

# 機関投資家がコーポレートガバナンスに与える影響

小 林 毅

## 1. はじめに

近年、日本においてコーポレートガバナンスのあり方が再検討されるようになった。従来の日本企業は、株主持合いにより株主の発言力を弱め、株主が経営に関与することを避けようとするのが一般的であった。機関投資家等株主もまた、積極的に経営関与する姿勢を見せてきたとは言いがたい。また、メインバンク論に代表されるように、経営危機に陥った場合には主に銀行が経営監視の役割を果たすとされてきた。しかしながら、宮島（2003）が指摘するように、メインバンクの地位が相対的に低下し、代わりにコーポレートガバナンスにおいて期待される株主の役割が大きくなった。また近年では投資ファンドが台頭し、さらに機関投資家も議決権行使などの手段によって自らの利害を経営に反映させようとするのが珍しくなくなった。

本論文の目的は、機関投資家のうち、外国人および年金を取り上げ、これらの投資主体が投資先企業の経営に与える影響を分析することにある。コーポレートガバナンスと投資家の関係を扱った研究は、大きく二つに分けられるであろう。

一つは、機関投資家等による議決権行使など、投資先企業に対する直接的なコーポレートガバナンスへの関与の実態を、アンケート調査などを利用して明らかにしようという試みである。大村・首藤・増子（2001）や橋本・三和（2001）、川北（2003）等、このアプローチを採用する研究は多い。

もう一つのアプローチとして、株主構成と企業行動・パフォーマンスとの関係を分析することによって、株主がコーポレートガバナンスを通じて企業に与える影響を間接的に分析する手法が考えられる。この手法を採用した先行研究として佐々木・米澤（2000）、馬場（2000）および木村・清田（2003）などがあげられる。馬場（2000）は、外国人持ち株比率とROA等の経営指標との関係を調査し、外国人投資家の持ち株比率が高

い企業は収益性が高く、研究開発投資も旺盛であることを明らかにしている。また、木村・清田（2003）も外資系企業が日本企業よりパフォーマンスが高いことを示している。

これら二つのアプローチにはそれぞれ利点と欠点が存在する。株主のコーポレートガバナンスへの関与が投資先企業の行動やパフォーマンスに影響を与えると考えれば、前者のアプローチはコーポレートガバナンスの分析に関してより直接的であり、後者は間接的であると思われる。その意味では、コーポレートガバナンス以外の要因、たとえば景気や市場動向、技術革新などにも結果が左右されやすい後者のアプローチよりも、直接的なコーポレートガバナンスへの関与を解明する前者のアプローチが優れているかもしれない。しかし、外国人投資家に関してはアンケート調査は容易でないこと、またコーポレートガバナンスへの投資家の関与は、目的ではなく手段に過ぎないことを考慮すると、「目的」に焦点を当てる後者のアプローチにも利点があると思われる。

本研究は後者のアプローチを採用する。投資家のなかでも代表的存在である外国人および年金に焦点を絞り、これらの投資主体が投資先企業の企業行動およびパフォーマンスにいかなる影響を与えているのか明らかにするのが本研究の主要な目的である。さらに、株式の偏在の度合いの指標として、上位10大株主の持株比率にも注目する。投資家が企業経営に対して関与・監視するには固定的なコストが必要であり、持株数の少ない投資家にとって、コーポレートガバナンスに関与することはコストに見合うだけの見返りがないと考えられる。この点に注目すれば、株式の集中度が高いほど株主の投資先企業への影響力は強くなると考えられる。この仮説を検証することも本研究の目的の一つである。

本論文の構成は以下の通りである。第二節では実証分析の手法およびデータについて述べる。第三節では実証分析から得られた結果について考察する。第四節では結論を述べる。

## 2. 実証分析

本研究では、投資先企業の行動およびパフォーマンスを表すいくつかの変数を、外国人、年金などの投資家の株式保有比率および企業の性質を表す若干の変数に回帰させることによりこれらの説明変数が投資先企業の行動およびパフォーマンスにいかなる影響を与えているか検証する。

分析の対象は東証一部上場企業のうち、製造業に分類され、かつ分析に必要な情報を得られる企業全社である。分析対象を製造業に限定したのは、製造業と非製造業の間には経営内容に大きな差があり（たとえば非製造業には研究開発をしていない企業が相当数存在すると思われる）、分析対象として同一に扱うことには問題があると思われる。一方製造業内での異なる業種（例えば「食品」と「機械」）間の差異はそれほど大きくはないと考えられるため、業種ダミー変数の使用により業種間の差異は十分吸収できであろう。各企業の財務指標および株主情報は「会社四季報」および「大株主総覧」各号（いずれも東洋経済新報社）より得ている。なお、後述する分析対象期間において決算期が変更されている企業は、そうでない企業と同列に扱うことができないため分析対象から除外している。また、一部の企業については、これらのソースから数値を得られない項目があるため、それぞれの回帰分析において必要な数値が得られない企業はサンプルから除外されている。

