

株式所有構造と企業統治

—機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか—*¹

宮島 英昭*²

保田 隆明*³

要 約

内外機関投資家の株式保有の劇的な増加は、メインバンク制の後退と並んで、日本企業の統治構造における近年の最大の変化の一つであった。本稿の課題は、こうした株式所有構造の急速な変化が企業統治に与える影響を解明する点にある。1990-2008年度について大株主名簿に遡及して、可能な限り株主の属性を特定した包括的なデータベースに基づき、本稿は次の点を示した。第1に、銘柄選択において内外の機関投資家には、規模・流動性のみでなく、収益性、安定性、財務健全性などの点で質の高い企業（high quality stock）の株式を選択するという共通の選好がある。それと対照的に、銀行・保険会社は質の低い企業への投資を継続している。また、海外機関投資家は国内機関投資家比べて外形的なガバナンス特性（取締役会の規模・社外取締役）を重視する傾向が強く、いわゆるホームバイアスも一貫して強い。第2に、内外機関投資家による株式保有の増加は実質的な規模で投資収益率にプラスの影響を及ぼす。その要因としては内外機関投資家ともに自身の投資によって株価が上がるという需要ショックの側面が強いが、海外機関投資家の場合はモニタリングの側面も確認できる。最後に、銀行・保険会社の株式保有は企業価値や企業業績にマイナスの影響を与えるのに対して、内外の機関投資家による株式保有は、企業価値や企業業績に対してプラスの効果を及ぼす。この結果は、たとえ保有比率の上昇が機関投資家バイアスやホームバイアスに基づき、また、株価へのインパクトが需要ショックによるとしても、いったん内外機関投資家の保有比率が上昇すれば、退出（持分の売却可能生）や発言を通じて実質的なモニタリング効果を持つことを示唆する。

キーワード：株式所有構造、銘柄選択基準、企業統治、企業パフォーマンス、機関投資家
JEL Classification：G11, G32, G34

* 1 本稿のデータは、宮島・新田（2011）で構築したデータベースに基づく。同データの利用を快諾された新田敬祐氏（日本生命）に感謝申し上げる。また、本稿作成にあたって、河西卓弥氏（熊本県立大学）、生形香織氏（早稲田大学）の助力を得た。蟻川靖浩氏（早稲田大学）、新井亮一氏（アライ・キャピタル・マネジメント、早稲田大学大学院博士後期課程）、小川亮氏（早稲田大学大学院博士後期課程）から貴重な助言を頂いた。また、芹田敏夫氏（青山学院大学、日本経済学会2012年度春季大会討論者）、渡辺直樹氏（立命館大学、日本ファイナンス学会第20回大会討論者）、経済産業研究所（RIETI）「企業統治分析のフロンティア：企業成長・価値創造と企業統治」の参加メンバーの方々、東京証券取引所主催シンポジウムの参加者の方々から貴重なコメントを頂戴した。記して感謝申し上げる。本稿作成にあたっては、独立行政法人日本学術振興会の科研費（19203017および26870020）の助成を得た。なお、本稿における誤りはすべて筆者らの責に帰するものである。

* 2 早稲田大学商学学術院教授（miyajima@waseda.jp）

* 3 昭和女子大学グローバルビジネス学部准教授（hoda@swu.ac.jp）

I. はじめに

20世紀末から21世紀初頭にかけて、株式所有構造の急激な変化は、メインバンクの後退と並ぶ、日本の企業統治におけるもっとも重要な変化の一つであった。1970年初頭から90年代半ばまで、日本企業の株式所有構造は、銀行・事業法人などの法人株主の優位によって特徴づけられた。しかし、この法人優位の所有構造は、1997年の銀行危機以降、劇的に変化した。企業・銀行間の持ち合いが急速に解消する一方、内外、とくに海外機関投資家保有が増加した¹⁾。2000年代半ばには機関投資家の保有比率が過半を占めるケースも稀ではない。

では、こうした機関投資家の増加は、日本における新たな経営の規律のメカニズムの形成を意味するのだろうか、本稿は、内外機関投資家、金融機関（銀行・保険会社）の銘柄選択行動と、その株価、企業パフォーマンスへのインパクトを解明することを通じて、この問題に接近する²⁾。

企業統治の観点から見れば、投資収益の最大化を目的とする海外機関投資家の増加は、国内の機関投資家に比べて投資対象企業からの独立性が高いため（Ferreira and Matos, 2008）、かつてのメインバンクに代わる新たな経営の規律の中心となる可能性がある³⁾。実際、機関投資家の保有比率、あるいは、その増加と株価の上昇との間には、正の相関がしばしば指摘される。しかし、反面、海外機関投資家による投資は、深刻な非対称情報に直面し、そのため、事

前のモニタリング（スクリーニング）能力を十分もたないかもしれない。また、集計された合算値としての保有比率は高いとしても、それぞれの主体の保有比率が低いと、事後的なモニタリングに対する十分なインセンティブを持たない可能性もある。しかも、海外機関投資家の投資行動にはよく知られている強い行動バイアスがあり、上記の機関投資家の保有比率の増加と株価の上昇との間の正の相関も、事前・事後のモニタリングの結果ではなく、むしろ、上記の投資バイアスが需要ショックとなって株価を引き上げているだけの可能性も高い。

他方、1990年代末から増加の著しかった国内機関投資家は、海外機関投資家に比べて非対称情報に直面する程度が低いから、海外機関投資家と並んで、あるいは、それ以上に企業の経営の規律付けの主体としてふさわしいかもしれない。通常、機関投資家の代表とされるのは、投資信託、年金基金を運用する国内機関投資家である。その保有比率は、国内年金の株式による運用が本格化した2000年以降上昇した。しかも、年金資金の運用委託の本格化と並行して、機関投資家に対して受託者責任が強調されたことにより、事後的なモニターとしての役割を強めた可能性も高い。しかし、反面、これまで国内機関投資家は大手金融機関（銀行・保険会社）のグループ会社であるケースも（例えば保険会社の子会社の投資顧問会社や銀行系列の信託銀行など）少なくない。そのため親会社や

1) このうち持ち合いの解消の過程については、Miyajima and Kuroki (2007)、宮島・黒木 (2002)、宮島・新田 (2011) などに詳しい。

2) 本稿では、所有構造の変化が企業パフォーマンスに与える影響に焦点を当てたが、株式所有構造の変化の影響としては、経営者の交代、配当政策、事業再組織化、経営権市場の機能などへの影響を検討する必要がある。また、投資家の銘柄選択が、取締役会の選択を介して、上記の企業行動に影響する経路も重要である。

3) Aoki (2010) もこの可能性を指摘し、その鍵を機関投資家がビジネスモデルの優劣を評価できるか否かに求めている。

関連会社である銀行・保険会社の利害に沿った投資スタイルをとることが指摘されてきた（grey investors）⁴⁾。銀行・保険会社が、経済的なパフォーマンスのみでなく、他の取引上の動機から投資する傾向は、日本のみに限定される問題にとどまらず、米国等でも観察されるから、機関投資家の増加が単線的に企業統治の向上に繋がると考えるのはナイーブにすぎるかもしれない⁵⁾。

最後に、1999年以降、大きく保有比率を低下させた銀行・保険会社の投資行動は、これまで、経済的なパフォーマンス以外の要因に従って決定されると理解されてきた。例えば、銀行による顧客企業の株式所有は債権確保に動機づけられ、生命保険会社の株式投資は保険契約の獲得・維持に主要な関心があった。このため、銀行・保険会社の株式所有の機能は、企業統治の立場からすれば、経営者を資本市場の圧力から守るエンブレメントの側面に求められてきた（Morck and Nakamura, 2000）。しかし、不良債権処理が不可欠となった銀行部門や、規制緩和により深刻な競争に直面した生命保険会社は2000年代に入ると、保有株式を大幅に圧縮した。その過程で、銀行・保険会社の銘柄選択行動は変化した可能性がある。例えば、保有株式の圧縮を求められた銀行部門は、銘柄選択において投資先のパフォーマンスを重視し、同様に、保険会社の投資行動も受託者責任をより強く意識し始めた可能性は高いが、この点はこれまでの研究でいまだ十分に検証されていない。

本稿の課題は、宮島・新田（2011）と同様に、大株主名簿に遡及して、可能な限り株主の属性を特定した長期的・包括的なデータベース

に基づき、内外機関投資家、および金融機関（銀行・保険会社）に関する以上の対立的な見方のいずれが正しいかを解明する点にある。

この点を明らかにするために次のステップを取る。第1に、保有主体別の銘柄選択行動の特性を分析する。分析によれば、内外機関投資家は、単に規模、流動性のみでなく、収益性、安定性、財務健全性の点でDel Guercio（1996）の言う質の高い株式（high quality stock）を選択する傾向があり、この点で両者の間に差はない。他方、金融機関（銀行・保険会社）の投資行動は、2008年まで内外の機関投資家と対照的に、流動性が低く、上記の意味で質の低い企業への投資を継続している。日本の銀行・保険会社の株式の保有動機はいぜん投資収益の最大化ではなく、取引関係の維持にある。

内外機関投資家間の銘柄選択基準における違いとしては、海外機関投資家が、海外売上比率の高く、MSCI Japan インデックスに組み入れられた認知度、知名度の高い銘柄を選好する強い一貫したバイアスがある。それに対して、国内機関投資家は比較的規模の小さな企業も投資ユニバースに含めており、この点で、内外の機関投資家の間には国内株に対して緩やかな棲み分けが確認できる。また、海外機関投資家には、2000年代初頭までは、取締役会規模、2000年以降は、社外取締役会の導入などガバナンス特性に対する選好が確認されるのに対して、国内投資家はそうした傾向は確認できない。海外機関投資家が、統治制度改革の一つの機動力であるという見方と整合的である。

第2のステップは、内外の機関投資家の投資行動が株価に与えた実質的な影響とその要因を解明することである。海外機関投資家の保有比

4) Flath (1993), Hiraki et al. (2003), Ahmadjian (2007)。また2004年時点の見方であるが、当時厚生年金基金連合会専務理事の矢野朝水氏は、日本の機関投資家は、系列や企業グループに属しているため、「独立性に乏しい」と指摘している（商事法務, 2004）。

5) 米国の実証研究では、独立系機関投資家と非独立系機関投資家間（independent vs. grey investors）の投資基準の差の問題として取り扱われてきた（Brickley et al. 1988；Borokhovichi et al. 2006；Chen et al. 2007；Ferreira and Matos, 2008）。例えば、Ferreira and Matos（2008）では独立系機関投資家のほうが非独立系機関投資家に比べて、より純粋な投資収益最大化を目指した銘柄選択をしていることを示した。

率が上昇すると株価投資収益率に一貫してプラスの影響があり、また、国内機関投資家の保有比率の変化も、規制緩和が進展した90年代末以降は同様に正のインパクトがあることが確認された。その規模は大きく、2000年代では、海外機関投資家の1標準偏差（4.4%）の増加は、平均して投資収益率を10.7%引き上げる。同様に国内機関投資家の保有比率の増加は、1標準偏差（3.1%）の増加は、平均して投資収益率を11.4%引き上げる。

もっとも、この投資収益率の保有比率の変化に対する正の感応は、Gompers and Metrick (2001) が指摘するように、内外の機関投資家が成長可能性の高い銘柄を発掘する能力をもつスマートインベスターである結果として発生するだけでなく、自らの保有比率の上昇が需要ショック（市場での買い需要）となって株価上昇圧力となっている可能性もある。そこで、サンプルを資金流入（買い越し）期と資金流出（売り越し）期に区分することによって、この点を確認すると、海外機関投資家の場合、その売り越しの時期と買い越しの時期の間に、投資収益率の保有比率の変化に対する感応度（2.4%前後）に大きな差がない。それに対して、国内機関投資の場合には、投資収益率は買い越しの時期に保有比率の変化に対してより大きな感応度を示すが、売り越しの時期には有意な感応を示していない。つまり、海外機関投資家は、割安な銘柄を発掘する能力に長けているスマートインベスターである可能性があるのに対して、国内機関投資家にはそうした機能が十分に確認されない。

最後に、急速に変化した株式所有構造が、モニターとして経営者の努力水準の引き上げ、企業業績の向上に寄与しているか否かをテストする。保有比率の増加の理由の如何にかかわらず、いったん機関投資家の保有比率が増加すれ

ば、その退出や発言の圧力が新たな経営の規律付けの役割を果たすか否かが焦点である。分析によれば、業績の高い企業を機関投資家が選好するという逆の因果関係を慎重に考慮しても、トービンのQで測った企業価値も財務的な企業業績（ROA）も、海外機関投資家、国内機関投資家の保有比率の水準に対して正の関係にあった。この効果は、海外機関投資家が採用するベンチマークであるMSCI Japanインデックス採用銘柄、および、非MSCI銘柄のいずれについても確認でき、時期的には、特に国内機関投資家に関しては1990年代に比して内外機関投資家の所有比率の上昇が顕著な2000年代により明確に確認できる。その経路の解明は今後の分析課題であるが、内外の機関投資家の保有は、その増加がバイアスをともなう投資行動の結果であるとしても、いったん増加すれば退出と発言の圧力を介して、ガバナンス効果を果たしている可能性が高い。それに対して、銀行・保険会社の保有比率はいずれのパフォーマンス指標に対しても有意に負の影響を与え、この結果もまた2000年代においてより顕著であり、銀行・生命保険会社が株式保有を通じて経営の規律付けを開始したという見方は支持されず、その機能は、いぜん経営者を株式市場の圧力から遮断するというエントレンチメントにあった⁶⁾。

以下、本稿は次のように構成される。第2節では、1990年以降のわが国の株式所有構造の変化を概観する。第3節は、機関投資家および銀行・保険会社の銘柄選択行動を分析する。第4節の課題は機関投資家の保有比率の変化が、株価収益率に与える影響の分析である。第5節は所有構造の変化が、企業価値、そして業績パフォーマンスに与えた影響を分析する。第6節は結論である。

6) 例えば、橘木・長久保（1997）、砂川（2003）などでは、安定株主である金融機関が収益最大化行動を起こさないことが企業の経営規律付け強化の阻害要因となっている、あるいは長期的な株主価値を損なうと指摘されている。

Ⅱ．わが国企業の株式所有構造の変化およびその背景： 事実の様式化

Ⅱ－1．持ち合いの解消と機関投資家の増加

日本の上場企業の所有構造は、1990年代に入って大きく変化した。国内金融機関（銀行・保険会社）の保有比率が急速に低下する一方、それに代わって内外の機関投資家の保有比率が顕著に増加した。もっとも、この点でしばしば引用される、東京証券取引所の公表するデータは、時価総額加重のため、時価総額の大きな企業の動向によって全体の動向が規定され、各企業の所有構造の多様化の実態を反映していない。

そこで、個々の企業の所有構造の動向を捉えることが不可欠となるが、その際、有価証券報告書記載の「保有主体別分布」の利用にあたっては、注意が必要である。宮島・新田（2011）でも指摘されるように、「保有主体別分布」の分類は形式的であり、属性や投資目的の違いが厳密に区別されていない。例えば、外国人の中には海外の事業法人と海外の機関投資家の両方が含まれるが、事業法人と機関投資家では投資行動や目的は異なる。さらに、より深刻な問題はその金融機関という分類である。ここでは、投資信託・年金運用分など投資収益の最大化を目的とする機関投資家の保有分と、銀行・保険会社などそれ以外の目的から株式を保有する主体の保有分

