



FSA Institute

Discussion Paper Series

変貌する日本企業の所有構造を いかに理解するか

—内外機関投資家の銘柄選択の分析を中心として—

宮島 英昭、保田 隆明

DP 2011-11

2012年3月

金融庁金融研究センター
Financial Research Center (FSA Institute)
Financial Services Agency
Government of Japan

金融庁金融研究センターが刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>

本ディスカッションペーパーの内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、金融庁あるいは金融研究センターの公式見解を示すものではありません。

変貌する日本企業の所有構造をいかに理解するか

-内外機関投資家の銘柄選択の分析を中心として-

宮島 英昭*、保田 隆明**

概 要

1997年の銀行危機以降、日本企業の所有構造は、従来の持ち合いを中核とするインサイダー優位の構造から、投資リターンの最大化を求める内外機関投資を中心とするアウトサイダー優位中心の構造に大きく変容した。もともと、この急速な変化の企業レベルでの実態、増加するアウトサイダーの投資行動の特性とそのリターンへのインパクトはいまだ十分に明らかにされていない。本稿の課題は、これまで構築してきた独自の企業の所有構造のデータを利用して、以上の点を解明する点にある。本稿の分析を通じて、第1に、海外投資家の銘柄選択行動は、規模が大きく、流動性、海外売上比率の高い企業を選好するホームバイアスと呼ばれる傾向がいぜん強いこと、しかし、日本株専門の運用部門の整備、情報収集及び分析能力を背景にリスク要因の考慮が後退するなどの変化が見られること、また、海外投資家は整備された企業統治に対して一定の選好を示すことが明らかとなった。第2に、内外機関投資家の銘柄選択を比較すると、前者が中小型株までカバーしており投資ユニバースがやや広いという違いはあるものの、割安な銘柄を選択し、規模、流動性、財務健全性、経営者報酬の業績連動性の高い企業を選好する点で海外機関投資と投資行動は収斂しつつある。国内機関

* 早稲田大学商学学術院教授、早稲田大学高等研究所所長（金融庁金融研究センター特別研究員）

** 小樽商科大学大学院准教授

本稿は筆者両名の個人的な見解であり、金融庁および金融研究センターの公式見解ではない。また、本稿は、金融庁金融センターのプロジェクトの一環として準備された。本稿作成にあたっては、新田敬祐・河西卓弥・生形香織氏の助力を得た。また、新井亮一氏から貴重な助言を頂いた。ヒアリングに関しては、海外機関投資家4社、国内機関投資家4社、並びに金融庁総務企画局企業開示課の木村祐基専門官、矢野翔平係長の協力を得た。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）の助成を得た。

投資家は、資本関係・取引関係等の理由から独立性が乏しく、投資収益の最大化を行動原理としていないという従来の見方はもはや妥当しない。しかし他方で、金融機関(銀行・保険会社)は機関投資家とは逆の投資行動をとっており、いぜん安定株主の特質を維持している。最後に、国内外の機関投資家の持分の変化と翌期の株価パフォーマンスの関係には、ともに有意な正の相関が確認でき、その経済的規模はほぼ同程度であった。保有の変化が需要ショックとなってリターンに影響を与えるか、機関投資家が smart な投資行動をとったのかは今後の検討課題であるが、リターンへの影響という点でも内外投資家の影響はほぼ収斂している。

キーワード：企業統治、機関投資家、ホームバイアス、社外取締役、議決権行使

I はじめに

1970年初頭から90年代半ばまで、日本企業の所有構造は、銀行・事業法人などの法人株主が優位していた。そうした構造は、当時きわめて安定しており、日本企業の長期的経営を支える基礎として内外の注目を集めてきた。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。その中心は持ち合いの解消と、内外、とくに海外機関投資家保有の増加である¹。2000年半ばには、日本のリーディング企業では、機関投資家保有比率が過半数を超え、その投資行動は企業の株価形成に大きな影響を与える一方、その議決権行使は会社提案を否決することも視野に入った。もっとも、この所有構造の急激な変化に対して、外国人保有の増加が企業経営を近視眼的にしているといった批判が示される一方、この所有構造の変化にもかかわらず、従業員主権と呼ばれる日本の企業統治に実質的な変化は生じていないという見方も根強い。

本稿の課題は、これまで構築してきた企業の所有構造のデータと、2011年7～9月に集中的に実施した国内外の主要機関投資家に対してのヒアリングの成果(詳しくは Appendix 参照)を利用しながら、内外の機関投資家の増加の実態、この所有構造の変化をもたらした要因、投資行動(銘柄選択行動)と議決権投資行動を通じた企業経営への影響を分析する点にある。

¹ このうち持ち合いの解消の過程については、すでに明らかにする機会があった(Miyajima and Kuroki 2007、宮島・黒木 2002、宮島・新田 2011)。

具体的に、本稿が解明するのは、次の4点である。

第1は、マイクロレベルにおける企業の所有構造の変化の実態の解明である。既述の通り内外の機関投資家の増加や、金融機関（銀行・生命保険会社）の保有比率の減少は、東京証券取引所の集計レベルのデータではよく知られているとはいえ、企業レベルにおける実態はいまだ十分に明らかでない。これまで大きな障害となっていたのは、企業の公表する保有主体別分布が、性格の異なる保有主体を区別していないからである。とくに大きな難点は、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運用主体の保有分と、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金融機関として一括計上されている点にある。そこで、本稿では、株式保有主体別分布と大株主データを組み合わせて、両者を可能な限り厳密に区分し、1990年以降の株式所有構造の変化を解明する。その結果、日本のリーディング企業では、内外の機関投資家に個人保有を加えたアウトサイダーの保有比率は2000年以降60%を超えたこと、しかし、この傾向は、上場企業間で均等に進展しているわけではなく、上場企業のなかでも規模の相対的に小さい企業では、アウトサイダー保有の増加はいぜん限定的であり、その結果、上場企業の株式所有構造は大きく多様化したことを示す²。

第2の課題は、内外の機関投資家の投資行動の差を解明することである。これまで海外機関投資家の銘柄選択行動については、ホームバイアスと呼ばれる側面が注目されてきた。海外機関投資家は、投資国の企業に関する十分な情報をもたないため（uninformed）、ホームバイアスと呼ばれる銘柄選択行動をとる。つまり、規模が大きく、流動性が高く、高収益企業に投資する傾向があり（Merton 1987, French and Poterba 1991, Brennan and Cao 1997,）、この傾向は日本株についても該当する（Kang and Stulz 1997）。しかし、1990年代以降、世界的な金融のグローバル化の一環として海外機関投資家の日本市場への進出が進み、日本株専門の運用部門が設立・整備され、情報収集及び分析能力は強化された。また、海外機関投資家は、整備された企業統治に対して選好をもつと指摘されてきた（Aggarwal et al. 2005, Ferreira and Matos 2008, Giannetti and Simonov 2006, Leuz et al. 2009）。では、

² 日本と同様に、1990年代末から、2000年代にかけて機関投資家の保有が増加したフランス、ドイツに関しては、後者がペンションファンドを中心であったのに対して、フランスでは、ミューチャルファンド、ヘッジファンドが中心であったという（Goyer 2011）。この点を日本に即して解明することは、データの制約から困難であり、今後の課題としたい。

