

論 説

わが国企業における株主による経営の規律づけに関する検討
—外国人投資家を中心にした分析—

篠 田 朝 也

目 次

- I. はじめに —安定株主とモノ言う株主—
- II. わが国における株主構成 —安定株主の崩壊とモノ言う株主の台頭—
 - 1. わが国の株式所有構造
 - 2. 議決権行使：モノ言う株主としての外国人投資家
- III. 外国人投資家と企業業績の関連性に関する検討
 - 1. 株主による経営の規律づけ：先行研究の整理
 - 2. 株主による経営の規律づけ：検討課題と検討方法
 - 3. 外国人投資家と企業業績の関連性：持株比率の増加
 - 4. 外国人投資家と企業業績の関連性：持株比率の大きさ
 - 5. 外国人投資家と企業業績の関連性：持株比率の大きさとその増加
- IV. おわりに —まとめと課題：株主による規律づけとは—

I. はじめに —安定株主とモノ言う株主—

わが国における企業経営のスタイルは、一般に「日本的経営」などと呼ばれることが多く、その経営スタイルが、わが国の企業の強みをもたらしていると言われてきた。また、その一方で、バブル崩壊以降、「日本的経営」の問題点が指摘されるようになった。

企業統治（ガバナンス）論の観点からの代表的な見解として、日本的企業統治の慣行と制度の強みは、長期的なコミットメントをもつ人々に企業統治を委ねるところにあるという考え方がある。このような日本的企業統治は、「長期コミットメント主義」（加護野（2000））とも呼ばれており、企業統治における日本的な経営スタイルの一つの特徴として指摘されてきた。

加護野（2000）によれば、日本の企業統治における主権者は、従業員か株主か、などといった区分によっては決まっておらず、企業統治にかかわる者が長期的なコミットメントを有しているかどうかによって決まってきたという。すなわち、戦後からバブル崩壊以前までの長期間にわたって、従業員は終身雇用制度、株主は相互持ち合いという長期的コミットメントを有しながら、従業員と株主の双方が日本企業の競争力を支えてきたというのである。バブル崩壊後、このような長期コミットメント主義を支える制度や慣習が崩れ始めてきているが、株式所有構造について、これまでの強みを維持できなくなることに対する懸念も指摘されてい

る¹⁾。

ただし、長期コミットメント主義にも問題点は指摘できる。それは、外部からの意見を取り入れることなく、経営が内向きになり過ぎるという点である。この問題点が、バブル崩壊を契機にして、いっそう強調されるようになり、株主主権を回復することが必要であるとする主張が声高になされるようになったことは周知の通りである。「モノ言う株主」による外部からの牽制が必要であるという指摘である。

特に、この「外部からの牽制」という点でいえば、外国人投資家の存在が、クローズアップされることが多い。バブル崩壊を契機にして、1990年代前半から、株式の持ち合いが解消する過程で、解消される持ち合い株式の受け皿となったのは、主に外国人投資家であった。この外国人投資家による企業経営に対する規律づけが、企業経営に良い影響を及ぼすとする見解がある²⁾。この点に関して、外国人投資家が株主構成員として「外部からの牽制」を担う役回りとして秀でており、彼らによる規律づけが企業業績や市場からの評価を高める効果を有していると指摘する多数の実証研究がある。これらの実証研究は、外国人投資家等と対置しながら、安定株主の存在やメインバンクの存在が企業業績にマイナスの影響を及ぼしているとするものが多い。つまり、長期コミットメント主義の問題点とともに、外部からの規律づけの重要性を指摘しているわけである。

以上の通り、わが国における株主による企業統治(ガバナンス)論は、一見すると2つの見解に分かれている。一方は、長期コミットメント主義が、わが国の企業の競争力の源泉であり、そういった長期コミットメントを支える株主所有構造が重要であるとする見解である。他方は、外国人投資家などによる「外部からの牽制」による規律づけの効果に期待がもてるという見解である。この両者の見解のギャップを念頭に置きながら、本稿では、「外部からの牽制」役として注目を集めている外国人投資家による企業経営への規律づけが機能しているのかどうか、機能しているとすればどのような形で機能しているのかについて、検討することにしたい。とくに、外国人投資家の存在が、企業業績(パフォーマンス)にどのような影響を及ぼしているのかについて、独自の考察・検討を深めていきたい。

本稿の構成は、以下の通りである。第Ⅱ節では、本稿での課題を検討する準備として、わが

-
- 1) 長期コミットメント主義による株式所有構造が崩れつつある現状を懸念しながら、「日本の長期コミットメント主義の企業統治は、それを支える株式所有構造を生み出すことによって維持されてきた。これを維持・強化するには、長期的コミットメントをもつ株主を育成するという株式所有構造の改革が必要となる」(加護野(2000))という指摘などもなされている。
 - 2) 例えば、分かりやすい指摘として次のようなものがある。
「外国人の持ち株が上昇することにより、経営が従来よりもまじめになってきているという感じがあります。それは、やはり間違いなく経営の緊張感が増していく。今までのお互いに株式を保有しているという時とは変わってくるということですね。」(神田秀樹責任編集(2001)所収、三宅一弘氏報告「株式持ち合いの歴史的形成功要因と今後における問題点」における中野充弘氏発言。)

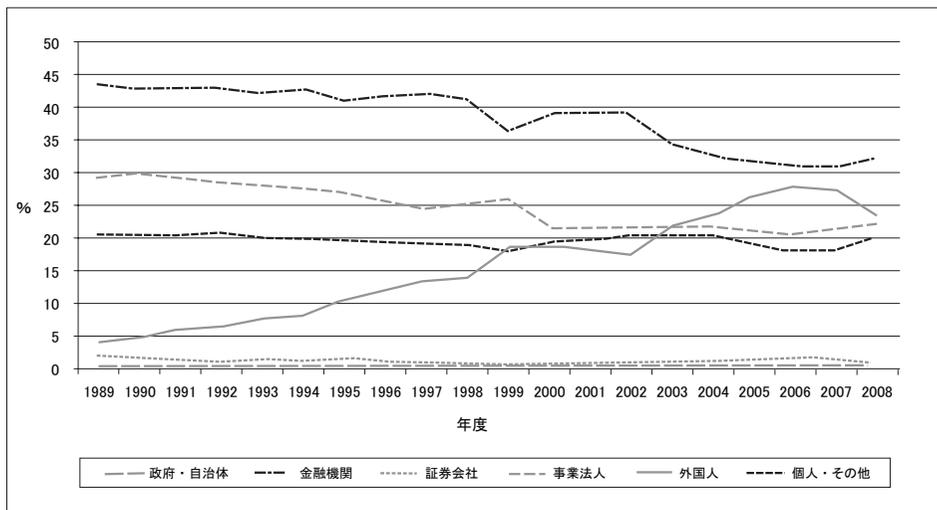
国における外国人投資家の状況、影響力の強さなどを確認する。とくに、わが国における株主構成の推移と、株主総会における議決権行使の実態などを、データに基づき整理する。第Ⅲ節では、本稿の主要な検討課題である外国人投資家の規律づけの企業業績への影響について検証作業を行う。先行研究の成果を整理した後、外国人持株比率と企業業績としての ROA の関連性に関する分析を行う。第Ⅳ節では、本稿における検討結果のまとめを行うとともに、今後の検討課題について言及する。