とが区別されないまま一括計上されている⁷⁾。

本稿では、以上の点を考慮し、1990年以降について、各社の公表する株式保有主体別分布のデータ、大株主データ、それに企業間の相互保有関係を識別したデータベースを組み合わせ、本稿の対象とする海外機関投資家、国内機関投資家、金融機関（銀行・保険会社）の所有構造について、より厳密な独自の所有構造のデータを作成した⁸⁾。

ここで、海外機関投資家保有分については、各社の有価証券報告書で報告されている外国人保有比率から、外国籍の事業会社および3%以上を保有する大口外国籍個人の保有分を除いて算出した。したがって、このカテゴリーは、海外年金基金、大口投資家を受益者とする投資ファンドが中心を占める。

国内機関投資家保有分は投資信託、年金信託、生保特別勘定（生命保険会社の運用受託分）の保有比率の合計であり、大株主名簿から集計して作成した。なお、信託銀行の保護預かり分のうち、公的・私的年金を資金の出し手（受益者）とする投資顧問会社の運用分については、データ取得および判別が困難なため、この国内機関投資家保有分には含まれていない⁹⁾。

7) 東証のデータは、銀行と信託銀行の保有割合の合計値のうち、投資信託と年金信託の内数は公表しているが、それらを控除した銀行と信託銀行それぞれのデータを公表していないため、持ち合いの中心であった銀行自身の保有割合を捉えることができない。

8) 具体的には以下の要領で作成されている。日本の主要市場である東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所の1部市場に上場する非金融事業法人を対象に、『大株主データ』（東洋経済新報社）、および有価証券に記載されている有価証券明細表と所有者別状況（日経NEEDS）を組み合わせ、各企業の株主名簿を再構成した。その株主名簿から海外機関投資家、国内機関投資家、銀行・保険会社を判別している。データは宮島・新田（2011）で用いているものと同じである。同データの利用を快諾された新田敬祐氏に感謝申し上げる。

9) 信託銀行の保有部分について、信託勘定と自己勘定を区分することができるが、信託勘定の内部構成を確認することはできない。ごく大雑把に言えば、80年代後半から90年代後半までは、特金（特定金銭信託）、ファントラ（ファンド・トラスト）と呼ばれた証券信託部分が信託銀行保有分の過半を占めたが、2000年以降は、投資顧問の組成するファンドの保護預かり分が中心となったとみられる。

株式所有構造と企業統治—機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか—

表1 投資部門別株式保有比率の推移

年度	金融機関					
	(銀行・生 損保)	信託銀	外国人	事業法人	個人	その他
1987	36.2	8.4	3.6	24.9	23.6	3.3
1991	35.1	9.7	5.4	24.5	23.2	2.1
1996	30.4	10.8	9.8	23.8	23.6	1.6
2001	19.5	16.6	13.7	23.2	25.9	1.2
2006	9.7	13.6	24.6	23.8	26.4	2.0
2011	7.6	15.3	22.8	22.5	29.5	2.2

(出所) 東京証券取引所 株式分布状況調査データから著者作成。

(注) 単位 (%)。単元株数ベース。平成16年度から平成21年度までは、ジャスダック証券取引所上場会社分を含む。それ以外の年度はジャスダックを除いた全国の証券取引所上場会社分。それぞれ年度末時点の数値。

表2 機関別保有比率の平均と標準偏差

年度	海外機関投資家		国内機関投資家		銀行・保険会社	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差
1987	3.1%	4.0%	3.1%	3.6%	12.8%	9.0%
1988	3.1%	3.4%	3.9%	3.7%	12.7%	8.8%
1989	3.2%	3.2%	5.2%	4.3%	12.5%	8.7%
1990	3.3%	3.5%	5.4%	4.3%	12.9%	8.7%
1991	4.1%	4.3%	5.3%	4.0%	12.8%	8.8%
1992	4.0%	4.5%	5.3%	4.0%	12.7%	8.8%
1993	5.3%	5.4%	5.6%	3.7%	12.6%	8.8%
1994	5.9%	5.3%	5.3%	3.6%	12.5%	8.7%
1995	6.9%	6.4%	4.7%	3.3%	12.0%	8.6%
1996	7.1%	6.8%	5.0%	3.4%	11.7%	8.6%
1997	6.6%	7.0%	4.9%	3.6%	11.1%	8.4%
1998	6.1%	6.9%	4.9%	4.0%	10.6%	8.2%
1999	7.0%	8.1%	4.6%	4.1%	9.9%	8.1%
2000	7.0%	8.0%	5.5%	5.0%	8.9%	8.0%
2001	6.6%	8.0%	6.9%	5.5%	8.2%	7.7%
2002	6.5%	8.0%	7.8%	6.0%	7.3%	7.4%
2003	9.4%	9.8%	7.3%	5.0%	6.2%	6.9%
2004	11.3%	10.4%	7.7%	5.1%	5.3%	6.5%
2005	14.0%	11.2%	7.6%	5.1%	5.0%	6.3%
2006	14.6%	11.8%	7.4%	4.8%	4.9%	6.2%
2007	14.2%	12.1%	7.1%	4.9%	4.9%	6.2%
2008	11.8%	10.6%	7.1%	5.1%	4.9%	6.2%

(出所) 東洋経済新報社「大株主データ」、各社の有価証券報告書に記載されている有価証券明細表と所有者状況(日経NEEDS)による。

(注) 集計対象は三市場1部上場企業(除く金融銘柄)。データは表1同様保有株数ベースの単純平均の数値。自己株式は保有比率算出における分母から控除してある。海外機関投資家は、各社の有価証券報告書で報告されている外国人保有比率から、外国籍の事業会社および3%以上を保有する大口外国籍個人の保有分を除いたもの、国内機関投資家持分は年金信託、投資信託、生保特別勘定の保有比率の合計、銀行・保険会社の持分については、銀行、生命保険会社の保有比率から信託勘定を除いたものに、損害保険、国内証券保有分を足したものである。なお、国内機関投資家、銀行・保険会社は、大株主名簿を積算して作成されているため、実際の保有比率を完全にカバーしている訳ではなく、表1に比べてカバーレージが小さい点はあらかじめ注意を要する。

最後に、銀行・保険会社の保有部分は、銀行の保有分（除く信託勘定）、生命保険会社の保有分（特別勘定）、損害保険会社保有分を合計して算出されている。

表1には、基準として枚数ベースの東京証券取引所の投資部門別株式保有比率の動向を掲げた。表2は、1部上場企業の上記の機関別保有比率の単純平均と標準偏差を整理した。なお、この表2のうち国内機関投資家、銀行・保険会社は、大株主名簿を積算して作成されているため、実際の保有比率を完全にカバーしている訳ではなく、表1に比べてカバレッジが小さい点はあらかじめ注意を要する。近年の上場企業の株式所有構造の変化の特徴として、次の点を確認しておこう。

(1) 1990年代半ばまで株式所有構造は安定的であり、金融機関・事業法人の優位によって特徴づけられていた。東証一部上場企業平均では、両者の合計は60%を越えていた。この構造が大きく変化したのは、1997年の銀行危機からであった。もっとも、1997年以降も、事業法人の保有比率に大きな変化はなく、持ち合いの解消の中心は、企業・銀行間の持ち合いの解消と、生保の保有株式の売却であった。東証全体の銀行・生命保険の保有比率は、1996年度の30.4%から2006年度には9.7%まで低下した（表1）。企業・銀行間の持ち合いの解消では、企業の銀行株の売却が2002年前後に一段落したのに対して、銀行の売却（いわゆる持ち合い解消売り）はなお継続した。表2によれば銀行・保険会社の保有比率は、1996年度から2004年度までほぼ毎年0.5%~1.0%低下した。

(2) この解消過程については、次の2点を確認しておく必要がある。第1に、急速な売却の背景には、2001年の「銀行等の株式等保有の制限等に関する法律」の影響が重要であっ

た。それまで、銀行の株式保有に対する政府の姿勢は中立的であったから、大きな政策転換であった。同法は、2004年9月までに保有株式を総資産の8%まで圧縮することを求め、銀行にとって保有株の圧縮は避けられない選択となった。

第2に、大量の持ち合い解消株が株式市場に与える影響を緩和するために、株式買取機関や、日銀による持ち合い解消株の買取りがはじまったが、その買取条件は、信用格付でBBB格以上であったことである。このため、銀行・保険会社の保有株の売却は、自己の保有株のうち流動性が高く、上記の買取条件を満たす企業に偏り、その結果、銀行の保有株式ポートフォリオは、信用リスクの高い企業に偏ることとなった（宮島・新田、2011：表2-4）。

(3) この持ち合い解消株を主として購入したのは海外の機関投資家である。表2によると海外機関投資家の保有比率は、80年代には5%以下にとどまったが、1990年代を通じて緩慢に上昇し、1997年3月には7.1%まで増加した。この上昇には、米国、欧州の年金基金の規模拡大と、中東のオイルマネーの増加を背景とした米英の機関投資家の日本市場への投資拡大があった（代田、2002）¹⁰。その後、金融危機が起こった1990年代後半には一旦横ばいとなるものの、その後2002年度から急激に上昇し2006年度にかけての4年間で海外機関投資家の保有比率は単純平均で見て8.1%上昇した。

持ち合い解消株を購入した第2の主体は、年金基金を資金的基盤とする国内機関投資家である。この背景には、年金の運用環境が緩和され、機関投資家による株式での年金運用が本格化したことが重要であった。1997年12月には厚生年金基金の運用に関する「5・3・3・2規制」が撤廃され、すべての基金で自己責任に

10) たとえば、Jacoby (2009) によると、米国最大の公的年金であるカルパース（カルフォルニア公務員退職年金基金CalPERS）は、1990年代初頭から海外投資への関心を強め、投資国として英国と並んで日本市場を重視し、1993年には同機関の海外株のうち日本株の組み入れ比率は45%に達し、同年の株主総会では300社で反対票を行使するという状況であったと報告している。

基づく自由な資産配分が可能となった。また、2000年の年金制度改正によって、厚生年金・国民年金の積立金は、それまでの資金運用部への預託から市場運用に抜本的に変更され、2001年には年金資金運用基金（現、年金積立金管理運用独立行政法人GPIF）が設立され、国内株への運用が本格化した。その投資には、海外機関投資家と弱い代替関係があり、国内機関投資家の保有比率は1999年度から2002年度にかけて合計3.2%増加した。

II-2. 株式所有構造の多様化

もっとも、以上の1990年代から2000年代の株式所有構造の変化は上場企業間で均等に進んだわけではない。海外機関投資家、国内機関投資家、銀行・保険会社の株式保有割合の分布の4時点（1991年度、1997年度、2003年度、2006年度末時点）の変化を図1を利用して確認しておこう。

第1に、海外機関投資家は、1991年度末には3%未満が最頻値であったが、その後10%以上の層が拡大する形で分化し、2003年度末には、20%~33%の層に小さな山が出現し、2006年度末にはこの層が最頻値となった。第2に、国内機関投資家は、2003年末に0%~10%の最頻値の比重が低下し、10%以上の層が急速に拡大する形で分散が拡大した。最後に、10%以上の層が最頻値であった銀行・保険会社は、2003年度末にこの層が大幅に縮小する一方、2006年度末には3%未満の層が全上場企業の45%を占めた。反面10%以上の層も12.2%に達する。以上から、各機関の投資行動には何らかの選好ないしは偏りのあることが予想される。

通常、機関投資家は、規模に対する強い選好があると言われる。そこで、最後に、時価総額

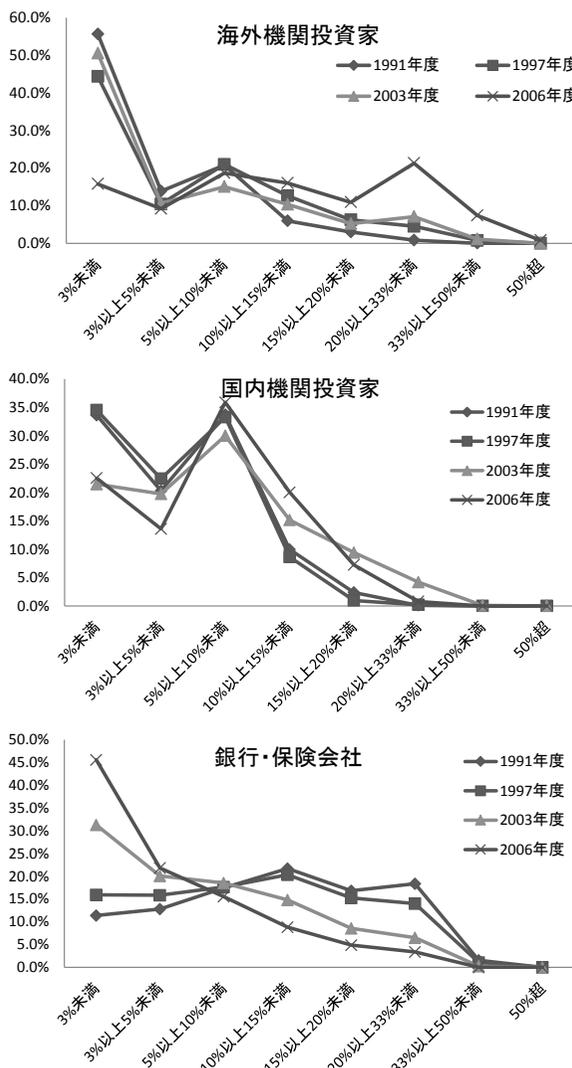
規模別に確認しておく、表3の通りである。パネル1によれば、1990年代初頭から海外機関投資家の保有比率の増加は主に時価総額の大きいグループ（第4V分位、第5V分位）で起こり、この傾向は2000年代に入っても継続した。時価総額が最も小さいグループである第1V分位の海外機関投資家の保有比率は2006年度末時点で4.8%にとどまり、他方、規模が最大の第5V分位の企業群の保有比率は26.0%に達した。海外機関投資家の銘柄選別基準として規模への選好度合いが一貫して高いことがうかがえる。これは海外機関投資家が日本株に投資をする際はMSCI Japanインデックス銘柄を中心に運用することが多いことを反映している¹¹⁾。

他方、国内機関投資家は第4・第5V分位での保有割合が2000年前後に大きく上昇している。既述の年金受託ビジネスの拡大は当初、規模の大きな企業に集中した。しかし、2000年代後半に入ってから、中小型株（第1、第2V分位）の保有割合の上昇がみられ、対照的に第4・第5V分位のシェアが低下した。その結果、2008年度末には規模間格差は縮小した。

最後に、同期間の銀行・保険会社の保有比率の規模別動向を確認すると（パネル2）、1996年度末から2006年度末の持ち合いの解消局面では、第4・第5V分位の低下が相対的に急速である。この動向は、持ち合いの解消局面では、銀行・保険会社が流動性の高く時価総額の大きな企業（売却のしやすい銘柄、あるいは、売却をしても当該企業の株価への影響度合いの低い銘柄）の売却を優先していたことを示唆する。銀行・保険会社の保有株処分が一段落した2006年度末以降には、これら大企業の銀行・保険会社保有比率が下げ止まる一方、第1・第

11) MSCI Japan インデックスは2000年以降はほぼ300~400社の時価総額の大きい銘柄から構成されている。なお、われわれが2011年7-12月に実施した海外機関投資家からのヒアリングによると、流動性の観点から時価総額1,000億円程度を投資する際の規模の下限に設定しているところが多い。これは、時価総額が小さいと自身の売買が株価に影響を与えてしまうことや、持分を売却する際に時間がかかってしまうなどの不具合があるためとのことであり、投資対象としたくともできないという面もある。