被説明変数として、投資先企業のパフォーマンスを表す指標として ROE（株主資本収益率）および ROA（総資産利益率）の二つを、また投資先企業の行動を表す指標として配当性向、売上に対する設備投資の比率、従業員一人当たり研究開発支出、売上に対する研究開発支出の比率を採用した。これらの変数のうち、ROA および従業員一人当たり研究開発支出は、馬場(2000)でも用いられている。これらの被説明変数はすべて2005年4月から2006年3月末までの間に到来した決算期末における数値である。配当性向は、近年投資家から配当性向を引き上げるよう要求がなされており、また企業の中にも目標配当性向などを明示するものが現れていることから、注目を集めている指標である。完全市場においては配当（性向）自体は投資家にとって中立とされる。しかしながら、情報の非対称性が存在する場合は配当が経済的な意味を持ちうる。たとえばよく知られているのは、配当が、経営者が保有する企業業績に関する私的情報を伝達するシグナルであるという仮説や、配当により余分なキャッシュを放出することで経営者の機会主義的行動を抑制するという仮説である。設備投資および研究開発支出は、投資家の視野の長さに関連付けることが可能である。短期的な視野で行動する投資家が存在すれば、そのような投資家の影響力が強い企業ほど、現在のキャッシュを犠牲にして将来の果実を得るための行為である、設備投資や研究開発への支出を抑制する傾向があるのではないかと考えられる。俗説では外国人投資家は短期的な利益を追求するため、外国（特に米国）企業は短期的視野に立った行動を取りがちであるなどとも言われるが、このような説の真偽も興味深い。

説明変数としては、業種（定数）ダミー、外国人・年金・上位10大株主それぞれの株式保有比率、売上に対する現金同等物（現金、預金等）の比率を採用した。これらの説明変数はすべて被説明変数の一期前（被説明変数が2006年3月期末の数値であれば、説明変数は2005年3月期末の数値である）の値である。売上に対する現金同等物の比率（現金売上比率）は、投資先企業の財務状態を示す指標とみなしている。投資先企業が配当性向を上昇させたり、設備投資や研究開発支出を行う際に外部資金を自由に調達できるとは限らない。外部資金の調達が可能である場合でも、情報の非対称性を考慮すれば、外部資金は内部資金より高コストであると考えられる。このような場合、配当性向や設備投資、研究開発支出は内部資金の大きさと関連付けられる可能性があるかもしれない。このことを考慮して同比率を説明変数の一つとした。

コーポレートガバナンスを分析する上で欠かせないのが情報の非対称性の存在であり、情報劣位にある株主が投資先企業の経営を監視し、いかに自らの利害を反映させるかは重要な問題である。しかしながら、モニタリングコストの存在のため、零細株主には自らコーポレートガバナンスに参与するインセンティブが少ない。モニタリングコストは投資金額や保有株式比率に比例するより、むしろ固定的であると考えられるため、投資金額の小さい零細株主にとってモニタリングコストを支払うのは割に合わないからである。この観点からは、少数の株主が多数の株式を保有する企業では株主のコーポレートガバナンスへの関与が強いのではないかと予想される。ただし、株式の分布を直接観察することは難しい。そこで、株式の偏在度とコーポレートガバナンスの関係を調べるために、上位10大株主の持株比率を説明変数に加えた。上位10大株主の持株比率が大きいほど、少数の株主が多数の株式を保有しているとみなしている。

### 3. 実証分析の結果についての議論

本節では、前節で説明した実証分析の結果を示し、その意味するところについて考察する。まず、表1にそれぞれの変数の平均値（単純平均）を示す。株主構成では、上位10大株主が半数近くの株式を保有しており、外国人の平均持株比率も10%を超えている。日本の株式市場において外国人はすでにかなり大きな存在となっており、コーポレートガバナンスにも一定の関与をしてもなんら不思議ではない。一方、年金の平均持株比率は3%強であり、外国人と比較するとその存在は大きいとはいえない。

表 1 諸変数の平均値

	平均値
10大株主 (%)	47.02
外国人 (%)	12.60
年金 (%)	3.75
現預金/売上	0.161
設備投資/売上	0.051
研究開発/売上	0.027
研究開発/従業員 (百万円)	1.347
配当性向	0.280
ROA (%)	3.14
ROE (%)	5.16

