

研究ノート

海外投資家の企業統治への影響に関する研究

渡 辺 基 之

東京国際大学論叢 商学・経営学研究 第7号 抜刷
2024年（令和6年）3月20日

海外投資家の企業統治への影響に関する研究

渡 辺 基 之

キーワード：株式所有構造，海外投資家，株主
総会，企業統治，投資選好，経営
パフォーマンス

目 次

はじめに

1. 株式所有構造と企業統治
 - 1.1 日本企業の株式所有構造
 - 1.2 機関投資家の議決権行使
 - 1.3 機関設計の多様化と社外役員
2. 海外投資家と経営パフォーマンス
 - 2.1 先行研究
 - 2.2 分析対象と変数
 - 2.3 海外投資家の持株比率とROA
 - 2.4 海外投資家の投資選好
3. 分析結果
 - 3.1 海外投資家持株比率とROAの分析結果
 - 3.2 海外投資家の投資選好の分析結果
4. 考結びに代えて：考察と課題

はじめに

本稿の目的は、近年その存在が大きい海外投資家が経営者への規律付けを通じて経営資源の効果的活用を促し、結果的に企業業績の改善をもたらすかどうかを実証的に分析することにある。これまで平常では「モノ言わぬ株主」として企業との関係を有してきた金融機関や事業法人といった安定株主が、バブル崩壊以降その有する株式を売却・放出していった。その受け皿の役割を担ったのが機関投資家を中心とした海

外投資家であった。

本研究ノートの目的は、第一に、こうした海外投資家の存在とその高度化が企業経営に与える影響を企業統治の視点から実証的に分析することにある。そして第二に、こうした海外投資家がどのような企業をその投資対象として選好しているのかを分析することにある。このように検討した海外投資家の動向は今後の日本企業の構造的な変革を検討するうえでの示唆を提供するものと期待される。

そこで、本稿は大きく二つの領域から検討を加えている。一つは、海外投資家の存在が大きくなっていることの事実確認である。ここではそれを企業の株式所有構造と株式売買状況などから確認している。もう一つの領域はこうした海外投資家の存在の高まりが外部からの牽制として経営者への規律付け、すなわち企業統治機能を担っているかどうかを実証的分析することにある。

1. 株式所有構造と企業統治

1.1 日本企業の株式所有構造

1980年代までの日本の企業統治の特徴は、メインバンクや株式の相互持合い、そして内部昇進者を中心とした大人数の取締役会などに代表される。こうした日本の企業統治に共通する同質の特徴も1990年代初頭のバブル崩壊を契機にして大きく変容、多様化した。その一つが企業の株式所有構造の変化である。

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。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、持ち合い株式放出の受け皿となったのが、主に海外投資家であった。この海外投資家による企業経営に対する規律づけが、経営者に緊張感を醸成し、企業経営の構造的・行動的变化をもたらすと考えられる。すなわち、海外投資家が経営者に対して企業の成長と効率化を促す企業統治の積極的主体としての位置づけるものである。

こうした海外投資家の存在が大きくなった事実を示しているのが図表1の「投資部門別の株式所有比率の推移」である。この推移から明らかなのは、金融機関特に都銀・地銀の所有割合が大きく減少していること、その一方で外国法人等（海外投資家）の所有比率が大きく増大し

ている点である。その詳細をみると、株数ベースで金融機関の持株比率は10%超の減少だが、その内訳では信託銀行の持株比率は15.0%から22.2%と7%超増加している。一方、金融機関のなかでも都銀・地銀は12.1%（1995年～2002年平均）から2.7%（2018年～2022年平均）に9.4%減少し、生命保険会社は9.1%（同1995年～2002年平均）から3.1%に6.0%減少、損害保険会社も3.0%（同1995年～2002年平均）から0.9%（2018年～2022年平均）に減少している。同じ金融機関といってもその株式所有行動は大きく異なる。こうしたなかでその所有比率を大きく増大させたのが外国法人等で、同じく15.4%から29.9%と14.5%の増大である。ストックとしての外国法人等の株式所有の増大は、必然的に株主を通じた企業統治の中心的な役割が外国法人等（海外投資家）に期待される