図1 海外機関投資家，国内機関投資家，銀行・保険会社の株式保有割合の分布（頻度）：4時点比較



(出所) 東洋経済新報社「大株主データ」、各社の有価証券報告書に記載されている有価証券明細表と所有者状況（日経NEEDS）を組み合わせて作成。

(注) 集計対象は三市場1部上場企業（除く金融）。データは表1同様保有株数ベースの単純平均の数値。自己株式は保有比率算出における分母から控除してある。それぞれ年度末時点の数値。それぞれ年度末時点の数値。海外機関投資家は、各社の有価証券報告書で報告されている外国人保有比率から、外国籍の事業会社および3%以上を保有する大口外国籍個人の保有分を除いたもの、国内機関投資家持分は年金信託、投資信託、生保特別勘定の保有比率の合計、銀行・保険会社の持分については、銀行、生命保険会社の保有比率から信託勘定を除いたものに、損害保険、国内証券保有分を足したものである。

表3 時価総額規模別株式保有構造

パネル1：海外機関投資家と国内機関投資家の時価総額5分位での株式保有比率の推移

年度	第1V分位			第2V分位			第3V分位			第4V分位			第5V分位		
	海外	国内	計	海外	国内	計	海外	国内	計	海外	国内	計	海外	国内	計
1987	1.3%	0.7%	2.0%	2.4%	1.7%	4.1%	3.1%	2.4%	5.5%	4.3%	4.5%	8.7%	5.2%	5.7%	10.9%
1991	1.7%	2.0%	3.7%	2.5%	3.9%	6.3%	4.0%	5.6%	9.6%	5.1%	7.5%	12.5%	7.3%	6.6%	13.8%
1996	2.1%	2.6%	4.6%	4.3%	4.2%	8.5%	6.6%	5.6%	12.2%	9.4%	6.6%	16.0%	13.0%	5.4%	18.4%
2001	1.4%	2.3%	3.7%	2.8%	3.8%	6.7%	4.7%	6.6%	11.4%	8.0%	10.0%	17.9%	15.2%	10.9%	26.1%
2006	4.8%	4.0%	8.8%	9.0%	6.4%	15.4%	12.9%	8.1%	21.0%	18.3%	9.2%	27.5%	26.0%	9.0%	34.9%
2008	4.5%	3.7%	8.1%	7.5%	5.8%	13.3%	9.4%	6.9%	16.3%	15.0%	8.8%	23.8%	21.8%	9.8%	31.6%

パネル2：銀行・保険会社の株式保有比率の時価総額5分位での推移

年度	第1V分位	第2V分位	第3V分位	第4V分位	第5V分位
1987	12.3%	12.1%	11.9%	12.2%	13.3%
1991	11.6%	11.9%	12.2%	12.3%	13.4%
1996	11.1%	11.1%	11.1%	11.2%	12.2%
2001	8.8%	8.2%	7.4%	7.4%	7.4%
2006	5.1%	5.0%	4.3%	4.2%	4.3%
2008	4.0%	5.1%	4.9%	4.4%	4.5%

(出所) 表2と同じ。

(注) 集計対象は三市場1部上場企業(除く金融銘柄)。データは表1同様保有株数ベースの単純平均の数値。自己株式は保有比率算出における分母から控除してある。海外は海外機関投資家、国内は国内機関投資家を意味する。計は二つの合計値。それぞれ年度末時点の数値。東証1部上場企業を対象に、各年度末の時価総額で5分位を作成した上(第5V分位が最も時価総額の高いグループ)、各分位での平均保有比率を集計した。なお、最も機関投資家持分比率の高い時期である2006年度で見た各分位の時価総額の中央値は、第5V分位5,615億円、第4V分位1,317億円、第3V分位523億円、第2V分位273億円、第1V分位122億円、それぞれの分位の閾値は、第4から5V分位が2,292億円、第3から4V分位が812億円、第2から3V分位が374億円、第1から2V分位が192億円である。海外機関投資家は、各社の有価証券報告書で報告されている外国人保有比率から、外国籍の事業会社および3%以上を保有する大口外国籍個人の保有分を除いたもの、国内機関投資家持分は年金信託、投資信託、生保特別勘定の保有比率の合計、銀行・保険会社の持分については、銀行、生命保険会社の保有比率から信託勘定を除いたものに、損害保険、国内証券保有分を足したものである。

2V分位の企業の保有比率の低下が進展して、企業規模間の格差が縮小した。

では、こうした大きな規模別格差をとまなう

銀行・保険会社間の保有比率の変化を規定した要因は何か、次節ではこの点を解明する。

Ⅲ. 機関投資家および銀行・保険会社の銘柄選択

Ⅲ-1. 銘柄選択基準

本稿の関心は、1990年代から2000年代の企業間の多様化をとまなう株式所有構造の急激な変化が、日本の企業統治に実質的に影響を与えたか否かである。まず、事前のモニタリング(スクリーニング)に注目しよう、保有比率を急速に増大させた機関投資家が、企業のビジネスモデルを的確に評価し、効率性の向上が期待され、成長可能性の高い企業の株式に投資し、

収益性の向上が望めず、成長可能性を失った企業の株式を売却すれば、事前のガバナンス効果を発揮したと見るができる。もっとも、この事前のモニタリングを直接測定する方法はない。そこで、まず、各保有主体の銘柄選択行動からこの問題に接近する。

機関投資家バイアスとプルーデントマンルール
投資家に対する善管注意義務のもとに収益最

大化を目指す機関投資家の銘柄選択には、株価バリュエーションに基づいた定量的な基準と、企業経営陣による企業統治への取り組みなどの定性的な基準の二つが存在する。もっとも、前者の定量的な基準に関して、機関投資家が一義的なバリュエーションの基準をもっているわけではない。例えば、基本的な指標であるPER（株価収益率）やPBR（株価純資産倍率、あるいは、その逆数であるBook to Market Ratio）についても、高いPER、PBRと低いPER、PBRのいずれが、的確な事前のモニタリングの基準を代理するかを一義的に特定できない。しかし、実証分析を通じて、どういう銘柄を機関投資家が好むかに関してはいくつかの見方が提示されている。例えば、スウェーデン企業のデータを用いたDahlquist and Robertsson (2001) は、機関投資家が、規模が大きく、配当支払いが少なく、保有現金ポジションが大きく、株式の市場流動性が高い銘柄に対する選好を持つことを示し、これを機関投資家バイアスと呼んでいる。1980年から1996年までの米国企業を分析対象としたGompers and Metrick (2001) では、機関投資家は大型株、流動性の高い株、前年の株式リターンが低い銘柄を好み、他の投資家とは好みの株式タイプが異なることを明らかにした¹²⁾。筆者らがヒアリングを行った機関投資家からも、以上の認識には大きな違和感はないとのことである。

他方、機関投資家は最終的な投資家から資金の委託を受けている以上、受託者責任に沿った投資行動を要請される。そのため、これまでの

研究によれば、機関投資家は、収益性、安定性、財務健全性の点で質の高い企業の株式（high quality stock）を選択する傾向がある。Del Guercio (1996) は、これを受託者動機（fiduciary motives as prudence）と呼び、受託者として、細心の注意を払うことを要請される機関投資家は、リスクが低く、確実な利益の得られる株式を選好するとの見方を示した。

ガバナンスの選好

機関投資家は、定性面の基準として、投資対象の企業統治を重視する傾向がある。また、受託者責任を課された国内機関投資家も、2000年代初頭には、議決権行使のガイドライン等を設定し、情報公開の充実、社外取締役の選任などについて投資姿勢を明確としている。これまでの実証研究でも、Ferreira and Matos (2008) は、機関投資家の銘柄選択に関して、機関投資家は規模のみでなく、統治制度の整った企業（所有が分散している銘柄、情報公開の進んだ国の企業）を選好することを指摘している¹³⁾。また、Leuz et al. (2009) は、情報の非対称性とモニタリングコストが投資の際の制約となっている海外投資家では、ディスクロージャーが乏しい企業や、ガバナンス上の問題を引き起こすような株主構成を持つ企業への投資には消極的であることを示した。Giannetti and Simonov (2006) は、投資収益の最大化のみを目的とするアウトサイダー（内外機関投資家と一般個人投資家）は、統治制度の整った企業への投資を好むことを報告している¹⁴⁾。

12) 彼らの研究動機は、小型株の方が大型株よりも株式投資収益率が高いという小型株プレミアムが米国市場で消滅した理由は何かという問いに対し答えることであったが、機関投資家の保有比率が株式市場で占める割合が増えて大型株の投資収益率が上昇したことが一つの要因であることを明らかにした。

13) 具体的には、機関投資家が運用する資産規模が世界的に大きくなっていることを背景に、機関投資家が企業経営のモニタリングに果たす役割を世界27カ国のデータ（2000年1月から2005年12月まで6年間）をもとに分析している。なお、分析時点で世界の時価総額の4割弱、浮動株の半分を機関投資家が保有していると試算している。

14) また、Aggarwal et al. (2005) では、米国の投資信託を運用する機関投資家の発展途上国への投資を分析し、それら機関投資家が会計基準、株主権、法規制が整った国を好み、企業レベルでは会計ディスクロージャーの透明性が高く、ADR発行をしている企業を好むことを報告し、国レベルと企業レベルの両方において統治制度の整備を行えば、より多くの海外投資家の投資を誘致しようとする主張している。

非対称情報とホームバイアス

海外機関投資家は、投資対象から独立した存在として、投資収益最大化原則と受託者責任に動機づけられたとしても、そのことが（事前の）モニタリングとしての役割を保障するわけではない。もっとも深刻な制約は、海外機関投資家が日本企業についての情報を十分に持たないという非対称情報の問題である。海外機関投資家が、日本企業の収益性や、リスクを十分に評価することができなければ、最終的な資金の提供者（公的年金・投資家）によく知られた企業、例えば、海外売上比率が高い、あるいは、ADRを発行しているといった指標から銘柄が選択されることになる。既述の企業統治制度の指標も、社外取締役の機能は企業の事業特性に依存し常に効果をもつと限らないから、この外形的指標に過度に依存するとすれば、的確な事前のモニタリングの役割を果たしていないこととなる。

こうした海外投資家のホームバイアスに関しては多くの先行研究が存在する。例えば Dahlquist and Robertsson (2001) では、スウェーデン企業のデータでその存在を示した。また、Ahearne et al. (2004) では、米国投資家の国外銘柄の保有を分析し、情報の非対称性による情報コストが国外銘柄の保有を妨げる一つの要因であると分析した¹⁵⁾。海外機関投資家によるホームバイアスは日本株でも該当することが指摘されている。1975年から1991年を対象とした Kang and Stulz (1997) は、日本では流動性（株式回転率）の高い企業、ADR上場を

する企業で海外投資家の持分比率が高いことを報告している。1985年から1998年を対象とした Hiraki et al. (2003) では、日本株に投資をする海外機関投資家は輸出比率の高い企業を愛好する傾向が強く、海外機関投資家による銘柄選択は認知度、知名度が大きく影響していると主張している。さらに、1990年から2008年をサンプル期間としている宮島・新田 (2011) でも海外機関投資家が規模や海外売上高比率を重視して銘柄選択をしている点という意味でホームバイアス傾向を確認している。

しかし、日本に関する従来の研究で、十分に気づかれていないのは、投資ユニバースの決定における MSCI Japan インデックスの存在である。海外機関投資家からのヒアリングでは、オフショアで運用指示がなされるファンドでは、MSCI Japan インデックスの組み入れ銘柄以外は原則として投資対象とはならないという¹⁶⁾。海外機関投資家の増加は、MSCI Japan インデックスの組み入れ銘柄に限られる可能性が強く、この要因がどの程度海外機関投資家の銘柄選択を規定しているかが解明される必要がある。

銀行・保険会社：スマート vs 灰色

海外機関投資家が、深刻な非対称情報に直面する可能性が高いのに対して、国内機関投資家はそうした問題から自由である。国内機関投資家は、投資銘柄を海外市場に上場されているとか、MSCIの構成銘柄といった認知度や知名度から独立に、成長可能性の高い銘柄を選択できる。もし、国内機関投資家が、ホームバイアス

15) そのほかにも Merton (1987), French and Poterba (1991), Brennan and Cao (1997) などがホームバイアスの存在を確認している。

16) 海外投資家の保有分の構成を厳密に示すことはできないが、その保有部分には、完全なパッシブ運用の部分は少なく、①日本国内およびオフショアで運用指示がなされる、MSCI Japan インデックス銘柄（2000年以降はほぼ300~400銘柄からなる）中心のファンドと、②日本の現地法人が日本株として組成するファンド・運用委託部分から成る。このうち、①は、可能な限りMSCI 組み入れ銘柄の時価総額比重に連動させるパッシブ類似の部分①-Aと、このMSCI の銘柄の範囲で、50~100銘柄程度を選択するアクティブ運用①-Bに分かれる。他方、②は、海外年金・大口顧客向けのファンドやその運用委託部分であり、投資対象には時価総額・流動性に下限がある。時系列的には、当初①-Aから出発し、1999年の増加の局面では、①-Bや②が増加し、2003年からの増加局面では、①と②が並行して増加したと見られる。

要因から自由に銘柄選択を進めているとすれば、スマートインベスターとしての側面が強いということになる。しかし、国内銀行・保険会社が、既述の通り銘柄選択にあたって取引関係（負債契約、保険契約、系列関係）に制約されているとすれば、いぜん灰色投資家の側面が強いということになる。いずれの側面が強いのかを分析する必要がある。

Ⅲ-2. 分析モデル

各保有主体（海外機関投資家、国内機関投資家、銀行・保険会社）の持分比率の決定要因を分析する。分析対象企業は、三市場1部上場の非金融事業法人のうち3月末決算の企業群とし、分析期間は1990年度（1991年3月期）～2008年度（2009年3月期）の19期間である。企業の収益、財務データ、および株価関連データはQuick Astra Managerを利用した。

推計モデルとしては、Gompers and Metrick (2001), Ferreira and Matos (2008), 宮島・新田 (2011) を参考にして、以下のモデルを採用した。

$$SH_{ji} = F (INSB_{it}, QS_{it}, GOV_{it}, HB_{it}, GOV_{it}, CONT_{it}, YEAR) \quad (1)$$

被説明変数の SH_{ji} は各保有主体jの企業iの株式保有比率であり、浮動株割合で除して調整した¹⁷⁾。説明変数のうち $INSB_{it}$ は、機関投資家の基本的な選好（機関投資家バイアス）を示す変数であり、機関投資家が規模と流動性の高い企業を好む傾向があるかをテストする¹⁸⁾。それぞれの代理変数として時価総額対数値と株式売

買回転率を用いる。いずれの変数の係数も機関投資家の保有割合に対しては正の符号が期待される。また、先行研究にならって純資産株価倍率を導入した。割安株に選好を持てば（バリュー株を好む場合）、正の符号が予想される。

