

スチュワードシップ活動の定量的効果に関する調査研究の事例

令和5年10月17日

Ministry of Health, Labour and Welfare of Japan

機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果①（東京工業大学 井上教授他）

ポイント

- ・本調査では、機関投資家2社以上がエンゲージメント活動を行った場合には、ガバナンス体制の改善効果が強まるとの結果が得られている。

概要

- ・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。

（出所）RIETI（独立行政法人 経済産業研究所）公表資料「機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果」（概要）より厚生労働省作成

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）（敬称略）

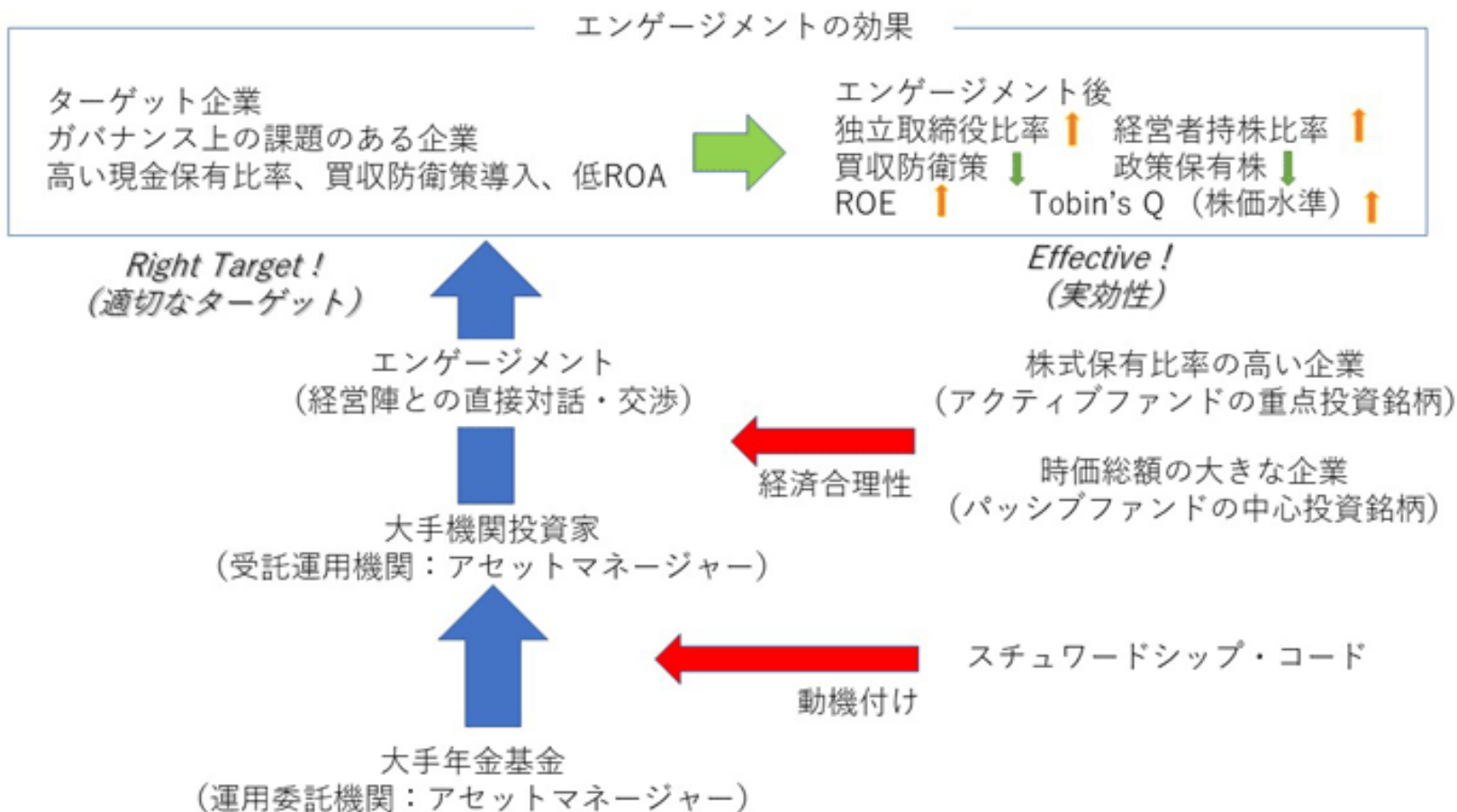
独立行政法人経済産業研究所 RIETI Discussion Paper Series 21-J-036 2021年7月

