

令和 6 年 5 月 12 日現在

機関番号：12608

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2021～2023

課題番号：21K01556

研究課題名（和文）機関投資家の運用スタイルとモニタリング活動内容およびその効果の実証分析

研究課題名（英文）An empirical study of investment and effectiveness of monitoring activities of institutional investors

研究代表者

井上 光太郎（Inoue, Kotaro）

東京工業大学・工学院・教授

研究者番号：90381904

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,200,000円

研究成果の概要（和文）：本研究の目的は第1に、機関投資家の株式保有を通じたモニタリングが投資先企業のイノベーション創出に与える効果を明らかにすること、第2に機関投資家のエンゲージメント活動の選択要因と、その投資先企業に対する効果を明らかにすることである。本研究の成果は、機関投資家はその性格や制度的背景に応じて投資先企業のESG（環境、社会、ガバナンス）のそれぞれに対して異なる影響を持つこと、ガバナンス面のエンゲージメント活動は投資先企業のガバナンスと収益性を改善し、環境・社会面のエンゲージメント活動は投資先企業の環境、社会面の活動の改善効果を持つことを実証的に明らかにしたことである。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の学術的成意義は、分散投資を行いフリーライダー問題を抱える機関投資家が、制度的な適切なインセンティブ付与により、そのモニタリング活動を通じ、投資先企業のイノベーションを促進し、ESG（環境、社会、ガバナンス）の各側面を改善する効果を有することを実証的に明らかにしたことである。この成果は、今後の日本における最適なコーポレートガバナンス制度の検討に資する証拠を提示するという社会的意義を持つ。

研究成果の概要（英文）：The objectives of this study are, first, to determine the effect of monitoring by institutional investors through their equity holdings on the innovation of their portfolio companies, and second, to clarify the factors that influence the selection of engagement targets and topics by institutional investors and their effect on the portfolio companies. The results of this study indicate that institutional investors have different effects on each of the ESG (environmental, social, and governance) aspects of portfolio companies depending on their institutional backgrounds and contexts, that governance engagement activities improve the governance and profitability of portfolio companies, that environmental and social engagement activities improve the environmental and social performance of portfolio companies.

研究分野：ファイナンス、企業統治

キーワード：機関投資家 モニタリング ESG投資 フリーライダー問題 サステナビリティ

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

本研究の背景には、金融危機以降、急速に進行する先進国におけるパッシブ機関投資家の株式保有比率上昇の影響への学術的関心がある。米国での機関投資家のパッシブ化は顕著だが、日本でも GPIF 等の大手年金基金のパッシブ投資拡大に伴い、パッシブ投資家の比率が上昇している。

本来、究極の分散投資を行うパッシブ投資家は、個々の投資先企業に対する持分の低さからくるフリーライダー問題から、投資先企業に対するモニタリングの動機は弱いと予測でき、その株式保有比率の相対的上昇は投資先企業のコーポレートガバナンスの弱体化を予測させる。実証研究でもこれを支持する分析結果が報告されている (Aghion et al. 2013、Schmidt and Fahlenbrach 2017)。他方、一部の巨大化したパッシブ投資家では、規模の経済性によりモニタリングの平均費用が低下し、投資先企業へのモニタリング行動が経済合理性を持つ可能性も生じる (Appel et al. 2016)。すなわち、パッシブファンドの保有比率増大のコーポレートガバナンスへの影響はプラスとマイナスの両面があり、その効果は実証的課題となる。

また、日本は成長戦略の一環として政府主導で機関投資家による投資先企業のガバナンス上の役割を強化する制度を導入しており (再改定版スチュワードシップコードなど)、そうした制度導入効果の検証は今後の制度設計上も重要な課題である。申請者は経済産業省のソフトロー設計の複数の委員会に委員として参加してきたが、日本に関する実証的証拠の乏しさが制度検討上の弱点となっている。上記の背景と課題を踏まえ、本研究は 21 世紀の新たな企業所有構造の影響という本源的な研究課題と、日本における最適なコーポレートガバナンス制度の設計という政策課題を背景に研究を開始した。

2. 研究の目的

本研究の学術的問いは、機関投資家の株式保有を通じたモニタリング行動の選択要因と、その投資先企業のガバナンスや投資行動への影響、そして機関投資家によるモニタリングの具体的活動として、そのエンゲージメント活動は投資先企業の投資活動の効率化や ESG 活動 (環境、社会、ガバナンス配慮経営) に効果を持つかである。