QS_{it} は、各主体が受託者責任をどの程度意識しているかを示す変数である。Del Guercio (1996)によれば、受託者責任動機 (fiduciary motives as prudence) の強い機関は、収益性、安定性、財務健全性などの点で質の高い企業 (high quality stock) を選好する。本稿では、この代理変数として株価のボラティリティ、配当利回り、ROA、投資機会（過去2年間の売上高成長率）、負債比率およびADRダミー（米国でADRを発行する銘柄）を導入した。機関投資家が、細心の注意を払って受託者責任を履行すれば、リスクが低く、確実な利益の得られる株式を選好することが予想される。ゆえに、株価ボラティリティ、負債比率は負、ROA、投資機会、配当利回り、ADRダミーは正の符号が予想される。 HB_{it} はホームバイアス要因を捉える変数であり、具体的には、海外売上高比率を導入した。Kang and Stulz (1997) や Hiraki et al. (2003), 宮島・新田 (2011) が日本でもホームバイアスが存在することを報告しており、海外売上高比率は正符号が予測される。さらに、既述の通り、海外機関投資家へのヒアリングによるとMSCI Japan インデックスは投資対象のユニバースを確定する上で、非常に重要な指標となっており、その影響力は大きいことが予測される。そこで、このMSCI Japan インデックスに組み入れられている銘柄に1を与え

17) Gompers and Metrick (2001), Ferreira and Matos (2008), 宮島・新田 (2011) は、すべて機関投資家の株式保有比率をそのまま被説明変数に用いて、説明変数に浮動株割合を入れて分析している。日本は特に持ち合いによる特定株の存在が大きく、機関投資家や銀行・保険会社持ち合いによる株式保有比率は浮動株割合にある程度の影響を受けると思われるため、各保有主体の株式保有比率をそのまま用いるよりも、浮動株割合で調整した保有比率を用いて分析の方が適切だと思われる。なお、頑健性の確認のため、浮動株割合で調整しない保有比率でも分析は行ったが、分析結果に大きな違いはない。浮動株割合の内生性に関しては青山学院大学の芹田敏夫氏に指摘いただいた。

18) Gompers and Metrick (2001)。この点は、著者らの国内外の機関投資家へのヒアリングでも確認された。

表4 記述統計データ

	1990-2008年度			1990-1997年度			1998-2008年度		
	平均値	中央値	標準偏差	平均値	中央値	標準偏差	平均値	中央値	標準偏差
時価総額 (百万円)	227,160	51,451	824,145	218,923	70,408	631,889	232,089	39,753	920,155
簿価時価比率	0.916	0.744	0.750	0.611	0.555	0.353	1.098	0.948	0.858
株式回転率	0.644	0.406	0.825	0.493	0.370	0.418	0.735	0.438	0.982
投資機会 (2年間の売上高成長率)	0.029	0.020	0.104	0.033	0.028	0.086	0.026	0.014	0.113
配当利回り	0.036	0.005	0.245	0.023	0.005	0.083	0.044	0.005	0.303
ROA	4.222	3.633	4.633	3.556	3.256	3.523	4.620	3.928	5.144
株価ボラティリティ	0.112	0.105	0.046	0.111	0.107	0.035	0.112	0.103	0.052
有利子負債比率	0.263	0.241	0.194	0.304	0.288	0.186	0.239	0.210	0.194
現金同等物比率	0.149	0.124	0.104	0.168	0.142	0.104	0.137	0.113	0.103
株価トレンド	0.006	0.004	0.019	0.004	0.002	0.015	0.008	0.006	0.021
海外売上高比率	0.156	0.049	0.211	0.131	0.043	0.189	0.171	0.057	0.222
MSCIダミー	0.214	0.000	0.410	0.218	0.000	0.413	0.212	0.000	0.409
ADRダミー	0.015	0.000	0.121	0.014	0.000	0.118	0.015	0.000	0.123
役員人数	14.197	13.000	7.389	18.143	16.000	7.862	11.829	10.000	5.942
社外役員比率	0.133	0.080	0.169	0.109	0.067	0.137	0.147	0.091	0.185
六大企業集団ダミー	0.292	0.000	0.455	0.321	0.000	0.467	0.275	0.000	0.446
親会社ダミー	0.071	0.000	0.257	0.039	0.000	0.193	0.090	0.000	0.287

(注) 各説明変数の定義は以下のとおり。簿価時価比率=純資産/株式時価総額、株式回転率は決算期の期初を終点とする36ヶ月間の売買回転率(売買高/発行済株式数、年率換算値)、投資機会は直近2年間の売上高成長率、株価トレンドは直近1年間の対TOPIX相対株価リターン、配当利回りは一株当たり配当額/株価、ROAは総資産営業利益率、株価ボラティリティは決算期の期初を終点とする36ヶ月間の株価ボラティリティ、MSCIダミーは各年度末時点でMSCI Japanインデックスに含まれる銘柄に1を与えるダミー変数、ADRダミーは米国でADR上場をしている銘柄に1を与えるダミー変数(米国基準での財務諸表の開示)、有利子負債比率は(短期借入金+コマーシャル・ペーパー+長期借入金+社債・転換社債)/総資産、現金同等物比率は(現預金+短期保有の有価証券)/総資産、社外役員比率は取締役のうち、銀行や支配企業(15%以上の株式保有)の出身ではない人数の割合(独立性の高い社外取締役割合)、親会社ダミーは分析対象企業の株式の33%以上を保有する実質的親会社が存在する場合に1を与えるダミー変数、六大企業集団ダミーは分析対象企業が六大企業集団に属している場合に1を与えるダミー変数。

るダミー変数を導入した¹⁹⁾。

GOV_{it} は、企業統治・ガバナンスを表す変数であり、ここでは、外部から観察可能な指標を導入した。具体的には、役員数、銀行・親会社以外の社外取締役比率を導入した²⁰⁾。内外機関投資家が、「小さな」取締役会への選好があれば、取締役人数の係数は負の符号が予想される。独立色の高い社外取締役への選好が強ければ、銀行、親会社以外からの社外取締役比率については正の符号が予測される。さらに、親

社による少数株主の取奪の可能性が銘柄選択に影響をしているか否かをテストするために、保有割合33%基準で親会社ダミーを導入した。また、国内機関投資家の銘柄選択が、系列関係の影響を受けているかをテストするために六大企業集団ダミーを導入した。以上の変数の記述統計量は表4に要約されている。

さらに推計モデルには、これまでの研究にならって、コントロール変数 $CONT_{it}$ として株価トレンドなどを導入した。また、産業特有の影

19) 過去のわが国を対象とした海外機関投資家によるホームバイアスの分析ではMSCI Japanインデックス銘柄が含まれたことは、筆者らの知る限り存在しない。

20) 上で受託者責任に含めたADRダミーは、外部から観察可能な企業統治・ガバナンス変数と捉えることも可能である。

響をコントロールするために、東証33業種分類に基づく産業ダミーが導入されている。

推計は、各投資主体の持分比率を被説明変数としたプール推計と、Fama and MacBeth (1973) の手法による。後者は、各年のクロスセクションの回帰分析を実行し、係数の時系列平均を取る手法である。このメリットは、推計期間の銘柄選択要因の時系列変化を捉えられると同時に、クロスセクションでの相関の問題に対処できる点にある。

Ⅲ－３．分析結果

分析結果は表5パネル1、パネル2の通りである²¹⁾。パネル1では1990年度から2008年度の全期間を対象としたプール推計(年次ダミー)を行った。なお、機関投資家の銘柄選択行動が、株式所有構造が急激に変化する銀行危機前後に変化したか否かをテストするために、サンプル期間を1990-1997年度（以下前期）と1998-2008年度（以下後期）の2期に分割したものでも分析を実施した。パネル2は、Fama and MacBethの手法による分析を実施し全期間の結果を集約している²²⁾。分析結果はパネル1,2ともにほぼ整合的であり、以下、主にパネル1の分析結果についてその解釈を行う。

まず、全期間についての分析結果から見ていく。機関投資家の行動を表す変数 $INSB$ に関しては、内外機関投資家ともに、規模（時価総額）、流動性（株式回転率）の高い銘柄へ投資していることが確認できる。国内機関投資家についてはGompers and Metrick (2001)、海外機関投資家については、Dahlquist and Robertsson (2001) と同様の結果である。また、国内系、海外系の両方の機関投資家ともに簿価時価比率の高い銘柄を選好しており、機関投資家は割安株に投資をするバリュー株投資のタイプが比較

的多く、この点でも内外機関投資家の銘柄選択行動に差はない。 QS の受託者責任を代理する変数に関しても、内外機関投資家ともに収益率(ROA)は正、有利子負債比率の係数は有意に負である。収益性、安定性、財務健全性などの点で質の高い企業 (high quality stock) を選好する点で、Del Guercio (1996) が主張する受託者責任動機 (fiduciary motives as prudence) に順じた投資スタイルを内外の機関投資家がとっていることを示唆する。もっとも、配当利回りの係数はマイナスで有意となっており、受託者責任動機の見方とは対立する結果である。しかし、投資機会と配当利回りにはトレードオフがあり、実際、Del Guercio (1996)、Dahlquist and Robertsson (2001) では配当利回りの係数は負であり、この変数自身が強力な受託者責任動機の強力な代理変数とは言えないのかもしれない。重要な点は、これら受託者責任動機の間では、国内外の機関投資家の銘柄選択行動は大きな差はないことである。

他方、以上の $INSB$ 、 QS に関する変数について、金融機関（銀行・保険会社）の銘柄選択基準は、内外の機関投資家のそれとは大きく異なる。まず、銀行・保険会社は、規模、流動性の低い銘柄を保有する傾向にある。また、投資機会およびROAの変数が共にマイナスとなっていることから成長性、収益性において劣る銘柄を保有していることになる。また、負債比率が高い株式の保有を維持している。さらに、簿価時価比率の低い銘柄に投資しており、投資先の収益性が高くないことを考慮するとやや割高な銘柄を保有している可能性が高い。これらは、収益最大化を目的とする機関投資家の投資スタイルとは大きく異なる。

次にホームバイアス要因 HB について見ると、海外機関投資家は海外売上比率が高く、宮島・

21) 被説明変数を浮動株割合で調整しない海外機関投資家、国内機関投資家、銀行・保険会社それぞれの保有比率の数値を用いても、分析結果に大きな違いはなかった。

22) 結果の報告は省略しているが、パネル2に関しても、パネル1同様前期と後期の期間別の分析を実施したが、結果はほぼ変わらない。19年度それぞれ、および期間別の分析結果はリクエストに応じて提供可能である。

表5 各保有主体の保有比率の決定要因

パネル1 プール推計 (OLS モデル)

	海外機関投資家			国内機関投資家			銀行・保険会社		
	全期間	前期	後期	全期間	前期	後期	全期間	前期	後期
	91/3-09/3	91/3-98/3	99/3-09/3	91/3-09/3	91/3-98/3	99/3-09/3	91/3-09/3	91/3-98/3	99/3-09/3
時価総額対数値	0.044	0.031	0.049	0.018	0.013	0.021	-0.014	-0.013	-0.011
BM(簿価時価比率)	0.019	0.019	0.034	0.018	0.021	0.021	-0.032	-0.066	-0.020
株式回転率	0.010	0.017	0.007	0.023	0.035	0.016	-0.029	-0.033	-0.026
投資機会	-0.004	0.000	-0.008	0.016	0.021	0.017	-0.032	-0.052	-0.025
株価トレンド	0.000	0.022	0.000	0.002	0.004	0.003	-0.001	-0.011	-0.001
配当利回り	-0.071	-0.065	-0.061	-0.039	-0.099	-0.020	0.001	0.051	-0.016
ROA	0.002	0.003	0.002	0.003	0.001	0.003	-0.001	-0.001	-0.001
株価ボラティリティ	-0.007	-0.043	0.005	-0.025	-0.059	-0.007	-0.006	-0.008	-0.007
MSCIダミー	0.039	0.031	0.047	-0.021	-0.015	-0.026	0.018	0.022	0.008
海外売上高比率	0.083	0.069	0.089	0.017	-0.001	0.026	-0.013	0.019	-0.024
ADRダミー	-0.007	0.025	-0.025	-0.047	-0.038	-0.048	0.029	0.027	0.025
有利子負債比率	-0.094	-0.070	-0.091	-0.053	-0.030	-0.068	0.037	-0.017	0.065
現金同等物比率	0.094	0.048	0.132	-0.008	0.015	-0.037	-0.040	-0.021	-0.043
役員数	-0.028	-0.034	-0.019	0.003	0.000	0.004	0.016	0.017	0.017
社外役員比率	0.015	0.005	0.018	-0.007	-0.032	-0.002	-0.041	-0.014	-0.046
親会社ダミー	0.005	0.017	0.004	0.026	0.036	0.021	-0.113	-0.185	-0.096
六大企業集団ダミー	-0.004	0.002	-0.007	0.010	0.016	0.005	-0.027	-0.030	-0.026
Adj. R2	0.606	0.494	0.628	0.328	0.313	0.368	0.276	0.160	0.248
N	19,455	7,483	11,972	19,456	7,483	11,973	19,456	7,483	11,973

パネル2 : Fama and Macbeth 法

	海外機関投資家				国内機関投資家				銀行・保険会社						
	係数平均	正	有意	負	有意	係数平均	正	有意	負	有意	係数平均	正	有意	負	有意
時価総額対数値	0.041	19	(19)	0	(0)	0.016	19	(18)	0	(0)	-0.012	0	(0)	19	(8)
BM(簿価時価比率)	0.033	13	(10)	6	(0)	0.025	16	(12)	3	(1)	-0.037	2	(0)	17	(6)
投資機会	0.005	7	(0)	12	(1)	0.029	16	(4)	3	(0)	-0.041	5	(0)	14	(2)
株価トレンド	0.012	12	(5)	7	(2)	0.011	13	(6)	6	(2)	0.001	11	(0)	8	(1)
配当利回り	-0.048	0	(0)	19	(11)	-0.042	2	(0)	17	(10)	0.010	6	(0)	13	(0)
ROA	0.002	19	(13)	0	(0)	0.002	17	(12)	2	(0)	-0.001	3	(0)	16	(2)
株価ボラティリティ	-0.017	5	(0)	14	(6)	-0.032	5	(0)	14	(11)	-0.007	6	(0)	13	(0)
株式回転率	0.015	19	(14)	0	(0)	0.026	19	(17)	0	(0)	-0.031	0	(0)	19	(16)
MSCIダミー	0.035	18	(17)	1	(0)	-0.022	0	(0)	19	(16)	0.015	17	(0)	2	(0)
海外売上高比率	0.071	19	(16)	0	(0)	0.011	15	(2)	4	(0)	0.002	9	(0)	10	(0)
ADRダミー	-0.002	11	(1)	8	(4)	-0.042	0	(0)	19	(15)	0.025	19	(0)	0	(0)
有利子負債比率	-0.084	0	(0)	19	(19)	-0.047	0	(0)	19	(15)	0.035	13	(8)	6	(0)
現金同等物比率	0.094	19	(14)	0	(0)	-0.018	7	(0)	12	(4)	-0.023	7	(0)	12	(5)
役員数	-0.023	0	(0)	19	(12)	0.002	12	(1)	7	(0)	0.016	17	(4)	2	(0)
社外役員比率	0.010	13	(0)	6	(0)	-0.015	6	(1)	13	(7)	-0.028	2	(0)	17	(5)
親会社ダミー	0.010	11	(6)	8	(1)	0.029	19	(16)	0	(0)	-0.137	0	(0)	19	(19)
六大企業集団ダミー	-0.003	6	(2)	13	(2)	0.010	19	(10)	0	(0)	-0.029	0	(0)	19	(19)
Adj. R2	0.56					0.35					0.16				
N	1,035					1,035					1,035				

(注) 東証1部、大証1部、名証1部上場企業のうち3月期決算の企業(非金融法人)を対象とし、分析対象期間は1990年度から2008年度。各説明変数の定義は表4と同じ。その他、年次ダミーおよび東証33業種分類に基づく業種ダミーも含む。有意水準5%以下のモノは太字。Whiteの標準誤差についてはクロスセクションでの相関に対応するためにクラスタリング修正したものをを用いた。なお、被説明変数は浮動株割合で調整しているが、浮動株割合で調整せずそのままの数値を用いて、説明変数に浮動株割合を投入した分析モデルでも分析結果に大きな変化は見られない。