（概要）<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/summary/21070023.html>

（本文）<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/21j036.pdf>

機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果② (東京工業大学 井上教授他)

図：機関投資家によるエンゲージメント活動の対象企業の選択と効果 (まとめ)



(出所) RIETI (独立行政法人 経済産業研究所) 公表資料「機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果」
(ノンテクニカルサマリー) <https://www.rieti.go.jp/jp/publications/nts/21j036.html>

エンゲージメント効果に関する検証①（三菱UFJ信託銀行）

ポイント

- ・本調査では、複数年にわたりエンゲージメントを実施した企業においては、企業価値やガバナンス項目の改善がみられる結果が得られている。

三菱UFJ信託銀行株式会社

エンゲージメント効果に関する検証①

- ◆スチュワードシップ活動は実効性が問われるフェーズになっており、「エンゲージメントの報告は多くあるが効果は上がっているのか」という点について高い関心を頂いています。本年度は、エンゲージメント実績に基づき、弊社エンゲージメントの効果検証をMTECと協働で行いました。

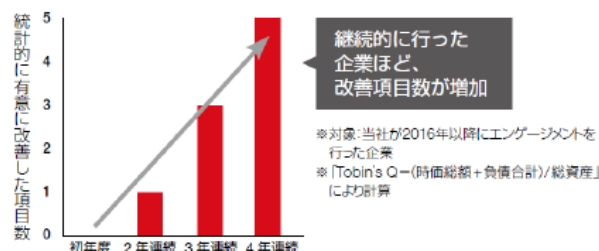
【① エンゲージメントの実施によって、改善に違いがあるか】

- ◆日高・池田・井上 [2021]*1に従い、弊社が過去エンゲージメントを行った企業と行わなかった企業を比較し、「ガバナンス（検証項目①～⑤の5項目）」「企業価値（同⑥～⑧の3項目）」の観点で、統計的に有意に改善が進んだか*2を検証しました。

- ◆【図表5】は、横軸はエンゲージメントの継続年数、縦軸は検証項目①～⑧の8項目のうち統計的に有意に企業の改善が見られた件数を表しています。その結果、1年のみでは改善が確認できない一方、複数年にわたりエンゲージメントを実施した企業においては、企業価値やガバナンス項目の改善点が多い結果となっており、特に4年連続で対話を行うと5項目改善するという傾向が見られました。継続的なエンゲージメントの重要性を表していると考えます。

検証項目	
ガバナンス 関連項目	① 独立社外取締役比率が上昇したか
	② 政策保有株比率が減少したか
	③ 現預金比率が低下したか
	④ 役員持株比率が上昇したか
	⑤ ストックオプションを採用したか
企業価値 関連項目	⑥ Tobin's Qが上昇したか
	⑦ 収益性(EBITDA/総資産)が上昇したか
	⑧ ROEが上昇したか

【図表5】エンゲージメントの継続性と改善効果



出所：NPM、日経のデータを基にMTEC作成

*1 日高・池田・井上 [2021]「機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果」RIETI Discussion Paper Series 21-J-036.

*2 当社のエンゲージメントが各項目の改善に関係しているかを有意水準10%で検定。日高・池田・井上 [2021]と同様に時期的要因や企業特性など様々な要因によるバイアスを極力排除した上で、エンゲージメントの有無が有意に影響を与えたか評価

