

Title	アクティビストの介入が企業行動や企業価値に与える影響についての研究
Sub Title	Research on the impact of activist intervention on corporate behavior and corporate value
Author	武田, 史子(Takeda, Fumiko)
Publisher	
Publication year	2025
Jtitle	科学研究費補助金研究成果報告書 (2024.)
JaLC DOI	
Abstract	本研究は、日本で存在感を増しているアクティビストに焦点を当て、その特徴と対象企業への影響を分析した。研究期間内に、① アクティビズム第1波と第2波の比較についての研究、②株主提案に対する対象企業の株価反応についての研究、③議決権行使助言会社の賛否推奨レポートが対象企業の株価に与える影響を分析した研究、④議決権行使助言会社の推奨が議案賛成率に与える影響、⑤アクティビストが推奨する社外取締役を受け入れた企業について、その財務パフォーマンスに影響を与える要因を分析した研究、を発表した。①は大学の紀要、②～④は査読付き英文ジャーナルに掲載された。⑤は国際学会で発表後、ジャーナルへの投稿を続けている。 This project focused on shareholder activists who are increasing their presence in Japan since the mid-2000s and analyzed their characteristics and impact on target companies. Within the project period, the following studies were conducted: (1) a study on the comparison of the first and second waves of activism, (2) a study on the stock price reaction of target companies to shareholder proposals, (3) a study analyzing the impact of voting advisory firms' recommendation reports on the stock prices of target companies, (4) the impact of voting advisory firms' recommendations on the approval rate of proposals, and (5) a study that examine the effects of activist board representation on targets' performance. (1) was published in a university bulletin, and (2) through (4) were published in a peer-reviewed English journal. (2), (4), and (5) were presented at international conferences. (1) through (4) were co-authored with my students.
Notes	研究種目：基盤研究 (C) (一般) 研究期間：2022～2024 課題番号：22K01550 研究分野：応用実証経済学、会計ファイナンス
Genre	Research Paper
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KAKEN_22K01550seika

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

令和 7 年 5 月 19 日現在

機関番号：32612

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2022～2024

課題番号：22K01550

研究課題名 (和文) アクティビストの介入が企業行動や企業価値に与える影響についての研究

研究課題名 (英文) Research on the impact of activist intervention on corporate behavior and corporate value

研究代表者

武田 史子 (TAKEDA, Fumiko)

慶應義塾大学・経営管理研究科 (日吉)・教授

研究者番号：70347285

交付決定額 (研究期間全体) : (直接経費) 1,800,000 円

研究成果の概要 (和文) : 本研究は、日本で存在感を増しているアクティビストに焦点を当て、その特徴と対象企業への影響を分析した。研究期間内に、① アクティビズム第1波と第2波の比較についての研究、②株主提案に対する対象企業の株価反応についての研究、③議決権行使助言会社の賛否推奨レポートが対象企業の株価に与える影響を分析した研究、④議決権行使助言会社の推奨が議案賛成率に与える影響、⑤アクティビストが推奨する社外取締役を受け入れた企業について、その財務パフォーマンスに影響を与える要因を分析した研究、を発表した。①は大学の紀要、②～④は査読付き英文ジャーナルに掲載された。⑤は国際学会で発表後、ジャーナルへの投稿を続けている。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究は、2000年代以降、日本で存在感を増しているアクティビストに焦点を当て、その特徴と対象企業への影響を分析した。株主アクティビストに関する研究は、欧米では蓄積があるものの、日本における研究は少ない。さらに、日本における先行研究は、2000年代前半を対象としたものが殆どであった。一方、2010年代半ばに企業統治に関わる制度が変化したため、その影響を反映する2010年代後半以降に焦点を当てた研究を行うことに、学術的な意義がある。社会的にも、世界第2位のアクティビスト市場と言われる日本において、上場企業がアクティビスト対策を考える上で有用な示唆となると考えている。

研究成果の概要 (英文) : This project focused on shareholder activists who are increasing their presence in Japan since the mid-2000s and analyzed their characteristics and impact on target companies. Within the project period, the following studies were conducted: (1) a study on the comparison of the first and second waves of activism, (2) a study on the stock price reaction of target companies to shareholder proposals, (3) a study analyzing the impact of voting advisory firms' recommendation reports on the stock prices of target companies, (4) the impact of voting advisory firms' recommendations on the approval rate of proposals, and (5) a study that examine the effects of activist board representation on targets' performance. (1) was published in a university bulletin, and (2) through (4) were published in a peer-reviewed English journal. (2), (4), and (5) were presented at international conferences. (1) through (4) were co-authored with my students.