新田(2011)などの先行研究と整合的である。の上昇(42%)は、3.5%程度の海外機関投資家の保有比率の上昇をとまなう。また、海外投

資家におけるADRダミーに関しては、全期間では有意ではないものの、MSCIダミーは全期間を通じて有意にプラスである。この規模も大きく、企業がMSCI Japanインデックスに組み入れられている場合、海外機関投資家の保有比率は、他の事情を一定として平均して4%高い。

他方、国内機関投資家の保有割合を被説明変数とする分析ではMSCIダミーやADRダミーの係数が有意に負であることは興味深い。これは、海外機関投資家と国内機関投資家が規模や回転率を重視する点で共通の投資特性を有する一方、国内機関投資家がMSCI組み入れ銘柄やADR上場銘柄以外の銘柄に意図的に投資している可能性を示唆する。海外機関投資家に比べて、国内機関投資家の方が投資ユニバースが広い（時価総額の下限が低い、または、MSCIやADRなどの形式要件に縛られない）という推計結果は、国内機関投資家の方が情報獲得において海外機関投資家よりも優位にあるという理解と整合的である²³⁾。

GOVの企業統治・ガバナンス要因については、海外機関投資家保有比率を被説明変数とする推計では、役員数の係数が有意に負、逆に社外取締役の係数は有意に正であり、海外機関投資家は銘柄選択にあたって、「小さな」取締役会、独立性の高い社外取締役に強い選考を持っている。他方、近年の実証研究は、海外機関投資家の保有比率が高いほど、取締役会の相対的規模が小さく、社外取締役の選任確率が高いという結果を示しているから²⁴⁾、海外機関投資家が、取締役改革の一つの機動力となっていると見ることができよう。

しかし、国内機関投資家は取締役会の規模や独立取締役に選好を示さない。もっとも、この結果は、必ずしも銘柄選択が取引関係に制約さ

れたためと解釈することはできない。海外機関投資家は、非対称情報に直面し、観察容易な外形的基準に依存するのに対して、情報能力の高い国内機関投資家は、選択的に判断したかもしれないからである。なお、銀行・保険会社の保有割合の推計では、親会社ダミーと六大企業集団ダミーの係数が共に負で有意となっているが、これはバブル崩壊後の持ち合い解消の過程、あるいは、益出しのための株式売却のプロセスにおいて、銀行・保険会社が売却しやすい銘柄を優先してきたことの反映とみられる。また、銀行・保険会社に関する推計では、役員数の係数がプラスで有意、逆に社外取締役の係数は有意に負であり、銀行・生命保険会社は、役員規模の大きな企業、あるいは、社外取締役の割合が高い企業への投資をシステムティックに圧縮していることになる。

期間別の差

次に期間別の差を見ていく。前期と後期の比較から注目すべき点は、第1に、海外機関投資家のホームバイアスについては、規模や海外売上比率やMSCIダミー変数などは有意性について前期と後期で差はないが、係数を見る限りむしろ後期の方がやや大きい。例えば、MSCIダミーの効果は、90年代3.1%、2000年代4.6%である。一方、前期に有意に正であったADRの係数が、後期には負に転じている。これは、2000年代に入って海外機関投資家はADR銘柄のオーバーウェイトを解消したと考えられる²⁵⁾。

第2に、国内機関投資家の銘柄選択では、期間別に大きな差はない。係数を見る限り、MSCI組み入れ銘柄を回避する傾向、高い海外売上比率や、低い負債比率の企業を選好する傾向が係数を見る限りは後期で強まっている。注目されるのは、現金同等物比率の係数が前期は

23) 国内外の機関投資家へのヒアリングでも、海外機関投資家の方が投資基準における時価総額の下限が国内機関投資家のそれよりも高いという意見を得た。

24) 齋藤（2011）、宮島・小川（2012）参照。

25) なお、前期でADRダミーで有意にプラスとなるのはKang and Stulz（1997）の結果と整合的である。

プラスだったものが後期にはマイナスになることだが、後期には必要以上の現金を保有しない企業を選好しているのかもしれない。また、六大企業集団ダミー変数の係数が、3分の1程度に低下している。

同様に、銀行・保険会社が、規模の小さい企業、簿価時価比率の低い企業、売買回転率の低い企業を選好する傾向に前・後期を通じて大きな変化はない。特徴的な点は、海外売上高比率の係数が、前期の0.019に対して後期の係数はマイナス0.024となり、有利子負債比率の係数は、前期が非有意であるのに対して、後期は0.065で有意である。後期には、機関投資家によりグローバル的な銘柄や有利子負債比率の低い銘柄を指向する一方、銀行・保険会社はまっ

たく逆に内需型銘柄、有利子負債の高い銘柄にオーバーウェイトしたことになる。

以上、各投資主体の銘柄選択基準の分析結果から次の3点が明らかである。第1に、国内系、海外系問わず、機関投資家は、単に規模、流動性のみでなく、収益性、安定性、財務健全性の点で質の高い企業（high quality stock）の株式を選択する点は共通し、この点で両者に差はない。他方、銀行・保険会社は、規模、流動性に劣るばかりでなく、収益性、安定性、財務健全性の点で質の劣る企業の保有を維持する傾向にある。第2に、海外機関投資家のホームバイアスはいぜん強い。第3に、投資先のガバナンス志向に関しては、海外機関投資家は積極的、国内機関投資家はニュートラルである。

IV. 機関投資家と株価収益率

IV-1. 株式保有が株式収益率に与える影響

以上の投資バイアスをともなう機関投資家の保有比率の変化は、経営の規律付け効果を通じて日本企業の企業価値やパフォーマンスに影響を与えたのであろうか。次に、この点について、まず機関投資家の株式保有の変化と株価収益率の関係から接近する。

機関投資家が、成長可能性を持つ企業を識別する能力を持ち、成長可能性を失った場合に売却するというWall Street Ruleに従って行動するとすれば、経営者はそれを読み込んで経営行動を選択する（事前のモニター）はずである。さらに、機関投資家は、投資後は収益最大化のために、積極的に企業に対するモニタリング活動に関与することが想定される（事後のモニター）。例えば、Ferreira and Matos (2008)では機関投資家はモニタリングを通じて業績改善、および企業価値の上昇に寄与するとの仮説を検証した。同分析は、機関投資家を国内と海外、独立系と非独立系に分け、海外機関投資家

および独立系機関投資家の持分が高い企業は、相対的にバリュエーションが高く、業績もよいことを明らかとした。同じく機関投資家の株式保有が企業に対してガバナンス効果を有するという研究として、Aggarwal et al. (2011)があり、機関投資家の持分が上昇するとガバナンス状況が改善され、株価評価にもプラスの影響を与えることを報告している。また、日本に関する分析としては、光定・蜂谷 (2009) が先駆的に2000年から2006年について株主構成と株価収益率の関係を検討し、市場志向的ガバナンスの働きやすい株主構成の企業（外国人株主比率が高く、事業法人株主比率が低い企業）では有意な株式超過収益率が存在することを示した。ただし、光定・蜂谷 (2009) の用いた外国人株主のデータには海外の事業法人も含まれており、海外機関投資家のみが取り上げられているわけではない。また、そこでは、外国人株主比率で4分位に分けたポートフォリオに基づき分析しており、各個別銘柄ベースで分析している

わけではない。

IV-2. 機関投資家による株式保有と株式収益率の関係

このように、これまで日本企業について、機関投資家の保有の増加が株価収益率に実質的な影響を与えたのか否かについては、筆者らの知る限り十分システマティックな分析は行われていない。そこで、機関投資家による株式保有が企業の株価収益率にどのような影響を及ぼしているかを、Gompers and Metrick (2001) を参考にし、以下のモデルを用いて検証する。

$$R_{it} = F (CONT_{it}, SH_{it-1}, \Delta SH_{it}) \quad (2)$$

ここで、 R_{it} は、投資収益率であり、企業*i*の各年の配当込みの投資収益率とTOPIXに基づく配当込みの投資収益率の差をとった超過収益

率である。説明変数の $CONT_{it}$ は、 R_{it} に影響を与える変数である。 SH_{it-1} は、各保有主体（海外機関投資家、国内機関投資家、銀行・保険会社）の期初（前期末）の保有比率の水準、 ΔSH_{it} は当期のその変化である。以下で注目するのはこの SH_{it-1} と ΔSH_{it} である。企業の投資収益率が、期初の機関投資家の保有比率 SH_{it-1} に正の感応をするのであれば、機関投資家が、投資後収益最大化のために、積極的に企業に対してモニタリング活動したか、あるいは、経営者が機関投資家の株式保有の継続を促す経営戦略をとったことを示唆する。また、投資収益率が、期中の機関投資家の保有割合の変化率 ΔSH_{it} に正に感応するならば、機関投資家は、成長可能性の高い株式を選別し、投資したという意味で事前のモニタリング能力を示したものと見ることができる。以上の推論から、まず株

表6 超過株式収益率と機関投資家の保有比率の変化の関係

	パネルA		パネルB							
	平均係数	t値	海外機関投資家へのマネーインフロー				国内機関投資家へのマネーインフロー			
			高い期間		低い期間		高い期間		低い期間	
	平均係数	t値	平均係数	t値	平均係数	t値	平均係数	t値		
時価総額対数値	0.041	4.973	0.044	2.804	0.036	4.307	0.048	4.373	0.033	2.398
BM(簿価時価比率)	-0.230	-4.961	-0.322	-4.057	-0.150	-3.407	-0.198	-3.383	-0.272	-3.407
投資機会	0.220	5.070	0.324	5.101	0.116	2.461	0.139	2.920	0.316	4.728
配当利回り	-0.081	-2.744	-0.116	-2.359	-0.044	-1.194	-0.101	-3.778	-0.075	-1.353
ROA	0.004	2.827	0.002	0.982	0.004	3.174	0.006	3.019	0.002	1.114
株価ボラティリティ	0.033	0.836	0.094	1.270	-0.018	-0.531	0.010	0.203	0.063	0.898
株式回転率	-0.040	-5.414	-0.039	-3.267	-0.040	-3.674	-0.044	-3.905	-0.037	-3.258
MSCIダミー	-0.068	-4.906	-0.091	-3.884	-0.050	-3.272	-0.071	-3.421	-0.070	-3.236
海外売上高比率	-0.028	-1.163	-0.058	-1.594	-0.013	-0.416	-0.010	-0.301	-0.048	-1.281
ADRダミー	-0.035	-2.123	-0.045	-1.836	-0.038	-1.863	-0.041	-1.646	-0.032	-1.308
有利子負債比率	-0.110	-3.085	-0.128	-1.808	-0.088	-3.002	-0.144	-2.833	-0.084	-1.514
現金同等物比率	-0.040	-1.026	-0.057	-0.715	-0.030	-1.300	0.004	0.110	-0.088	-1.212
役員数	-0.044	-4.243	-0.054	-2.842	-0.032	-2.908	-0.044	-4.558	-0.040	-2.006
社外役員比率	-0.042	-1.820	-0.063	-2.663	-0.025	-0.580	-0.040	-0.998	-0.058	-2.348
親会社社会ダミー	-0.022	-1.387	-0.025	-0.885	-0.016	-0.864	-0.041	-2.927	-0.015	-0.569
六大企業集団ダミー	0.015	2.325	0.024	2.228	0.007	0.990	0.004	0.580	0.023	2.163
海外機関投資家保有割合(t-1)	-0.116	-1.108	0.045	0.232	-0.309	-4.089	-0.313	-3.664	0.061	0.322
海外機関投資家保有割合の増分	2.373	9.244	2.488	5.601	2.354	7.308	2.237	7.531	2.307	5.495
国内機関投資家保有割合(t-1)	-0.158	-0.935	-0.280	-0.870	-0.051	-0.299	-0.028	-0.148	-0.309	-1.002
国内機関投資家保有割合の増分	2.235	3.806	2.070	1.732	2.557	6.263	3.284	4.744	1.239	1.310
金融機関持分(t-1)	0.049	1.229	0.061	0.747	0.037	1.278	0.007	0.153	0.093	1.330
金融機関持分増分	-0.119	-1.006	0.114	0.715	-0.326	-1.921	-0.096	-0.578	-0.063	-0.352
浮動株割合	0.059	1.842	0.104	1.698	0.025	0.998	0.022	0.812	0.102	1.661

(注) 各保有主体の保有割合の変化分は、前期末から当期末にかけての各保有主体の保有割合の変化分を意味し、それ以外の各説明変数の定義、分析対象企業、分析対象期間は表5-1、5-2と同じ。全体の分析結果（パネルA）は、Fama-Macbeth手法により1990年度～2008年度の19年度についての回帰分析結果（OLS）を要約したものであり、係数平均は19期間の回帰係数の平均値、5%有意水準のものは太字、また、t値はWhite修正済みのもの。なお、本分析では各保有主体（海外機関投資家、国内機関投資家、銀行・保険会社）の持分の変化が株価に与える影響を直接見たいため、各保有主体の持分に関する説明変数は浮動株割合で調整せず、浮動株割合を説明変数に加えている。また、海外機関投資家および国内機関投資家へのマネーインフローの大小9年度ずつによるサブグループに分けての分析（パネルB）は、マネーインフローの金額は式（3）にて計算。

式保有（水準と変化）が株価収益率を引き上げる効果があるか、あるとすれば、どの程度の規模かを推計する。

表6パネルAには、先の保有主体の保有割合の分析同様、Fama and Macbeth手法により1990年度から2008年度の各年をサンプルとした(2)式の推計結果が要約されている。同表では、各変数の推計係数の19年間の平均とt値を報告している。

まず、期初の各主体の保有比率 SH_{it} の効果を見ると、どの保有主体の係数も観測期間を通しては有意にはならず、これら保有主体の事前のモニタリング効果ははっきりしない²⁶⁾。

それに対して、 ΔSH_{it} は海外機関投資家、国内機関投資家ともに統計的に1%水準で有意であり、経済的にも実質的な効果をもった。表では省略しているが、海外機関投資家に関しては19年中18年において、国内機関投資家においては19年中14年において、株価収益率は、それぞれの保有割合の増減に有意に正に感応し、機関投資家の保有割合の増加（減少）した企業の株価は上昇（低下）する。この結果は米国の機関投資家に関するGompers and Metrick (2001)の推計結果と同様である。他方、銀行・保険会社による保有の増加は、係数が有意ではないものの、マイナスの効果を与えている。分析結果からは銀行・保険会社による保有の増減は株価収益率に対して僅かに負、少なくとも正の効果は与えていないことが分かる。

以上によって、機関投資家の保有割合の変化が株価収益率に対して正の効果を持つことは確認できたが、この正の効果は、Gompers and Metrick (2001)も指摘するように、機関投資

家が企業iの当期の株価の上昇を的確に予想した結果であるばかりでなく（スマートインベスター）、機関投資家の投資の増大が自ら需要ショックとなって株価の上昇をもたらしたために発生した可能性もある（需要ショック）。そこで、この需要ショックの可能性について検証するために、推計期間（1990-2008年度）を機関投資家への資金流入額の大小で二つの期間に区分する²⁷⁾。機関投資家の持分増加による株価へのプラスインパクトが機関投資家への資金流入が大きい期間のみに起こっている場合は、需要ショックの影響が大きいと考えられ、逆に、流入が小さい期間でも起こっている場合は、需要ショックよりもモニタリング効果やスマートインベスターの要因が大きいと考えられる。機関投資家への資金流入量の計算はGompers and Metrick (2001)にならい、以下の(3)式を利用して計算する。

$$\text{Inflows}_t = \frac{\sum_i (\text{size}_{i,t-1} * \Delta SH_{it})}{\sum_i \text{size}_{i,t-1}} \quad (3)$$