Ⅱ. わが国における株主構成 — 安定株主の崩壊とモノ言う株主の台頭 —

1. わが国の株式所有構造

まず、わが国企業の株主構成の変化を確認するために、わが国の資本市場における株式所有構造の変化と現状を把握しておこう。

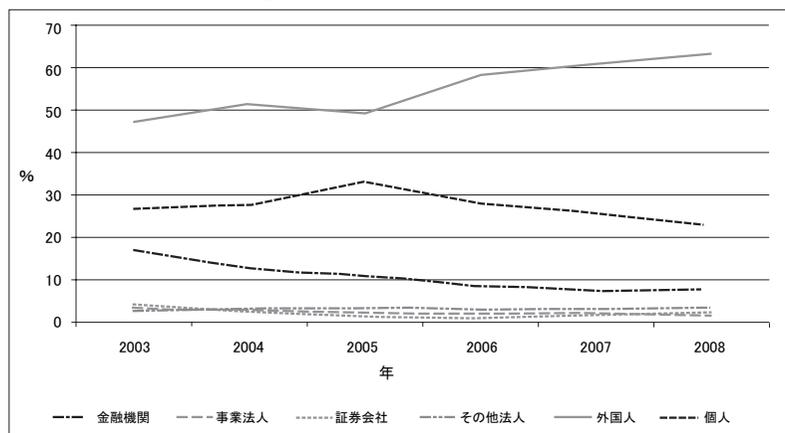
図表 1：所有者別持株比率の推移（時価ベース）



（出所：東京証券取引所「株式分布状況調査」より，筆者作成）

図表 1 は、所有者別持株比率の推移を示したものである。ここから読み取れるように、金融機関の持株比率は、この 20 年の間に 10% 以上下落している。また、事業法人の持株比率も 10% 弱の減少がみられる。個人、証券会社、政府・自治体等の持株比率には、全体としてさほど変化がない一方で、外国人投資家の持株比率が、この 20 年間で 20% ほど上昇している。これらの推移から、金融機関及び事業法人による株式が売却されることで株式の持ち合いが解消された結果、外国人投資家とその主要な受け皿となったことが見てとれる。

図表 2 : 投資部門別株式売買状況 (金額ベース)



(出所：東京証券取引所「投資部門別売買状況」より，筆者作成)

図表 2 にも注目したい。これは、わが国の資本市場における株式売買金額の部門別構成比を示したものである。ここからも分かる通り、わが国の資本市場において、もっとも活発に株式の売買を行っているのは外国人投資家である。図表 1 で確認した通り、2008 年時点における持株比率で 30% 強の金融機関および 20% 強の事業法人はともに、株式の売買金額では 10% にも満たないのが現実である。端的に言えば、金融機関、事業法人は、株式を所有しているものの、その売買はしていないということである。他方、近年の外国人投資家は、株式の保有額が大きいという点のみならず、株式を盛んに売買していると指摘できる。つまり、株価の形成に最も大きな影響を与えているのは外国人投資家であり、その意味で、わが国の資本市場において彼らは最も大きな存在感を持つ株主となっているのである。

2. 議決権行使：モノ言う株主としての外国人投資家

先に見てきた通り、外国人投資家の資本市場での存在感の大きさを確認することができた。ここではさらに、外国人投資家が、わが国の企業統治にどのような影響を及ぼしているのかについて具体的な統治のアクションについて確認したい。とくに、株主による企業統治を考えるうえで重要となる、株主総会における議決権行使の実態について検討していくこととする。

まずは、企業が認識している安定株主の推移を見ていこう。持ち合い株式が解消されることによって、実際に安定株主は減少することになったのか否かを確認しよう。

図表 3 は、安定株主比率にかんするアンケート調査の結果をまとめたものである。この調査は、株式持ち合いの崩壊による株主構成の変化を把握することなどを目的として 2001 年から実施されているものである。安定株主比率の解釈は多義的であるが、この調査が想定している安定株主比率とは、株主総会で企業側に賛成票を投じる可能性が高いと企業側が認識してい

図表3：企業側が認識する安定株主比率の推移

年	10%台	20%台	30%台	40%台	50%台	60%台	その他	無回答	計
2001	19	65	183	381	539	556	121	149	2013
2002	16	76	185	351	525	578	127	112	1970
2003	24	82	225	383	499	519	111	107	1950
2004	33	88	252	355	489	479	125	103	1924
2005	41	103	262	319	490	523	112	88	1938
2006	55	126	262	316	497	501	128	57	1942
2007	47	128	263	347	475	515	123	54	1952
2008	45	130	258	331	512	491	130	65	1962

商事法務研究会編(2001・2008)「株主総会白書」より、筆者作成。

る議決権の比率である。一言でいえば、企業側に好意的な株主の保有する議決権の比率となる。

図表3から分かる通り、2001年以降近年までにかけて、安定株主比率は10%台～30%台であるとする回答が増加してきている。つまり、持ち合い株式の解消によって銀行や事業法人の持株比率が低下したことが、企業に好意的な株主を確かに減少させているということである。しかも、企業が認識している安定株主比率が50%を割り込むということは、すなわち、株主総会の運営が極めて困難になるということを意味している。そのような状況に直面している企業が、近年増加してきているのである。

では、安定株主比率の減少により、どれほど株主総会の運営が困難なものとなってきているのだろうか。一般的に、他の株主と比較して、外国人投資家には経営参加への強い意思があり、議決権を合理的に行使する傾向が強いと言われている。企業が直面している株主総会の運営の困難さを理解するために、安定株主とは対照的な外国人機関投資家等の議決権行使の実態を確認しておきたい。