図表1 投資部門別株式保有比率の推移

単位：%

年度区分	政府・地方 公共団体	金融機関	(内) 信託銀行	証券会社	事業法人等	外国法人等	個人その他
1995～2002	0.2	40.1	(15.0)	0.8	24.2	15.4	19.3
2003～2007	0.3	31.7	(18.2)	1.4	21.5	25.3	19.8
2008～2012	0.3	29.9	(18.4)	1.7	21.7	26.1	20.3
2013～2017	0.2	27.8	(18.8)	2.1	21.8	30.5	17.5
2018～2022	0.1	29.7	(22.2)	2.5	20.8	29.9	16.9

出所：東京証券取引所「2022年度株式分布状況調査の調査結果について」2023年7月、p.5より筆者集計・作成

図表2 投資部門別株式売買状況（委託／東証第1部）

単位：100万株

年次	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
法人	売買合計	84,341 (6.2)	72,376 (7.3)	68,819 (6.8)	70,739 (7.3)	57,317 (7.1)	46,546 (6.9)	43,629 (7.9)	44,181 (7.0)	41,839 (7.3)	32,438 (7.5)
	差引	▲6,292	1,521	1,825	3,099	▲960	1,669	848	▲393	▲1,494	1,416
個人	売買合計	510,918 (37.7)	288,507 (29.1)	288,248 (28.5)	221,440 (22.8)	216,439 (26.8)	169,756 (25.2)	126,954 (23.1)	135,579 (21.6)	143,835 (25.0)	92,191 (21.3)
	差引	▲8,241	▲2,664	▲3,559	▲2,055	▲3,523	920	▲1,448	1,667	▲98	221
海外投資家	売買合計	713,110 (52.6)	612,582 (61.8)	640,128 (63.2)	666,234 (68.6)	524,539 (64.9)	452,081 (67.0)	374,394 (68.1)	443,003 (70.5)	384,442 (66.7)	304,985 (70.6)
	差引	15,913	1,305	1,249	▲2,157	1,289	▲2,940	▲1,066	▲3,609	891	▲237
証券会社	売買合計	47,539 (3.5)	18,174 (1.8)	15,802 (1.6)	12,570 (1.3)	10,488 (1.3)	6,107 (0.9)	4,922 (0.9)	5,700 (0.9)	6,235 (1.1)	2,503 (0.6)
	差引	▲405	▲146	▲143	19	▲175	85	18	137	38	▲27

出所：東京証券取引所「投資部門別株式売買状況」(https://www.jpix.co.jp/markets/statistics-equities/investor)より筆者作成。

ことになる。

次に図表2は東京証券取引所第1部の投資部門別株式売買状況（委託）を株数ベースで集計したものである。フローとしての株式の売買においても海外投資家の占める割合が大きく、2013年から2022年の10年間の売買ウェイトは平均63.9%で個人の27.4%を大きく上回り、またこの間の個人が約105億株の売り越しに対して海外投資家は約106億株の買い越しになっており、株価形成においても大きな役割を担ってきたことが推定される。

1.2 機関投資家の議決権行使

ストックとしての所有比率およびフローとしての売買比率からみた海外投資家の存在の大きさは結果として株主の議決権行使の場としての株主総会の運営にも大きな影響を及ぼすことになる。図表3は株主総会における議案に対して機関投資家が「否」を投じた議案ごとの否決件数を調査したものである。機関投資家が必ずしも海外の機関投資家を指すわけではないが、¹⁾2012年から2022年の11年間1,000社を超える企業が機関投資家からその議案に対して「否」の判断を受けている。機関投資家が「モノ言う株主」として企業統治における中心的役割を