この学術的問いに対応し、本研究の目的は第 1 に、機関投資家の株式保有を通じたモニタリングが、投資先企業のイノベーション創出に与える効果を明らかにすること、第 2 に機関投資家のエンゲージメント活動の選択要因と、その投資先企業に対する効果を明らかにすることである。

3. 研究の方法

第 1 の研究に関しては、機関投資家の株式保有状況が投資先企業のイノベーションや、ESG 活動に与える影響を検証する。その際、投資先企業機関が、投資家保有比率に影響を与えるインデックス銘柄に採用されるタイミングを利用した操作変数法を採用している。また、世界主要先進国の企業の株主を、法とファイナンスの研究において、受託者責任を厳格に考えると予測されているコモンロー圏 (英米法圏) に所在する機関投資家と、社会全体のバランスも重視するシビルロー圏 (大陸法圏) に所在する機関投資家に分け、それぞれの投資先企業における ESG 活動に与える影響を分析する。その時に、企業側の所在国もコモンロー圏に所在するか、シビルロー圏に所在するかで分割し、機関投資家と投資先企業の所在国の法体系の組み合わせにより、機関投資家のモニタリング行動における法体系の影響を明らかにすることを試みている。これは、例えばシビルロー圏に属する日本企業のみを例にとり、コモンロー圏の機関投資家比率、シビルロー圏の機関投資家比率のそれぞれの影響を検証するより、企業側への法体系の影響を制御可能であるという利点を有する。

また、第 2 の機関投資家のエンゲージメントの効果の研究に関しては、複数の機関投資家のエンゲージメント活動に関するデータの提供を受け、投資先企業へのエンゲージメント活動のデータベースを構築し、その対象の選択要因や効果を直接的に検証する。そのため、研究者自らが 30 以上の大手機関投資家に働きかけ、のべ 5 社の機関投資家からエンゲージメント活動の詳細データの提供を受けた。これにより、機関投資家の保有の効果と、機関投資家のエンゲージメント活動の効果とを分けて検証することが可能になった。世界でもこうしたエンゲージメントデータを用いた直接的検証は Dimson et al. (2015) など数例に留まり、それらはいずれも単一の機関投資家のエンゲージメント活動を分析対象としており、申請者の計画する運用スタイルも考慮した比較分析は、国際的にも新規性と独自性を持つ。

4. 研究成果

第 1 の研究目的のうち、機関投資家の株式所有が投資先企業のイノベーションに与える効果に関する研究の成果は馬場・池田・井上 (2020DP) として論文にまとめ、2020 年の日

本ファイナンス学会で報告している。この研究では、特許出願のタイミングにおける機関投資家のモニタリング効果に注目し、機関投資家保有比率の変化が特許の出願数、特許取得後の引用数、出願後 3 年後/5 年後特許価値などの変化に与える影響を検証している。機関投資家比率とイノベーションに関する変数の間の内生性に対処するため、2010 年 12 月から始まった日本銀行による ETF 購入により、特に日経 225 採用銘柄で機関投資家比率の上昇が観察できることを利用し、操作変数法による検証を行い、分析結果として特に国内機関投資家が、特許出願数、取得後の引用数、事後的な特許価値に正の効果を持つことを示した。これは国内機関投資家のモニタリングが、投資先企業のイノベーションに正の効果を持つことを示す。

