

自由論題報告

「モノ言う株主」が日本企業の経営政策に与える影響

三和裕美子（明治大学）・壺内慎二（金沢星稜大学）

本研究はいわゆる「モノ言う株主」であるアクティビストや「モノ言う株主」に容易に変わりうる外国人投資家が 2000 年代以降の日本企業の経営に与えた影響の研究報告である。

2015 年度からガバナンス・コードが上場企業に適用された。そこでは「株主との健全な対話」が求められており、アクティビストは企業経営者に利益の株主還元を要求しやすくなる。配当については言えば、東証一部上場企業の配当総額は 2009 年度（5 兆円強）以降上昇傾向にあり、2016 年度には 11 兆円を上回った。一方、株主価値向上の一面である株式価格についてであるが、日本の上場企業は成熟企業が多いため、それほど株価の上昇を期待できるわけではない。そのため、手元流動性資金の潤沢な企業に投資し、自社株買いを通じて利益還元を求める。実際、2016 年の上場企業の手元資金は約 109 兆円と報じられており（日本経済新聞 2016 年 11 月 24 日朝刊）、自社株買いそのものも 2010 年度以降増加している（2016 年度の自社株購入額は 5.3 兆円（日経新聞 2017 年 1 月 6 日朝刊）と試算されている）。一方、「モノ言う株主」は経営の効率性を求めるため、費用の削減を求める。米国企業を対象とした Shleifer&Summer（1988）や Ofek（1993）の研究は、外部の大株主の持ち株比率が高いときには経営の合理化を進めるため雇用調整を行うことを指摘している。日本企業についても、野田（2001）や西谷（2011）が外国人投資家の持株比率が上昇すると雇用調整速度を早め、その結果、経営効率が上昇すること指摘している。また佐々木・花枝（2012）はある特定の状況（2 期以上の連続経常赤字）では配当を削減するよりも、雇用や賃金の削減を優先することを実証で示している。

さらに、従業員の代表としてとらえられてきた経営者が外国人投資家の増加によって株主の代理人としての側面を強くしたことを経営者と従業員との報酬の差によって、また、日本企業の特徴である長期的な視点が変化したことを研究開発費の増減によって示す。

本報告では、このような経営政策の変化はモノ言う株主であるアクティビストを含めた外国人投資家の増加が原因であると仮定し、外国人投資家が増えれば、（１）配当や自社株買いの総額が増える、（２）従業員の利益（雇用、賃金、福利厚生）が抑制される、（３）経営者の報酬が増える、（４）研究開発費が抑えられる、という仮説を検証し、検証結果および外国人投資家の増加が日本企業の経営政策に与える影響について報告する。