図表4：議案に対して「否」等の指示をした外国人機関投資家等の有無³⁾

年	いた	いなかった	わからない	議案とは別に 手紙が届いた	面会の申出 があった	その他	無回答	計
2000	410	1394	119	2	-	1	10	1935
2001	461	1371	156	3	2	2	20	2013
2002	585	1150	209	9	1	4	17	1970
2003	853	851	224	9	1	4	16	1950
2004	1056	650	195	7	-	4	18	1924
2005	1079	618	217	9	2	4	19	1938
2006	1234	467	220	3	3	3	19	1942
2007	1158	493	281	3	1	3	20	1952
2008	1175	488	284	4	2	3	12	1962

商事法務研究会編(2000・2008)「株主総会白書」より、筆者作成。

3) 商事法務研究会編「株主総会白書」におけるこの調査項目は、「外国人機関投資家等」とある通り、外国人機関投資家(年金基金・投資信託を含む)、国内機関投資家(信託・生損保を含む)、大株主(投資ファンドを含む)からの反対が総計されている。2005年までの調査では、この調査項目の表題は「外国人機関投資家等」とされていたが、それ以降は「機関投資家等」とされている。しかし、その中心的存在は、それまでの調査と変わらず外国人機関投資家である。

図表 5 : 外国人機関投資家等から「否」の指示のあった議案 (2008 年 : 重複回答)⁴⁾

議案	議案	議案	議案	議案	議案	議案	議案	議案	議案	議案	議案	計 (社数)
剰余金の処分	定款変更	取締役選任	監査役選任	退職慰労金議案	退職取締役の報酬	退職監査役の報酬	取締役の報酬	監査役報酬	新株予約権	買収防衛策	その他	無回答
315	183	751	627	300	279	120	59	67	151	130	11	1175
26.8%	15.6%	63.9%	53.4%	25.5%	23.7%	10.2%	5.0%	5.7%	12.9%	11.1%	0.9%	100%

商事法務研究会編 (2000-2008) 「株主総会白書」より, 筆者作成。

図表 4 は, 株主総会における企業側の議案に対して, 「否」とする外国人機関投資家等がいたかどうかについて調査したものである。2004 年以降は, 実に 1,000 社を超える企業が, 企業側の議案に対して「否」を突きつけられている。まさに, 外国人機関投資家等は「モノ言う株主」であるといえよう。

また, 外国人機関投資家等が具体的にどのような議案に対して反対をしたのかについて, その内訳を示したものが, 図表 5 である。ここから, 反対議案を上位から 3 つ指摘すると, 取締役選任議案 (751 件), 監査役選任議案 (627 件), 剰余金の処分 (315 件) となっている。とくに, 「否」の 63.9% は, 取締役選任議案に対する「否」であり, 議決権行使のなかでも, 経営陣にとっては最も厳しい議決権行使がなされているということが分かる。2008 年においては, 全企業の約 4 割弱が, 外国人機関投資家から取締役選任議案に対して「否」の指示を受けているのである⁵⁾。取締役選任議案のみならず, 剰余金の処分や取締役の報酬・退職慰労金などにたいしても厳しい反応が返ってきている。このように, 外国人投資家は, 「モノ言う株主」として, 企業業績に陰りが見えるようなことがあれば, 経営陣に退陣を迫るという意思表示を躊躇なく突きつけてくるのである。これほどまでに「モノ言う株主」の存在を, 経営陣が意識しないわけにはいかないだろう。以上の通り, 外国人投資家が, 株主総会での議決権行使により企業経営に大きな影響を及ぼしていると見て間違いない。

Ⅲ. 外国人投資家と企業業績の関連性に関する検討

1. 株主による経営の規律づけ : 先行研究の整理

前節において, 外国人投資家の資本市場における存在感の大きさと「モノ言う株主」ぶりを

4) 商事法務研究会編「株主総会白書」におけるこの調査項目には, 重複回答が認められている。したがって, 「計」の欄には, 株主総会における企業側の議案に対して, 外国人機関投資家等から「否」を受けた会社数が入っており, 各社が重複回答した結果が項目ごとに件数として示されている。

5) 回答企業 1962 社のうち, 1175 社が「否」の指示を受けており (約 59.9%), その 1175 社のうち, 751 社が, 取締役選任議案で「否」の指示を受けている (約 63.9%)。したがって, 回答企業のうち, 取締役選任議案で「否」の指示を受けたのは約 38.3% (= 59.9% × 63.9%) ということになる。

確認することができた。

外国人投資家の多くは、カルパースのような年金基金に代表されるように、投資収益の向上に高い関心を持っており、株主総会の議決権行使などを通じて効率的な企業経営を行うように迫ってくる。彼らの影響力の大きさと行動様式を鑑みると、経営陣は彼らの要求に配慮せざるを得ない。結果として、外国人投資家の持株比率の増加が、わが国の企業に、効率的な経営と株主利益を重視した経営を迫ることになる。

この点について、市場による経営の規律づけ(市場型ガバナンス)がもたらされることにより、従来の日本企業の問題点であった非効率的な経営を改善することができ、むしろ、より望ましい状況となるのだという積極的な指摘もある(岡部(2002))。すなわち、このような外国人投資家の存在が、企業経営に対して、より良い規律づけを与えることになり、それをもって、企業価値や企業業績にも良い影響が及ぶというのである。これは事実であるといえるのか。

このような可能性について、わが国の企業を対象として検証を行った、多くの実証研究の成果がある⁶⁾。

たとえば、佐々木・米澤(2000)では、コントロール変数とともに株主構成が、労働分配率を通じて、どのようにトービンQに影響を及ぼしているかについて、連立モデルによって検討をしている。検討の結果、外国人持株比率については、労働分配率の低下を通じてトービンQを向上させるという結論を得ている。米澤・佐々木(2001)では、過剰投資の問題を、株主構成とのかかわりで検討しており、外国人投資家に関して言えば、外国人持株比率が過剰投資に負の効果をもたらすという結論を得ている。効率的な経営を実現する上で、外国人投資家の規律づけが、重要な役割を果たしているという指摘がされている。増子(2001)では、主成分分析で、企業タイプを分類したうえで、株主構成とトービンQの関係を分析している。総じて、外国人持株比率が、トービンQに正の効果を持つという結論を得ている。平元(2002)では、事業の多角化を通じた企業価値に関する検討を行っており、それに外国人持株比率が及ぼす影響についても分析している。ここでは、外国人持株比率と企業価値に正の相関があるという結論を得ている。西崎・倉澤(2002)では、コントロール変数とともに持株比率とトービンQの関係を回帰している。外国人持株比率は、トービンQに正の効果を持つという結論を得ている。青木(2008)では、選択と集中による事業の集約化と外国人持株比率の関係を検討しており、外国人持株比率が、事業の集約化に正の効果をもたらすという結論を得ている。光定・蜂谷(2009)は、株式超過収益率と株主構成の関係を分析して、外国人持株比率は、株主超過収益率に対して正の効果があるという結論を得ている。