また、機関投資家の所在国がコモンロー国か、シビルロー国かに分割し、投資先企業の ESG 活動に与える効果に関する研究の成果は、藍口・池田・井上(2023 現代ファイナンス)の論文にまとめ、これは査読付き学術誌の現代ファイナンスに掲載された。具体的には、アメリカ・日本・フランス・ドイツ・イギリスの 5 か国の主要企業を対象に、各企業に投資する機関投資家の所在国 85 カ国の法体系に基づき、機関投資家の持株比率を集計した。そして、外国機関投資家、国内機関投資家それぞれから投資先企業の ESG 活動への働きかけを検証した。分析の結果、シビルロー体系国に所在する機関投資家は、投資先企業の環境・社会活動を促進するのに対して、コモンロー体系国に所在する機関投資家は国内の投資先企業のガバナンスを改善するものの、環境・社会活動の促進効果は観察されないとの結果を得た。これは機関投資家がそれぞれの固有の制度的背景に基づき、企業の ESG 活動に異なる影響を持つことを示唆する。この結果は、コモンロー国に所在する機関投資家は私有財産保護の観点から究極的な資金提供者である資金委託者の利益を重視して環境・社会活動の促進には消極的だが、シビルロー国に所在する機関投資家は、社会全体の利益を重視する資金委託者の意向を反映し環境・社会活動の促進を積極的に働きかけるといふ仮説を支持する。特にシビルロー国の機関投資家が米国を含むコモンロー国の企業の CSR を促進するという結果は、先行研究の Aggarwal et al. (2011)や Dyck et al. (2019)でも示されていない新たな結果の提示である。これは、国際分散投資を行う機関投資家のそれぞれの制度的背景が、国境を越えて投資先企業の経営の重点課題に影響を持つことを示している点で、機関投資家の投資先企業のモニタリング行動の重要性を示す点で重要である。

第 2 の機関投資家のエンゲージメントに関する研究は、Hidaka, Ikeda, and Inoue (2023PBFJ) と Lin, Kimura, and Inoue (2023RIETI DP)にまとめている。

Hidaka, Ikeda, and Inoue (2023PBFJ)は Pacific Basin Finance Journal Special Conference で報告、Best Paper Award を受賞し、Pacific Basin Finance Journal に掲載された。同研究では、投資先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こと、第二にエンゲージメント活動が当該機関投資家の株式保有で説明できる効果以上のガバナンス改善効果を投資先企業に対して与えているとの結果を得た。

具体的に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。この結果は、多くの研究で個別企業における機関投資家比率を、その企業に対する機関投資家のモニタリングの程度の代理変数として使用することの妥当性を支持する結果である。

さらに、個別企業に対する分析期間中の機関投資家による第 1 回目のエンゲージメントを企業にとってのサプライズを伴うイベントとして捉える Difference in Difference 分析を行った。2017 年以降に機関投資家のエンゲージメント活動が急激に活発になったことを利用した分析となっている。分析結果は、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の存在と整合的な結果を示す。ROE の改善もみられ、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な結果である。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、株主価値の改善効果も確認された。なお、機関投資家保有比率は統計上有意味な効果を持たず、上記の改善効果はエンゲージメントに起因するとの見方に整合的である。

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関して、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のフリーライダー問題が緩和され、その結果としての積極的なエンゲージメント活動が投資先企業のガバナンス改善効果を持つことを示した点で、機関投資家のコーポレートガバナンスにおける役割の重要性を示すものである。

筆者はさらに機関投資家に呼びかけを行い、追加のエンゲージメントデータの提供先を得て、Lin, Kimura, and Inoue (2023RIETI DP)では、機関投資家 4 社による 2017 年から 2020

年の間のエンゲージメントを対象に、今度は環境や社会面への取り組みに関するエンゲージメント（以下、ESエンゲージメント）に関する検証を行った。同DPはRIETI DPとして公開されている。同論文ではESエンゲージメントが、ガバナンス面のエンゲージメントと重複して行われる比率が高いことから、エンゲージメントが行われたサブサンプル内での、ESエンゲージメントの効果の検証という分析アプローチも採用した。

具体的には大手機関投資家がどのような企業を環境・社会面のエンゲージメント先として選択しているか、そしてエンゲージメント対象企業の環境・社会面にどのような効果を持つか検証した。分析対象とした大手機関投資家4社（外資系2社、日系2社）の分析対象期間のエンゲージメント2832件に対し、32%に当たる898件が環境・社会面のエンゲージメントであった。

分析の結果、機関投資家によるエンゲージメント対象企業の選択に関しては、アクティブファンド、パッシブファンドとも、それぞれのポートフォリオにおける投資比率の大きい企業に対して集中的にESエンゲージメントが行われていることを確認した。ESエンゲージメントのターゲット企業の性格を見ると、ガバナンス改善を含む全エンゲージメントのターゲット企業の中でも、特に資本効率の良い企業、ガバナンス体制や環境・社会面の情報開示に相対的に優れている企業に対して行われている。これは、機関投資家が資本効率やガバナンス体制の劣った企業に対してガバナンスエンゲージメントを実施するというHidaka, Ikeda, and Inoue (2023PBFJ)の結果と比較すると、機関投資家のエンゲージメントのテーマには最初は資本効率とガバナンス、次に環境・社会面という優先順位があることを示す。また、アクティブファンドはパッシブファンドに比較して環境・社会面のエンゲージメントに対して積極的であることを確認した。