実証分析の結果は表2・表3および表4に示されている。一見して、「外国人」の係数は、売上に対する設備投資支出の比率、配当性向、および経営の効率性の指標であるROEやROAを被説明変数にした場合有意に正である。この結論は馬場(2000)とほぼ一致する。設備投資の対売上比率を被説明変数とした場合に外国人投資家の持株比率の係数が正であることは、外国人投資家が必ずしも短期的視野で行動する(主観的割引率が高い)わけではないことを意味すると思われる。また、経営効率性にも正の影響を与えており、外国人投資家の存在が経営効率性の改善につながっているのではないと思われる。一方、年金は、ROEとROAの経営効率性の指標に対しては正の影響を与えているが、企業行動に関しては影響を与えていないのではないと思われる。これらの結果は上位10大株主の持株比率を説明変数に含めても、除いても変わらない。上位10大株主の持ち株比率の係数が有意であるケースはそれほど多くない。これは株式持合いに原因があるかもしれない。株式持合いでは、互いに相手企業の上位10大株主に顔を出すほど持ち株比率が大きいことが少なくない。株式持合いは他の株主からの影響を抑制する目的が大きいいため、株式持合いが盛んな企業に対しては株主からのコーポレートガバナンスの関与は弱くなるであろう。すなわち、株式持合いの結果上位10大株主の持ち株比率が大きくなっているような企業では、株主の企業経営への影響力はかえって弱まると考えられる。このような効果が一部の企業で働いているために、企業全体を分析対象とした場合、上位10大株主の持ち株比率の係数が有意であるケースが少ないのかもしれない。そのような

表 2 株主構成と企業行動：実証分析の結果 (1)

	投資/売上	研究/従業員	研究/売上	配当性向
10 大株主	0.0001***	-0.0049	0.0000	0.0014
外国人	0.0001**	0.0145	0.0004***	0.0017***
年金	0.0006	-0.0178	-0.0001	0.0062
現金売上比率	0.0093	0.1702	0.0045	0.1008
R <sup>2</sup>	0.057	0.076	0.474	0.046
サンプル数	823	820	823	823

\*\*\*：1%水準で有意

\*\*：5%水準で有意

\*：10%水準で有意

(これらは表2・3・4に共通)

表 3 株主構成と企業行動：実証分析の結果 (2)

	投資/売上	研究/従業員	研究/売上	配当性向
外国人	0.0004**	0.0150	0.0004***	0.0044***
年金	0.0002	-0.0178	-0.0000	-0.0082
現金売上比率	-0.0003	0.1505	0.0047	-0.1019
R <sup>2</sup>	0.048	0.076	0.474	0.044
サンプル数	823	820	823	823

表 4 株主構成と企業パフォーマンス：実証分析の結果

	ROA	ROE	ROA	ROE
10 大株主	0.0364***	0.0445		
外国人	0.0791***	0.1920***	0.0747***	0.1941***
年金	0.2089***	0.5985***	0.2100***	0.5980***
現金売上比率	-0.1029	-5.2870*	0.0562	-5.3623
R <sup>2</sup>	0.135	0.079	0.125	0.079
サンプル数	822	822	822	822

企業への年金の影響力が外国人と比較して弱い原因として、そもそもコーポレートガバナンスに関与する意欲が弱いか、あるいは保有株式比率が非常に低いため、発言力が弱いのではないかと考えられる。本論文ではこの点については明らかにできなかったが、今後の課題としたい。

#### 4. 結論

本論文では、投資家のコーポレートガバナンスに与える影響を投資先企業のパフォーマンスや企業活動の面から分析を行った。投資家として外国人、年金、上位10大株主を取り上げ、企業の経営効率性や企業活動を示す変数をこれらの持株比率に回帰させた。その結果、外国人投資家の持ち株比率が高いほどROEやROAといった効率性の指標は大きく、また設備投資にも積極的であり、配当性向も高いことが明らかになった。一方、年金の影響力は限定的である。その理由として、年金の持株比率が小さいためにコーポレートガバナンスにおける影響力が小さいことなどが考えられる。

この実証分析だけでは、例えば外国人投資家はそもそも投資意欲の旺盛な企業や、経営効率性の高い企業に好んで投資するためにこのような結果が得られたのではないかという疑問もあり得るだろう。本論文では被説明変数の一期前の説明変数を採用することによって、技術的には一応この問題を回避しているが、企業の設備投資や経営効率性には一定の継続性や傾向があり、この疑問に対する完全な回答は難しい。ただし馬場(2000)も、限定的ながら外国人投資家の存在が企業行動や効率性に影響を与えていると結論付けている。この点については今後の研究課題としたい。

#### 参考文献

- 大村敬一・首藤恵・増子信 (2001) 「機関投資家の役割とコーポレートガバナンス」『フィナンシャル・レビュー』 December 2001。
- 川北英隆 (2003) 「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『フィナンシャル・レビュー』 December 2003。
- 木村福哉・清田耕造 (2003) 「日本企業における外資比率と企業経営—パネル・データを用いた実証研究—」『コーポレートガバナンスの経済分析 変革期の日本と金融危機後の東アジア』花

崎・寺西編 東京大学出版会 所収。

佐々木隆文・米澤康博（2000）「コーポレート・ガバナンスと株主価値」『証券アナリストジャーナル』2000年9月号。

橋本基美・三和裕美子（2001）「機関投資家の株主行動とコーポレートガバナンス—日本の機関投資家へのアンケート調査をもとに—」『証券経済学会年報』第36号。

馬場大治（2000）「日本的コーポレートガバナンスの変貌と企業経営」『甲南経営研究』41巻1・2号。

宮島英昭（2003）「多様化する日本企業の統治構造—高まる機関投資家への期待とガバナンス評価の試み」『経済産業ジャーナル』2003年7月号。