000715 (0.00344)	-0.000931 (0.00334)	-0.00312*** (0.000297)
Posion Pill Dummy	-0.187 (0.218)	0.136 (0.0961)	0.234*** (0.0867)	0.199** (0.0862)
Director Shares	0.00288 (0.00719)	0.00775 (0.00547)	0.00484 (0.00531)	0.00398 (0.00411)
Stock Option Dummy	0.0330 (0.137)	0.0758 (0.0677)	0.112*** (0.0324)	0.244*** (0.00750)
Integrated Report	0.259*** (0.0720)	0.221 (0.152)	0.458*** (0.0748)	0.267*** (0.0541)
Debt Ratio	-0.0274 (0.0170)	-0.0181 (0.0111)	0.000901 (0.000833)	0.00502*** (0.00162)
Constant	-8.682*** (0.0846)	-8.800*** (0.976)	-7.011*** (0.118)	-7.709*** (0.0446)
Observations	3,375	5,125	3,427	5,075
Pseudo R-squared	0.108	0.152	0.164	0.225
Year Fixed Effects	YES	YES	YES	YES
Industry Fixed Effects	YES	YES	YES	YES
INST Fixed Effects	YES	YES	YES	YES
Cluster	INST	INST	INST	INST

7 エンゲージメント効果の分析結果

本節では、第2段階の分析として、第3節で提示した仮説2、すなわちエンゲージメント活動が行われた企業においてガバナンス体制、財務パフォーマンス、企業価値評価が改善されるのかを検証する。

本稿の分析対象の機関投資家は、いずれも大手機関投資家であり、幅広い銘柄への分散投資を行っている。データを提供してくれた機関投資家の1社によれば、アクティビスト・ヘッジファンドと異なり当初からエンゲージメントによる投資先企業の経営の改善を前提に投資銘柄選択を行うことは少なく、各ファンドの運用スタイルに基づいて決定された投資ポートフォリオの中で株価のパフォーマンスの優れない企業に対し、事後的な必要に応じてエンゲージメントを行っているということである。また、この期間のエンゲージメントが各機関投資家にとって最初の本格的エンゲージメントの時期と位置付けられることから、企業にとってもエンゲージメントは初めて直面するショックと位置付けられる。このことは、投資先企業に対する株式保有比率が、ほとんどのケースでエンゲージメント実施の先決変数であることを意味し、この点で内生性問題の懸念が低い設定であると筆者たちは考えている。

主たる分析は、機関投資家3社によるエンゲージメントをサンプルとする分析となる。第一にエンゲージメント活動が行われた翌期に、対象先企業のガバナンス体制や財務パフォーマンスが改善しているのかを検証する。さらに、企業の収益性とガバナンス体制に関する追加分析として、X社とY社については過去3年間のエンゲージメント活動の対話内容データがあるため、X社とY社のみエンゲージメント内容ごとの効果を確認する。

以下の分析において、ガバナンス体制および財務パフォーマンスに関しては企業・年単位でのデータベースを使用している。

7.1 エンゲージメント活動と企業価値およびガバナンス体制

まず、仮説2のエンゲージメント活動が行われることによって、企業のガバナンス体制や収益性が改善するのかどうかについて検証を行っていく。具体的には、次の回帰分析モデル(5)を用いる。

$$\begin{aligned} \text{Governance Variables or Firm Performance}_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \text{Post Eng(total)}_{i,t-1} + \\ & \beta_2 \text{Post 2nd Eng(total)}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Pre Eng(total)}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Post Eng(total)} \times \\ & \text{Eng Types}_{i,t-1} + \gamma \text{Control Variable}_{i,t-1} + (\text{Year Fixed Effect}) + \\ & (\text{Firm Fixed Effect}) + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

被説明変数である Governance Variables は仮説 1 での検証で使用した、Ind-Direc Ratio、Noninvest-Shares Ratio、Poison Pill Dummy、Cash Ratio、Director Shares、Stock Option Dummy の 6 つを使用している。Integrated Report に関しては、エンゲージメント活動データ上に統合報告書の作成を求めるような対話がなく、統合報告書の記載事項の充実の要請等が多かったため、本分析では使用していない。Firm Performance の代理指標のうち、収益性については ROA と ROE、企業価値については Tobin's Q を使用している。特に Table 1 および Table 2 で示すように、資本効率性の改善を求めるエンゲージメントの比率が高く、Table 7 で示すように低 ROE 企業がエンゲージメントのターゲット選択に意識されているとみられることから、ROA に加え ROE に注目する。

説明変数については、すべて 1 期ラグをとっており、前年度の値を使用している（先決変数）。エンゲージメント活動に関する変数として機関投資家 3 社いずれかが初めてエンゲージメント活動を行った年以降に 1 が立つ Post Eng(total)、エンゲージメント活動されている機関投資家数が増加することで追加的な効果が生まれるかを検証するための機関投資家 2 社目が初めてエンゲージメント活動を行った年以降に 1 が立つ Post 2nd Eng(total)を設定し、これらの効果に注目する。なお、分析では、エンゲージメントを対象企業のみに影響を及ぼすとみなした Difference in Difference 分析の手法を取り、エンゲージメント活動以前に変化が見られないことを確認するため、機関投資家 3 社いずれかが初めてエンゲージメント活動を行った年の前年に 1 が立つ Pre Eng(total)を使用している。Post Eng (total)が有意な正の効果をもち、一方で Pre Eng(total)が有意にならなければ、エンゲージメントが対象企業の被説明変数に効果をもたらしたとの仮説 2 と整合的結果となる。

ここまでの分析結果から、少なくとも本研究のデータを構成する分散投資を基本とする大手機関投資家は、パッシブおよびアクティブのそれぞれの投資戦略に基づき構築した分散ポートフォリオ内企業のパフォーマンス等の状況を見て課題があり、かつ個別投資家の視点でモニタリング・インセンティブを持つ企業に対してエンゲージメントをしていることが示された。個別の機関投資家の保有比率がエンゲージメントの背景にあり、かつ日本でこれまでほとんど行われなかった機関投資家からのエンゲージメントを初めて受けることはその対象企業にとっては外生的イベントと解釈すべきであり、本分析の手法は妥当性があると考えられる。

また、エンゲージメント活動の対話当事者の違いの影響については、エンゲージメント先の企業側の対話相手が CEO クラスであった年以降に 1 が立つ Post Eng. CEO(total)、エンゲージメント活動を行ったチームがエンゲージメント実行部隊であった年に 1 が立つ Eng.