ESエンゲージメントの効果については、環境面に関するエンゲージメントを行った企業では、事後的に長期的なCO2排出量削減目標が設定され、実際にCO2排出量が有意に低下することを確認した。この環境面への効果はガバナンスエンゲージメントのみを行った企業では確認できず、環境エンゲージメントに特有の効果であることが示唆された。社会面に関するエンゲージメントを受けた企業では、ターゲット企業においても事後的に女性役員比率が向上するとの結果を得た。この効果はガバナンスエンゲージメントのみを行った企業でも観察できるが、女性役員比率の上昇はガバナンス上の課題でもあり、自然な結果と言える。株主価値（トービンのQ）への効果に関しては、回帰モデルによっては正の効果がみられるが、モデルにより結果にばらつきがあった。まとめると環境、社会面のエンゲージメントは、それぞれの側面への改善効果を持つが、企業価値に対しても少なくとも負の効果は観察されないことから、機関投資家の受託者責任に反するものではないことが確認できた。

本研究の貢献は、環境・社会面のエンゲージメント活動が、パッシブファンドに比較してアクティブファンドで活発であること、相対的に資本効率やガバナンス体制の良好な企業をターゲットに行われていること、エンゲージメントにより実際にターゲット企業の環境、社会面の改善に向けた行動に効果を持つことを、複数の機関投資家のエンゲージメント活動データで明らかにしたことにある。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計5件（うち査読付論文 4件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 3件）

1. 著者名 Wataru Hidaka, Naoshi Ikeda, Kotaro Inoue	4. 巻 77
2. 論文標題 Does engagement by large asset managers enhance governance of target firms?	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 Pacific Basin Finance Journal	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.pacfin.2022.101932.	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 藍口梨里花、池田直史、井上光太郎	4. 巻 46
2. 論文標題 機関投資家の制度的背景と企業のESG活動：クロスカントリー分析	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 現代ファイナンス	6. 最初と最後の頁 1-21
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.24487/gendai finance.460002	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 井上光太郎	4. 巻 1582
2. 論文標題 買収防衛策の効果に関する実証研究からの示唆	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 ジュリスト	6. 最初と最後の頁 44-50
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 日高航、池田直史、井上光太郎	4. 巻 21J036
2. 論文標題 機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 RIETI Discussion Paper Series	6. 最初と最後の頁 1-60
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 Kexin Lin, Yosuke Kimura, and Kotaro Inoue	4. 巻 23-E-091
2. 論文標題 Selection and Effects of Environmental and Social Engagement by Institutional Investors	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 RIETI Discussion Paper Series	6. 最初と最後の頁 1-54
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 -

〔学会発表〕 計4件 (うち招待講演 1件 / うち国際学会 1件)

1. 発表者名 林 可欣、木村遥介、井上光太郎
2. 発表標題 機関投資家のES エンゲージメントと効果
3. 学会等名 日本ファイナンス学会第3回秋季研究大会
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 Wataru Hidaka, Naoshi Ikeda, Kotaro Inoue
2. 発表標題 Does engagement by large institutional investors enhance governance of target firms?
3. 学会等名 JFA-PBFJ Special Issue Conference (国際学会)
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 井上光太郎
2. 発表標題 会長講演「株式所有構造と企業統治：我々はどこから来たのか、どこへ行くのか」
3. 学会等名 日本ファイナンス学会第29回年次大会 (招待講演)
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 林 可欣、木村遥介、井上光太郎
2. 発表標題 Selection and Effects of Environmental and Social Engagements by Institutional Investors
3. 学会等名 日本ファイナンス学会第31回大会
4. 発表年 2023年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

<p>機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果 https://www.rieti.go.jp/jp/publications/summary/21070023.html エンゲージメントの効果に関する実証分析（「2020年度GPIF ESG活動報告」P28, P29） https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF_ESGReport_FY2020_J.pdf Selection and Effects of Environmental and Social Engagement by Institutional Investors https://www.rieti.go.jp/en/publications/summary/23120012.html</p>
--

6. 研究組織		
氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------