担ってきたといえる。

その内訳をみると反対議案上位3案（2022年）は、「取締役選任議案」（1,809社）、「監査役選任議案」（356社）、「剰余金の処分」（331社）となっている。特に取締役選任議案は「社内取締役選任議案」に対しては1,015社（31.6%）、「社外取締役選任議案」に対しては794社（24.8%）と「社内取締役選任」に対する「否」とする傾向が強いが、両者を合わせても全体の「否」案件の半数以上（51.5%）を占めている。

取締役選任議案のみならず「監査役選任議案」に対しても機関投資家は「社内監査役選任議案」に対しては190社（5.9%）、「社外監査役選任議案」に対しては266社（8.3%）が「否」としている。取締役選任に関しては「社内取締役」に、監査役に関しては「社外監査役に対して「否」を投じている。また「剰余金の処分」についても「否」の厳しい評価をしている（331社／27.7%）。

このような機関投資家の議決権の行使は「モノ言う株主」として経営者に対する規律付け主体としての存在感を高め、企業経営に大きな影響を及ぼしていることが想定される。

図表3 議案に対して「否」等の指示をした機関投資家等の数（重複回答）

	剰余金の 処分	定款変 更議案	取締役選 任議案 (社内)	取締役選 任議案 (社外)	監査役選 任議案 (社内)	監査役選 任議案 (社外)	退任取締役 の退職慰労 金議案	退任監査役 の退職慰労 金議案	取締役の 報酬議案	監査役の 報酬議案	新株予約権 関係議案	買収防衛策 導入議案	その他	無回答	回答社数
2012	277	103	791		620		135	125	100	40	44	58	112	9	1064
2013	309	116	944		478		124	88	87	32	47	92	106	12	1123
2014	389	120	906		440		108	61	106	34	36	105	130	7	1120
2015	397	272	835	734	356	512	108	99	121	29	48	55	99	9	1157
2016	419	203	870	787	360	465	97	91	160	32	48	83	137	7	1210
2017	440	133	937	780	221	273	84	48	163	27	32	83	124	15	1202
2018	458	88	949	769	195	278	67	31	138	21	27	38	123	4	1220
2019	417	88	1014	837	324	466	62	35	183	30	24	42	48	5	1233
2020	323	80	898	761	296	345	56	27	162	23	17	59	31	2	1119
2021	323	92	1009	822	234	282	55	20	209	14	31	34	36	3	1197
2022	331	290	1015	794	190	266	38	15	164	12	20	40	32	5	1238

注1：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、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」としている。しかし、その中心は外国人機関投資家と想定される。

出所：商事法務研究会編（2012-2022）「株主総会白書」より、筆者作成。

1.3 機関設計の多様化と社外役員

大会社ないしは上場・公開会社にあつては従来の監査役会設置会社に加えて指名委員会等設置会社、さらに監査等委員会設置会社の3つの機関設計のなかからいずれかを選択しなければならない。

このうち指名委員会等設置会社にあつては取締役会のなかに指名委員会、報酬委員会、監査委員会の設置し、それぞれ3名以上の取締役で構成されその過半数は社外取締役でなければならない。この社外取締役が3つの委員会を兼務することは理論上・法律上は可能だが実務的には難しい。それだけ多数の社外取締役が必要になる。社外取締役の任用によって企業統治の実効性を高めることは時代の要請である一方で、少数の社外取締役の配置が可能な監査等委員会設置会社が2015年導入されることになった。

図表4は後述する実証分析に使用したサンプル企業199社の機関設計別企業数の推移をまとめたものである。中心的な機関設計はこれまで

の監査役会設置会社であり、2022年度で全体の67.3%を占めるが、そのウェイトは2017年度以降一貫して低下傾向にある。その一方で監査等委員会設置会社が19.6%で調査期間を通じて増加傾向にある。取締役および社外取締役の人数の削減を意図して監査等委員会設置会社のウェイトが今後高まることが予想される。