6) 海外の企業統治論にかかわる実証研究としては、主に、経営者の持ち株比率を主要な検討対象として分析を進めたものが多い。なお、株主所有構造の観点から実証的研究を行った先駆的な研究成果として Demsetz and Lehn (1985), Morck *et al* (1988), McConnell and Servaes (1990) などがある。

このように、いくつもの実証研究が先行研究として存在しているが、総じて、外国人持株比率が企業のパフォーマンス等を示す代理変数に対して正の効果があるとするものがほとんどである。つまり、外国人投資家による企業への規律づけが、特に効率的な企業経営を目指すうえで一定の効果をもたらしているとするのが現状の研究成果の示唆しているところである。

2. 株主による経営の規律づけ：検討課題と検討方法

前節までに確認した内容に加えて、先行研究の成果も踏まえたうえで、外国人投資家による企業経営への規律づけに、企業業績への正の効果があるのかということを検証していきたい。そのために、本稿では下記の 2 点に焦点を絞って検討を進めることとする。

①外国人持株比率が増加することと、企業業績の向上との間に関連性があるか否か。

②外国人持株比率の大きさと業績の向上に関連性があるか否か。

すなわち、これまでの先行研究の結果も考慮すると、

仮説 1－外国人持株比率が増加することと、企業業績の向上との間には関連性がある。

仮説 2－外国人持株比率の大きさと業績の向上との間には関連性がある。

という仮説を検証することになる。

多くの先行研究では、外国人持株比率の大きさそれ自体がもたらす影響を検討の対象としているが、外国人持株比率が増加することの影響も検討しておく必要がある。本稿では、この両者を区別して検討を進めていく。

また、これまでの多数の先行研究が、外国人持株比率のみではなく、他の株主構成なども分析対象としているということもあり、基本的には重回帰分析またはその応用としてのロジット回帰や連立方程式モデルなどを利用した検証を行っている。それゆえ、多数の変数を利用した分析となっているうえ、多くのコントロール変数が説明変数として加えられていたり、OLS を適切に適用するための異常値の処理等がなされていたりして、複雑なモデルによる分析となっている。もちろん、多くの先行研究では丁寧な統計上の処理が施されているため、そのこと自体には何ら問題はない。しかし本稿では、これまでとは異なる分析方法として、よりシンプルな分割表による分析（独立性の検定とその残差分析）を敢えて採用することにより、異なる角度からの検討結果を提供することとしたい。

なお、本稿では、企業業績として ROA を採用する。実際に、わが国の経営者の多くは、企業業績の経営財務指標のなかでも、ROE および ROA を企業業績として重視している。これらの指標を、株価などを基礎とした指標よりも重視しているという点は、数多くの調査結果が示している通りである。企業ガバナンス構造が、とりわけ経営者への規律づけに影響を及ぼしていると考えられるならば、経営者自らが重視している成果としての経営財務指標との関係性を考

察することに意義があろう⁷⁾。

また、サンプルとしては、わが国の上場企業のうち、製造業に属する企業の2004年から2008年までの5年分のデータを対象とする。3月期決算企業のみを対象とした。企業財務データ、および、外国人持株比率は、NIKKEI Financial QUEST データベースから入手している。なお、2004年から2008年までの間に合併している企業、期間途中で上場してきた企業、決算日の変更などによりデータが入手できずに欠損値が生じた企業などはサンプルから外している。結果として、単年で657社がサンプル対象企業となっている。

3. 外国人投資家と企業業績の関連性：持株比率の増加

ここでは、前述した検討課題の①「外国人持株比率が増加することと、企業業績の向上との間に関連性があるか否か」に関連する仮説1について検証をしていくこととする。検証方法としては、外国人持株比率の前年度比の増減(列側)と、ROAの前年度比の増減(行側)をカテゴリーとして、クロス集計表を作成することによって確認することとした。

ただし、このとき、ROAの前年度比増減については、2期間の推移のパターンによって、ケースの分類をすることにした。つまり、t年度の外国人持株比率の前年度比増減に対して、t年

図表6：ROAの2期間連続変化とΔ外国人持株比率のクロス集計表⁸⁾

		Δ外国人持株比率		合計	
		減少	増加		
ROAの 2期間推移 (前期比)	減→減	度数	164	370	534
			30.7%	69.3%	100.0%
		残差	4.37**	-4.37**	
	減→増	度数	147	407	554
			26.5%	73.5%	100.0%
		残差	1.86	-1.86	
増→減	度数	138	487	625	
		22.1%	77.9%	100.0%	
	残差	-0.99	0.99		
増→増	度数	170	745	915	
		18.6%	81.4%	100.0%	
	残差	-4.39**	4.39**		
合計	度数	619	2009	2628	

X-squared = 31.2566, p-value = 0.0000* (p < 0.05)

7) 本稿では、ROAとして総資産営業利益率率を利用している。また、以下の分析において、総資産事業利益率を用いた検討もしているが、同様の結果を得ている。なお、ROEを利用することも検討したが、特別損失・特別利益の計上による影響(変動性・操作性)を考慮して、採用を控えることとした。

8) 表内の*印は、クロス集計表の独立性の検定における残差分析の結果(度数の合計に対する各列の合計の比率と各行の合計に対する各度数の比率の差を検定した結果)を示したものである。なお、残差にはHaberman法による調整済残差を利用している。これにより、有意なX-squared値をもたらしたセルを特定することができる。各セルにおいて、5%有意の場合は*を、1%有意の場合は**を付している(両側検定: 2.58 (p < 0.01), 1.96 (p < 0.05))。また、クロス集計表に対する独立性検定の結果は、表の下部に示している通りである。

度の ROA の前年度比増減と t+1 年度の ROA の前年度比増減の両方の推移を 4 つの組み合わせ (減少→減少, 減少→増加, 増加→減少, 増加→増加, の 4 つのパターン) に分類したわけである。というのも, 外国人持株比率の増減した期の ROA の増減とともに, その翌期における ROA の増減についても併せて検討するためである。単年度の ROA の増減だけであれば, 業績への持続的な影響との関連性が判定できないため, このような分類を行った。以下, これ以降の分析においても同様である。

図表 6 が, サンプル対象企業の 2004 年から 2008 年までの 5 年間にわたる ROA の 2 期間にわたる前年度比推移⁹⁾のパターンと, 外国人持株比率の前年度比増加・減少によってクロス集計した分割表である。図表 6 から, 外国人投資家の増減と企業業績の良否との間に関連性があるかどうかを確認したい。