海外機関投資家の銘柄選択行動は実際いかなる特徴をもつのか、また日本の企業統治に対してどの程度の選好をもっているのであろうか。

他方、これまで国内機関投資家（信託銀行・投資顧問会社）は、資本関係・取引関係等の理由から独立性が乏しく、必ずしも投資収益の最大化を行動原理としていないと想定されてきた³。この傾向は、狭く日本のみに限定される問題にとどまらず、米国を中心とした実証分析の文脈では *unaffiliated vs affiliated* と取り扱われてきた（Brickley et al. 1988, Borokhovichi, et al., 2006, Chen et al. 2007）。しかし、これまでデータの制約もあって、わが国における内外の機関投資家の行動特性については具体的な検討が試みられてこなかった。本稿では、1991-2008年にわたる独自のデータベースの構築を通じて、海外機関家・国内機関投資家・国内金融機関（銀行・保険会社）の銘柄選択関数を推計し、3者の行動に有意な差があるのかを検討する。その結果、顧客との長期関係の維持を株式の保有目的とするといわれる銀行、あるいは、長く「安定株主」といわれてきた保険会社の投資行動にはいぜん変化が乏しい反面、国内機関投資家(投資顧問の運用分)の銘柄選択行動は、規制緩和が進展し、年金運用の自由度が拡大した90年代末から実質的に変化し、受託残高が増加し、運用体制の整備された2003年以降には、内外の機関投資家の投資行動はほぼ収斂した。国内機関投資家は、規模や輸出比率に対する選好が比較的弱く、海外機関投資家＝大型株偏重、国内機関投資家＝大型株のみならず中・小型株も含めた投資という穏やかな棲み分けが確認できる。ただし、近年は海外機関投資家による中・小型株の保有比率も若干ではあるが高まっていることも確認できる。

第3に、機関投資家の企業統治に対する影響を退出（持分の売却）である Exit と、議決権行使行動を通じた Voice をもとに解明する。投資収益率に対する機関投資家の保有比率の変化の影響の計測を通じて、銀行危機後の局面で機関投資家保有が大きな需要ショックとして作用したこと、2004年以降の局面では、内外機関投資家の保有比率の変化に対する投資収益率の感応度は安定的となり、退出が重要な意味を持ち始めたことを示す。他方、各機関投資家の議決権行使体制の整備された2004年以降、会社提案に対して反対票が増加し、実際に会社提案が否決されるケースも現れるなど機

³ Flath, 1993, Hiraki et al. 2003, Amadjian (2007,p.131). 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。「座談会 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『株主が目覚める日』商事法務、2004年）、p.36。

関投資家による議決権行使は新たな段階に入った点を確認する。その上で、近年の内外機関投資家の議決権行使の実態を、簡単な議決権行使基準の内容、行使結果の分析とヒアリングの結果を結びつけることによって解明する。議決権行使の基準は内外機関投資家の間で大きな差はなく、企業側には予見可能性が上昇していること、また、理論的に想定されている通り、概ねアクティブ運用中心の機関に比して、パッシブの運用主体のほうが議決権行使基準が厳格で反対票行使率も高いものの、アクティブ運用主体の機関の間でも厳格な基準と、それに基づく積極的な行使がみられること、そして、同じ運用スタイル（とくにアクティブ運用）で見ると、海外機関投資家に比べて、国内の機関投資家のほうが裁量的(実質的)判断を加える傾向が強いことなどが指摘される。

最後に、機関投資家の銘柄選択行動・議決権行使行動が、企業の内部統治構造の変更、企業行動を介して、株式リターンを含む企業パフォーマンスに与えた影響を展望する。もっとも、株式所有構造の変化と企業パフォーマンスの関係は、**図1**に描いた通り複雑であり、かつ双方向的である。①所有構造の特性は、株式売却の圧力や、議決権行使を通じて、企業行動に影響を与え、最終的に企業のパフォーマンスに影響を与える(II-E)。②所有構造はさらに取締役の機関設計や報酬制度などの内部統治制度の決定に対して影響を与え(I-E)、それを介して企業パフォーマンスに影響を与える可能性もある(III-E)。機関投資家が、透明性、独立性の高い取締役会や、株主の利害との一致を促進する報酬制度の採用などの内部統治の改革を促し、それがパフォーマンスの向上に寄与するという経路である。

== 図1 about here ==

しかし、他方で、機関投資家の銘柄選択行動は、企業のパフォーマンスを考慮しているから強い内生性の問題がある。例えば、機関投資家は、企業パフォーマンスの高い企業に投資する傾向がありうる(II-F)⁴。また、取締役会の改革自体もパフォーマンスによって影響を受ける側面がある(III-F)⁵。そして、取締役会改革が株式の所有

⁴ 機関投資家の銘柄選択に強い選好があると、その機関投資家の投資増加(買い越し)の局面で、需要ショックが発生し、投資収益率が上昇するという関係も想定される。

⁵ パフォーマンスの良好な企業の方が、社外取締役の採用やストックオプションの導入に積極的となるという側面である(III-F)。

構造の変化をもたらすこともある。本稿では、こうした相互関係のうち、II-F、III-Fの経路を外生と捉え、主としてII-EとIII-Eの局面を、I-E/Fの局面を考慮しながら分析する。言い換えれば、機関投資家保有の増加が、Exitを含む銘柄選択行動とVoice（議決権行使・対話）を通じて企業経営を規律付ける経路によって、最終的な企業パフォーマンスに影響を与えたか否かが焦点である。本格的な分析は今後の課題だが、これまでの実証分析の結果と今回のヒアリングの結果を組み合わせた分析を通じて、ほぼ収斂を見せた内外機関投資家の行動が、企業統治において積極的な役割（経営の規律づけ機能）を演じ始めた可能性を指摘する⁶。

以下、本稿は次のように構成される。第2節では、1990年以降の我が国の株式所有構造の変化を概観する。第3節の課題は、機関投資家の銘柄選択行動の分析である。第4節は機関投資家の保有比率の変化が、投資収益に与える影響を分析する。第5節は、機関投資家の議決権行使行動を検討する。第6節は所有構造の変化が内部統治構造の選択、企業行動、パフォーマンスに与えた影響を整理する。第7節は結論である。

2. 株式所有構造の変化

2-1 インサイダー保有からアウトサイダー保有へ

株式所有構造を分析する場合、保有主体の保有目的から投資収益率の最大化を目的とする株主をアウトサイダー、投資収益率に加えて、なんらかの私的便益（private benefit）を動機に投資する株主をインサイダーと区分することが有益である。アウトサイダーは、企業と投資家との間に取引関係はなく、機関投資家・個人がその代表である。他方、インサイダーとしては、米国を対象とした分析や、国際比較の文脈では、経営者の株式保有が注目されてきたが（La Porta et al. 1999, Helwege et al. 2007）、戦後のわが国の上場企業では、経営者の保有比率は低く、従業員保有は無視できる程度であるから、関係金融機関（銀行・保険会社）・事業法人の保有が特に重要であった。

1965-90年：インサイダー優位の時代

⁶ なお、今回は企業行動の変化の結果としての企業パフォーマンスに焦点を当てたが、企業行動の変化には例えば配当政策の変更などパフォーマンスそのものには影響を与えないが、投資家の銘柄選択や取締役会の行動と双方向に影響するものも存在する。それらの関係性について分析、理解することも今後の課題として認識しておくことは重要である。