また、図表5はこのサンプル企業の2017年から2022年度までの機関設計別役員数および社外役員比率の推移をまとめたものである。ここでいう役員とは監査役会設置会社にあつては取締役及び監査役を指し、その合計人数に対する社外役員の比率をもって社外役員率とした。そして、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社にあつては取締役数に対する社外取締役の人数から社外役員率を求めている。

少人数の役員構成および社外役員の積極的登用は企業統治の実効性を高めると期待されてきており、全体として役員数の削減と社外役員率の増加傾向は明確に表れている。特に監査役会

図表4 機関設計別企業数の推移

年 度	2017	2018	2019	2020	2021	2022
監査役会設置会社	170 (85.4)	162 (81.4)	157 (78.9)	151 (75.9)	139 (69.8)	134 (67.3)
指名委員会等設置会社	14 (7.0)	16 (8.0)	16 (8.0)	18 (9.0)	23 (11.6)	26 (13.1)
監査等委員会設置会社	15 (7.5)	21 (10.6)	26 (13.1)	30 (15.1)	37 (18.6)	39 (19.6)

注：実数は社数、()内は構成比(%)

出所：対象企業の各年度の「有価証券報告書」および「役員四季報」（東洋経済新報社）より筆者集計・作成。

図表5 機関設計別社外役員数・率の推移

年 度		2017	2018	2019	2020	2021	2022
全 体	役員数(人)	14.6	14.5	14.3	14.2	13.8	13.4
	社外役員率(%)	38.6	39.2	40.1	42.6	44.9	47.2
監査役会設置会社	役員数(人)	15.1	15.2	15.0	15.0	14.7	14.6
	社外役員率(%)	37.4	38.1	39.4	41.0	43.1	45.2
指名委員会等設置会社	役員数(人)	11.2	11.1	11.3	11.6	11.3	10.8
	社外役員率(%)	45.9	54.2	53.6	47.4	58.8	60.0
監査等委員会設置会社	役員数(人)	11.4	11.8	11.5	11.8	11.9	11.3
	社外役員率(%)	38.9	36.2	36.2	39.7	42.8	45.6

注：役員には執行役を含まない。社外役員は社外取締役と監査役会設置会社の社外監査役とした。

出所：対象企業の各年度の「有価証券報告書」および「役員四季報」（東洋経済新報社）より筆者集計・作成。

設置会社にあつては役員数の減少及び社外役員率の上昇はこの調査期間において一貫した傾向とみることができる。

2. 海外投資家と経営パフォーマンス

2.1 先行研究

機関投資家のような海外投資家の存在が大きくなるなかで、その投資収益の向上への関心は高い。海外投資家はその目的を果たすために「モノ言う株主」として経営者を規律付け、経営のパフォーマンスの改善に貢献したかに関する実証研究は多い。

たとえば、米澤・佐々木（2001）は過剰投資の問題を経営者利得の追求の結果とし、そうした経営者に対する牽制を海外投資家に求め、海外投資家の持株比率の上昇が過剰投資を抑制するという結論を得ている。²⁾

また、宮島・新田（2011）は海外投資家の銘柄選好と経営の規律付け効果を実証的に分析している。その結果、銘柄選好については、規模が大きく、海外売上高比率とROAが高く、負債比率の低い銘柄が選好され、その一方で取締役会会の改革に積極的に取り組む、すなわち経営の監督と執行を分離し、独立性の高い社外取締役をもつ企業が高く評価され、選好される傾向が強いという。また海外投資家の規律付け効果に関しては、規律付け効果として当期のROAの前期からの変動幅（ Δ ROA）を被説明変数とし年度ダミーを入れ、海外投資家保有率、総資産対数値、負債比率を説明変数とした回帰分析を行っている。その結果、海外投資家の保有比率が有意にプラスの関係をもつという結果を得ている。³⁾