まず, 上記クロス集計表における独立性検定の結果, 1% 水準 ($p\text{-value} = 0.0000^* (p < 0.01)$) で有意な差がみられることが分かる。すなわち, ROA の 2 期間にわたる前年度比推移のパターンと, 外国人持株比率の前年度比増加・減少との間には関連性が認められる。

では, ROA の推移のパターンと外国人持株比率の前年度比増加・減少との, どの組み合わせ (クロス集計表のどのセル) が, 期待値から大きく乖離しているのであろうか。それは調整済み残差を見ることにより明らかになる。すなわち, 外国人持株比率が前年度比で増加している場合, ROA が 2 期連続減少の企業の比率が明らかに低く, 2 期連続増加の企業の比率は高い (残差分析で, ともに 1% 水準で有意)。他方, 外国人持株比率が前年度比で減少している場合, ROA が 2 期連続減少の企業の比率が明らかに高く, 2 期連続増加の企業の比率は低くなっている (残差分析で, ともに 1% 水準で有意)。

以上をまとめると, 外国人持株比率が前年度比で増加・減少することと, ROA が 2 期連続増加・減少することとの間には関連性がある, ということになる。具体的には, ある企業の外国人持株比率が, 前年度比で増加している場合, ROA の増加に影響を及ぼす可能性があるということである。外国人持株比率の前年度比増加は, 外国人投資家による規律づけの追加的な強化と考えることもでき, 外国人投資家による規律づけが強まることで, ROA にプラスの影響を及ぼすと解釈することができる。

4. 外国人投資家と企業業績の関連性：持株比率の大きさ

ここでは, 前述した検討課題の②「外国人持株比率の大きさと業績の向上に関連性があるか否か」に関連する仮説 2 について検証をしていくこととする。検証方法としては, 外国人持株比率の大きさ (列側) と, ROA の前年度比の増減 (行側) をカテゴリーとして, クロス集計

9) 5 年分のデータによって前年度比の増減をみているため, 04-05 年, 05-06 年, 06-07 年, 07-08 年の 4 期間分のデータが対象となる。

表を作成することによって確認することとした。なお、先の分析と同様に、このとき、ROAの前年度比増減については、2期間の推移のパターンによって、ケースの分類をしている。また、外国人持株比率の大きさについては、10%ごとに区切って(ただし、50%以上についてはひとまとめとした)6つにカテゴリー化している。

図表7: ROAの2期連続変化と外国人持株比率のクロス集計表¹⁰⁾

		外国人持株比率						合計
		50%以上	40%以上 50%未満	30%以上 40%未満	20%以上 30%未満	10%以上 20%未満	0%以上 10%未満	
ROAの 2期間推移 (前期比)	減→減 度数	3	12	37	87	114	281	534
		0.6%	2.2%	6.9%	16.3%	21.3%	52.6%	100.0%
	残差	-0.7	0.4	-0.9	0.2	-3.0**	2.9**	
	減→増 度数	7	12	43	81	137	274	554
		1.3%	2.2%	7.8%	14.6%	24.7%	49.5%	100.0%
	残差	1.4	0.2	0	-1	-1	1.3	
増→減 度数	増→減 度数	6	7	55	97	177	283	625
		1.0%	1.1%	8.8%	15.5%	28.3%	45.3%	100.0%
	残差	0.5	-1.9	1.0	-0.3	1.3	-1	
	増→増 度数	5	23	71	154	265	397	915
		0.5%	2.5%	7.8%	16.8%	29.0%	43.4%	100.0%
	残差	-1.1	1.2	-0.1	0.9	2.2*	-2.7**	
合計	度数	21	54	206	419	693	1235	2628

X-squared = 25.1546, p-value = 0.04791* (p < 0.05)

図表7が、サンプル対象企業の2004年から2008年までのROAの2期間にわたる前年度比推移のパターンと、6つにカテゴリー分けした外国人持株比率を、クロス集計した分割表である。図表7から、外国人投資家によるガバナンスとROAの関連性を考察していこう。

まず、上記クロス集計表における独立性検定の結果から、5%水準(p-value = 0.04791* (p < 0.05))で有意な差がみられることが分かる。すなわち、ROAの2期間にわたる前年度比推移のパターンと、外国人持株比率との間には関連性があると認められる。

では、ROAの推移のパターンと外国人持株比率のどの組み合わせ(クロス集計表のどのセル)が、期待値から大きく乖離しているのか、先の分析と同様に残差分析をもとに確認しておこう。外国人持株比率が20%以上の企業にかんしていえば、ROAの2期間にわたる前年度比推移の各パターンにおける目立った比率の差がみられない(残差分析でも統計的に有意な差はみられない)。差がみられるのは、外国人持株比率が0%以上10%未満、および、10%以上20%未満

10) 図表6と同様の表記をしている。注8を参照されたい。

の категорияである。すなわち、外国人持株比率が 0% 以上 10% 未満の categoria においては、ROA が 2 期連続減少の企業の比率が明らかに高く、2 期連続増加の企業の比率が明らかに低い (残差分析でもともに 1% 水準で有意:調整残差 2.9 (> 2.58 , ($p < 0.01$)), 調整残差 -2.7 (< -2.58 , ($p < 0.01$))). また逆に、外国人持株比率が 10% 以上 20% 未満の categoria においては、ROA が 2 期連続減少の企業の比率が明らかに低く、2 期連続増加の企業の比率は高い (残差分析でも前者は 1% 水準で有意、後者は 5% 水準で有意:調整残差 -3.0 (< -2.58 , ($p < 0.01$)), 調整残差 2.2 (> 1.96 , ($p < 0.05$))).

以上の点から、外国人持株比率が 20% 未満までは、外国人持株比率が高いほど、ROA が 2 期連続増加となる傾向が高いという結果が読み取れる。しかし他方で、外国人持株比率が 20% 以上となると、2 期連続減少、2 期連続増加などといった ROA の前年度比推移と、外国人持株比率の間における差 (関連性) はほとんどみられないということが読み取れよう。

これらのことから、ある一定の水準まで (ここでの検証結果からいえば、持株比率 20% 程度まで) であれば、外国人持株比率の高さが、企業の持続的な業績改善をもたらす可能性があるという解釈ができよう。それと同時に、それはあくまで、ある一定水準までのことであり、その一定水準を超えると、外国人株主持株比率の高さが、企業の業績改善に貢献するというのではないと解釈できる。すなわち、外国人株主持株比率が高まることによって企業の業績を改善するような規律の効果が発揮されるのは、ある一定水準までに限られるものと推察することができる。