この視角から我が国上場企業の所有構造の進化を概観しておこう。戦後直後の日本の上場企業の株式所有構造は、個人株主中心のアウトサイダー優位の構造にあった。1960年代前半までは、投資信託の保有比率もしばしば10%を超えた。少なくとも戦後直後の15年間は、日本の上場企業の所有構造がアウトサイダー優位の下にあった点は強調されてよい。これが変化したのは、1965年の証券不況からであった。証券不況後の株価安定機関の放出株の銀行・関係企業による買い取り、1971-73年の時価発行増資の際の「親引け」(引受機関である証券会社を介した関係企業への割り当て)の慣行を背景としてインサイダーの保有比率が増加し、**図2**の通り1970年初頭にほぼインサイダー優位の構造が完成した。しばしば日本型と呼ばれ、法人所有、ないし企業・金融機関間の相互持ち合いによって特徴づけられる構造が現れたのはこの時期からであり、その後、このインサイダー優位の構造は、1990年代前半まで安定的に推移した⁷。

==**図2**：インサイダー・アウトサイダー・表1：株式所有構造==

1991-97年：海外機関投資家の増加

バブル崩壊後の1990年代に入ると、海外機関投資家の保有比率が徐々に増加した。91-97年まで海外部門は、一貫して買い越しで推移し、その規模は1~4兆円に達した(**図3**)。この増加は、米国・英国系の機関投資家の日本市場への投資の拡大に基づき、その背景には、中心の一つは、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)などの年金基金の海外運用の拡大があった(代田2002、第3章)。**表2**の通りカルパースは、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た。93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など、その機関投資家としての行動が注目を集めた(Jacoby, 2009、113)。

== **表2** 年表/**図3** 売越・買越 about here ==

銀行危機から2002年

⁷ 川北(1995)、宮島・原村・江南(2003)、Franks, Mayer and Miyajima(2011)など参照。

1997-2002年には、内外の機関投資家保有が増加した。この背景には、銀行危機と前後した持ち合いの解消があった(Miyajima and Kuroki 2007)。持ち合いの解消による浮動株の増加が機関投資家保有の増加の条件であったことは強調されてよい。

図2の通り海外機関投資家保有比率は、ITブームを背景として、1999年に4.5%ポイント上昇して18%に達し、第1のピークを迎え、その後ITバブルの崩壊にともなう株価低下局面(00-02年)では、18-19%で安定した。しかし、この間、海外機関投資家の売買回転率は上昇しており(図4)、頻繁に保有銘柄を入れ替えたことが伺える。また、米国型のガバナンスの普及を図るカルパースの活動は活発であり、米国型のガバナンス構造を備える企業にプレミアムを与えるなどのキャンペーンが展開された(Jacoby 2009)。

またこの時期には、国内の機関投資家の保有も顕著に増加した。1996年のビッグバン以降規制緩和が進展し、97年12月には厚生年金基金に関するいわゆる「5・3・3・2規制」が撤廃され、すべての基金で自己責任に基づく自由な資産配分が可能となった⁸。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た。この制度変化のインパクトは大きかった。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。運用初年度末(02年3月)における同基金の日本株の保有残高は6.7兆円であり、その運用が国内の信託銀行・投資顧問会社に委託された。この結果、2003年度末には、国内の機関投資家の保有比率は、20%を超え、日本のリーディング企業の所有構造の変化に大きく寄与した。

== 図4 売買回転率 ==

2003年以降：アウトサイダー優位の安定

世界景気の回復した2003年から海外機関投資家の日本株投資が再び増加した。03年から06年の海外機関投資家の買い越しは、6~8兆円に上り、その保有比率は東証時価総額加重で見ると、06年のピークには28%に達した。この間、カルパースが投資方

⁸ 5・3・3・2規制では、年金資産の構成を、安全性の高い資産5割以上、株式3割以下、外貨建て資産3割以下、不動産等2割以下に定めていた。

針を見直し日本市場での投資活動を後退させる一方 (Jacoby 2009)、ステイール・パートナーズやザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンドなどのアクティビストファンドが新たな市場参加者として登場した。他方、国内機関投資家は、03年から売り越しに転じ、04-07年の保有比率は20%前後で安定した⁹。

内外の機関投資家保有の増加と並行して、2003年からは議決権行使体制が整備され、05年には会社提案が否決されるケースが現れた。また、キャッシュリッチな中規模企業を中心に大量買い付け事件が発生し、それに対応して買収防衛策が導入された。

以上の事態を背景に、2005年から銀行の事業法人株保有の再開、事業法人の取引先株式の保有などが、持ち合いの「復活」として注目された(図2)。もっとも、この事業法人の買い越しの増加に見られる企業の対応は、98年以降ほぼ単線的に進展したアウトサイダーの増加の傾向に歯止めをかけた点で注目されるものの、「復活」と表現されるほどの規模を持つものではなかった。この時期に、持ち合いを再度大幅に増加させたのは、現預金保有が大きい、大量買い付けを受けた経験があるなどの一部企業にとどまった。¹⁰

その後、2008年のリーマン・ショック後、一時外国人の売り越しが増大したが、2009年度には外国人の投資は回復した。一方、株価急落のために事業法人の株式保有を増加させた企業は、キャピタルロスの減損処理を強いられた。この結果、2006年以降、内外の機関投資家の保有比率は、50%程度という構造で安定を示し始めた(図2)。

2.2 上場企業の所有構造

海外機関投資家の投資対象の拡大とその特徴

以上のように、海外機関投資家の保有比率の上昇は1990年から始まり、1997年に加速し、2006年度末にピークを迎え、その後ほぼその水準で安定したかに見える。そこで、2000年代後半の株式所有構造を整理しておこう¹¹。

⁹ ITバブル後の国内株の運用成績の低迷のため、公的年金が運用の中心を、債券・海外株にシフトさせたためである。

¹⁰ 詳しくは、宮島・新田(2011)、pp.125-131参照。

¹¹ なお、ゴールドマンサックスやメリルリンチなど外資系証券会社の自己勘定の保有分は保有主体別分布では、外国人保有ではなく、証券会社で報告されるので、この海外機関投資家保有分(表1、図5も同じ)には含まれない。

第1に、1990年代以降進展した海外投資家の増加は、上場企業すべてが均等に進展したわけではなかった。この点は、表3の通り海外投資家の保有比率の標準偏差が、この間大幅に上昇したことからもうかがうことができる。91年度末には、4.4%であった海外投資家保有比率の標準偏差は、01年度末には8.0%に拡大し、ピークを迎えた06年度末には12.0%に達した。この格差の拡大は、海外投資家保有比率の分布をみるとより明らかとなる。バブル期の90年以前には、海外投資家の分布は3%未満の範囲の度数が最大であったが、バブル崩壊直後の株価乱高下が一段落した96年度年には、1-3%の範囲の山（左の山）に加えて、5-10%の範囲にもうひとつの山（右の山）が出現した。銀行危機後の99年度年から02年度年には、右の山が、さらに右の10-20%の範囲にシフトする一方、左の山0-1%の範囲へと左にシフトし、両極分化が鮮明となった。海外投資家の保有比率増加が一段と進んだ03年度年から06年度年には、左の山（1-3%）に属する企業の数が減少する一方、右の山（10-20%）に属する企業数が増加した。世界的な景気回復を背景に、海外投資家が日本企業を広くそのポートフォリオに組み入れたためであった。海外機関投資家保有比率がピークを迎えた06年度年を詳しくみると、20-33%の範囲に339社、33%以上の範囲に128社が分布する一方で、海外投資家の保有比率が5%未満の企業もいまだ424社に上る。機関投資家を中心としたアウトサイダー優位の企業群とインサイダー保有の依然高い企業群とが並存している。