さらに、篠田（2010）も、海外投資家のプレセンスの増大が規律付け効果をもたらす、企業業績（ROA）にプラスの効果があるかという検証を行うために、(1) 外国人持株比率が増大することと、企業業績の向上との間には関係がある、(2) 外国人持株比率の大きさと業績の向上との間に関連性がある、という2つの仮説を立

てて、分割表による分析（独立性の検定と残差分析）を行っている。その結果、第一の仮説については、外国人持株比率が増加するとROAの増加に影響を及ぼしている可能性があること、第二の仮説に対しては外国人持株比率の大きさと業績の向上には関連が認められるが、外国人持株比率が20%を超えるとその関連性は認められなくなるとの結論をえている。

2.2 分析対象と変数

ここで分析の対象となるサンプル企業は、金融・保険・証券を除く日経225を構成する企業（2023年3月31日現在）のうち2017年から2021年の5年間連続して必要とするデータが入手可能な企業で、単年では199社、5年間連続では995ケース（前年比較の場合は796ケース）が分析で用いられた。

また、使用する変数のうち、企業の財務関連データおよび持株比率等は主にNIKKEI Financial QUESTデータベースと各企業の有価証券報告書から入手し、役員関連データは『役員四季報』（東洋経済新報社）等から、株価データは東京証券取引所「株価情報」と有価証券報告書から入手している。

2.3 海外投資家の持株比率とROA

ここでは海外投資家の持株比率と経営パフォーマンスとしてのROAとの関係を分析する。そのために、5年間の海外投資家持株比率上位200ケースと下位200ケースに分け、それぞれのグループのROA（水準）の平均に差があるかどうかを検証する。つぎに、同じく海外投資家持株比率上位200ケースと下位200ケースのROAの対前年増減値の平均に差があるかを検証する。この差が有意にプラスであれば、海外投資家の持株比率の高い企業（上位200ケース）では経営者を規律付け、経営パフォーマンスとしてのROAが水準として高く、または改善効果が期待される。したがって、以下の二つの仮説を立て分析することにした。

仮説1：海外投資家持株比率の水準と経営パフォーマンス（水準）との間には関連性がある。

仮説2：海外投資家持株比率と経営パフォーマンスの増減（変動）との間には関連性がある。

2.4 海外投資家の投資選好

次に海外投資家の投資先企業の特徴を分析する。ここではGompers and Metrick (2001)⁴⁾や宮島・保田・小川 (2017)⁵⁾に依拠して、海外投資家の持株比率の水準 ($FIO_{i,t}$) と対前年の変動 ($\Delta FIO_{i,t}$) をそれぞれ被説明変数とするモデル (1) およびモデル (2) を設定し、社外役員比率 ($ID_{i,t}$)、海外売上高比率 ($OS_{i,t}$)、株式時価総額 ($AMV_{i,t}$)、株式売買回転率 ($TR_{i,t}$)、総資産営業利益率 ($ROA_{i,t}$)、株主総利回り ($TSR_{i,t}$)、有利子負債比率 ($DER_{i,t}$)、現預金比率 ($CDR_{i,t}$)、有形固定資産比率 ($TFA_{i,t}$) を説明変数とする回帰分析を行っている。ここで添え字の*i*は企業を、*t*は年を表している。

モデル I :

$$FIO_{i,t} = \alpha_t + \beta_{1t} ID_{i,t} + \beta_{2t} OS_{i,t} + \beta_{3t} AMV_{i,t} + \beta_{4t} TR_{i,t} + \beta_{5t} ROA_{i,t} + \beta_{6t} TSR_{i,t} + \beta_{7t} DER_{i,t} + \beta_{8t} CDR_{i,t} + \beta_{9t} TFA_{i,t}$$