5. 外国人投資家と企業業績の関連性：持株比率の大きさとその増加

以上、前節までの検討と合わせてまとめておくと下記の通りとなる。

- ・外国人持株比率の前年度比増加と業績の向上には関連性がある。
- ・外国人持株比率の大きさと業績の向上には関連性がある。ただし、関連性が認められるのは、ある一定水準までであり、ある一定水準を超えると外国人持株比率の大きさと業績の向上には関連性がなくなる。

これらの結論から、もう一つ新たな疑問が生まれてこよう。つまり、外国人持株比率の高さを前提として、外国人持株比率の前年度比増加・減少が、業績の向上に影響を及ぼすのかどうか、という点である。したがって、次の検討課題として、

- ③外国人持株比率がある一定水準を超えている場合、外国人持株比率の増減と業績との間に関連性があるか否か。

という論点が浮かび上がる。この点について、ここでは検討する。

図表 8 および図表 9 は、外国人持株比率が 20% 以上の場合と、外国人持株比率が 20% 未満の場合に場合分け (層別) をして、図表 6 における ROA の 2 期間連続推移のパターンと外国人持株比率の前年度比増減によって、クロス集計表を再集計したものである。

図表 8 : ROA の 2 期間連続変化 と Δ 外国人持株比率 のクロス集計表¹¹⁾
(外国人持株比率 20% 以上の場合)

			Δ 外国人持株比率		合 計
			減 少	増 加	
外国人持株比率 (20% 以上)	ROA の 2 期間推移 (前期比)	減→減 度数	33	106	139
			23.7%	76.3%	100.0%
		残差	1.33	-1.33	
		減→増 度数	34	109	143
			23.8%	76.2%	100.0%
		残差	1.37	-1.37	
	増→減 度数	31	134	165	
		18.8%	81.2%	100.0%	
	残差	-0.34	0.34		
	増→増 度数	40	213	253	
		15.8%	84.2%	100.0%	
	残差	-1.95	1.95		
合計	度数	138	562	700	

X-squared = 5.4404, p-value = 0.1422 (p > 0.05)

図表 9 : ROA の 2 期間連続変化 と Δ 外国人持株比率 のクロス集計表¹²⁾
(外国人持株比率 20% 未満の場合)

			Δ 外国人持株比率		合 計
			減 少	増 加	
外国人持株比率 (20% 未満)	ROA の 2 期間推移 (前期比)	減→減 度数	131	264	395
			33.2%	66.8%	100.0%
		残差	4.23**	-4.23**	
		減→増 度数	113	298	411
			27.5%	72.5%	100.0%
		残差	1.34	-1.34	
	増→減 度数	107	353	460	
		23.3%	76.7%	100.0%	
	残差	-0.96	0.96		
	増→増 度数	130	532	662	
		19.6%	80.4%	100.0%	
	残差	-3.90**	3.90**		
合計	度数	481	1447	1928	

X-squared = 26.3351, p-value = 0.0000** (p < 0.01)

11) 図表 6 と同様の表記をしている。注 8 を参照されたい。

12) 図表 6 と同様の表記をしている。注 8 を参照されたい。

図表 8 のクロス集計表における独立性検定の結果から明らかな通り、外国人持株比率が 20% 以上の場合、ROA の 2 期間にわたる増減の組み合わせと外国人持株比率の前年度比増加の間に関連性がみられない ($p\text{-value} = 0.1422$ ($p > 0.05$))。

対して、図表 9 のクロス集計表における独立性検定の結果から、外国人持株比率が 20% 未満の場合は、ROA の 2 期間にわたる増減の組み合わせと外国人持株比率の前年度比増加の間に、1% 水準 ($p\text{-value} = 0.0000^{**}$ ($p < 0.01$)) で、有意な差がみられることが分かる。つまり、この場合は、ROA の 2 期間にわたる増減の組み合わせと外国人持株比率の前年度比増加の間に関連性があると判断できる。さらに、残差分析の結果からも、外国人持株比率が前年度比増加するケースにおいて、ROA が 2 期間連続減少となるケースが少なく、2 期間増加となるケースの多いことが明らかであり (ともに 1% 水準で有意: 調整残差 -4.23 (< -2.58 , ($p < 0.01$)), 調整残差 3.90 (> 2.58 , ($p < 0.01$))), また、外国人持株比率が前年度比で減少するケースにおいて、ROA が 2 期間連続減少となるケースが多く、2 期間増加となるケースが少ないことも分かる (ともに 1% 水準で有意: 調整残差 4.23 (> 2.58 , ($p < 0.01$)), 調整残差 -3.90 (< -2.58 , ($p < 0.01$)))。

したがって、以上の検証結果を次のように要約することができる。すなわち、外国人持株比率が 20% までの状況であれば、外国人持株比率の前年度比で増加 / 減少することが、ROA の増加 / 減少に大きな影響を及ぼしている可能性がある一方で、外国人持株比率が 20% 以上となると、外国人持株比率が前年度比で増加したとしても、そのことが ROA の推移にはなんら影響を及ぼさないということである。

この点は、図表 7 における独立性検定と残差分析から、外国人持株比率が 20% 前後の水準を境にして、その水準の前後で ROA の増減に影響を及ぼさなくなるとする結果と整合的であり、同時に、追加的な情報内容をもたらしている。

では、外国人持株比率が 20% 以下の場合を、外国人持株比率を 5% 刻みでさらに分割 (層別) して検討を進めてみよう。この検討から、外国人持株比率が 20% 以下であっても、特にどの水準において、外国人持株比率の前年度比の増減が ROA に影響を及ぼしているのかを確認することができる。

図表 10 は、図表 6 の ROA の 2 期間連続変化と外国人持株比率前年度比増減のクロス集計表を、外国人持株比率 20% 未満に対して 5% 刻みで層別した分割表である。その、層別クロス集計表への独立性検定の結果の要約を示しているものが、図表 11 である。

図表 11 から明らかな通り、外国人持株比率が、5% 以上 10% 未満の水準の企業が、さらなる外国人持株比率の増加に直面したケースで、ROA との強い関連性があると判断できよう (1% 水準で有意: $p\text{-value} = 0.0000^{**}$ ($p < 0.01$))。また、外国人持株比率が 0% 以上 5% 未満の水準の企業においても、その関連性の程度は若干弱くなるものの同様のことが言える (5% 水準で有意: $p\text{-value} = 0.0126^*$ ($p < 0.05$))。他方で、外国人持株比率が 10% 以上の水準となる企業は、

図表 10 : ROA の 2 期間連続変化 と Δ 外国人持株比率 のクロス集計表
(外国人持株比率 20% 未満を 5% 刻みで層別)