GovTeam(total)を使用している。なお、仮説 1 の分析で使用したエンゲージメント活動内容による 4 分類については、Z 社で 4 分類可能なのが 2019 年のみであり、事後の分析可能な期間が 1 年しかないため、使用していない。コントロール変数については、X 社、Y 社、Z 社の合計の企業の株式保有比率である Shareholding(total)、時価総額の自然対数である Ln(Market Cap)、総資産に対する有利子負債の割合である Debt Ratio を用いている。エンゲージメントの発生に影響を持つ Shareholding をコントロールすることで、エンゲージメント自体の効果を捉えることを試みる。また、全ての機関投資家の中で保有比率の最大の機関投資家の保有比率である Top 1 INST Shareholder を説明変数に追加し、他の保有比率の大きな機関投資家の潜在的な影響をコントロールした。

最初に、エンゲージメント活動について機関投資家 3 社ともデータが揃っている 2017 年から 2019 年までを分析期間とする分析結果を Table 8 に示す。本分析では、年固定効果、企業固定効果をコントロールし、標準誤差を企業でクラスタリングして分析を行っている。ここで、企業固定効果モデルを使用することで、時变的ではない企業固有の要因をコントロールし、欠落変数問題に対応している。年固定効果については、各年に固有の要因による影響をコントロールしている。

回帰分析モデル(4)の分析結果は Table 8 の Panel A から Panel C に示されている。ガバナンス体制に対するエンゲージメントの効果の検証結果を示した Panel A の被説明変数は、Ind-Direc Ratio、Noninvest-Shares Ratio、Poison Pill Dummy であり、Panel B の被説明変数は Cash Ratio、Stock Option Dummy である。エンゲージメントは必ずしもガバナンス体制の改善として観測されるものでなく、収益性や資本効率性、または株価水準の改善として現れる可能性も高い。その財務パフォーマンスに対する効果の検証は Panel C に示し、被説明変数は ROA、ROE、Tobin's Q を採用している。どのパネルにおいても、列(1)、列(4)、列(7)は Post Eng(total)のみの効果の検証、列(2)、列(5)、列(8)は Post 2nd Eng(total)に加え、事前の効果の有無を確認する Pre Eng(total)を加えた分析となっており、列(3)、列(6)、列(9)はエンゲージメントの内容ごとの効果を検証する Post Eng(total)と Eng Types との交差項を含めた分析となっている。

まず、Post Eng(total)については、ガバナンス体制については Ind-Direc Ratio に対して全てのモデル (列(1)~(3)) において 1%水準で有意に正という結果となった。Table 5 において事前の独立取締役比率の高い企業がエンゲージメントの対象に選ばれていることを示したが、エンゲージメントによりさらにその比率は高められている。また、財務パフォーマンスに関しては、ROE について 5%水準で有意に改善されるとの結果となった。さらに同一会社に 2 社目のエンゲージメントが行われたことを示す Post 2nd Eng(total)について

は、Noninvest-Shares Ratio に対しては 1%水準で有意に負、Poison Pill Dummy に対しては 5%水準で有意に負、Director Shares に対しては 1%水準で有意に正という結果が得られ、これらは全てガバナンス改善と整合的な結果である。この結果は、1社のみでなく、2社目のエンゲージメントが企業のガバナンス改善を促す効果を持つことを示唆する。Pre Eng(total)についてはどの結果でも上記の結果と同じ符号方向での有意な結果は得られず、これはエンゲージメントが上記の改善をもたらしたとの解釈である(Difference in Difference 分析の要件となる Parallel Trend Assumption と整合的)。したがって、エンゲージメントは投資先企業の独立取締役比率、政策保有株、買収防衛策、役員持ち株比率といった重要なガバナンス側面と ROE を改善しており、仮説 2 を支持する結果となっている。なお、ROA では符号は正だが有意な改善が確認できず、ROE で改善が確認できた理由として、エンゲージメントの内容は資本効率やモニタリング強化に関する内容の比率が高いことから、利益率の改善効果よりも資本効率の改善が顕著に効果として現れたと解釈できる。一方、エンゲージメントの当事者を分類した Post Eng(total)と Post Eng. CEO(total)との交差項、および Post Eng(total)と Eng. GovTeam (total)との交差項については有意な結果は得られなかった。

Table 8 エンゲージメント活動と企業価値・ガバナンス体制

Panel A ガバナンス体制への効果

OLS分析を行っている。説明変数は1期ラグをとっている。カッコ内は企業レベルでクラスターしたロバスト標準誤差を示している。***、**、*はそれぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを示す。

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Dependent Variable Year	Ind-Direc Ratio 2018~2020	Ind-Direc Ratio 2018~2020	Ind-Direc Ratio 2018~2020	Noninvest-Shares Ratio 2018~2020	Noninvest-Shares Ratio 2018~2020	Noninvest-Shares Ratio 2018~2020	Poison Pill Dummy 2018~2020	Poison Pill Dummy 2018~2020	Poison Pill Dummy 2018~2020
(Explanatory Variables are Lagged 1 Year)									
Post Eng(total)	1.274*** (0.341)	1.519*** (0.555)	1.812*** (0.622)	-0.285 (0.256)	-0.677 (0.443)	-0.693 (0.440)	0.000789 (0.00699)	0.0142 (0.0102)	0.0126 (0.0117)
Post 2nd Eng(total)		0.0346 (0.538)	0.181 (0.551)		-0.723*** (0.227)	-0.740*** (0.241)		-0.0401** (0.0170)	-0.0406** (0.0175)
Pre Eng(total)		0.315 (0.477)	0.342 (0.479)		-0.542 (0.397)	-0.537 (0.395)		0.0143* (0.00835)	0.0138* (0.00828)
Post Eng × Post Eng. CEO (total)			-0.634 (0.675)			0.238 (0.421)			-0.00768 (0.0177)
Post Eng × Eng. GovTeam (total)			-0.287 (0.334)			-0.0163 (0.116)			0.00364 (0.00738)
Shareholding(total)	-8.067 (14.37)	-8.323 (14.40)	-8.282 (14.40)	8.473 (7.216)	9.140 (7.227)	9.106 (7.237)	-0.568* (0.334)	-0.570* (0.333)	-0.568* (0.333)
Top1 INST Shareholding	0.737 (5.573)	0.773 (5.569)	0.881 (5.577)	-2.330 (2.109)	-2.432 (2.138)	-2.457 (2.130)	-0.213 (0.136)	-0.212 (0.136)	-0.212 (0.136)
Ln (Market Cap)	-0.345 (0.358)	-0.356 (0.358)	-0.354 (0.357)	-0.0764 (0.291)	-0.0626 (0.283)	-0.0643 (0.285)	0.0110** (0.00509)	0.0103** (0.00508)	0.0105** (0.00511)
Debt Ratio	0.00155 (0.0224)	0.00139 (0.0224)	0.00157 (0.0224)	-0.0121 (0.0126)	-0.0111 (0.0127)	-0.0111 (0.0127)	0.000514* (0.000298)	0.000520* (0.000297)	0.000514* (0.000296)
Constant	29.59*** (3.765)	29.62*** (3.766)	29.63*** (3.758)	5.756* (3.046)	5.760* (3.027)	5.754* (3.031)	0.00544 (0.0519)	0.0103 (0.0517)	0.00921 (0.0518)
Observations	9,205	9,205	9,205	7,812	7,812	7,812	9,308	9,308	9,308
R-squared	0.157	0.157	0.157	0.001	0.001	0.001	0.024	0.027	0.027
Number of scode	3,273	3,273	3,273	2,899	2,899	2,899	3,299	3,299	3,299
Year Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Firm Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Cluster	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm

Panel B ガバナンス体制への効果 (続き)

OLS 分析を行っている。説明変数は 1 期ラグをとっている。カッコ内は企業レベルでクラスターしたロバスト標準誤差を示している。***、**、*はそれぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを示す。

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Dependent Variable Year	Cash Ratio 2018~2020	Cash Ratio 2018~2020	Cash Ratio 2018~2020	Director Shares 2018~2020	Director Shares 2018~2020	Director Shares 2018~2020	Stock Option Dummy 2018~2020	Stock Option Dummy 2018~2020	Stock Option Dummy 2018~2020
(Explanatory Variables are Lagged 1 Year)									
Post Eng(total)	0.0111 (0.264)	0.0756 (0.487)	0.184 (0.521)	0.146 (0.158)	0.173 (0.265)	0.353 (0.264)	-0.00513 (0.00898)	-0.00374 (0.0142)	-0.0109 (0.0160)
Post 2nd Eng(total)		-0.479 (0.331)	-0.425 (0.339)		0.708*** (0.156)	0.805*** (0.160)		-0.00622 (0.0164)	-0.00931 (0.0158)
Pre Eng(total)		0.0470 (0.412)	0.0554 (0.412)		0.0847 (0.213)	0.0905 (0.212)		0.00135 (0.0108)	-1.22e-06 (0.0108)
Post Eng × Post Eng. CEO (total)			-0.255 (0.562)			-0.728* (0.396)			-0.00748 (0.0202)
Post Eng × Eng. GovTeam (total)			-0.100 (0.248)			-0.110 (0.0967)			0.0115 (0.00868)
Shareholding(total)	-8.063 (11.05)	-7.982 (11.06)	-7.955 (11.06)	-5.745 (6.671)	-5.993 (6.642)	-5.919 (6.646)	-0.122 (0.433)	-0.121 (0.431)	-0.119 (0.430)
Top1 INST Shareholding	1.680 (5.412)	1.693 (5.399)	1.738 (5.401)	-3.320 (2.207)	-3.305 (2.213)	-3.232 (2.206)	-0.00367 (0.132)	-0.00357 (0.132)	-0.00610 (0.132)
Ln (Market Cap)	-0.210 (0.360)	-0.216 (0.361)	-0.216 (0.360)	-0.628*** (0.237)	-0.626*** (0.237)	-0.618*** (0.237)	-0.00577 (0.0102)	-0.00586 (0.0101)	-0.00543 (0.0101)
Debt Ratio	-0.0135 (0.0279)	-0.0133 (0.0280)	-0.0133 (0.0280)	-0.0218 (0.0156)	-0.0221 (0.0156)	-0.0221 (0.0156)	-0.000638 (0.000534)	-0.000637 (0.000535)	-0.000651 (0.000535)
Constant	26.67*** (3.779)	26.72*** (3.783)	26.73*** (3.779)	15.20*** (2.487)	15.16*** (2.487)	15.13*** (2.484)	0.415*** (0.107)	0.416*** (0.107)	0.413*** (0.107)
Observations	8,930	8,930	8,930	9,308	9,308	9,308	9,308	9,308	9,308
R-squared	0.002	0.002	0.003	0.025	0.026	0.027	0.031	0.031	0.032
Number of scode	3,168	3,168	3,168	3,299	3,299	3,299	3,299	3,299	3,299
Year Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Firm Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Cluster	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm

Panel C. 財務パフォーマンスへの効果

OLS 分析を行っている。説明変数は 1 期ラグをとっている。カッコ内は企業レベルでクラスターしたロバスト標準誤差を示している。***、**、*はそれぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを示す。