ここで、 $\text{Size}_{i,t}$ は各企業の前期末時点の時価総額であり、 ΔSH_{it} は各機関投資家の当期の保有割合の変化率である。両者を掛け合わせたものの合計金額を、前期末のすべての企業の時価総額合計で除して調整したものをインフローの金額と定義する²⁸⁾。 ΔSH_{it} として海外（国内）機関投資家の数値を用いる場合は、海外（国内）機関投資家への投資資金インフロー合計額が計算される。これによって海外機関投資家および国内機関投資家への投資資金インフローが大きい9期と小さい9期に分けて、あらためて(2)式を推計した結果が表6パネルBである。

これによれば、海外機関投資家の保有割合の

26) 光定・蜂谷 (2009) は外国人持株比率の水準が株価にプラスの影響を与えているという結果を報告している。

本分析結果との違いは上記の通り、外国の事業法人を株主に含むか含まないか（本分析は含んでいない）、あるいは、4分位ポートフォリオで検証しているが、個別銘柄で検証するかの違いに基づくと推測される。

27) 光定・蜂谷 (2009) でも外国人株主の保有増加と株価の間の需要ショックの可能性を検証しているが、検証手法は、持分の増分のみならず水準も有意になるということから需要ショックのみではなくガバナンス要因も存在すると議論している。本分析ではパネルAで示したように水準は有意ではなかったので、資金フローの大小で分けて分析することで検証した。

28) マイナスの場合はアウトフロー。

変化が株価収益率に与える影響は、海外機関投資家への資金インフローの高い時期と低い時期の間で、大きな差はない。それに対して、国内機関投資家の保有割合の変化が株価収益率に与える影響は、国内機関投資家への資金インフローが高い時期には有意であるが、低い時期は有意ではない。したがって、国内機関投資家の保有割合の変化が株価収益率に与えるインパクトは需要ショックに基づく可能性が強い²⁹⁾。他方、海外機関投資家に関しては需要ショックのみならず、スマートインベスターやモニタリングの解釈と統合的な分析結果である。

なお、日本においては、東証が発表する投資主体別売買状況のデータからも海外機関投資家と国内機関投資家への資金流入量を概算で推計することができる。前者については、投資主体別売買状況の海外投資家のカテゴリーで、後者については投信と信託銀行のカテゴリーがそれぞれある程度オーバーラップするので、それをもとに資金インフローの大小を9期ずつに分けて、同様の分析を実施した³⁰⁾。結果はほぼ同様であり、国内機関投資家の場合は需要ショックによる可能性が高く、海外機関投資家の場合はモニタリングやスマートインベスターである側面も確認できる。

以上要するに、期初の各投資主体と保有割合の水準と投資収益率の間には有意な関係を見出すことはできない。しかし、海外機関投資家および国内機関投資家の場合は、それらの保有割合の変化は株価収益率に対して統計的にも、経済的にも有意な正の影響を与える。そのインパクトは、1990年代後半以降は国内機関投資家、海外機関投資家との間でほぼ同程度と推計される。また、機関投資家の持分の変化が投資収益率に影響を与える要因としては、国内機関投資

家の場合は自身の買いが株価の押し上げ要因になるという需要ショックの側面が強いと推測されるのに対して、海外機関投資家の場合は、投資収益率の高い企業を事前に探し出すことができるスマートインベスターやモニタリングの可能性が、需要ショックの可能性と並んで存在する。

最後に、機関投資家による保有割合の変化はどの程度株価収益率に影響を与えたのかに関する試算結果を示しておく。表7の5-6列のインパクトは、(2)式を各年度について推計して得た海外機関投資家および国内機関投資家の保有割合の増分 ΔSH_{it} の回帰係数に、 ΔSH_{it} の各年の標準偏差を乗じることによって求めた。

これによると、海外機関投資家による1 σ の保有比率の上昇は、株価収益率8.7%の上昇と、国内機関投資家によるそれは株価収益率6.5%の上昇と対応している。特に、海外機関投資家の保有割合の増分は、19年の推計期間中18年においてコンスタントに株価にプラスのインパクトを与えている。期間を分割すると、前期(1990-1997年度)の平均が6.3%、後期(1998-2008年度)の平均が10.7%と試算される。他方、国内機関投資家の保有比率の変化と投資収益率との関係は、期間別に見ると前期の平均の効果はわずかである(0.8%)。しかし、金融ビッグバンによって機関投資家の年金運用方針が変化した後期には各年度とも回帰係数は有意にプラスであり、平均の効果は11.4%と試算される。国内機関投資家の保有の増大の効果は、海外機関投資家とほぼ同程度インパクトがあり、1990年代末以降、内外の機関投資家の銘柄選択基準が接近するのと並行して、その株価に対する影響も概ね同一となったとみることができよう。

29) もっとも、この結果をもって国内機関投資家には投資先に対するモニタリング効果がない、あるいは、スマートインベスターではないと結論付けることはできない。あくまでも需要ショックの影響度合いを測るのみである。

30) この手法と先の(3)式の手法での資金インフローの期間の違いは、海外機関投資家では1990年度、1993年度、1994年度、2007年度の4期、国内機関投資家では1993年度、2007年度の2期で資金インフローの大小の分類が反対になっている。リクエストに応じて推計結果は提供可能。

表7 内外機関投資家の保有比率の変化が株価収益率に与えるインパクト

年度	海外機関投資家保有割合の変化分の係数	国内機関投資家保有割合の変化分の係数	海外機関投資家保有割合の変化分の標準偏差	国内機関投資家保有割合の増分の標準偏差	海外機関投資家のインパクト (1σ係数)	国内機関投資家のインパクト (1σ係数)	機関投資家計 (海外・国内機関投資家保有分) の1σ効果
1990	1.090 ***	0.527	2.55%	2.19%	2.78%	1.15%	3.93%
1991	3.072 ***	0.038	3.03%	2.10%	9.30%	0.08%	9.39%
1992	4.185 ***	1.754 ***	2.24%	1.82%	9.36%	3.19%	12.55%
1993	3.907 ***	0.852	2.54%	1.69%	9.93%	1.44%	11.38%
1994	2.049 ***	0.485	2.59%	1.49%	5.30%	0.72%	6.02%
1995	0.508	-4.638 ***	3.08%	1.67%	1.57%	-7.74%	-6.17%
1996	1.512 ***	0.821 ***	3.42%	1.65%	5.17%	1.36%	6.53%
1997	2.048 ***	3.001 ***	3.23%	2.04%	6.62%	6.12%	12.74%
1998	2.628 ***	2.227 ***	2.80%	1.87%	7.36%	4.16%	11.51%
1999	3.674 ***	7.958 ***	4.13%	2.72%	15.17%	21.63%	36.80%
2000	2.906 ***	3.860 ***	4.17%	2.86%	12.12%	11.02%	23.14%
2001	2.085 ***	3.688 ***	3.30%	3.05%	6.88%	11.24%	18.13%
2002	3.032 ***	4.240 ***	3.87%	3.17%	11.74%	13.43%	25.17%
2003	4.371 ***	5.660 ***	5.25%	3.23%	22.95%	18.26%	41.21%
2004	1.730 ***	2.463 ***	5.24%	3.22%	9.06%	7.93%	16.99%
2005	2.078 ***	3.494 ***	5.12%	3.27%	10.64%	11.42%	22.06%
2006	1.962 ***	2.275 ***	4.72%	3.26%	9.25%	7.41%	16.66%
2007	1.157 ***	1.749 ***	4.22%	2.97%	4.88%	5.20%	10.08%
2008	1.094 ***	2.011 ***	4.23%	3.03%	4.62%	6.09%	10.71%
期間平均	2.373	2.235	3.67%	2.49%	8.67%	6.53%	15.20%
1990-97	2.296	0.355	2.83%	1.83%	6.25%	0.79%	7.04%
1998-2008	2.429	3.602	4.42%	3.08%	10.73%	11.36%	21.13%

(注) 有意水準*** 1%, ** 5%。

V. 機関投資家の株式保有によるモニタリング効果

V-1. 企業価値への影響

前節では、内外の機関投資家の株式保有の増加が、株価収益率に与える影響の分析を通じて、事前のモニタリングの可能性を検討した。本節では、増加した機関投資家の株式保有が事後的なモニターとしての機能を持つか否かを検討する。株式保有の増加が機関投資家バイアスやホームバイアスに基づくとしても、Ferreira and Matos (2008) も指摘するように、保有を増加させた機関投資家が発言 (voice) や退出 (exit) を通じて投資先企業に対して適切なモニタリングを行えば企業価値にプラスの影響を与えるはずである。推計モデルとしては、以下の企業価値をそれを規定するファンダメンタルな要因と所有構造に回帰する標準的なモデルを用いる。

$$Q_{it} = F (SH_{ijt}, CONT_{it}, YEAR) \quad (4)$$

ここで、被説明変数 Q_{it} は、企業価値を示すトービンのQである。Qの計算方法としては先行研究同様、総資産の簿価に時価総額を加え、株主資本の簿価を差し引いたものを総資産で除したものとした。説明変数 $CONT_{it}$ には、トービンのQの産業中央値、規模 (総資産対数値)、負債比率、投資機会を導入した。これらの変数でコントロールした上で、各投資主体 j の保有比率 SH_{ijt} が企業価値に対して有意な効果を持つか否かがここでの焦点である³¹⁾。この分析では、議決権割合に基づく経営に対するモニタリング効果が重要であるため、 SH_{ijt} に関して、これまでの分析のように浮動株割合で調整したものは使用せず、現数値を利用している。(4)式

31) 我が国上場企業に関して、これまで海外機関投資家のパフォーマンス効果を分析したものは多いが (岩壺・外木, 2007; 宮島・新田, 2011), 国内機関投資家, 銀行・生命保険の保有比率の効果の分析をした研究は, 著者らの知る限り存在しない。

表8 機関投資家の保有割合と企業価値の関係 (Median Regression)

	パネル1 1990-2008年度			パネル2 1998-2008年度			パネル3 MSC銘柄			Non-MSC銘柄		
	Q	0	1	Q	0	1	Q	0	1	Q	0	1
海外機関投資家比率	0.84 22.97	0.79 20.33	0.82 10.21	0.86 9.98	0.77 18.76	0.69 15.58	0.60 10.11	0.62 9.73	0.46 10.02	0.37 7.12	0.37 7.12	0.37 7.12
国内機関投資家比率	0.65 14.09	0.16 3.41	0.14 2.03	-0.18 -2.38	0.34 5.69	0.34 5.69	0.34 5.69	0.28 2.52	0.49 9.78	0.29 5.16	0.29 5.16	0.29 5.16
金融機関比率	-0.04 -2.08	-0.03 -1.28	0.07 2.33	0.07 2.33	0.07 2.33	-0.09 -3.71	-0.06 -2.55	0.03 0.54	0.09 1.53	-0.07 -3.42	-0.07 -3.42	-0.07 -3.42
総資産対数値	-0.02 -10.21	0.01 8.31	-0.02 -13.32	-0.03 -13.39	0.00 -1.27	0.03 9.69	0.00 17.52	-0.01 -3.89	-0.03 -6.78	-0.02 -10.64	-0.02 -12.07	-0.02 -12.07
有利子負債比率	0.18 19.59	0.12 13.22	0.09 9.95	-0.01 3.34	0.27 22.73	0.28 18.27	-0.05 15.66	-0.16 -6.44	0.23 22.01	0.23 22.49	0.20 22.81	0.25 22.81
投資機会	0.38 16.58	0.36 13.03	0.42 10.93	0.42 11.81	0.37 22.73	0.36 11.61	0.62 8.70	0.62 8.42	0.36 12.37	0.38 14.65	0.36 11.59	0.36 11.59
業界Q中央値	0.80 36.93	0.88 41.45	0.90 25.92	0.82 28.78	0.72 28.06	0.82 29.12	0.72 27.88	0.83 18.02	0.89 34.09	0.76 32.15	0.78 33.25	0.75 34.73
Adj. R2	0.24	0.23	0.21	0.20	0.18	0.17	0.16	0.17	0.18	0.26	0.26	0.27
N	19,664	19,665	19,664	7,523	12,141	12,142	12,141	4,410	15,254	15,255	15,255	15,254
業種ダミー	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
年ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes

(注) 被説明変数をトービンのQとするMedian Regressionの推計結果。上段が係数で有意水準5%以下のものは太字、下段はt値。各説明変数の定義は表5、表6と同じ。

には、さらに各年のマクロ環境の変動に対応するために年次ダミーを加えている。サンプルは、これまでと同じく、東証1部上場非金融事業法人であり、分析期間は1990-2008年度の19年である。また、2・3節で確認したように、日本企業の株式所有構造は1997年の銀行危機以降に大きく変貌し、各保有主体の投資行動に変化があった。そこで、全期間を対象とした推計に加えて、1990-97年度の前期と、1998-2008年度の後期のサブグループに区分した推計を実施した。

ところで、3節で見た通り、海外機関投資家の投資行動には強いバイアスがあった。特に注目されるのは、MSCI Japan インデックスへの組み入れ銘柄か否かが、銘柄選択のユニバースを決定するにあたって、重要な決定要因になっていたことである。ここから当然の疑問として、海外機関投資家もっばら投資対象とするMSCI Japan インデックス銘柄の中でも、その保有比率の上昇は十分な経営の規律付け効果をもつのか、逆に、MSCI非組み入れ銘柄でも、機関投資家の保有比率が上昇すれば、規律付け効果があるのか、という問題が生ずる。そこで、MSCI Japan インデックスに組み入れられているか否かでもサンプルを2分して分析を実施した。

推計はFerreira and Matos (2008)と同様にトービンのQの計測エラーに対応するためにMedian Regressionで行い、結果は表8に要約されている³²⁾。

同表によれば、海外機関投資家、国内機関投資家共にそれらの保有比率は企業価値に対してプラスの影響を与えている。この点は、全期間について、また、前期後期に分割しても概ね確認でき、海外機関投資家、国内機関投資家ともにモニタリングを通じて企業価値の向上に寄与していると考えられる。興味深いのは、前・後期で分けたサブグループで見た場合、すべての

保有主体の持分比率を説明変数に入れた回帰式において、前期は国内機関投資家の係数がマイナスで有意であったのに対して、後期ではそれが逆転してプラスに有意になっていることである。この結果は、国内機関投資家が受託者責任を徹底し始めた1990年代後半からは、海外機関投資家と同様にモニタリングを通じた企業価値の向上に貢献し始めたことを示唆する。

また、海外機関投資家の保有割合について、MSCI銘柄群と非MSCI銘柄群で効果に違いがあるかをテストした表8のパネル3によれば、いずれのグループでも海外機関投資家の保有比率の係数は有意に正である。海外機関投資家の選好が強いMSCI銘柄の中でも、海外機関投資家の保有比率が高ければ高いほど、その企業価値も高い。例えば、海外機関投資家の保有比率の1標準偏差(11.1%)の上昇はQを0.069引き上げ、Qのサンプル平均の5.1%にあたり、その効果は実質的と評価できよう。