研究分野：応用実証経済学、会計ファイナンス

キーワード：企業統治 アクティビズム 株主提案 議決権行使助言会社 資本市場

※科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

1. 研究開始当初の背景

- (1) 戦後長らく日本の企業統治は、系列企業やメインバンク等のステークホルダーを重視することに特徴があるとされてきたため、企業統治の研究は、メインバンク制に焦点を当てた内容が中心であった(青木・パトリック 1996; Hoshi and Kashyap 2001)。しかし、1990 年代初頭に所謂バブル経済が崩壊して以降、日本企業の統治構造に変化がみられ、株式持ち合い解消を背景に、外国人株主や個人株主等、系列外のアウトサイダー的な株主の存在感が高まった(Miyajima 2014)。
- (2) 中でも、アクティビストは、2000 年代の第 1 波、2013 年以降の第 2 波に入り、コロナ禍でも活動を活発化させており、その企業統治における役割と影響について、学術的な研究を深めることが重要になっている。これまでの日本におけるアクティビストの研究は、第 1 波を対象としたものが殆どである。一方、2014～2015 年には、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードなど、企業統治に関わる制度が変化したため、その影響を反映する第 2 波に焦点を当てた研究を行うことに、意義があると考えた。

2. 研究の目的

- (1) アクティビストや議決権行使助言会社についての研究は、欧米を中心に蓄積があるものの、日本では比較的最近注目され始めた現象であるため、十分な蓄積があるとはいえない。このため、欧米以外の国で、企業統治のあり方が近年変化しているという、日本特有の環境を活かして、学術的に独自性のある分析を目指すことを目的とした。
- (2) 具体的には、次の 3 点を研究することを目指した。①アクティビズム第 2 波の特徴と、ターゲットとなった企業への影響について、先行研究で行われた第 1 波と比較して、どのように異なるのかを分析する。②株主提案の内容や、提案株主の特性、株主構成によって、ターゲット企業への影響がどのように異なるのかを分析する。③企業に「物言う」アクティビストと異なり、投資家に影響を与える議決権行使助言会社を採り上げ、その賛否推奨レポートの内容や資本市場への影響が、アクティビストとどのように異なるのかを分析する。

3. 研究の方法

- (1) 研究目的①については、第 2 波における、アクティビストによる株式の大量保有報告が、対象企業の株価に与える影響、対象企業の特性、対象企業の財務パフォーマンスへの影響を計測し、第 1 波を分析した先行研究の結果と比較した。
- (2) 研究目的②については、アクティビストの株主提案に対する対象企業の対応と、それに対する株価反応を計測する研究を行った。具体的には、「株主提案に関する書面の受領のお知らせ」の開示、「株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」の開示、株主による議決権が行使される株主総会、という 3 つのタイミングのイベントに着目し、株主提案が対象企業の株価に与える影響について分析した。対象期間は、アクティビスト第 2 波に該当する 2017 年～2021 年とした。株価反応の測定には、Buy-and-Hold Abnormal Return (BHAR)

を用いた。次に、BHAR が、株主提案の内容、提案株主の特性、株主構成、などによって、どのように変化するかを分析した。

- (3) 研究目的③については、2つの方法を用いて研究を行った。一つは、議決権行使助言会社の賛否推奨レポートに対する株価反応を分析した。分析期間は、2001年～2021年の20年間とし、日経テレコンを用いて、2大議決権行使会社である Institutional Shareholder Services とグラスルイスについて報道された、賛否推奨を対象とした。BHAR で計測した株価反応が、推奨内容、対象企業の株主構成や財務特性などによって、どのように異なるのかを分析するため、重回帰分析を用いた。
- (4) もう一つは、議決権行使助言会社の推奨が議案賛成率に与える影響についての研究である。この研究は、2010年3月～2022年3月に議決権行使助言会社による推奨があった株主総会の議案 1025 件を対象とし、議決権行使助言会社の推奨が議案賛成率に与える影響について重回帰分析を行った。
- (5) 最後に追加分析として、アクティビストが推奨する社外取締役を受け入れた企業 8 社に対し、業績の改善が見られたかどうかを差分の差 (DID) で分析した。

4. 研究成果

- (1) 研究目的①については、前任校の卒業生との共著で、アクティビズム第1波と第2波の比較についての研究を行い、論文は慶應経営論集に掲載された。
- (2) 研究目的②については、前任校の卒業生との共著で、アクティビストの株主提案に対する対象企業の対応と、それに対する株価反応を計測する研究を行った。分析の結果、株主提案の受領に対しては、株価反応はポジティブだったが、提案の否決に対してはネガティブだった。この研究は4つの国際学会で報告され、International Review of Economics and Finance に掲載された。
- (3) 研究目的③については、前任校の卒業生との共著で、議決権行使助言会社の賛否推奨レポートが対象企業の株価に与える影響を分析した。分析の結果、会社提案と逆の推奨がされた場合、株価反応はポジティブだった。この研究は Finance Research Letters に掲載された。
- (4) もう一つは、前任校の卒業生との共著で、議決権行使助言会社の推奨が議案賛成率に与える影響についての研究を行った。分析の結果、議決権行使助言会社の推奨は、議案賛成率と正の相関関係があることが示された。この研究は3つの国際学会で報告され、Journal of International Financial Markets, Institutions, and Money に掲載された。
- (5) 最後に追加分析として、アクティビストが推奨する社外取締役を受け入れた企業 8 社に対し、業績の改善が見られたかどうかを差分の差 (DID) で分析した。その結果、現在まで存続する企業では ROE と ROA の上昇が見られたが、上場廃止した企業では見られなかった。この研究は4つの国際学会で報告された。