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Dependent Variable Year	ROA 2018~2020	ROA 2018~2020	ROA 2018~2020	ROE 2018~2020	ROE 2018~2020	ROE 2018~2020	Tobin's Q 2018~2020	Tobin's Q 2018~2020	Tobin's Q 2018~2020
(Explanatory Variables are Lagged 1 Year)									
Post Eng(total)	0.112 (0.177)	0.262 (0.295)	0.398 (0.341)	0.796** (0.397)	1.381** (0.628)	1.740** (0.755)	0.0404 (0.0277)	0.0466 (0.0564)	0.0528 (0.0596)
Post 2nd Eng(total)		0.0605 (0.232)	0.128 (0.246)		0.449 (0.706)	0.628 (0.763)		0.0623 (0.0412)	0.0658 (0.0419)
Pre Eng(total)		0.195 (0.248)	0.209 (0.249)		0.779 (0.508)	0.811 (0.515)		0.0123 (0.0473)	0.0123 (0.0475)
Post Eng × Post Eng. CEO (total)			-0.266 (0.349)			-0.766 (0.890)			-0.0337 (0.0748)
Post Eng × Eng. GovTeam (total)			-0.139 (0.205)			-0.353 (0.557)			-0.00225 (0.0256)
Shareholding(total)	6.214 (8.026)	6.040 (8.038)	6.056 (8.040)	10.30 (20.92)	9.551 (20.99)	9.603 (21.00)	1.724 (1.839)	1.695 (1.844)	1.699 (1.844)
Top1 INST Shareholding	5.331 (3.814)	5.353 (3.812)	5.406 (3.812)	14.69 (11.87)	14.78 (11.86)	14.92 (11.85)	0.448 (0.532)	0.451 (0.531)	0.453 (0.531)
Ln (Market Cap)	0.616** (0.297)	0.610** (0.297)	0.610** (0.297)	2.005** (0.890)	1.981** (0.891)	1.982** (0.891)	-0.165*** (0.0420)	-0.165*** (0.0418)	-0.165*** (0.0417)
Debt Ratio	0.100*** (0.0223)	0.0999*** (0.0223)	0.100*** (0.0223)	0.229*** (0.0720)	0.228*** (0.0720)	0.229*** (0.0720)	-0.00448 (0.00293)	-0.00452 (0.00294)	-0.00452 (0.00294)
Constant	0.810 (3.112)	0.828 (3.113)	0.833 (3.113)	-17.77* (9.293)	-17.71* (9.299)	-17.71* (9.299)	3.449*** (0.449)	3.446*** (0.448)	3.445*** (0.448)
Observations	9,308	9,308	9,308	9,307	9,307	9,307	9,254	9,254	9,254
R-squared	0.037	0.037	0.037	0.034	0.034	0.034	0.107	0.107	0.107
Number of scode	3,299	3,299	3,299	3,299	3,299	3,299	3,299	3,299	3,299
Year Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Firm Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Cluster	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm

7.2 エンゲージメント活動と企業価値およびガバナンス体制 追加分析

次に、前節で行った分析を、2017年から2019年まで3年間のエンゲージメント内容の4つの分類項目ごとのデータが取得可能となっているX社とY社のデータのみを使用した分析を行った。これにより、3期間のエンゲージメント内容ごとの効果の検証が可能になる。また、追加的な分析意義として、Table 1に示されたようにZ社に比較してエンゲージメント対象を絞っているX社、Y社の2社の効果の検証にもなっている。

変数については、2017年から2019年まで詳細なエンゲージメント活動データが揃っている2社(Full Year INST)の変数に変更している。Eng Typesには、X社またはY社でどちらかで該当するエンゲージメント活動内容を行っていた際に1が立つCapital Alloc. Eng(Full Year INST)、Monitoring Eng(Full Year INST)、Incentive Eng(Full Year INST)、Discl. Eng(Full Year INST)を使用している。コントロール変数やその他項目に関しては分析モデル(4)と同様である。

分析モデルの予想符号としては分析モデル(4)での予想と同様であるが、特に追加的に説明変数に加えているPost Eng(Full Year INST)とEng Typesとの交差項については特に効果の強いエンゲージメント内容について有意に正の効果予想している。Pre Eng(Full Year INST)については、エンゲージメント活動前には効果がないことを確認するための変数であり、有意な結果が得られないことを予想している。

分析結果はTable 9のPanel A~Panel Cに示されている。表の形式についてはTable 8と同様である。分析結果についてPost Eng(Full Year INST)およびPost 2nd Eng(Full Year INST)の結果を併せて解釈すると、ガバナンス体制に関してはInd-Direc RatioとDirector Sharesに対しては有意な正、Cash Ratio、Noninvest-Shares Ratio、Poison Pill Dummyに対しては有意に負という結果となった。一方でPre Eng(Full Year INST)はいずれの有意でない。したがって、分析対象を2社に絞ったケースでも、ガバナンスの効果については前節の結果の1社目の2社目のエンゲージメントを併せた効果と概ね変わらず、追加的に現金保有比率を引き下げる効果が特に2社がエンゲージメントを行うケースで確認できた。一方、財務パフォーマンスについては、ROEについては列(4)でのみPost Engが10%水準で有意だが、列(6)ではPost EngとPost Eng. CEOとの交差項が5%水準で統計的に有意に正となっている。Table 1で示すように、X社とY社がCEOと対面し、エンゲージメントを行う機会は限られているが、そうしたケースにはROE改善効果をもたらすことを示す。Tobin's Qに対してはPost Engは5%水準で有意な正の効果となった。これは前節で確認できない新たな結果であり、Panel Cのモデル(7)ではエンゲージメントがターゲット企業の企業価値を向上させたと解釈できる。モデル(8)と(9)ではPre Engが10%水準で

有意な正だが、統計的に弱く、表には示していないが Top 1 INST Shareholder を説明変数から除くといずれのモデルでも Pre Eng は有意でなくなるが Post Eng は有意であり、Panel C でも Top 1 INST Shareholder 自体は有意な効果を持たないことから、Pre Eng が正という効果自体は頑健とは言えない。したがって、エンゲージメントが企業のガバナンス体制と企業価値評価を改善するという仮説 2 の予測と整合的と言えるだろう。

一方、本分析の注目であるエンゲージメント内容ごとの効果をテストしている Post Eng(Full Year INST)とエンゲージメント活動を 4 分類に分けた変数との交差項では、特定のエンゲージメント内容が仮説と整合的な効果を持つということは示されなかった。これは実際に一回のエンゲージメントに複数の内容が含まれており、特に Capital Alloc.

Eng(Full Year INST)と Monitoring Eng(Full Year INST)は Table 1 に示すように多くのエンゲージメントに含まれているため、分析結果においてもエンゲージメントそのものの効果 (Post Eng の効果)に吸収されているためと解釈できる。また、エンゲージメントを受けた会社側も、対応可能な課題から対処するため、必ずしもエンゲージメントの内容とその効果の内容が一对一对応となっていないこともあるだろう。

Table 9 エンゲージメント活動内容を含めたエンゲージメント効果の検証

Panel A ガバナンス体制への効果

OLS分析を行っている。説明変数は1期ラグをとっている。カッコ内は企業レベルでクラスターしたロバスト標準誤差を示している。***、**、*はそれぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを示す。