			Δ 外国人持株比率		合 計
			減 少	増 加	
外国人持株比率 (15% 以上 20% 未満)	ROA の 2 期間推移 (前期比)	減→減 度数	13	34	47
		残差	27.7%	72.3%	100.0%
		減→増 度数	7	53	60
		残差	11.7%	88.3%	100.0%
		増→減 度数	20	60	80
		残差	25.0%	75.0%	100.0%
	合計	増→増 度数	27	110	137
	残差	19.7%	80.3%	100.0%	
	残差	-0.37	0.37		
	合計	度数	67	257	324
					X-squared =5.3567 p-value = 0.1475 (p > 0.05)
外国人持株比率 (10% 以上 15% 未満)	ROA の 2 期間推移 (前期比)	減→減 度数	16	51	67
		残差	23.9%	76.1%	100.0%
		減→増 度数	13	64	77
		残差	16.9%	83.1%	100.0%
		増→減 度数	14	83	97
		残差	14.4%	85.6%	100.0%
	合計	増→増 度数	27	101	128
	残差	21.1%	78.9%	100.0%	
	残差	0.76	-0.76		
	合計	度数	70	299	369
					X-squared =2.9438 p-value = 0.4004 (p > 0.05)
外国人持株比率 (5% 以上 10% 未満)	ROA の 2 期間推移 (前期比)	減→減 度数	38	69	107
		残差	35.5%	64.5%	100.0%
		減→増 度数	29	70	99
		残差	29.3%	70.7%	100.0%
		増→減 度数	26	99	125
		残差	20.8%	79.2%	100.0%
	合計	増→増 度数	22	148	170
	残差	12.9%	87.1%	100.0%	
	残差	-3.82	3.82		
	合計	度数	115	386	501
					X-squared =21.7591 p-value = 0.0000** (p < 0.01)
外国人持株比率 (0% 以上 5% 未満)	ROA の 2 期間推移 (前期比)	減→減 度数	64	110	174
		残差	36.8%	63.2%	100.0%
		減→増 度数	64	111	175
		残差	36.6%	63.4%	100.0%
		増→減 度数	47	111	158
		残差	29.7%	70.3%	100.0%
	合計	増→増 度数	54	173	227
	残差	23.8%	76.2%	100.0%	
	残差	-2.90	2.90		
	合計	度数	229	505	734
					X-squared =10.8421 p-value = 0.0126* (p < 0.05)

図表 11：図表 10 の層別クロス集計表の独立性検定の結果の要約

外国人持株比率	20% 未満 15% 以上	15% 未満 10% 以上	10% 未満 5% 以上	5% 未満 0% 以上
X-squared	5.3567	2.9438	21.7591	10.8421
p-value	0.1475	0.4004	0.0000**	0.0126*

さらなる外国人持株比率の増加に直面しても、それと ROA との関連性はみられない（いずれも統計的に有意な差はない）。

この検証結果において、とくに注目すべき点は、外国人持株比率の大きさの水準に応じて、外国人持株比率の追加的な増減による ROA への関連性の度合いが異なってくるということである。外国人持株比率の増加が、経営への規律づけの強化として機能し、それを要因として業績を改善する効果をもたらすのは、外国人持株比率のその時点での大きさが 0% から 10% までの水準の企業に限られている。とくに外国人持株比率が 5% 以上 10% 未満の水準にある企業にとっては、外国人投資家の規律づけの強化が ROA の改善に寄与すると考えられる。この点について踏み込んで解釈すれば、外国人持株比率がこの水準にある企業が、外国人投資家からの規律づけの強化の影響を最も意識しているとともに、彼らの要求に応えるために企業経営の効率化などに積極的に取り組むということになる。

他方で、外国人持株比率がすでに 10% を超えている企業において、追加的な外国人持株比率の増加による ROA の改善の効果は認められない。外国人持株比率が一定水準を超えており、規律づけも日頃から機能しているために、外国人投資家が追加的に増加することが ROA 改善に結びつかないのだとも考えられる。

なお、これらの結果から、かかる結果が導出される理論的背景はまったく異なると考えられるものの、Morck *et al* (1988) が、経営者持株比率についてエンブレチメント効果として提示した結果と類似の結果が、外国人持株比率においても見られるということを指摘できるかもしれない¹³⁾。ただし、本稿での検討結果によれば、外国人持株比率がある一定水準を境にして、外国人持株比率（およびその増加）と企業業績の間に正の関連性から負の関連性に転じるということはない。あくまで、本稿での検討結果から明らかになったことは、ある一定水準までは、

13) ここで指摘している「エンブレチメント効果として観察される結果と類似の結果」とは、Morck *et al* (1988) が、経営者持株比率と企業業績との間における相関が、経営者持株比率の水準によって非連続となるという指摘をした点と、本稿において、外国人持株比率と企業業績との間の関連性が持株比率の水準に応じて変わるという結果が確認された点との類似点のことを指して言及している。つまり、持株比率の水準によって業績への影響が異なるという、観察された結果のみを指して類似の結果と言っているにすぎないことを断わっておく。結論を導出した分析モデルが異なることはもちろん、エンブレチメント効果が生じるとされる理論的背景までもが一致しているわけではない。経営者持株比率の増加と異なり、外国人持株比率の増加は、経営者に友好的な株主の増加に当たらない。したがって、友好的な株主が増加することで経営者のモニタリング機能が弱まることを理由にして、経営者の機会主義的行動を抑えることができなくなるというエンブレチメント効果の考え方は、外国人株主を考察する際にそのまま適用できない。

外国人持株比率（およびその増加）と企業業績の間に正の関連性が認められるが、ある一定水準からは、その関連性が見られなくなるというものである。

IV. おわりに —まとめと課題：株主による規律づけとは—

まず、本稿での検討における限界を確認しておきたい。本稿では、2004年から2008年までの5年間におけるわが国の製造業のデータに基づいた分析を行った。データ入手の制約等によるものであるが、分析対象と期間の限界がある。また、本稿では、多くの先行研究と同様に、便宜上、外国人投資家を一括して分析を行った。もちろん、すべての外国人投資家が、まったく同様の行動パターンを取るわけではない¹⁴⁾。この点も、本稿における分析の限界である。さらに、本稿では、分析手法として、先行研究ではほとんど採用されていない独立性検定とその分散分析を採用した。採用した分析手法の特徴による限界は不可避であるが、他方で、先行研究とは異なるアプローチで検証結果を積み上げていくということには一定の意義がある。

以上のような限界はあるものの、本稿での検討作業を通じて明らかになったことも多い。まず、経営者に対して、厳しい目を向け、「外部からの牽制」の役回りを果たしている「モノ言う株主」の代表格の外国人投資家の存在が、企業経営への一定の規律づけを促し、それにより、業績の改善をもたらしているという可能性を確認できた。外国人投資家からの厳しい視線と、時には、彼らからの総会議案への反対といった厳しい対応をも想定しなければならないとすれば、彼らの存在を意識した経営を行おうとする傾向がみられることは不思議ではない。厳しさが、経営に対して一定の効果を生むということには納得がいく。