また、海外機関投資家の株式保有を時価総額規模別にみれば、図5パネル1の通り、その上昇は2006年の時価総額2,311億円以上の第5V分位の大企業で主として発生していた。とくに、99年の上昇は第5V分位のみで発生していたのが注目されよう¹²。それに対して、03年からの上昇は各分位で全般的に発生している点に特徴があるが、一貫して第5V分位の上昇は大きく、06年のこの分位の平均値は25%に達した。

==表3 外国人投資家の保有比率の分布 ==

== 図5 時価総額5V分位別所有比率 ==

¹² 各分位の2006年の中央値は、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122億円である。また、各分位の閾値は、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。

第2に、外国人投資家の売買回転率は、図4によれば、2000年代には、サブプライム・リーマン危機の時期を除いても、1990年代に比べてやや上昇し、平均して2を上回った¹³。もっとも、この図4には、機関投資家以外の外国籍の保有主体が含まれ、とくに高頻度取引を行う投資家やヘッジファンドが売買回転率を引き上げているから、海外機関投資家の売買回転率はいま少し低いと見られる。ヒアリングでは、投資信託を業務の中心とする機関も年金受託中心の機関も、売買回転率は概ね0.5~1回と報告している¹⁴。ただ、それにしても、外国人の保有分はインサイダーのみならず、アウトサイダーに分類される他の保有主体に比べて、銘柄入れ替えの頻度は高いと判断してよからう。

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。

第3に、海外機関投資家の保有比率は、日本のリーディング企業では30%近くまで上昇したが、単一の運用機関が3~5%以上を保有しているケースはいぜん多くない。例えば、ややサンプルが成熟企業に偏っているが、1950年からデータの連続する109社の所有構造の変化を追跡した分析では、外国人保有の単純平均は1980年6.9%、90年6.1%、00年13.0%、09年19.5%と大きく上昇しているが、10大株主に占める外国人の保有比率は、80年2.8%、90年1.8%、00年3.0%、09年3.1%とほとんど変わらない（Franks, Mayer and Miyajima 2011）¹⁵。このことは、外国人保有比率の

¹³ 図2の外国人は、機関投資家以外の保有主体が含まれている。

¹⁴ 海外機関投資家A、B、及びDからのヒアリングによる。

¹⁵ サンプルは、1937年か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。

増加にもかかわらず、それぞれの保有比率は低く、単独で企業の意思決定に影響を与えられるほどのブロックを構成していないことを示している。

最後に、東証1部上場企業でも、下位企業では、海外機関投資家の保有比率は低い。2006年時点で、時価総額812億円以下(図5パネル1の第3V分位と第4V分位の閾値)の企業の保有比率の平均は、7%前後である(図5パネル3)。2003年以降の海外投資家の増加局面では、IT関連の企業の一部の成長性の高い企業が日本株に組み入れられる事例や、現預金保有などが多く、アクティビストファンドの投資対象となるケース(例えば、スティーラー・パートナーズなど)が見られたが、全体に占める比重は小さい。表4の通り、例えば2006年度末の各分位(323社)中、海外機関投資家の保有が、30%を超えるケースは、第5分位が122社に対して、下位の第2、第1V分位では、それぞれわずか4、2社にとどまる。また、20%を閾値としても、それぞれ10、33社である。

==表4 規模別海外投資家保有==

国内機関投資家

国内機関投資家の保有が上昇したのは、年金運用に関する規制緩和が実施された1998年からであった。1998年以前の表1パネルAの「信託銀行保有分」には、特定金銭信託金、ファンド・トラストが含まれているとみられるが、連結会計への移行、時価会計への移行と並行してその解約が徐々に進む一方、それに代わって投資顧問会社の年金の委託部分が増加した。なお、この「信託銀行保有分」には、海外金融機関日本法人の年金運用受託分が含まれる点は注意を要する。既述の通り国内機関投資家の増加は、00年から02年に大きなスパイクがあり、それ以降は、東証時価総額加重で見ると、国内機関投資家の保有分は概ね20%弱である。その内訳は、02年-08年について投資信託が3-5%、信託銀行の年金運用部分が3.5-6%、投資顧問会社の年金受託部分が10%前後の範囲でほぼ安定していた。国内機関投資家にも、海外機関投資家と同様の規模格差があるが、各企業の保有比率を特定できる投資信託・信託銀行年金信託の保有分合計で見ると、時価総額の大きなグループである第5・第4V分位の差は小さい(図5パネル2)。他方、公的・私的年金などの投資顧問運用委託分については、2000-02年の急増の局面では、第4・5V分位の上昇が顕著であったのに対して、2003

年以降の局面では格差が縮小し、海外機関投資家に比べれば、相対的に規模の小さな企業も運用対象となっていることが伺える。

内外の機関投資家保有比率の合計は、海外機関投資家と、国内機関投資家の動きが対照的であるため傾向はなだらかとなるが(図5のパネル4)、時価総額規模別の保有比率格差は拡大しており、2000年代後半には、第5V分位の大企業では、すでに機関投資家保有比率は50%前後に達しているのに対して、第1V分位の小規模企業では、15%前後、中位の第3V分位の企業では30%前後であることが確認できる。

当然の関心として、この国内機関投資家(年金信託・投資顧問)の運用分に占めるアクティブとパッシブの内訳が興味を惹くが、残念ながらその全体像を示すことはできない。しかし、国内最大の公的年金である年金積立金管理運用独立行政法人GPIFの運用構成を見ると、表5の通り運用初年度の2001年度こそアクティブ運用の比重が5割を超えたが、その後、組入れ株のパッシブへのシフトが発生し、03年度からは日本株の運用の75%以上をパッシブ運用が占めた。上記のうちアクティブ運用の60-70%、パッシブ運用の80-85%を国内信託銀行、および投資顧問会社が担っていた。なお、売買回転率をみると、投資信託が1990年代に比べてやや低下しているが、概ね0.6から1.0程度である(図4)¹⁶。

== 表5 GPIF about here ==

金融機関(銀行・保険会社)

内外の機関投資家保有比率の増加と対照的に、1990年以降、金融機関(銀行・保険会社)の保有比率は一貫して低下した。1996年度末の金融機関の保有比率の平均は、11.3%であったが、その後、金融機関は保有株の売却を進めた。その結果、保有比率は2005年度末には、4.7%まで低下して、以降その水準で安定した(表1)¹⁷。時価総額別にみると、全体として内外機関投資家の動向と大きく異なって保有比率に規模別の大きな格差はなく、上場企業間で均等に低下していることがわかる。ただ、1997-04年の持ち合いの解消局面では、第4・第5V分位の低下が急速であり、05年以降には、

¹⁶ たとえば、ヒアリングによれば、国内機関投資家Aで約0.5回転、国内機関投資家C、及びDで約1回転程度とのことである。

¹⁷ なおリーマンショック後、大規模ではないが、金融機関は再度売却を開始している。

これら大企業の金融機関保有比率が下げ止まる一方、第1・第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(図5、パネル5)。

この規模別保有比率の動向は、1998-04年の持ち合いの解消局面では、金融機関が流動性の高く、時価総額の大きな企業を売却する一方、05年以降の局面ではゆっくりと保有銘柄の入れ替えを進めたことを示唆する。銀行の保有ポートフォリオを整理した表6によれば、銀行ポートフォリオ構成企業は、2005年まで、東証一部上場企業からなるポートフォリオに比べて、成長性の低い企業、パフォーマンスの低い企業、リスク(負債比率)の高い企業に偏っていたが、08年度末にはその偏りはほぼ消失している。