モデル II :

$$\Delta FIO_{i,t} = \alpha_t + \gamma_{1t} ID_{i,t} + \gamma_{2t} OS_{i,t} + \gamma_{3t} AMV_{i,t} + \gamma_{4t} TR_{i,t} + \gamma_{5t} ROA_{i,t} + \gamma_{6t} TSR_{i,t} + \gamma_{7t} DER_{i,t} + \gamma_{8t} CDR_{i,t} + \gamma_{9t} TFA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

これらの説明変数のうち社外役員比率については、海外投資家は独立性の高い取締役会を愛好する傾向が強く、「プラス」の符号が予想される。また海外売上高比率はグローバル化の進展を受けて海外展開する企業を愛好することが予想されるために「プラス」の符号が予想される。

また、海外投資家の基本的投資選好を表す変数として、株式時価総額と株式売買回転率を充てる。海外投資家は規模が大きく、流動性の高

い企業が選好されると予想され、いずれの変数の係数もその所有比率とその変動に対して「プラス」の符号が予測される。

また、海外投資家の機関投資家としての受託者責任を意識して投資対象の絞り込むことが想定される。その結果、リスクの高い企業よりも収益性、安全性といった財務指標を重視した投資スタンスを愛好することが予想される。それらの代理変数として総資産利益率 (ROA)、株主総利回り、有利子負債比率、現預金比率、有形固定資産比率を変数として採用する。このうちROA、株式総利回りは「プラス」、有利子負債比率は利子・返済負担の増大＝倒産リスクの増大を意味することから「マイナス」の符号が予想される。一方、現預金比率は流動性・支払能力を重視すれば「プラス」の符号だが、現預金は利益を生み出さず、過度な現預金の蓄積はROAの低下を引き起こす危険性も併せもつ。したがって現預金比率の符号が「プラス」であれば流動性・支払能力を重視していると予想され、「マイナス」であれば資産の有効活用を求めていると考えられる。

また、有形固定資産比率については、「過剰投資よりも過少投資が問題となる日本企業では、海外機関投資家は、事業再組織化を促進するよりもリスクテイク促進させたい」⁶⁾ともいえ、積極的な設備投資を促すとも考えられる。この考え方に従えば有形固定資産比率の符号は「プラス」が予想される。

3. 分析結果

3.1 海外投資家持株比率とROAの分析結果

図表6は、海外投資家持株比率の水準と増減を、それぞれ上位200ケースと下位200ケースに分けてそれぞれのROAの平均値に差があるかを分析した結果をまとめたものである。先ず仮説1の「海外投資家持株比率の水準と企業業績との間には関連性がある」かの分析結果は海外投資家の持株比率が大きい上位200社のROAは5.342%に対して海外投資家の持株比率

図表6 海外投資家の持株比率の増減と総資産営業利益率

	総資産営業利益率水準		総資産営業利益率変動	
	下位200	上位200	低下200	上昇200
平均	5.246	5.342	-0.585	0.159
標準偏差	5.125	4.743	3.577	2.916
t 値	0.1932		2.2746	
P値	0.8469		0.0235*	

(注) 減少200ケースは海外投資家の持株比率が前年比で減少したケース上位200を、増加200ケースは海外投資家の持株比率が前年比で増大した200ケースを対象にしている。また*は5%水準で有意であることを示す。

が低い下位200ケースのROAは5.246%であり、海外投資家の持株比率の高い企業のROAが0.096%高いが、両者のROAの平均値に統計的に有意な差を認めることができなかった。海外投資家の持株比率が企業成果としてのROAに関係するという仮説は棄却されることになる。

つぎに、仮説2の海外投資家の持株比率が上昇した200ケースと低下した200ケースのそれぞれのROAの変動を比較した。結果は、海外投資家の持株比率の上昇したケースのROAは0.159%増加しているのに対して海外投資家の持株比率が減少したケースのROAは0.585%減少している。さらに両グループの平均値の差の検定では5%水準で有意な差が認められた。