他方、非MSCI銘柄でも、海外機関投資家の保有比率の上昇した企業の企業価値は高い。非MSCI銘柄への海外機関投資家、国内機関投資家の保有比率の中央値は、それぞれ3.3%、4.5%と、MSCI構成銘柄の14.4%、8.1%に比べて著しく低いが、こうした企業で、機関投資家の保有比率が上昇すれば(例えば、1標準偏差7.5%)、事後的なモニタリング効果(0.0278のトービンのQの引き上げ効果)を持つことが確認される。要するに、以上の結果は、MSCIに組み入れられているか否かにかかわらず、海外機関投資家の保有が投資先に対しては経営の規律付けに貢献している。

以上に対して、銀行・保険会社の株式保有の影響は全期間で見ると概ねマイナスである。前・後期で分けたサブグループでは、前期はプラスで有意だったものが、後期の係数はマイナスで有意である。上で見た銀行・保険会社の銘柄

32) 他にもパネルデータでの固定効果モデル、Qの対数値および $-1/Q$ を被説明変数とする最小二乗法による推計も行い、分析結果に変わりはないことを確認している。また、説明変数にQの産業中央値が導入されているが、被説明変数を、直接、産業の中央値との差をとった値に代えても結果に基本的な変化はない。

柄選択は、後期は成長機会に乏しい企業、内需型企業、そして有利子負債の高い企業に投資をしていたことが分かっているが、銀行・保険会社による株式保有はそれら企業の企業価値に対してネガティブな影響を与えている。銀行・保険会社による株式保有は十分なモニタリング効果を持たないと評価できよう。

なお、以上の分析結果は説明変数に1期ラグを設けて実施しても概ね同じ傾向であった。

同時推定

これらの、機関投資家による株式保有割合と企業価値の関係を分析する場合、最大の問題は、企業価値と所有構造が同時に決定されている可能性があり、そのため因果関係は必ずしも一方向ではないことである。上の分析モデルでは、内外の機関投資家が企業価値の高い企業に投資する傾向を完全にはコントロールできていない。そこで、Ferreira and Matos (2008) にならって、以下の三段階最小二乗法を利用し同時方程式を推計する。

$$Q_{it} = F(SH_{ijt}, CONT_{it}, YEAR) \quad (4-1)$$

$$SH_{ijt} = F(Q_{it}, CONT_{it}) \quad (4-2)$$

(4-2)式の被説明変数 SH_{ijt} は、各保有主体 j の企業 i の株式保有比率。他方、説明変数にはトービンの Q と、トービンの Q から独立で、 SH_{ijt} に影響を与える(1)式と同じ変数(ただしトービンの Q の産業中央値は除く)が選択されている。推計結果を整理した表9パネル1によれば、海外機関投資家の持分の高い企業ほど、また、国内機関投資家の持分が高い企業は

ど、逆の因果関係を考慮しても、トービンの Q が高いという関係が確認できる。他方、銀行・保険会社による保有分の係数は、マイナスに有意である。以上の結果は分析期間を前・後期で分けた場合(パネル2)、MSCI銘柄群と非MSCI銘柄群で分けた場合(パネル3)も同じであり、先のパネルデータでの分析結果と同様である。海外および国内機関投資家の株式保有はモニタリング効果を持つ反面、銀行・保険会社の高い株式保有はマイナスの効果を持つことが確認できる³³⁾。

V-2. 業績および将来投資への影響

次に各保有主体の保有比率と業績(ROA)の関係を検討する。それによって、先の内外の機関投資家の保有による企業価値の向上が、業績の向上を通じてもたらされたものかどうかを確認することになる³⁴⁾。また、Ferreira and Matos (2008) にならって、各保有主体の保有比率の設備投資支出(Capex)への影響も分析した。Ferreira and Matos (2008)では、機関投資家がモニタリングを通じて企業の過剰投資を抑制する効果があることを報告しているが、そうした関係が日本のデータでも当てはまるかが焦点である。

先の(4)式におけるトービンの Q の代わりに営業利益ベースのROAを用いて分析した結果が表10パネルAである³⁵⁾。結果は先のトービンの Q とほぼ同じである。

海外機関投資家の保有比率の係数は、全期間、前・後期のいずれの期間でも、また、MSCI銘柄群、非MSCI銘柄群を問わず1%水準で有意に正である。国内機関投資家の係数

33) Ferreira and Matos (2008) が指摘するように、MSCI Japan インデックスに組み入れられることで海外機関投資家の保有比率は高くなるかもしれないが、企業価値およびトービンの Q への影響は理論的にはゼロである。

34) 海外機関投資家の保有割合が業績(ROA)に与える影響については宮島・新田(2011)でも分析しているが、本分析では国内機関投資家、銀行・保険会社をも含めて分析した。また、機関投資家によるモニタリングを通じた企業業績への影響は1期間のみではなく、将来にわたってもたらされる可能性がある。その意味では機関投資家の保有比率のインパクトを検証するには、単年のROAのみで検証するのではなく、将来キャッシュフローがすべて反映される企業価値(トービンの Q)の分析とセットで実施することで全体的な理解が可能となる。

35) なお、同様の分析を被説明変数に売上高営業利益率を用いて行った場合も結果に違いはなかった。

株式所有構造と企業統治—機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか—

表9 三段階最小二乗法による機関投資家の保有割合と企業価値の関係

	パネル1(全期間)					
	1990-2008年度					
	海外機関投資家		国内機関投資家		銀行・保険会社	
保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	
海外機関投資家比率	0.61					
	10.92					
国内機関投資家比率			1.59			
			14.94			
銀行・保険会社比率					-1.00	
					-15.65	
Log(Q)	-0.03		-0.01		0.02	
	-4.04		-2.22		1.78	
時価総額対数値	0.03	0.04	0.01	0.04	-0.01	0.06
	31.76	15.28	20.93	20.27	-9.25	47.45
投資機会	0.03	0.36	0.03	0.32	-0.02	0.33
	5.62	21.32	8.34	18.34	-3.72	18.49
株価トレンド	0.01		0.01		-0.01	
	3.12		8.68		-5.87	
配当利回り	-0.06		-0.03		0.01	
	-10.28		-9.90		2.01	
株価ボラティリティ	0.01		-0.01		-0.03	
	4.08		-8.54		-15.57	
株式回転率	0.01		0.02		0.00	
	6.54		35.31		-2.89	
海外売上高比率	0.05		0.01		0.03	
	21.89		9.71		10.40	
ADR	0.01		-0.03		0.02	
	2.83		-11.83		4.64	
有利子負債比率	-0.07	0.15	-0.04	0.18	0.02	0.15
	-24.50	16.02	-24.89	17.69	6.44	15.44
現金同等物比率	0.08	0.30	0.00	0.35	-0.03	0.35
	16.21	15.69	-1.42	19.34	-4.73	19.29
役員数	-0.03		-0.01		0.02	
	-14.29		-6.89		7.90	
社外役員比率	0.03		0.00		-0.06	
	9.21		1.25		-17.12	
親会社ダミー	0.00		0.00		-0.08	
	-2.05		-1.20		-33.60	
六大企業集団ダミー	0.00		0.00		-0.02	
	0.54		2.53		-13.68	
業界Q中央値		0.75		0.74		0.73
		43.05		41.92		40.30
浮動株割合	0.12		0.03		-0.04	
	30.36		13.42		-7.85	
業種ダミー	no	no	no	no	no	no
年ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes
R2	0.607	0.434	0.359	0.407	0.232	0.391
N	19,605	19,605	19,606	19,606	19,606	19,606

	パネル2(期間別)											
	1990-1997年度						1998-2008年度					
	海外機関投資家		国内機関投資家		銀行・保険会社		海外機関投資家		国内機関投資家		銀行・保険会社	
	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)
海外機関投資家比率	0.80			0.29								
	7.16			4.65								
国内機関投資家比率				0.26						1.76		
				2.10						12.39		
銀行・保険会社比率										-1.45		
										-16.46		
Log(Q)	-0.07		-0.01		0.04		-0.01		-0.01		-0.02	
	-6.55		-1.39		1.96		-1.33		-1.22		-1.45	
時価総額対数値	0.02	0.00	0.01	0.02	-0.01	0.02	0.03	0.06	0.01	0.05	-0.01	0.07
	16.40	1.37	6.62	9.56	-2.74	12.79	22.01	20.40	16.72	18.94	-4.49	46.42
投資機会	0.05	0.32	0.01	0.35	-0.06	0.34	0.02	0.38	0.03	0.32	-0.01	0.32
	6.52	10.89	2.53	11.84	-4.35	11.58	3.50	18.49	7.40	14.75	-1.33	14.86
株価トレンド	0.03		0.01		0.00		0.00		0.01		-0.01	
	7.63		3.41		-0.22		1.24		6.84		-5.37	
配当利回り	-0.06		-0.06		0.04		-0.04		-0.02		0.00	
	-5.63		-8.47		2.35		-6.56		-5.29		-0.54	
株価ボラティリティ	-0.02		-0.03		-0.02		0.01		0.00		-0.03	
	-9.14		-20.53		-4.34		6.31		-0.02		-13.16	
株式回転率	0.01		0.02		0.00		0.00		0.01		0.00	
	14.90		41.17		-0.35		0.33		17.53		-3.23	
海外売上高比率	0.04		0.00		0.04		0.05		0.02		0.02	
	12.05		-0.37		6.39		18.08		10.77		8.10	
ADR	0.03		-0.01		0.01		0.00		-0.03		0.02	
	7.61		-4.52		1.10		-0.07		-10.05		3.91	
有利子負債比率	-0.06	-0.03	-0.02	-0.06	0.01	-0.07	-0.07	0.30	-0.05	0.35	0.04	0.33
	-18.25	-2.06	-9.81	-4.93	1.78	-5.45	-14.38	23.05	-18.47	25.10	8.52	24.40
現金同等物比率	0.05	0.06	0.01	0.11	-0.04	0.11	0.11	0.57	-0.02	0.60	-0.01	0.59
	8.60	2.37	1.83	4.94	-4.15	5.11	12.12	21.17	-2.76	23.78	-1.28	22.52
役員数	-0.03		0.00		0.00		-0.02		-0.01		0.01	
	-8.61		-0.66		-0.47		-7.18		-3.78		6.60	
社外役員比率	0.02		-0.01		-0.05		0.02		0.00		-0.05	
	4.95		-3.26		-6.56		6.63		1.74		-14.94	
親会社ダミー	0.00		0.00		-0.12		0.00		0.00		-0.07	
	-0.71		-0.54		-21.47		0.19		0.32		-27.01	
六大企業集団ダミー	0.00		0.01		-0.02		0.00		0.00		-0.01	
	-0.25		7.00		-10.62		0.33		-1.51		-9.45	
業界Q中央値		0.90		0.90		0.90		0.64		0.64		0.58
		30.47		30.35		30.35		30.04		29.40		25.57
浮動株割合	0.06		0.02		-0.04		0.16		0.04		-0.04	
	11.63		5.52		-4.29		28.24		13.12		-6.78	
業種ダミー	no	no	no	no	no	no	yes	no	yes	no	yes	no
年ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes						
R2	0.428	0.346	0.339	0.350	0.103	0.352	0.637	0.425	0.375	0.393	0.200	0.354
N	7,516	7,516	7,516	7,516	7,516	7,516	12,089	12,089	12,090	12,090	12,090	12,090

株式所有構造と企業統治—機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか—

	パネル3(MSC銘柄別:全期間)											
	MSC銘柄(1990-2008年度)						Non-MSC銘柄(1990-2008年度)					
	海外機関投資家		国内機関投資家		銀行・保険会社		海外機関投資家		国内機関投資家		銀行・保険会社	
	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)
海外機関投資家比率	0.62						1.04					
	7.73						11.23					
国内機関投資家比率					2.23						1.06	
					11.84						8.26	
銀行・保険会社比率					-0.68						-0.94	
					-5.76						-13.79	
Log(Q)	-0.03		-0.01		0.08		-0.04		-0.01		0.00	
	-1.72		-1.19		4.09		-4.40		-2.41		-0.23	
時価総額対数値	0.03	0.05	0.00	0.08	-0.02	0.06	0.03	0.03	0.02	0.04	-0.01	0.06
	12.92	12.84	-2.50	22.60	-6.01	19.26	30.36	11.81	24.79	15.28	-5.83	30.55
投資機会	0.02	0.45	0.02	0.38	-0.07	0.45	0.02	0.31	0.03	0.31	-0.02	0.30
	1.85	11.69	2.78	9.58	-5.28	11.31	5.13	16.06	7.90	16.30	-2.43	15.80
株価トレンド	0.01		0.02		-0.01		0.01		0.00		-0.01	
	1.62		9.47		-1.93		7.04		4.09		-5.42	
配当利回り	-0.06		-0.04		0.03		-0.03		-0.02		-0.01	
	-5.02		-6.14		2.58		-6.00		-5.70		-0.70	
株価ボラティリティ	0.00		-0.01		-0.04		0.01		-0.01		-0.03	
	0.45		-5.55		-9.32		6.03		-8.55		-12.45	
株式回転率	0.03		0.03		-0.01		0.00		0.01		0.00	
	11.03		17.96		-3.10		4.63		29.06		-1.81	
海外売上高比率	0.05		0.01		0.04		0.03		0.01		0.02	
	11.61		6.22		9.53		15.13		6.36		7.75	
ADR	-0.01		-0.01		0.02		0.04		-0.02		0.02	
	-1.76		-3.62		4.27		4.28		-2.64		1.78	
有利子負債比率	-0.15	-0.10	-0.05	-0.08	0.01	-0.19	-0.04	0.25	-0.04	0.24	0.03	0.24
	-22.06	-4.43	-13.31	-3.49	1.21	-9.20	-13.32	22.70	-17.61	22.33	7.09	22.71
現金同等物比率	0.12	0.40	-0.03	0.53	-0.09	0.48	0.07	0.18	0.00	0.26	-0.02	0.27
	9.72	11.29	-4.24	16.02	-7.22	13.88	12.47	7.92	0.84	12.76	-2.84	13.15
役員数	-0.03		-0.01		0.01		-0.02		-0.01		0.01	
	-7.54		-4.07		2.87		-11.71		-4.93		5.21	
社外役員比率	-0.01		0.00		-0.07		0.03		0.00		-0.05	
	-1.86		0.60		-9.19		11.53		0.93		-14.09	
親会社ダミー	-0.03		0.00		-0.11		0.00		0.00		-0.07	
	-3.72		-0.95		-14.37		-0.52		-2.08		-29.32	
六大企業集団ダミー	-0.01		0.00		0.01		0.00		0.00		-0.03	
	-3.58		1.37		5.21		2.34		4.40		-18.43	
業界Q中央値	0.74				0.72		0.74		0.71		0.71	
	21.24		20.41		20.84		35.35		36.06		34.15	
浮動株割合	0.23		0.05		-0.17		0.09		0.04		-0.02	
	21.45		8.85		-15.45		23.98		13.72		-4.42	
業種ダミー	yes	no	yes	no	yes	no	yes	no	yes	no	yes	no
年ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
R2	0.682	0.398	0.369	0.380	0.389	0.372	0.429	0.420	0.351	0.439	0.215	0.417
N	4,395	4,395	4,395	4,395	4,395	4,395	15,210	15,210	15,211	15,211	15,211	15,211