また、以上の動きは、売買回転率の動きとも整合的である(図4)。銀行・保険会社の売買回転率をみると、1999-02年にやや上昇したのち、06-07年に再び上昇した。前者は、持ち合いの解消にともなう売却によるのに対して、後者は銘柄の入れ替えを反映していると見ることができる。しかし、上昇したとはいえ、2006-08年の銀行・保険会社の売買回転率は0.1程度であり、安定保有という性格に大きな変化は生じていない。

== 表6 銀行ポ-トフォリオ about here ==

3 機関投資家の銘柄選択行動

3.1 モデル：機関投資家の銘柄選好関数の推定

では、以上の機関投資家の増加は、いかなる要因によって支えられたのか。この点を明らかにするために、先行の研究を参考として、以下の銘柄選択に関するモデルを各保有主体(海外機関投資家、国内機関投資家、銀行・保険会社計)別に推計する。

$$SH_{it} = F(Z_{1t}, Z_{2t}, Z_{3t}, Z_{4t}, Z_{5t}, Z_{6t}) \quad (1)$$

ここで、SHは、各機関の保有比率である。他方、説明変数の Z_1 は、機関投資家にとって売買可能な部分をコントロールする変数であり、浮動株比率を導入した¹⁸。 Z_2

¹⁸ 実は浮動株比率の決定も完全に外生ではない。浮動株は、事業法人・金融機関の売却によって増加し、この売却は事業法人の持ち合い関係の継続・解消の決定によって決定されるからである。所有構造が、インサイダーによって決定される側面については、Kho, Stulz and Wamock (2007)。

は、Gompers and Metrick (2001) に従い、投資行動のヒストリカルな要因を導入した。純資産株価倍率、モメンタムと呼ばれる過去の株価の動向（過去 36 か月の投資収益率の平均）からなる。Z₃ は、流動性に関連する変数であり、時価総額対数値、株価の対数値、株式の取引ボリュームの指標（売買回転率）である。流動性の選好が強ければ、いずれの変数の係数も正の符号が期待される。Z₄ はホームバイアスに関連する変数であり（以下、ホームバイアス要因）、先行研究（Kang and Stulz 1997）に倣って、海外売上高比率、R&D 比率、有利子負債比率、MSCI ダミー（MSCI Japan インデックスの組み入れ銘柄）を導入した。なお、Z₃ の流動性要因も、ホームバイアス要因としての性格ももつ。Z₅ は、Del Guercio (1996) が、細心の受託者責任動機（fiduciary motives as prudence）と呼ぶ変数であり、株価のボラティリティ、配当利回りを導入した。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。Z₆ は、企業統治を表す変数であり（以下、企業統治要因）、ここでは取締役会人数、外部取締役比率、旧六大企業集団ダミーを導入した。Z₄ の有利子負債比率は、顧客との関係の強さを示す変数とも解釈でき、機関投資家が顧客との関係を重視すれば、正の係数が期待される。なお、Z₁-Z₆ の変数はいずれも同期、ないし同期末の値である。最後に推計には、産業特有の影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。

分析対象企業は、三市場 1 部上場の非金融事業法人とし、分析期間は 1991~2008 年度の 18 年間である。さらに、この間の銘柄選択要因の時系列変化を捉えるため、暫定に分析期間を 3 節の概観に従って 6 年毎の 3 期に区分する。各期の特徴は、以下のよう整理される。

Period I (1990/4-97/3) : バブル崩壊後の調整期、不良債権問題顕在化

Period II (1997/4-03/3) : 銀行危機の発生、IT バブルの形成と崩壊

Period III (2003/4-09/3) : 世界的な景気回復とリーマン・ショック

推計は、各年のクロスセクションデータをサンプルとして、Gompers and Metrick (2001) にならって、各年の推計結果を要約した。すなわち、以下の表 7・8 では対象期間の回帰係数の平均値、及び、対象期間のうち回帰係数が正（負）をとった頻度、

そのうち回帰係数が5%水準で有意に正（負）となった頻度を示す。

3.2 海外機関投資家の銘柄選択

海外投資家に利用可能な情報は、国内投資家と比較して限定的であり、文化や言葉の壁もコストを生み出すため、海外投資家は情報の取得が比較的容易な規模の大きな企業を選好すると考えられてきた (Merton 1987, French and Poterba 1991, Brennan and Cao 1997,)。Kang and Stulz (1997) は、日本市場でも、海外投資家が規模の大きな企業を選好する傾向があることを示したが、この実証結果は情報の非対称性仮説と整合的である。また、機関投資家の行動バイアスも、銘柄選択に偏りを生み出す可能性がある¹⁹。

加えて、近年、国際分散投資における企業統治の重要性に注目が集まるようになった。国内外の投資家間の情報の非対称性は、企業統治構造や内部者による搾取の可能性に関して、とりわけ深刻になるからである²⁰。各国特有の取引慣行や、政治的なつながり、銀行との関係、名門家族の社会的地位、経済界のネットワークなどに関する情報は、海外投資家には理解が難しい (Aggarwal et al. 2005, Leuz et al. 2009)。また、内部者（大株主や経営陣等）とその他の株主とで享受する利益が異なるとすれば、それぞれが異なる期待リターンを持つことになり、銘柄選択に偏りが生じる可能性がある (Stulz 1981, Giannetti and Simonov 2006)。多くの実証研究でも、海外投資家が、企業統治の弱い企業への投資に消極的であることが示されている。

推計結果

海外機関投資家の銘柄選択行動に関する推計結果は、表7に要約されている。なお、ここで、海外機関投資家保有比率は、保有主体別分布の外国人保有から、大株主名簿に基づく海外事業法人保有部分を除いて算出されている。従って、国内年金基金が海外機関投資家に委託した部分は含まれず、基本的に海外大口投資家、年金基金の運用

¹⁹ 洗練されていない投資家は、なじみ深い銘柄を選好する傾向があるが、Huberman (2001) によれば、これは認知心理学上の行動バイアス（いわゆる Investor familiarity）である。Hiraki et al. (2003) では、日本市場において国内外の機関投資家が、なじみ深い企業に偏って投資する傾向を持つことが、実証的に示されている。

²⁰ この整備された企業統治に対する機関投資家の選好については、2002年のマッキンゼーのレポートが引用される (Ahmadjian 2007, p.122)。

委託部分を捉えていることになる。

== 表 7 海外機関投資家 about here ==

表 7 の推計結果は、次の点を示している。第 1 に、 Z_1 の浮動株比率は、分析期間の 18 年間すべてについて有意に正となっている。海外投資家のポートフォリオは、浮動株ポートフォリオに基づいて決定されたことが確認できる (Dahlquist et al. (2003))。他方、 Z_2 のうち純資産株価倍率 (BM) は、18 期中 10 期が正であり、海外機関投資家のうち、一定割合は割安株に投資をするバリュー型投資を行っていることが見てとれる²¹。他方、モメンタム要因は銘柄選択の要因となっていない。