この結果から海外投資家の持株比率とROAの変動には関連性があることが認められ、海外投資家の存在が経営者への規律付け、結果として企業業績の改善を導くことが推測される。

3.2 海外投資家の投資選好の分析結果

次に、海外投資家の投資選好について分析した。海外投資家の持株比率（水準）の増大とともに売買の中心的存在ともなっている状況にあって、どのような特徴をもった企業に投資しているのかをみることによって海外投資家の投資選好を推測した。

ここでは海外投資家の持株比率（水準）を被説明変数としたモデルⅠと海外投資家の持株比率の増減（変動）を被説明変数とするモ

デルⅡを設定し、それぞれ、社外役員率、売買回転率、時価総額、現預金比率、有形固定思案比率、有利子負債比率、総資産営業利益率（ROA）、株主総利回り、海外売上高比率を説明変数とした回帰分析を行った。その結果は図表7にまとめられている。

先ずモデルⅠは、海外投資家の持株比率（水準）を被説明変数としたモデルで、海外投資家の選好企業の特徴は、社外役員率、時価総額、現預金比率、有利子負債比率、総資産営業利益率（ROA）の係数が有意にプラスの分析結果になった。この結果から海外投資家は、企業統治要因としての外部役員を積極的に任用する企業で、規模が大きく（時価総額）、収益性・財務健全性（ROA、現預金比率）の良好な企業を選好する傾向がある。その一方で、有利子負債比率は有意にプラスになった。海外投資家が倒産リスクの低い株式を選好するとすれば、この係数はマイナスが予想されるはずだが、逆の結果となった。積極的に外部資金を活用する企業を選好していることになるが、今後検討の余地がある。

次にモデルⅡは海外投資家の持株比率の増減を被説明変数としたモデルで、モデルⅠと同じ説明変数を採用した。その結果、海外投資家の持株比率の増減はROAに有意にマイナスで、海外投資家の変動がROAを引き下げる関係を有することになり、上述の仮説2の分析結果と不整合となり、この点についても分析方法を含

図表7 海外投資家の経営への影響

被説明変数	モデルⅠ		モデルⅡ	
	海外投資家持株比率		海外投資家持株比率増減	
	係数	(標準誤差)	係数	(標準誤差)
定数項	14.638**	(2.152)	-1.797*	(0.773)
社外役員率	0.121**	(0.032)	0.016	(0.012)
売買回転率	0.002	(0.002)	0.001	(0.001)
時価総額	8.245**	(1.207)	1.016	(0.000)
現預金比率	0.301**	(0.040)	0.011	(0.014)
有形固定資産比率	-0.029	(0.026)	0.008	(0.009)
有利子負債比率	0.123**	(0.035)	-0.011	(0.012)
総資産営業利益率	0.527**	(0.089)	-0.065*	(0.031)
株主総利回り	-0.003	(0.005)	0.004*	(0.001)
海外売上高比率	0.018	(0.010)	0.003	(0.004)
調整済み決定係数	0.2140		0.0061	
観測数	995		796	
観測期間(年)	2017-2021			

注：**、*はそれぞれ1%、5%水準で結意であることを示している。

め今後検討の余地がある。

4. 考結びに代えて：考察と課題

この分析を通じて明らかになった点は、第一に海外投資家の持株比率の増大は企業の収益性(ROA)の向上・改善に寄与することである。ただしここで注意しなければならない点は、近年の企業統治が経営への規律付け、とくに短期的成果をあげることを経営者に求める傾向が強くなり、近視眼的経営への偏向を促進する危険があり、⁷⁾この点を指摘しているに過ぎないという見方である。長期的な企業成長の基盤構築を株主の立場から貢献することが求められる。

第二に海外投資家の企業選好において重視される企業特性は、企業規模(時価総額)が大きく、業績の良い企業、現預金比率が高い企業、そして役員構成においては社外役員を多く導入する企業が海外投資家の持株比率が高い。こうした海外投資家の持株比率の増大は必然的に株主総会における議決権行使を通じて経営政策に