(注) 各説明変数の定義は表5, 表6, 表8と同じ。上段は係数, 下段はwhite修正済みのt値。太字は5%水準で有意だったもの。

は、そのみを単独に回帰式に加えた場合はすべてにおいてプラスの有意な結果となっている。また、海外機関投資家、銀行・保険会社の持分比率を同時に導入したモデルでは、国内機関投資家の係数は、前期ではマイナスを示しているものの、後期には有意にプラスに転じている。前節V-2でも検討した通り、2000年代に入ってから受託者責任を意識する国内機関投資家が投資先企業に対するモニタリングを徐々に強め、これが業績向上に貢献したと理解することができる。

他方、銀行・保険会社の保有割合の係数は、トービンのQによる分析結果同様、概ねマイナスに有意な結果となっている。銀行・保険会社による株式保有はモニタリング効果は持たず、業績向上には繋がらないという結果が改めて確認できる。³⁶⁾

他方、資本支出 (Capex) を被説明変数とする推計結果を見ると (パネルB)、海外機関投資家も国内機関投資家の係数はいずれも正であり、概ね投資を促進する方向に働いている。この結果は、Ferreira and Matos (2008) とはまったく逆であり、日本企業では、機関投資家は事業再組織化を促進すること (資産を圧縮すること) によって、パフォーマンス (ROA) を引

き上げているわけではない³⁷⁾。むしろ、海外機関投資家、国内機関投資家ともに、企業に将来投資を促し、それが企業価値の上昇につながっていると考えられる。他方、銀行・保険会社の持分比率は、Capexに対しては負に有意である。銀行・保険会社保有比率が高い企業ほど、投資を抑制 (資産を圧縮) する傾向にあるが、ROAが銀行・保険会社の持分比率に負に感応していることを考慮すれば、この抑制 (資産圧縮) は業績の向上につながっていないことになる。

以上、要するに、保有比率の増加が機関投資家バイアスやホームバイアスに基づくとしても、いったん内外の機関投資家の保有比率が上昇すれば、退出や発言のメカニズムを通じて、経営を規律付けているとみることができる³⁸⁾。他方、銀行・保険会社の保有の効果は、機関投資家の分析結果とは反対に、1990年以降、一貫して株価や企業価値、そして業績に対してマイナスの影響を及ぼしていた。銀行・保険会社は、その銘柄選択が投資収益の最大化を必ずしも目的としていないことと照応して、投資先の経営に対するモニタリング効果を発揮していない。

VI. 結論と展望

1990年代から2000年代には、内外の機関投資家の株式保有が急速に増加した。本稿の課題

36) トービンのQと同様に、ROAに関しても内生性を考慮する必要がある。そこで、宮島・新田 (2011) 同様に、パネルデータにおける固定効果の二段階推定 (Within-2 sls) を実施し、分析結果を確認したが、結果は先の分析と同様である。同時性を考慮しても、海外および国内機関投資家による株式保有はROAに対してプラスの効果がある一方、銀行・保険会社による株式保有ではマイナスの影響があると判断できる。

37) 他方、銀行・保険会社の保有の効果は、機関投資家の分析結果とは反対に、株価や企業価値、そして業績に対してはシステマティックにマイナスの影響を及ぼしていた。

38) 宮島・新田 (2011) でも、海外機関投資家については、その持分あるいは持分の増分とROAあるいはROAの変化幅に正の関係があることは報告されており、本分析の結果は整合的である。本研究では、宮島・新田 (2011) では分析されていなかった国内機関投資家と銀行・保険会社の保有分についても分析を行った。

は、この変化が日本の企業統治に及ぼす影響を解明する点にあった。一連の分析から明らかになった点は、以下の通りである。

- ・内外機関投資家の銘柄選択は、単に規模、流動性のみでなく、収益性、安定性、財務健全性の点で質の高い株式（high quality stock）を選択する強い傾向があり、この点で両者の間に差はない。しばしば国内機関投資家に関して、銘柄選択が取引関係・系列関係に制約されるという灰色の側面が指摘されるが、2000年以降そうした特徴づけはもはや妥当しない。他方、銀行・保険会社の投資行動は、内外の機関投資家と対照的に、流動性が低く、上記の意味で質の低い企業への投資を継続している。少なくとも2000年代まで、日本の銀行・保険会社の株式の保有動機はいぜん投資収益の最大化ではなく、取引関係の維持にあった。
- ・海外機関投資家が、海外売上比率の高く、MSCI Japan インデックスに組み入れられた認知度、知名度の高い銘柄を選好する強い一貫したバイアスがあった。それに対して、国内機関投資家は比較的規模の小さな企業も投資ユニバースに含めており、内外の機関投資家の間には国内株に対して緩やかな棲み分けが確認できる。
- ・海外機関投資家は、規模の小さい取締役会、2000年以降は社外取締役会の導入に対する選好が確認される。この結果は、海外機関投資家の保有の増加が、日本企業における執行役員制や、社外取締役の導入などの内部統治構造改革を促すドライバーとなったという見方と整合的である。
- ・1990年から2008年に、内外の機関投資家の投資行動が株価収益率に与えた影響は、実質的であった。海外機関投資家の保有比率の変化は、株価収益率に一貫して有意な影響を与え、同様に、国内機関投資家の保有比率の変化も、規制緩和が進展した90年代末以降は実質的なインパクトがあった。
- ・もっとも、この投資収益率の変化の保有比率

の変化に対する正の感応は、内外の機関投資家が成長可能性の高い銘柄を発掘する能力をもつため（スマートインベスター）に発生するだけでなく、自らの保有比率の上昇が需要ショックとなって株価上昇をもたらす可能性もある。この点のテストによると、海外機関投資家はスマートインベスターである可能性があるのに対して、国内機関投資家の保有の上昇は、もっぱら需要ショックとして作用したと見られる。

- ・最大の論点である、急速に変化した株式所有構造が、企業業績の向上に寄与しているかという点に関しては、業績の高い企業を機関投資家が選好するという逆の因果関係を慎重に考慮しても、トービンのQで測った企業価値も財務的な企業業績（ROA）も、海外機関投資家、国内機関投資家の保有比率の水準に対して正の関係にあった。この効果は、海外機関投資家が採用するベンチマークであるMSCI Japan インデックス採用銘柄、および、非MSCI銘柄のいずれについても確認でき、時期的には、特に国内機関投資家に関しては2000年代により明確に確認できる。内外の機関投資家の保有は、その増加がバイアスともなう投資行動の結果であったとしても、いったん増加すれば退出と発言の圧力を介して、ガバナンス効果を果たしている可能性が高い。
- ・それに対して、銀行・保険会社の保有比率はいずれのパフォーマンス指標に対しても有意に負の影響を与え、この結果は、2000年代に入ってより顕著であった。不良債権問題を克服した銀行・生命保険会社が株式保有を通じて経営の規律付けを開始したという見方は支持されず、その機能は、いぜん経営者の株式市場の圧力から遮断するというエントレンチメントに求められる。
- ・投資行動に大きなバイアスがあり、その結果、投資対象が時価総額の大きく、海外売上比率の高い企業に偏る傾向があるとしても、少なくとも日本のリーディング企業に関して

は、内外機関投資家による株式保有は日本の企業における新たな経営の規律付けのメカニズムとして定着しつつあるというのが、本稿の結論である。

残された課題として、次の2点が指摘できる。第1に、本稿では、高い機関投資家保有比率は、退出と発言の圧力を通じて業績や企業価値の向上に寄与する可能性があることを強調した。このうち退出のメカニズムに関しては、株価が、海外機関投資家のみならず国内機関投資家の売却に対してシステムティックにマイナスに感応することから、その圧力が実質的に作用している点を確認できた。株価下落を回避するために、経営者は新たに台頭してきた機関投資家の意向を深刻に考慮し始め、それが企業価値、業績向上に結び付いたと理解できる。それに対して、発言によるガバナンス効果の程度や、そのメカニズムはまだ十分には解明されていない。①投資先企業との対話や関与を通じて直接的に企業になんらか働きかけた結果なのか(エンゲージメント)、それとも、②株主総会にける議決権行使が影響を与えたのか、あるいは、③経営権市場の作用に影響を与えたのか、また、④役員会構成の変化などを通じて間接的

に働きかけた結果なのか、そのルートの特定は今後の課題となる。

第2に機関投資家のコミットメントの程度を考慮に入れる必要がある。コミットメントの程度に関しては、機関投資家の株式保有の規模、期間が注目されるべきである(Mayer, 2013)。海外機関投資家の集計された保有比率は高いとしても、それぞれの主体の保有比率が低いいため、事後的なモニタリングに対するインセンティブや能力に限界がある可能性もある。実際に、2節の通り、海外機関投資家の保有比率は大規模群の第5V分位では3割に達しているが、Franks et al. (2014)の報告によれば、最大100社の10大株主に占める海外機関投資家の保有比率は、80年2.8%、90年1.8%、00年3.0%、09年3.1%とほとんど変わっていない³⁹⁾。また、機関投資家の保有期間の影響も今後考慮されるべきである。機関投資家は、アクティブファンド、パッシブファンド、さらにヘッジファンドなど保有期間の異なる主体からなり、それぞれのガバナンスに対する効果は異なる可能性がある。この点を明示的に分析することが今後の課題である。

参 考 文 献

砂川伸幸 (2003) 「株式持ち合い解消のシグナリング・モデル」『現代ファイナンス』No. 15, pp. 23-34
岩壺健太郎・外木好美 (2007) 「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係：分散不均一性による同時方程式の識別」『経済研究』一橋大学, 第58巻1号, pp. 47-60
齊藤卓爾 (2011) 「日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果」, 宮島英昭編『日本の企業統治：その再設計と競争力の回

復に向けて』東洋経済新報社, 所収, pp. 181-213
商事法務 (2004) 「我が国のコーポレートガバナンス革命に向けて」, (財) 資本市場研究会編, 若杉敬明監修『株主が目覚める日：コーポレート・ガバナンスが日本を変える』商事法務, 所収, pp. 1-45
代田純 (2002) 『日本の株式市場と外国人投資家』東洋経済新報社
橘木俊詔・長久保僚太郎 (1997) 「株式持ち合

39) サンプルは、1937年から1955年に鉱工業総資産上位100社を占めた企業のうち、1980年以降も存続する企業。そのため成熟企業が多い。

- いと企業行動』『フィナンシャル・レビュー』財務省財務総合政策研究所，第43号，158-173
- 光定洋介・蜂谷豊彦（2009）「株主構成と株式超過収益率の検証：市場志向的ガバナンスのわが国における有効性」『証券アナリストジャーナル』第47巻1号，pp. 51-65
- 宮島英昭・小川亮（2012）「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか？：取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果」『RIETI Policy Discussion Paper』，12-P-013
- 宮島英昭・黒木文明（2002）「株式持ち合い解消の計量分析：複数均衡とポートフォリオの劣化」『証券アナリストジャーナル』第40巻12号，pp. 30-46
- 宮島英昭・新田敬祐（2011）「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・「復活」と海外投資家の役割」，宮島英昭編『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社，所収，pp. 105-149
- Aggarwal, R., L. Klapper and P. D. Wysocki. (2005), "Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, Issue 12, pp. 2919-2946
- Aggarwal, R., I. Erel, M. Ferreira and P. Matos. (2011), "Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 100, Issue 1, pp. 154-181
- Ahearne, A. G., W. L. Grier, and F. E. Warnock. (2004), "Information Costs and Home Bias: An Analysis of US Holdings of Foreign Equities", *Journal of International Economics*, Vol. 62, Issue 2, pp. 313-336
- Ahmadjian, C. (2007), "Foreign Investors and Corporate Governance in Japan", in Aoki, M., G. Jackson and H. Miyajima (eds), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press, pp. 125-150
- Aoki, M. (2010), *Corporations in Evolving Diversity: Cognition, Governance, and Institutions*, Oxford University Press (谷口和弘訳『コーポレーションの進化多様性：集合認知・ガバナンス・制度』NTT出版，2011年)
- Brickley, J. A., R. C. Lease and C. W. Smith. (1988), "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 267-291
- Brennan, M. J. and H. H. Cao. (1997), "International Portfolio Investment Flows", *Journal of Finance*, Vol. 52, Issue 5, pp. 1851-1880
- Borokhovichi, K. A., K. Brunarski, Y. S. Harman and R. Parrino. (2006), "Variation in the Monitoring Incentives of Outside Stockholders", *Journal of Law and Economics*, Vol. 49, No. 2, pp. 651-680
- Chen, X., J. Harford and K. Li. (2007), "Monitoring: Which Institutions Matter?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, Issue 2, pp. 279-305
- Dahlquist, M., and G. Robertsson. (2001), "Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics", *Journal of Financial Economics*, Vol. 59, Issue 3, pp. 413-440
- Del Guercio, D. (1996), "The Distorting Effect of the Prudent-man Laws on Institutional Equity Investments", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, Issue 1, pp. 31-62
- Fama, E. F., and J. D. Macbeth. (1973), "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests", *The Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 3, pp. 607-636
- Ferreira, M. A. and P. Matos. (2008), "The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors around the World", *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, Issue 3, pp. 499-533
- Flath, D. (1993), "Shareholding in the Keiretsu, Japan's Financial Groups", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 75, No. 2, pp. 249-257

- Franks, J., C. Mayer, and H. Miyajima. (2014), "The Ownership of Japanese Corporations in the 20th Century", *Review of Financial Studies*, Vol. 27, No. 9, pp. 2580-2625
- French, K. R. and J. M. Poterba. (1991), "Investor Diversification and International Equity Markets", *American Economic Review*, Vol. 81, Issue 2, pp. 222-226
- Giannetti, M. and A. Simonov. (2006), "Which Investors Fear Expropriation? Evidence from Investors' Portfolio Choices", *Journal of Finance*, Vol. 61, Issue 3, pp. 1507-1547
- Gompers, P. A. and A. Metrick. (2001), "Institutional Investors and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, Issue 1, pp. 229-259
- Hiraki, T., H. Inoue, A. Ito, F. Kuroki, and H. Masuda. (2003), "Corporate Governance and Firm Value in Japan : Evidence from 1985 to 1998," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 11, Issue 3, pp. 239-265
- Hiraki, T., A. Ito, and F. Kuroki. (2003), "Investor Familiarity and Home Bias : Japanese Evidence", *Asia-Pacific Financial Markets*, Vol. 10, Issue 4, pp. 281-300
- Jacoby, S. M. (2009), "Foreign Investors and Corporate Governance in Japan : The Case of CalPERS", in Whittaker, D. H. and S. F. Deakin (eds), *Corporate Governance and Managerial Reform in Japan*, Oxford University Press, pp. 99-133
- Kang, J. K. and R. M. Stulz. (1997), "Why is there a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol. 46, Issue 1, pp. 3-28
- Leuz, C., K. V. Lins and F. E. Warnock. (2009), "Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms?," *Review of Financial Studies*, Vol. 22, Issue 8, pp. 3245-3285
- Mayer, C. (2013), *Firm Commitment : Why the corporation is failing us and how to restore trust in it*, Oxford University Press (宮島英昭監訳, 清水真人・河西卓弥訳『ファームコミットメント：信頼できる株式会社をつくる』NTT出版, 2014年)
- Morck, R. and M. Nakamura. (2000), "Japanese Corporate Governance and Macroeconomic Problems", *Working Papers (Harvard Institute of Economic Research)*, Number 1893
- Merton, R. C. (1987), "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", *Journal of Finance*, Vol. 42, Issue 3, pp. 483-510
- Miyajima, H. and F. Kuroki. (2007), "The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan : Causes, Effects, and Implications" in Aoki, M, G. Jackson and H. Miyajima (eds.) *Corporate Governance in Japan : Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press, pp. 79-124