第 2 に、 Z_2 の流動性、 Z_3 の流動性、ホームバイアス要因の影響をみると、期間分割にかかわらず、海外機関投資家は、①企業規模 (時価総額規模) が大きく、②株価水準が高く、③売買回転率の高い企業、及び①海外売上高比率が高く、②負債比率が低い銘柄を選好することが示されている。また、MSCI ダミーは一貫して有意である。その係数は、通期で 0.032 と平均保有比率 8.1% のほぼ 4 割を占めることとなり、経済的規模も大きい。流動性、及びその他のホームバイアス要因は、1990 年以降、海外機関投資家の銘柄選択を決定しており、2003 年以降の局面でもその作用は大きい。

実際、ヒアリングでも、海外の公的・私的年金向けにアクティブ・ファンドを組成する多くの機関投資家は、時価総額で下限を設定し、概ね 300 銘柄程度でファンドを組成している²²。一定以上の規模と組入れ銘柄に十分な流動性が、海外機関投資家の必要条件であり、言い換えれば、海外投資家による圧力は、基本的に時価総額が一定額以上の企業に限定されているという認識が重要である。

第 3 に、興味深いことに、 Z_5 のうち株価のボラティリティは、96 年以前には有意に負であり、海外投資家の銘柄選択の有力な決定要因であったが、97 年以降は非有意となり、決定要因としての重要性が後退した。また、市場の流動性要因は、Period I の 0.15 に比して Period II では 0.04、Period III でも 0.08 と係数が低下している。既述のように海外の運用機関は、90 年代前半に日本における事業基盤を拡大・整備したた

²¹ Gompers and Metrick (2001) の結果と同じであるが、やや頑強性が低い。

²² ヒアリングの対象とした海外機関投資家では、最も低い時価総額の下限は 1500 億円であった。

め、情報の非対称性が緩和され、取引リスクに対する考慮が後退したものと解釈できる。

最後に、 Z_6 の企業統治要因は海外投資家の銘柄選択の決定要因となっていた。96年までの日本の取締役会組織は、①経営の監督と執行が未分離、②過大な人数規模、③内部昇進者中心という伝統的特徴を維持していたが、米英企業の経営組織との差異に着目した海外投資家からの問題提起を契機として、97年以降、日本企業は大規模な経営組織改革に取り組むようになった(宮島・新田 2007)。海外投資家の関心は、90年代中頃から、まずは経営の監督と執行が分離していない大規模取締役会に集まり、経営組織改革がかなりの程度進展した00年代半ば以降には、社外取締役の独立性に移っていった。このトレンドは、表7に要約されている海外投資家の銘柄選好でも確認できる。取締役会の規模が小さいほど、海外投資家に選好されるという傾向は、主としてPeriod I、IIにおいて明確であり、執行役員制が普及したPeriod IIIにはその傾向は消失する。代わってPeriod IIIでは、銀行や支配会社以外から派遣される、独立性の高い社外取締役会を持つ企業に対する選好が強まった。またPeriod II、IIIでは、ストックオプションに対する選好も確認できる。海外投資家は、日本企業に取締役会改革を求めただけでなく、その主張を自らの投資行動にも反映させていたのである。

以上、要するに海外投資家の銘柄選択は、企業規模や海外売上高比率など、企業経営者にはコントロールが難しい企業属性だけでなく、取締役会の組織構造、すなわち、株主に対する経営姿勢をも評価して決定されていたのである。

3.3 国内機関投資家(信託銀行・投資顧問)と金融機関

これまで、国内機関投資家の行動に関しては、独立性が乏しく、銘柄選択にバイアスがあることが指摘されてきた。そこで、モデル(1)の被説明変数を、国内機関投資家・金融機関に代えて推計する。ここで国内機関投資家保有とは、投資信託、信託銀行年金勘定、生保特別勘定の保有部分の合計である。信託銀行が名義上保有する投資顧問の運用部分は被説明変数に残念ながら含まれていない点は注意を要する。国内機関投資家の平均保有比率の変化は比較的小さいものの、Period Iの5%からPeriod IIIの7.3%に上昇した。

他方、金融機関は、銀行・保険(除く、特別勘定)の保有比率の合計である。金融機関の持ち株比率は、Period Iの12%からPeriod IIIの4.9%まで、この20年間で3

分の1近くまで低下している。ただ、Period IIIの標準偏差は6.3%で、変動係数は大幅に上昇しており、一部の企業で、大幅な減少が見られる一方で、いぜん金融機関の保有比率の高い企業が存在することを示している。国内機関投資家および銀行、生保の保有を被説明変数とした推計結果は、表8のパネル1、2の通りである。

==表8 国内機関投資家、金融機関銘柄選択==

注目すべきは、第1に、国内金融機関は、全期間の推計で見るとZ₁の浮動株比率が高く、Z₂、Z₃の変数のうち時価総額が大きく、取引ボリュームが大きく、海外売上比率が高く、有利子負債比率の低い企業の株式を選好することである。この点で、国内機関投資家の銘柄選択行動は、海外機関投資家と大きな差はない。さらに、以上の銘柄選択行動の特徴は、Period IIIになるとより明瞭である。Period IとPeriod IIIを比較すると、Period IIIには、時価総額、浮動株比率の係数が上昇し、また、海外売上比率の係数の有意性が高まった。また、時価簿価比率への正の感応度が上昇する一方、有利子負債比率に対する負の感応も強まっている。この結果は、国内機関投資家の銘柄選択行動が、規制緩和の進展した銀行危機以降に変化し、2003年以降には海外機関投資家のそれとの差が縮小したことを示唆している。

他方、第2に、銀行・保険会社は機関投資家と明確に異なる銘柄選択行動をとっており、その選好はほとんど逆であった。金融機関の保有比率は、時価総額（規模）、流動性、海外売上比率にはほとんど感応しない。浮動株比率には負に感応し、有利子負債比率にはむしろ正に感応するケースが多い。また、研究開発比率が低い企業を選好している。以上の傾向は、期間を通じて変化はなく、Period IIIでも上記の傾向は明瞭である。同期には、金融機関の株式保有は、内外の機関投資家と対照的に有利子負債比率が高く、株価が低い企業の株式に偏っていた。

第3に、国内機関投資家と、海外機関投資家との差に関しては、国内機関投資家の推計ではMSCIダミーの係数がむしろ負のケースが多く、海外売上比率の有意性が低い点が注目される。この結果は、国内機関投資家が小型株の投資信託の組成に外資系に対する優位があると認識しているというヒアリングの結果とも一致する²³。

²³ 国内機関投資家Aでは、運用のプロダクトごとに運用方針があり、規模が小さいものも投資対象に含めている。「ユニバースを広げれば広げるほど、アルファは獲得しやすいという哲

最後に、企業統治の変数に関しては、国内機関投資家の銘柄選択行動は、役員数・社外取締役数に関しては、海外機関投資家よりも選好が弱い、ストックオプションに関しては、海外機関投資家とほぼ同様のポジティブな選好があることが確認される。Coffee (2004) は、経営陣に明示的影響を与えることのできない機関投資家は、pay for performance を選好するとの見方を示しているが、わが国の機関投資家にもそれがあつて程度まで妥当することを示している。他方、銀行・保険会社の企業統治面の選好は、機関投資家と対照的である。取締役会の規模（小さな取締役）に対する反応は乏しく、Period III では、規模の大きな取締役会に選好を示している。また、銀行・保険会社の保有比率は、社外取締役に対して計測期間すべてについて有意に負に感応し、ストックオプションについても、導入していない企業ほど保有比率が高い。