反映される。いわゆる経営者に現行の経営政策を見直す契機を提供することになる。

その一方でいくつかの研究方法論上の課題も指摘することができる。その一つは内生性の問題である。宮島・新田は、海外投資家の「保有比率を外生変数と考えることはできない。特に企業パフォーマンスへの影響を検討する場合には海外投資家が業績の良い企業を選好するという逆の因果関係を考慮する必要がある」⁸⁾として時間的整合性を考慮したモデルを設定し推計している。しかし、今回の分析ではこの内生性問題を必ずしも考慮しておらず、標準的なパネル分析に手法によっている。

第二に4~5年という分析期間の短さ、データ量の少なさ(約200社)も指摘しなければならない。これをもって普遍的な傾向として結論付けることには危険であり、いわば特殊なケースという位置づけが妥当であり、今後実証研究上の方法の精緻化とともにより多くのサンプルを収集して実証研究を進めていかなければならない。

注

- 1) 『株主総会白書』の2005年までの調査ではこの調査項目は「外国人機関投資家等」と表記されてきたが、以降「機関投資家等」と変更されている。それまでの調査結果から推計してその中心的存在が外国人機関投資家であると思われる。
- 2) 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, 90-105頁。
- 3) 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」宮島英昭編著『日本の企業統治』東洋経済新報社, 105-149頁。
- 4) Gompers and Metrick (2001)“Institutional Investors and Equity Prices,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, pp. 239-259.
- 5) 宮島英昭, 保田隆明, 小川 亮 (2017)「海外機関投資家の企業統治における役割とその帰結」宮島英昭編著『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社, 108頁。
- 6) 宮島英昭, 保田隆明, 小川 亮 (2017), 前掲書, 117頁。
- 7) 海外の機関投資家が短期主義で経営者に対して近視眼的の圧力を加える点についてはBushee, B. (1998) “The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior,” *Accounting Review*, Vol. 73, pp. 305-333を参照。
- 8) 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」宮島英昭編著『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, 139頁。

参考文献

- Crane, A.D., Koch, Michenaud, S. (2019) “Institutional Investor cliques Governance” *Journal of Financial Economics*, Vol. 133, pp. 175-197.
- Bushee, B. (1998) “The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior” *Accounting Review*, Vol. 73, pp. 305-333.
- Gompers and Metrick (2001) “Institutional Investors and Equity Prices,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, pp. 239-259.
- 花崎正晴編著(2019)『変貌するコーポレート・ガバナンス：企業行動のグローバル化, 中国, ESG』勁草書房。
- 宮島英昭編著(2011)『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。
- 宮島英昭編著(2017)『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社。
- 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年。

English Summary

An Analysis on the Effects of the Foreign Investors to Corporate Governance

Motoyuki Watanabe

The purpose of this research note is to examine empirically whether the changes in the share-ownership ratio of foreign investor positively impacts firms' performance. Most prior research has analyzed empirically the relationship between share-ownership of foreign investors and Japanese firms' performance by conducting cross-sectional regressions. Those studies show that the percentage of foreign investor's share ownership is positively related to firms' performance. They reveal the positive influence on corporate governance.

This note empirically investigates this relationship by using panel data listed on the Nikkei 225 of the Tokyo Stock Exchange. The method of this research is independent-samples t-test that compares the means of ROA of the 200 cases in high foreign investor's share ownership and 200 cases in low foreign investor's share ownership. From this test the increase of foreign investor's share ownership conduces the improvement of corporate performance.

Another method is multiple regression analysis, which measures the impact of dependent variables (level and changes of foreign investor's share ownership) on some independent variables. Through this analysis we find the preference in foreign investors to Japanese companies which have many independent directors, large market value, high ROA, and cash ratio.

My results suggest that foreign investors play an important role in corporate governance, or that they have the appropriate discipline to Japanese firms' management.