

「日本における株主アクティビズムの株価パフォーマンスへの影響」論文要旨

明治大学大学院商学研究科 博士後期課程

邵 清義

日本ではアクティビストの存在感が強まっており、2022年日本に参入しているアクティビスト・ファンドは68社と2021年より約20%増えた。ところが、株主アクティビズムが株価パフォーマンスに及ぼす影響について、日本企業を分析対象とする先行研究のほとんどはアクティビストの第一興隆期を分析対象としている。また、株主アクティビズムの株価パフォーマンスへの長期的な影響を検証する先行研究が少ない。加えて、先行研究は超過収益率に影響する要因について分析する際に、村上ファンドの標的企業であるダミー変数などのような、特殊性のある説明変数を用いている。

そこで、本稿は株主アクティビズムが企業の株価パフォーマンスに及ぼす影響について包括的に分析した。イベント・スタディにより、短期の超過収益率としてCAR (Cumulative Abnormal Return)、長期の超過収益率としてBHAR (Buy-and-Hold Abnormal Return) を求めることで、株主アクティビズムによる短期と長期の影響について分析を行った。また、より一般性のある説明変数を用いて超過収益率の要因についてOLSによる重回帰分析で検証した。結果は以下の通りである。

株主アクティビズムが株価を短期的に上昇させることが確認され、先行研究とは一致している。長期的な影響として、株主アクティビズムがキャンペーン開始後の1年間において株価パフォーマンスに対し有意にプラスの影響を与えており、短期的な株価の上昇は市場で一時的な反応ではないことを確認した。

超過収益率に影響を及ぼす要因として、ウルフパックは株価パフォーマンスにプラスの影響を与えており、その効果はキャンペーン1年後までも存在することが分かった。そして、キャンペーン開始前の数日間においてウルフパックが超過収益率にプラスの影響を与えるということは、情報が漏れる可能性を示唆した。また、外国人投資家の持株比率が影響を与えていない一方で、国内機関投資家が短期的にも長期的にも市場にとって好ましくない存在であると示した。アクティビストの地域に関して、米国のアクティビストは、日本のアクティビストに比べて短期の超過収益率にプラスの影響を与えることが分かった。

本稿ではサンプル数の制限で第一興隆期と第二興隆期の比較を行っていない。また、株主アクティビズムの株価パフォーマンスへのプラスの影響が、アクティビストの割安企業を選別する能力によるものであるかどうかについては分析を行っていない。これらは今後の課題としたい。