以上、要するに国内機関投資家の銘柄選択行動は、Period III には、割安な銘柄を選択し、規模、流動性、財務健全性に対して選好を持つ点で、ほぼ海外機関投資家と一致した。他方、銀行・生命保険等の銘柄選択行動は、内外機関投資家とは大きく異なり、いぜんインサイダーとしての特色を維持していた。

4. 機関投資家の増加と企業統治 I Exit : 保有比率の変化と投資収益率

では、以上の機関投資家の増加は、企業統治にいかなる影響を与えたのか。一般に、機関投資家が企業統治に影響を与える経路は、Exit と Voice である。まず、前者の側面から検討しよう。この点を検討するために、内外の機関投資家の銘柄選択がどの程度投資収益率に影響するかを、以下のモデルを用いて検証する。

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

ここで、 R_{it} は、投資収益率であり、企業 i の各年の投資収益率と TOPIX に基づく投資収益率の差をとった、超過収益率である。説明変数の X_i は、 R_i に影響を与える変数であり、前節のモデル(1)と同一の変数について 1 期ラグをとった値を用いた。 SH_{t-1} は、各機関投資家の期初(前期末)の保有比率の水準、 ΔSH_t はその当期の変化であり、この SH_{t-1} 、 ΔSH_t として海外機関投資家、国内機関投資家、金融機関(銀行・

学」があり、充実した国内企業の調査を基に小型株を組み入れたファンドを組成し、そこに、小型株は投資対象としない外資系金融機関に対するアドバンテージを求めている。

保険会社の合計)を同時に導入した。以下で注目するのはこの ΔSH_t である。

もっとも、あらかじめ注意を要するのは、Gompers and Metrick (2001)も指摘するように、仮に企業の投資収益率が、 ΔSH_t に正に感応しても、この関係が、①各投資家が企業*i*の当期の株価の上昇を的確に予想した結果なのか (smart investor 仮説)、あるいは、②各投資家の投資の増大が、需要ショックとなって、株価の上昇をもたらしたのか (需要ショック仮説)は識別できないことである。しかし、いずれの理由にせよ、投資収益率の ΔSH_t に対する正の感応は、経営者から見れば、機関投資家保有の増加(減少)が、株価の上昇(低下)をもたらすことを意味し、その銘柄選択を促す行動、あるいは、売却(Exit)を抑制する経営戦略をとる圧力となる可能性を示唆する。

表9 パネル1には、1991-2008年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18年の平均と、18観察年のうち各変数の係数が5%水準で有意水準を満たした回数を整理した。パネル2には、ここで注目する ΔSH_t の推計された各年の係数とその有意水準、 ΔSH_t の各年の平均と標準偏差、及び ΔSH_t の係数に1標準偏差を乗じることによって求めた経済的規模を示した。

== 表9 保有比率の変化と投資収益率 ==

注目すべきは次の諸点である。第1に、海外機関投資家の増加した Period I (1991-1996)では、投資収益率は、海外機関投資家の増加に対して正に感応的である。この推計結果によれば、その平均的な規模は、 1σ (2.8%)の海外機関投資家の保有比率の上昇が、6.0%の投資収益の上昇と対応していると試算される。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この時期には不安定である。

第2に、Period II (1997-2002)では、1998-99年の投資収益率の、海外機関投資家保有比率の変化に対する感応度が大きく、1標準偏差で計ると99年には、19.7%に達する。一方、国内機関投資家の保有比率に対する投資収益率の感応は、97年から有意となり、海外機関投資家の係数が有意性を失った00-02年にかけても有意に正であり、係数も大きい。この時期は、国内機関投資家が年金運用額を増大させた時期に当たり、その投資の増大は、需要ショックとなって、ファンド組み入れ銘柄の株価の相

対的な上昇につながったと見られる²⁴。

世界同時好況による株価の上昇と、サブプライム危機による株価の低下を含む Period III (2003-2008) では、04年を例外として、投資収益率は、海外機関投資家の保有比率の増加に正に感応しており、同様に、国内機関投資家の保有比率にも正に感応していた。その規模は、概ね同一であり、両者を合わせた経済的規模、つまり、内外機関投資保有比率がともに1標準偏差増加した時、合計したその経済的規模は15%程度と試算される。この時期、海外機関投資家の保有比率の平均は、対照的(補完的)な動きを示したが(表2、図5)、いずれもその保有比率の増加(減少)が投資収益率の上昇(低下)をもたらす点では同一の関係を示していた。この意味で、Period IIIには、内外機関投資家の投資(売却)行動は収斂したと見ることができよう。

5. 機関投資家の増加と企業統治 II Voice : 機関投資家の議決権行使

5.1 議決権行使体制の整備

機関投資家が企業統治において影響力を行使するExitと並ぶもう一つの経路は、Voice、すなわち議決権行使である。日本における機関投資家の議決権行使が真剣に意識されたのは1998年からであった。前掲表2の通り同年厚生年金基金連合会(現企業年金連合会)が「年金基金のコーポレートガバナンスに関する研究報告書」を公表し、カルパースが日本企業向けのコーポレートガバナンス原則を発表した。また同年には旧三井信託銀行が日本の機関投資家として初めて議決権行使により棄権(実質反対)票を株主総会で投じた²⁵。

もっとも、議決権行使体制が本格的に整備されたのは、表2の通り国内公的・私的年金の株式運用が本格化した2001-03年であった。厚生年金基金連合会のガイドラインの公表、日本証券投資顧問業協会「議決権行使の自主規制ルール」の決定に対応して、委託を受ける信託銀行・投資顧問会社では、議決権行使委員会が詳細な基準を定め²⁶、それを事前に企業に提供し始めた。また、2001年には議決権行使助言会社ISSがわが国でも活動を始めた。各機関が公表した議決権行使の基準には幅はあるものの、

²⁴ ただし、この時期投資収益率はマイナスであり、公的年金は日本株の運用パフォーマンスの低さに不満を募らせていた。

²⁵ 反社会的行為を行った企業の退任役員への退職慰労金支給の議案に対する棄権である。

²⁶ 同ルールは、「議決権等行使指図の判断基準を設けるとともに意思決定プロセスを明確し、……体制を整備する」ことを求めた。その後の経過については、社団法人 日本証券投資顧問業協会『投資一任会社における議決権行使10年間の推移について』2011年12月、参照。

この議決権行使の基準が公表されることによって、企業側には機関投資家の行動に関して予見可能性が徐々に形成された。他方、2001年の海外機関投資家の議決権行使は、保有分のうち25%前後との指摘があるが (Amadjian 2007)、その後の電子投票の導入によって、大幅に上昇したと見られる。

この結果、2004年から機関投資家の議決権行使は、新たな段階に入った。議決権行使基準の整備とともに、機関投資家の反対行使比率が上昇した。04年の厚生年金基金連合会のインハウス運用分の反対行使比率は25%に達し、投資顧問(投資一任会員会社)業でも、04年に10%、05年には15%に達した(図6)²⁷。海外機関投資家の議決権行使が増加した結果、会社提案に対する反対票の行使比率も上昇した。商事法務の調査によれば、海外機関投資家の反対票の確認できる企業は、98年の19.2%から06年には63.5%に上昇して、その後安定した²⁸。