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Dependent Variable Year	Ind-Direc Ratio 2018~2020	Ind-Direc Ratio 2018~2020	Ind-Direc Ratio 2018~2020	Noninvest-Shares Ratio 2018~2020	Noninvest-Shares Ratio 2018~2020	Noninvest-Shares Ratio 2018~2020	Poison Pill Dummy 2018~2020	Poison Pill Dummy 2018~2020	Poison Pill Dummy 2018~2020
(Explanatory Variables are Lagged 1 Year)									
Post Eng(Full Year INST)	1.129** (0.449)	1.135 (0.878)	2.031** (0.951)	-0.736*** (0.228)	-1.093** (0.453)	-1.045** (0.458)	-0.0267** (0.0126)	-0.0185 (0.0172)	-0.0253 (0.0194)
Post 2nd Eng(Full Year INST)		0.701 (1.223)	0.842 (1.230)		-0.220 (0.242)	-0.121 (0.279)		-0.117* (0.0662)	-0.122* (0.0668)
Pre Eng(Full Year INST)		0.0157 (0.770)	0.105 (0.764)		-0.434 (0.352)	-0.435 (0.349)		0.00843 (0.0152)	0.00890 (0.0153)
Post Eng × Capital Alloc. Eng (Full Year INST)			-0.909* (0.534)			0.0853 (0.192)			-0.00179 (0.0122)
Post Eng × Monitoring Eng (Full Year INST)			0.644 (0.581)			-0.320* (0.177)			0.00743 (0.0175)
Post Eng × Incentive Eng (Full Year INST)			1.222 (0.825)			-0.0718 (0.195)			0.0132 (0.0185)
Post Eng × Discl. Eng (Full Year INST)			-0.532 (0.594)			-0.115 (0.172)			0.0204 (0.0191)
Post Eng × Post Eng. CEO (Full Year INST)			-1.594 (1.148)			0.0188 (0.247)			0.0255 (0.0258)
Post Eng × Eng. GovTeam (Full Year INST)			-0.570 (0.537)			0.0964 (0.146)			-0.00948 (0.0128)
Shareholding(Full Year INST)	-20.44 (17.98)	-20.37 (17.85)	-19.73 (17.76)	2.561 (4.877)	3.387 (5.011)	3.566 (5.004)	-0.438 (0.430)	-0.470 (0.421)	-0.486 (0.417)
Top1 INST Shareholding	1.160 (5.576)	1.148 (5.576)	1.118 (5.565)	-2.063 (2.073)	-2.047 (2.071)	-2.049 (2.071)	-0.229* (0.135)	-0.227* (0.135)	-0.227* (0.135)
Ln (Market Cap)	-0.317 (0.357)	-0.317 (0.357)	-0.308 (0.357)	-0.0839 (0.292)	-0.0844 (0.292)	-0.0862 (0.292)	0.0103** (0.00507)	0.0103** (0.00506)	0.0102** (0.00505)
Debt Ratio	0.00161 (0.0224)	0.00172 (0.0224)	0.000726 (0.0224)	-0.0120 (0.0125)	-0.0120 (0.0125)	-0.0117 (0.0125)	0.000529* (0.000298)	0.000511* (0.000299)	0.000525* (0.000298)
Constant	29.53*** (3.757)	29.52*** (3.759)	29.44*** (3.759)	5.844* (3.062)	5.889* (3.078)	5.905* (3.080)	0.0112 (0.0517)	0.0115 (0.0517)	0.0124 (0.0516)
Observations	9,205	9,205	9,205	7,812	7,812	7,812	9,308	9,308	9,308
R-squared	0.156	0.156	0.157	0.001	0.001	0.001	0.025	0.028	0.029
Number of scode	3,273	3,273	3,273	2,899	2,899	2,899	3,299	3,299	3,299
Year Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Firm Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Cluster	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm

Panel B ガバナンス体制への効果 (続き)

OLS 分析を行っている。説明変数は 1 期ラグをとっている。カッコ内は企業レベルでクラスターしたロバスト標準誤差を示している。***、**、*はそれぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを示す。

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Dependent Variable Year	Cash Ratio 2018~2020	Cash Ratio 2018~2020	Cash Ratio 2018~2020	Director Shares 2018~2020	Director Shares 2018~2020	Director Shares 2018~2020	Stock Option Dummy 2018~2020	Stock Option Dummy 2018~2020	Stock Option Dummy 2018~2020
(Explanatory Variables are Lagged 1 Year)									
Post Eng(Full Year INST)	-0.264 (0.306)	-0.444 (0.577)	-0.661 (0.644)	0.603*** (0.127)	0.727*** (0.249)	1.037*** (0.269)	-0.00910 (0.0123)	-0.0359 (0.0266)	-0.0366 (0.0283)
Post 2nd Eng(Full Year INST)		-1.564** (0.732)	-1.548** (0.714)		0.451*** (0.0788)	0.580*** (0.0986)		-0.0142 (0.0520)	-0.0191 (0.0517)
Pre Eng(Full Year INST)		-0.234 (0.471)	-0.253 (0.465)		0.156 (0.221)	0.194 (0.220)		-0.0327 (0.0249)	-0.0318 (0.0250)
Post Eng × Capital Alloc. Eng (Full Year INST)			1.011*** (0.377)			-0.229** (0.111)			-0.0269 (0.0198)
Post Eng × Monitoring Eng (Full Year INST)			-0.142 (0.391)			-0.0953 (0.103)			0.0180 (0.0209)
Post Eng × Incentive Eng (Full Year INST)			-0.140 (0.403)			0.273 (0.178)			-0.00473 (0.0213)
Post Eng × Discl. Eng (Full Year INST)			-0.402 (0.369)			-0.0964 (0.0838)			0.0427** (0.0203)
Post Eng × Post Eng. CEO (Full Year INST)			0.183 (0.733)			0.122 (0.154)			-0.0132 (0.0332)
Post Eng × Eng. GovTeam (Full Year INST)			-0.542 (0.401)			-0.225*** (0.0781)			0.00203 (0.0175)
Shareholding(Full Year INST)	-3.738 (12.78)	-3.540 (12.77)	-3.113 (12.86)	-6.370 (8.300)	-6.587 (8.299)	-6.383 (8.295)	0.0882 (0.646)	0.145 (0.654)	0.130 (0.656)
Top1 INST Shareholding	1.357 (5.365)	1.403 (5.363)	1.365 (5.351)	-3.360 (2.233)	-3.369 (2.232)	-3.362 (2.234)	-0.0145 (0.132)	-0.0138 (0.132)	-0.0110 (0.132)
Ln (Market Cap)	-0.221 (0.360)	-0.222 (0.360)	-0.221 (0.359)	-0.622*** (0.237)	-0.621*** (0.237)	-0.621*** (0.237)	-0.00607 (0.0102)	-0.00609 (0.0102)	-0.00627 (0.0102)
Debt Ratio	-0.0133 (0.0279)	-0.0135 (0.0280)	-0.0127 (0.0280)	-0.0219 (0.0156)	-0.0218 (0.0156)	-0.0217 (0.0156)	-0.000637 (0.000535)	-0.000637 (0.000535)	-0.000662 (0.000534)
Constant	26.75*** (3.781)	26.79*** (3.781)	26.78*** (3.776)	15.12*** (2.486)	15.11*** (2.486)	15.10*** (2.487)	0.416*** (0.107)	0.419*** (0.107)	0.421*** (0.107)
Observations	8,930	8,930	8,930	9,308	9,308	9,308	9,308	9,308	9,308
R-squared	0.002	0.003	0.003	0.026	0.026	0.027	0.031	0.032	0.033
Number of scode	3,168	3,168	3,168	3,299	3,299	3,299	3,299	3,299	3,299
Year Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Firm Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Cluster	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm

Panel C 財務パフォーマンスへの効果

OLS分析を行っている。説明変数は1期ラグをとっている。カッコ内は企業レベルでクラスターしたロバスト標準誤差を示している。***、**、*はそれぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを示す。

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Dependent Variable Year	ROA 2018~2020	ROA 2018~2020	ROA 2018~2020	ROE 2018~2020	ROE 2018~2020	ROE 2018~2020	Tobin's Q 2018~2020	Tobin's Q 2018~2020	Tobin's Q 2018~2020
(Explanatory Variables are Lagged 1 Year)									
Post Eng(Full Year INST)	0.289 (0.202)	0.0728 (0.335)	0.137 (0.436)	1.093** (0.541)	-0.122 (0.972)	0.667 (1.058)	0.0765** (0.0316)	0.134** (0.0530)	0.130** (0.0658)
Post 2nd Eng(Full Year INST)		0.0121 (0.614)	0.129 (0.639)		-1.741 (1.938)	-1.147 (1.991)		0.0474 (0.0890)	0.0593 (0.0909)
Pre Eng(Full Year INST)		-0.262 (0.326)	-0.264 (0.326)		-1.494 (0.986)	-1.420 (0.995)		0.0709* (0.0405)	0.0674* (0.0406)
Post Eng × Capital Alloc. Eng (Full Year INST)			0.0630 (0.294)			-0.441 (0.905)			0.0314 (0.0321)
Post Eng × Monitoring Eng (Full Year INST)			-0.310 (0.270)			-0.795 (0.894)			-0.0424 (0.0288)
Post Eng × Incentive Eng (Full Year INST)			-0.626** (0.314)			-2.945* (1.730)			0.00441 (0.0334)
Post Eng × Discl. Eng (Full Year INST)			-0.133 (0.242)			0.0561 (0.633)			-0.0300 (0.0334)
Post Eng × Post Eng. CEO (Full Year INST)			0.469 (0.305)			1.765** (0.727)			-0.0987 (0.0964)
Post Eng × Eng. GovTeam (Full Year INST)			0.146 (0.302)			0.0263 (0.599)			0.0314 (0.0352)
Shareholding(Full Year INST)	-0.359 (8.817)	0.111 (8.849)	0.325 (8.851)	-14.81 (23.84)	-12.38 (23.26)	-11.04 (23.41)	2.212 (2.358)	2.090 (2.352)	2.125 (2.334)
Top1 INST Shareholding	5.707 (3.838)	5.710 (3.838)	5.746 (3.837)	15.91 (11.88)	15.96 (11.88)	16.21 (11.88)	0.463 (0.533)	0.462 (0.533)	0.459 (0.532)
Ln (Market Cap)	0.626** (0.297)	0.626** (0.297)	0.624** (0.298)	2.040** (0.891)	2.039** (0.891)	2.025** (0.891)	-0.163*** (0.0421)	-0.163*** (0.0421)	-0.162*** (0.0421)
Debt Ratio	0.0999*** (0.0223)	0.1000*** (0.0223)	0.100*** (0.0223)	0.229*** (0.0720)	0.229*** (0.0720)	0.229*** (0.0721)	-0.00455 (0.00294)	-0.00455 (0.00294)	-0.00457 (0.00294)
Constant	0.756 (3.114)	0.778 (3.116)	0.795 (3.117)	-17.91* (9.302)	-17.77* (9.302)	-17.66* (9.304)	3.439*** (0.449)	3.433*** (0.449)	3.432*** (0.449)
Observations	9,308	9,308	9,308	9,307	9,307	9,307	9,254	9,254	9,254
R-squared	0.037	0.037	0.037	0.034	0.034	0.035	0.107	0.108	0.108
Number of scode	3,299	3,299	3,299	3,299	3,299	3,299	3,299	3,299	3,299
Year Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Firm Fixed Effects	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Cluster	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm	Firm

8 結論と示唆

本稿では、日本で創成期にある機関投資家の投資先企業に対するエンゲージメントを、機関投資家 3 社の協力を得て調査した。理論的にはフリーライダー問題により、コストのかかるエンゲージメント活動を行うインセンティブを持たないと予測される機関投資家が、スチュワードシップコード導入や、国内最大手年金基金の GPIF によるスチュワードシップ活動原則の導入（2017 年 6 月）により、エンゲージメントを行わないことのコストの上昇により、エンゲージメントを行うようになったことがデータで示された。こうしたエンゲージメントが、どのような企業を対象とし、どのような効果を持ったかが本稿の Research Questions である。

分析結果は、機関投資家のアクティブ運用分のモニタリング・インセンティブの代理指標である株式保有比率が高い投資先企業や、機関投資家のパッシブ運用分のモニタリング・インセンティブの代理指標である時価総額の自然対数が高い投資先企業に対してエンゲージメント活動を行っている結果が得られた。これらは従来の研究の通り、機関投資家にとってエンゲージメントはコストがかかり、十分な経済的動機が存在しないとエンゲージメント活動は行われなことを示す。この結果は、アセットマネージャーのエンゲージメントをアセットオーナーが促進したい場合、アセットマネージャーがエンゲージメントに投入するコストに見合うインセンティブを付与することが重要であることを示す。

投資先企業の劣ったガバナンス体制がエンゲージメント活動に企業選択要因に結び付いているかどうかについては、現金保有比率が高く、買収防衛策を導入している企業に対してエンゲージメント活動が行われている結果が得られた。また事前の株価パフォーマンスが悪い企業、株価水準の低いバリューストック株、ROE 水準が低いなど、投資家の視点で財務パフォーマンス上問題がある企業に対してエンゲージメントが行われることを確認できた。