しかし、ある一定水準の外国人持株比率を超えると、業績との間には何ら関連性が見られなくなるという、本稿におけるより重要な発見事項もあった。これは、これまでの先行研究では、ほとんど指摘されていない点であろう。すなわち、ある一定水準の外国人持株比率を超えると、外国人投資家による規律づけの効果が、少なくとも業績改善という形では見られなくなるということである。若干踏み込んで解釈すれば、外国人投資家による規律づけといっても、業績を向上させるようなガバナンスには限界があるということでもある。

この点を突き詰めていくと、結局のところ、業績を生み出すのは株主ではないということを感じざるを得ない。月並ではあるが、業績を生み出すのは、あくまで経営者と従業員による企業活動である。株主は、本来、より良い企業経営を引き出すためのサポーターの役割を担っているにすぎない。もちろん、サポーターの力は大きく、重要ではあるが、その役割は間接的なものとなる。それゆえ、株主というサポーターの規律づけによる業績の向上というものに限界

14) 本稿での分析には、いわゆる「カストディアン」(Custodian)の存在についても詳細に織り込めてはいない。この点も限界の一つである。わが国においては、カストディアンと呼ばれる、証券の保管・管理会社の存在が大きくなっており、その裏に存在している、真の株主の存在までは、詳細に把握することは困難であるのが現実である。なお、外国人投資家の特徴に関する詳細については、菊池(2007)を参照されたい。

があるというのも、これもまた至極当然のことではないだろうか。

サポーターは、ときには厳しい監視と牽制を行う必要もあるが、経営内容に共感し、経営を温かく見守る応援団であるべきである。もちろんそれは理想論に過ぎるかもしれないが、いずれにしても、本稿での検討も含めて、近年の企業統治（ガバナンス）論では、経営に対する「規律づけ」という厳しい視点からの株主の機能に議論が集中しているきらいがある¹⁵⁾。規律づけの機能には限界もある。この点を念頭に置きながら、本来の株主の役割を念頭に置いた検討も進めなければならない。これは、今後の検討課題である。

この点と関連して言及しておきたいことがある。本稿での検討を通じて、一定条件下における外国人持株比率と業績向上の間の関連性を確認することができた。しかしながら、本稿での業績の代理変数は 2 期間の ROA である。それゆえ、本稿での検討結果から、外国人投資家の規律づけにより企業経営者に短期的な業績向上のインセンティブが付与されていることが確認できた、といった解釈もできる。もし、この解釈の方がより現実を適切に捉えているとするならば、それが「望ましい規律づけ」かどうかは疑問が残る。厳しい規律づけから絞り出された業績の向上などは長続きしない。長期的な企業の成長に悪影響を及ぼす可能性すらありうる。したがって、長期的な企業の成長に、株主による「規律づけ」が、どのように寄与しているのかについて、より詳細な検討をしていく必要がある。これも、今後の検討課題である。

以上、最後のまとめにおいては、いくつかの蛇足的な解釈も含めて、筆者の見解も示した。検討すべき課題は多数残されたままである。しかし、外国人投資家による規律づけという観点から、いくつかの注目すべき結論も提示できたものと思われる。本稿での検討作業が、わずかでも、企業統治（ガバナンス）論の進展に貢献できていれば、幸いである。

本研究は科学研究費補助金(基盤研究 C:課題番号 21530371)の助成を受けた成果の一部である。

参考文献・参考資料

- Demsetz, H., and K. Lehn (1985) "The Structure of Corporate Ownership," *Journal of Political Economy*, 93, pp.1155-1177.
- Everitt, B.S. (1977) *The analysis of contingency tables*, Chapman and Hall Ltd. (山内光哉監訳(1980)『質的データの解析—カイ二乗検定とその展開—』新曜社。)
- McConnell, J., and H. Servaes (1990) "Additional evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics*, 27, pp.595-612.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny (1988) "Management Ownership and Market Valuation:

15) 近年の企業統治（ガバナンス）論には、経営者への規律づけ、それも、短期的な成果を追い求めることを強いるような経営者チェックに関する議論に若干の偏りがあるように思われる。この点は、今後の重要な検討課題であるということを、ことさらに強調しておきたい。この点については、松村（2001）第 9 章、第 9 章補論、第 10 章、第 10 章補論などから多くの示唆が得られる。参照されたい。

- An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, 20, pp.293-315.
- 青木英孝 (2008) 「事業ポートフォリオの再編と事業統治—事業集約化からのアプローチ」 宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』日本評論社, pp.115-141.
- 岡部光明 (2002) 『株式持合と日本型経済システム』慶應義塾大学出版会。
- 加護野忠男 (2000) 「企業統治と競争力」『一橋ビジネスレビュー』 Vol.48, No.1-2, pp.44-55.
- 神田秀樹責任編集 (2001) 『株式持ち合い解消の理論と実務』財経詳報社。
- 菊池正俊 (2007) 『外国人投資家』洋泉社。
- 佐々木隆文・米澤康博 (2000) 「コーポレート・ガバナンスと企業価値」『証券アナリストジャーナル』, Vol.38, No.9, pp.28-46.
- 商事法務研究会編 (2000-2008) 「株主総会白書」『商事法務』, No.1579, 1613, 1647, 1681, 1715, 1749, 1784, 1817, 1850.
- 東京証券取引所 (2009) 『株式分布状況調査』 (<http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/index.html>)
- 東京証券取引所 (2009) 『投資部門別売買状況』 (<http://www.tse.or.jp/market/data/sector/index.html>)
- 西崎健司・倉澤資成 (2002) 「株主保有構成と企業価値 - コーポレート・ガバナンスに関する一考察 -」日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ, 2002-J-4。
- 平元達也 (2002) 「事業の多角化と企業価値」『現代ファイナンス』 No.12, pp.31-55.
- 増子信 (2001) 「わが国企業のファイナンス選択とコーポレートガバナンス～企業タイプ別の分析から～」『フィナンシャル・レビュー』 No.60, pp.43-64.
- 松村勝弘 (2001) 『日本的経営財務とコーポレート・ガバナンス』(第2版), 中央経済社。
- 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』 Vol.47, No.1, pp.51-65.
- 米澤康博・佐々木隆文 (2001) 「コーポレート・ガバナンスと過剰投資問題」『フィナンシャル・レビュー』 No.60, pp.90-105.

