

株主優待と個人株主の議決権行使

同志社大学 野瀬 義明
大阪公立大学 宮川 壽夫
南山大学 伊藤 彰敏

本研究では、株主優待制度が日本企業のコーポレート・ガバナンスに与える影響を、個人株主の議決権行使に焦点を当てて分析する。株主優待は個人株主の獲得・維持に広く用いられる一方、そのガバナンスへの影響は多角的な検討を要する。特に、個人株主が企業経営に対し「ヴォイス」をどのように行使するか、優待導入がその行使をどう変えるかは重要なリサーチ・クエスチョンである。

一般的に、個人株主は機関投資家と比較して企業調査能力や議決権行使のインセンティブが低いとされ (Grossman and Hart, 1980)、その増加が経営陣モニタリングの低下を招く懸念がある。一方で、個人株主は自己資金を投じているためエージェンシー問題が低いとも言え、モニタリング低下に必ずしもつながらない可能性もある。

Brav et al. (2022) は、米国では個人投資家が総会参加自体に意義を見出し、業績不振企業には反対票を投じる傾向があることから、彼らがガバナンス機能を担うと指摘している。

本研究は、株主優待を通じて獲得した個人株主がどのように「ヴォイス」を行使して日本企業のガバナンスに影響を与えているのかを、株主総会における経営陣提案への賛成率の違いを検証することで明らかにする。具体的には、株主優待導入を個人投資家にとっての「外的ショック」と仮定し、優待導入後の個人株主増加が総会の案件ごとの賛成率に与える影響を分析する。この際、セレクション・バイアスを排除するため、傾向スコアマッチングを用いる。優待導入企業に対し、優待未導入企業の中から類似企業をマッチングさせ、企業・年固定効果をコントロールしつつ、優待導入直後の株主総会での議案への賛成率の変化を分析する。優待導入後に賛成率が上昇する場合、ヴォイス圧力が低下したと解釈し、賛成率が低下した場合、ヴォイス圧力が上昇したと解釈する。日本の株主優待制度がガバナンス、特に個人株主の議決権行使に与える影響を実証的に明らかにすることで、優待制度の適切な運用とガバナンスのあり方を考える上で重要な示唆を得ることを目指す。

<参考文献>

- Brav, A., Cain, M. and Zytznick, L. (2022). “Retail shareholder participation in the proxy process: Monitoring, engagement, and voting”, *Journal of Financial Economics*, 144, pp. 492-522.
- Grossman, S. J. and Hart, O. D. (1980). “Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation”, *The Bell Journal of Economics*, 11(1), pp. 42-64.