また、エンゲージメント活動後の対象企業におけるガバナンス体制および状況に関しては、社外独立取締役比率の上昇、政策保有株比率の縮減、買収防衛策の廃止、役員持株比率の上昇、現金保有比率の低下などの効果が見られ、またエンゲージメント後に ROE および Tobin's Q の改善効果を確認した。エンゲージメントの対象先企業は各機関投資家の保有比率の高い企業であることから、エンゲージメントは各機関投資家のエンゲージメントを行うコストを考慮しても経済合理性のある行動である可能性が示唆された。

日本における 2017 年のスチュワードシップコードの改訂と国内最大の年金基金の GPIF のスチュワードシップ活動原則を策定などのエンゲージメント活性化に向けた環境整備が、機関投資家のフリーライドのコストを引き上げ、積極的なエンゲージメントを開始させ、結

果としてアセットオーナー、アセットマネージャー、そしてエンゲージメントのターゲット企業の 3 社がそれぞれエンゲージメントのベネフィットを享受したと評価できる。今後は機関投資家においてエンゲージメントのベネフィットが、そのコストを継続的に上回ることの確認が研究上の課題となる。

本研究の貢献は以下の通りである。本稿は Chen et al. (2007)などの先行研究で仮定されていた通り、機関投資家のモニタリング・インセンティブが高い企業に対して実際にエンゲージメント活動が行われていることをデータをもって直接確認し、Dimson et al. (2015)と同様に、エンゲージメント活動が行われた企業では企業がガバナンス体制や財務パフォーマンスの改善が実現していることが示唆され、先行研究と整合的な結果が得られた。一方で、Dimson et al. にない新規の発見事項として、複数の機関投資家が同一の企業にエンゲージメントすることは、追加的な効果を持つことを示した点が挙げられる。また、企業側に、独立取締役を高い比率で採用し、統合報告書を発表しているなど、そもそも株主のモニタリングを受けようという姿勢が会社側にあることがエンゲージメント開始の条件となっていることも新規の発見である。

本稿の限界は、大手機関投資家 3 社のエンゲージメント活動に限定した結果であり、中小規模の機関投資家にも一般化出来るかは不明である点がある。また、本研究の強みでもあるが、日本における機関投資家の Fiducially Duty に関する環境変化により生じた初期のエンゲージメントの効果の検証であり、ある意味で企業側にとっても大手機関投資家によるエンゲージメントというサプライズに対する反応を引き出した可能性があり、今後の継続的なエンゲージメントの効果が続くかは曖昧である点であり、これは今後の継続的な研究課題となろう。

引用文献

- Aggarwal R., I. Erel, M. Ferreira, P. Matos, (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics* 100, 154-181
- Ai C., E. Norton (2003). Interaction terms in logit and probit models. *Economics Letters* 80, 123-129.
- Appel I., T. Gormley, D. Keim, (2016). Passive investors, not passive owners. *Journal of Financial Economics* 121, 111–141.
- Becht M., F. Julian, W. Hannes, (2019). Corporate Governance Through Voice and Exit. *Finance Working Paper* 633, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3456626>
- Black B., (1990). Shareholder passivity reexamined. *Michigan Law Review* 89, 520–608.
- Chen X., J. Harford, K. Li, (2007). Monitoring: Which institutions matter? *Journal of Financial Economics* 86, 279-305.
- Cornett M., M. Alan, A. Saunders, H. Tehranian, (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance* 31, 1771-1794.
- Crane, A. D, Koch, A., and Michenaud S., (2019). Institutional investor cliques and governance, *Journal of Financial Economics* 133(1), 175-197.
- Dimson E., O. Karakaş, X. Li, (2015). Active Ownership. *The Review of Financial Studies* 28, 3225–3268
- Dyck A., K. Lins, L. Roth, H. Wagner, (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics* 131, 693-714
- Edmans, A. and C. G. Holderness (2017), Blockholders: A Survey of Theory and Evidence, *The Handbook of the Economics of Corporate Governance* Vol. 1, 541-636.

Ferreira M., P. Matos, (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics* 88, 499-533.

Fich M., E. Harford, A. Tran, (2015). Motivated monitors: The importance of institutional investors' portfolio weights. *Journal of Financial Economics* 118, 21-48.

Fichtner, J., E. M. Heemskerk, and J. Garcia-Bernardo, (2017), Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk, *Business and Politics* (April 2017)

Gillan S., L. Starks, (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of Applied Finance* 13, 4-22.

GPIF HP, (2020). 「スチュワードシップ活動原則」.

https://www.gpif.go.jp/investment/stewardship/pdf/stewardship_activity_principle.pdf

Grossman S., O. Hart, (1980). Takeover bids, the Free-rider problem, and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics* 11, 42-64.

Hoshi T., A. Kashyap, (2004). Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future. *The Journal of Asian Studies* 61(3)

Jensen M., (1986). Agency cost of Free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329.

Kang J.K., J. Luo, S. Na, (2018). Are institutional investors with multiple blockholdings effective monitors? *Journal of Financial Economics* 128, 576-602.

McCahery J., Z. Sautner, L. Starks, (2016). Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. *Journal of Finance* 71, 2905-2932.

Peter I., K. Jonathan, L. Michelle, (2020). Investors' Attention to Corporate Governance. *Review of Financial Studies*, forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3162407>

Schmidt C., R. Fahlenbrach, (2017). Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value? *Journal of Financial Economics* 124, 285-306.

Shleifer A., R. Vishny, (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94, 461-488.