エンゲージメント効果に関する検証②（三菱UFJ信託銀行）

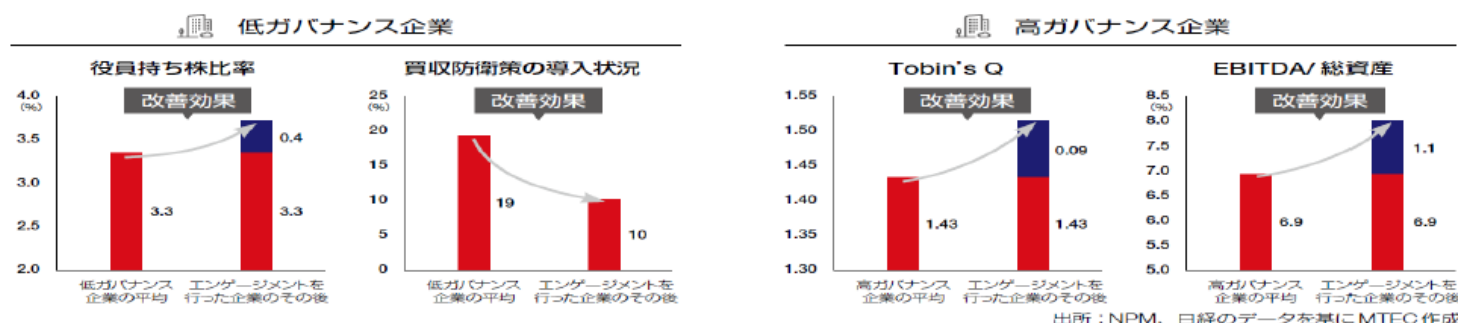
三菱UFJ信託銀行株式会社

エンゲージメント効果に関する検証②

【②企業の属性により、効果にどのような違いが出るか】

- ◆弊社の対話について、企業の属性によりどのようなエンゲージメント効果が出るのか分析しました。ここでは、企業の属性として、ガバナンスの高低で分けて分析を実施しました。具体的には、**社外取締役の構成が1/3未満を「低ガバナンス企業」、1/3以上を「高ガバナンス企業」と定義し、それぞれの改善項目を抽出しました（【図表6】参照）。**
- ◆結果として低ガバナンスの企業では、例えば役員持ち株比率について、対話前は3.3%程度という状況であったものが、対話後は0.4%高まり3.7%という結果（持株比率が高まった）、あるいは買収防衛策について対話前は平均的に19%導入しているという状況であったものが、対話後は9%減少し10%という結果（買収防衛策廃止が増加）になりました。これらのことから、低ガバナンス企業については、弊社の対話はガバナンスを改善させる効果に寄与していることが確認できました。
- ◆また高ガバナンス企業では、例えばTobin's Qについて、対話前は1.43という状況であったものが、対話後は0.09高まり1.52という結果、あるいは収益性（EBITDA/総資産）について対話前は6.9%という状況であったが、対話後は8.0%という結果が得られ、高ガバナンス企業に対して弊社のエンゲージメントは財務面の改善に寄与していることが確認できました（【図表7】参照）

【図表6】エンゲージメントの実施による各種指標の変化

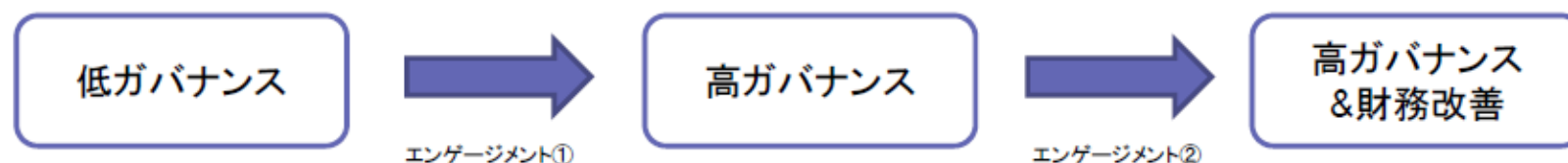


【図表7】低ガバナンス・高ガバナンス企業へのエンゲージメント効果



エンゲージメント効果のまとめ

- ① 低ガバナンス企業に対してエンゲージメント実施
 - 数年でガバナンスが改善する傾向がみられる
 - ただしそれがすぐに財務や企業価値の向上につながるわけではない
- ② ガバナンスが高いまたは高まった企業は、エンゲージメントによるガバナンスの改善は小さい
 - 一方でガバナンスが高い状態だと、対話が財務の改善につながる素地ができる
 - エンゲージメントによって数年後に財務の改善が見られる



弊社のエンゲージメントは企業のガバナンスを低⇒高へ、そして企業価値向上へ働きかけている傾向を示しています。弊社ではESGにおけるガバナンスは、企業価値を安定的に維持向上させるための前提条件であり、また、適切なガバナンス（G）で運営された企業は、環境（E）・社会（S）に対する課題を解決するなど企業価値・財務を改善させる可能性があると考えていますが、この分析結果はこの考えと整合的と考えます。