(参考文献)

- 青木昌彦・ヒュー・パトリック編 (1996) 『日本のメインバンク・システム』 東洋経済新報社。
- Hoshi, T., & Kashyap, A.K. (2001). *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*. The MIT Press: Cambridge, Massachusetts.
- Miyajima, H. (2014). Perspectives for corporate governance reform in Japan. Policy update 057. Research Institute of Economy, Trade, and Industry.

5. 主な発表論文等

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

1. 著者名 Hiroaki Miyachi and Fumiko Takeda	4. 巻 92
2. 論文標題 Empirical study on voting results and proxy advisor recommendations in Japan	5. 発行年 2024年
3. 雑誌名 Journal of International Financial Markets, Institutions and Money	6. 最初と最後の頁 101973
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.intfin.2024.101973	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 Ryo Sato and Fumiko Takeda	4. 巻 86
2. 論文標題 Effects of shareholder proposals on the market value of Japanese firms	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 International Review of Economics & Finance	6. 最初と最後の頁 320-333
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.iref.2023.03.025	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 Kazuhide Masumoto and Fumiko Takeda	4. 巻 50
2. 論文標題 Market reactions to proxy advisory companies' recommendations in Japan	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 Finance Research Letters	6. 最初と最後の頁 103331
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.frl.2022.103331	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 Kosuke Kikuchi, Hiroaki Miyachi, and Fumiko Takeda	4. 巻 39
2. 論文標題 Hedge fund activism in Japan: A Comparison between the First and Second Waves	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 慶應経営論集	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） 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 —

〔学会発表〕 計11件（うち招待講演 1件／うち国際学会 11件）

1. 発表者名 Fumiko Takeda
2. 発表標題 Empirical Study on the Voting Results Recommended by Proxy Advisory Companies
3. 学会等名 American Economic Association: (国際学会)
4. 発表年 2024年

1. 発表者名 Fumiko Takeda
2. 発表標題 Empirical study on the voting results recommended by proxy advisory companies: Evidence from Japan
3. 学会等名 Vietnam Symposium on Banking and Finance (国際学会)
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 Fumiko Takeda
2. 発表標題 Empirical study on the voting results recommended by proxy advisory companies: Evidence from Japan
3. 学会等名 Asia-Pacific Management Accounting Association: 17th Annual Meeting (国際学会)
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 Fumiko Takeda
2. 発表標題 Effects of shareholder proposals on the market value of Japanese firms
3. 学会等名 AAA: Joint Meeting of the Mid-Atlantic and Northeast Regions (国際学会)
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 Fumiko Takeda
2. 発表標題 Effects of shareholder proposals on the market value of Japanese firms
3. 学会等名 APMAA: 17th Annual Meeting (国際学会)
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 Fumiko Takeda
2. 発表標題 Effects of shareholder proposals on the market value of Japanese firms
3. 学会等名 Taiwan Accounting Association: Annual Conference (招待講演) (国際学会)
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 Fumiko Takeda
2. 発表標題 Effects of shareholder proposals on the market value of Japanese firms
3. 学会等名 ISAFE: 1st Annual Meeting (国際学会)
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 Fumiko Takeda
2. 発表標題 The effects of activist board representation on targets' performance in Japan
3. 学会等名 Vietnam Symposium in Entrepreneurship, Finance, and Innovation (国際学会)
4. 発表年 2024年

1. 発表者名 Fumiko Takeda
2. 発表標題 The effects of activist board representation on targets' performance in Japan
3. 学会等名 Vietnam Symposium in Banking and Finance (国際学会)
4. 発表年 2024年

1. 発表者名 Fumiko Takeda
2. 発表標題 The effects of activist board representation on targets' performance in Japan
3. 学会等名 APMAA: 18th Annual Meeting (国際学会)
4. 発表年 2024年

1. 発表者名 Fumiko Takeda
2. 発表標題 The effects of activist board representation on targets' performance in Japan
3. 学会等名 APC: 33rd Conference (国際学会)
4. 発表年 2024年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

—

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
---------	---------