Ward C., C. Yin, Y. Zeng., (2018). Institutional investor monitoring and the marginal value of cash. *Journal of Corporate Finance* 48, 49–75

企業価値レポーティング・ラボ HP, (2020). 「国内自己表明型統合レポート発行企業等リスト 2019年版」. http://cvrl-net.com/archive/pdf/list2019_202002.pdf

金融庁 HP, (2017). 「「責任ある機関投資家」の諸原則 ‹日本版スチュワードシップ・コード› {改訂前からの変更点}」. <https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/02.pdf>

日本取引所グループ HP, (2018). 「2017年度株式分布状況調査の調査結果について<要約版>」. <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu0000036n2d-att/j-bunpu2017.pdf>

宮島英昭、保田隆明、小川亮、(2017). 「海外機関投資家の企業統治における役割とその帰結」、宮島英昭編著『企業統治と成長戦略』第2章、東洋経済新報社

Appendix A 企業財務に関する変数定義

Variable Name	Variable Description	Data Unit
Firm Year Level Data		
Shareholding	企業に対する株式保有持分割合	実数
Shareholding (X)	X社の企業に対する株式保有持分割合	実数
Shareholding (Y)	Y社の企業に対する株式保有持分割合	実数
Shareholding (Z)	Z社の企業に対する株式保有持分割合	実数
Shareholding (total)	X・Y・Z社の企業に対する合計株式保有持分割合	実数
Shareholding (Full Year INST)	X・Y社の企業に対する合計株式保有持分割合	実数
Market Cap	決算期末の時価総額(発行済株式数*株価)	百万円
Ln (Market Cap)	直近実績決算期末の時価総額(発行済株式数*株価)の自然対数	実数
Book Value	決算期末の自己資本	百万円
Share raw return Pre-3 years	直近実績決算期末まで3年間の株式トータルリターン・日次平均(配当込み)	%
Tobin's Q	(時価総額+負債合計) / 総資産 (上下1%レベルでWinsored済み)	実数
ROA	EBITDA / 総資産 * 100 (上下1%レベルでWinsored済み)	%
ROE	最終損益 / 自己資本 * 100 (上下1%レベルでWinsored済み)	%
PBR	時価総額 / 自己資本 (上下1%レベルでWinsored済み)	実数
1/PBR	自己資本/時価総額 (上下1%レベルでWinsored済み)	実数
Debt Ratio	有利子負債 / 総資産 * 100 (上下1%レベルでWinsored済み)	%
Cash	現金・預金 + 有価証券(連結優先)	百万円
Cash Ratio	Cash / 総資産 * 100	%
Ind-Direc Ratio	取締役のうち独立役員の比率	%
Noninvest-Shares Raio	有価証券報告書の「コーポレート・ガバナンスの状況」に記載の政策保有株式簿価合計/総資産×100	%
Posion Pill Dummy	買収防衛策の有無 0:無 1:有	ダミー
Director Shares	役員の株式保有比率	%
Stock Option Dummy	ストックオプション制度 0:導入していない 1:導入している	ダミー
Annual ESG Report	統合報告書作成 0:作成していない 1:作成している	ダミー

Appendix 2 エンゲージメントに関する変数定義

Engagement に関するデータはエンゲージメントデータ提供先企業から取得。

Variable Name	Variable Description	Data Unit
Engagement Data		
Eng	エンゲージメントが行われた年に1、それ以外0	ダミー変数
Post Eng	初めてエンゲージメントが行われた年以降に1、それ以前は0	ダミー変数
Gov. Eng	エンゲージメントの内、ガバナンスに関しての内容がある際に1が立つ	ダミー変数
E&S Eng	エンゲージメントの内、環境・社会に関しての内容がある際に1が立つ	ダミー変数
Capital Alloc. Eng	エンゲージメントの内、事業戦略についての内容がある際に1が立つ	ダミー変数
Monitoring Eng	エンゲージメントの内、ガバナンス体制についての内容がある際に1が立つ	ダミー変数
Incentive Eng	エンゲージメントの内、インセンティブ設計についての内容がある際に1が立つ	ダミー変数
Discl. Eng	エンゲージメントの内、情報開示についての内容がある際に1が立つ	ダミー変数
foreign Fund Dummy	X・Y・Z社いずれかが初めてエンゲージメントした年以降に1、それ以前は0	ダミー変数
Post Eng (Full Year INST)	X・Y社どちらかが初めてエンゲージメントした年以降に1、それ以前は0	ダミー変数
Post 2nd Eng(total)	2社目 (X・Y・Z社) が初めてエンゲージメントした年以降に1、それ以前は0	ダミー変数
Post 2nd Eng(Full Year INST)	2社目 (X・Y社) が初めてエンゲージメントした年以降に1、それ以前は0	ダミー変数
Pre Eng (total)	X・Y・Z社いずれかが初めてエンゲージメントを行った前年に1、それ以外は0	ダミー変数
Pre Eng (Full Year INST)	X・Y社どちらかが初めてエンゲージメントを行った前年に1、それ以外は0	ダミー変数
Capital alloc. Eng (total)	X・Y・Z社いずれかがCapital Allocationについてエンゲージメントした年に1、それ以外は0	ダミー変数
Capital alloc. Eng (Full Year INST)	X・Y社どちらかがCapital Allocationについてエンゲージメントした年に1、それ以外は0	ダミー変数
Monitoring Eng (total)	X・Y・Z社いずれかがFirm Monitoring Systemについてエンゲージメントした年に1、それ以外は0	ダミー変数
Monitoring Eng (Full Year INST)	X・Y社どちらかがFirm Monitoring Systemについてエンゲージメントした年に1、それ以外は0	ダミー変数
Incentive Eng (total)	X・Y・Z社いずれかがIncentive Systemについてエンゲージメントした年に1、それ以外は0	ダミー変数
Incentive Eng (Full Year INST)	X・Y社どちらかがIncentive Systemについてエンゲージメントした年に1、それ以外は0	ダミー変数
Discl. Eng (total)	X・Y・Z社いずれかがDisclosureについてエンゲージメントした年に1、それ以外は0	ダミー変数
Discl. Eng (Full Year INST)	X・Y社どちらかがDisclosureについてエンゲージメントした年に1、それ以外は0	ダミー変数
Eng. with CEO (total)	X・Y・Z社いずれかのエンゲージメント先相手がCEOクラスの際1、それ以外0	ダミー変数
Eng. with CEO (Full Year INST)	X・Y社どちらかのエンゲージメント先相手がCEOクラスの際1、それ以外0	ダミー変数
Post Eng. CEO (total)	X・Y・Z社いずれかのエンゲージメント先相手がCEOクラスと対話した年以降1、それ以前0	ダミー変数
Post Eng. CEO (Full Year INST)	X・Y社どちらかのエンゲージメント先相手がCEOクラスと対話した年以降1、それ以前0	ダミー変数
Eng. GovTeam (total)	X・Y・Z社いずれかのエンゲージメント実行部隊がエンゲージメントチームの際1、それ以外0	ダミー変数
Eng. GovTeam (Full Year INST)	X・Y社どちらかのエンゲージメント実行部隊がエンゲージメントチームの際1、それ以外0	ダミー変数