しかも、この時期には、既述の通り一部の企業では、アウトサイダー保有が過半を超えたために、会社提案の議案の否決の可能性が現実的となった。実際、2005年には、会社提案が否決されるケースが現れた。この年には、敵対的買収、ファンドの大量買い付けが社会的注目を集め、買収防衛策の導入が争点となったが、そうした環境の中で、ファナックの株主総会で発行可能株式総数を引き上げる定款変更議案が、買収防衛策導入の準備とみなされて否決された。これが会社提案の否決された最初のケースであり、同年には他に東京エレクトロン、横河電機の定款変更議案が否決された²⁹。07年には、東京鋼鉄による大阪製鉄の経営統合議案が否決された³⁰。この案件は、経営者同士で合意したM&A案件であっても、株主の反対により否決されることがわが国でも起こりうることを示した点で注目を集めた。いまや一部の企業では、総会議案が否決される可能性が生まれ、そのため議案が通る見込みがないため、議案を撤回する事例も発生した。

²⁷ なお、06年から反対行使比率はやや低下し、企業年金連合委託分が、20%前後、投資顧問が10%で推移している。

²⁸ 『商事法務・株主総会白書』各年版に「議案に対して『否』を支持した(海外)機関投資等の有無」による。なお、2011年は、58.5%である。

²⁹ 翌06年には、任天堂の剰余金処分権限を取締役に譲渡する定款変更案が事実上否決された。

³⁰ もっとも、この否決は、大株主であるいちごアセットマネジメントの反対に、個人株主が同調したケースであり、機関投資家との関係は乏しい。

== 図5 反対議決権票 about here ==

5.2 議決権行使手続

では、2005年前後に整備された議決権行使の特徴はいかに理解できるか³¹。ヒアリング結果から得られた注目すべき点を3点指摘しておこう。

第1は、各運用機関の議決権行使手続きの差である。ヒアリングによれば、アクティブ運用主体の投資顧問会社では、議決権行使にあたって、個別企業の実態(収益他)に重点を置いた判断を行う傾向があるのではないかとの指摘(国内機関投資家D)があり、実態を見ようとする姿勢が比較的強い。その際全議案をくまなく見る投資顧問会社と、パフォーマンス基準でスクリーニングをかけた後、精査する投資顧問会社がある。大和投資信託の議決行使基準では「最終損益が3期連続赤字、またはROEが3期連続低水準にある企業の議案は精査する」方針を示しており、日興アセットマネジメントもROE、ROA、株主還元の状況でスクリーニングをすとしてしている。他方、パッシブ運用を中心とする信託銀行では、議決権行使にあたって全議案を精査する方式が支配的と見られる。例えば、国内機関投資家Bは、2003年前後まで、業績でスクリーニングをかけ、低業績企業について精査して、議決権行使を行うという手続きをとっていたが、2003年前後を境にして、全議案を見るという形に変わってきたという³²。議決権行使の判断については、個別企業の実態よりは形式要件などにに基づき判断を行う傾向が強い

第2は、投資信託の組成と、年金運用受託を兼営する金融機関が議決権を統一的に行使しているか否かである。国内機関投資家の場合(例えば、国内機関投資家A)、投資信託、投資顧問業の保有部分を合算して統一的に行使している。主要国内機関投資家は、議決権行使委員会などの専門の議決権行使機関を設置しており、保有株すべてについて議決権は統一的に行使されているとみられる。他方、海外金融機関のうち内外の年金委託を業務の中心とする機関は、国内年金委託部分だけでなく、「海外投資家

³¹ 議決権行使に関するこれまでの研究は、Yermack (2010)が手際よくまとめている。

³² なお、議決権行使に関する主要な事務作業は、ISSに委託している場合が多い。手続き的に、詳細な議決権行使ガイドラインをもとにISSに一次判断を依頼し、それを内部でチェックして、必要ならば書き換える(海外機関投資家A)、同様に議決権行使基準を渡してアウトソースし、その結果を再チェックするなどのケース(国内機関投資家A)が多い。それに対して、国内株では利用しないケースや(国内機関投資家B)、参考程度に使っている(国内機関投資家C)ケースもある。

から委託により投資している日本株についても日本で議決権行使をする」(海外機関投資家 A)。この場合、例外的に、最終投資家の依頼により独自の議決権行使を行う場合もあるが、基本的に議決権は、統一的に行使される。他方、投資信託の組成を中心とする外資系金融機関では、オフショアの運用部分は運用部門が議決権を行使し、日本法人の運用部分は日本の運用部門が行使するという。つまり、議決権行使は、銘柄選択を担うファンドマネジャーが当たり、内外で議決権行使基準が異なる場合もあるという(海外機関投資家 B)³³。

最後に銘柄選択と議決権行使の関係を確認しておこう。パッシブファンドでは、インデックスに従ってしか売却できないため、議決権行使と売却は連動しない。それに対して、アクティブ・ファンドの場合、理論的には反対議案を投じた企業の株式の売却の可能性があるが、実際には、銘柄選択と、議決権行使はほとんど連動していない。主要機関投資家に対するヒアリング項目のうち「株主総会で会社側提案に対して反対票を投じた場合、議案が可決された後、株式を売却するのか、あるいは、保有し続けてボイスや翌年以降の総会での投票で企業に変革を迫るのか」という問いに対しては、「売却することはまずない。ガバナンス基準では売買はしない」(海外機関投資家 B)、「売却はしない。業績予想を下げて売るということはあるが」(海外機関投資家 D)、「反対票を投じても株式を売却することはない。ファンドマネジャーには議決権行使内容は詳細には伝えられない」(国内機関投資家 A)、「売買はファンドマネジャーの決定事項であり、議決権行使委員会は運用についてどうするかという権利は持っていない」(国内機関投資家 B) が共通した回答であった。

5.3 議決行使の実態

では、議決権はいかに行使されているのか。次にこの点を検討しよう。各機関投資家の議決権行使基準の概要は、表 10 に要約されている。金融機関のベンチマークとなる企業年金連合会の基準を一番左の欄に掲げた³⁴。内外の金融機関のうち、投資信託中心の金融機関(フィデリティ・野村アセット)と、年金受託中心の金融機関(JP モルガンアセット・住友信託・大和住銀)を例示として示した。また、2011年度の各機

³³ このため海外機関投資家は不統一行使の届け出を行っている(商事法務『株主総会白書』各年)。

³⁴ なお、企業年金連合会の基準は2010年11月付けで大幅に改定(簡素化)されており、多くの機関投資家が参照したのは改定前の旧基準であった点は留意が必要である。

関投資家の議決権行使の結果は表 11 に整理した。同表のサンプルは、2011 年度の国内年金受託上位 15 社に、海外機関投資家 2 社、国内機関投資家 1 社を加えた 18 社である。このうち役員選任議案に関して一候補者一議案としているケースは、反対行使率の集計から除いたため、役員選任議案のサンプルは 15 である³⁵。2011 年の反対行使率は企業年金連合会（自家運用部分と委託運用の合計）の 11.9%に対して、平均が 19.7%である。個別機関を見れば、最高はブラックロックの 35.1%、最低は明治安田アセットの 7.2%であり、機関間でかなりばらつきがある。

== 表 10・11 議決権行使の基準 ==

議決権行使の対象となる主要議案は、①剰余金処分議案、②報酬関連議案、③買収防衛策関連議案、④事業再編成関連議案、⑤役員選任議案に大別できるが、議決権行使は、基本的に会社提案に対する拒否権であるため、その企業統治における役割は議案により異なる。全体としては剰余金処分・役員選任に関する議案数は多く、買収防衛関連・事業再編成関連の議案数は少ない。

剰余金処分議案：フリーキャッシュフローの抑制

委員会設置会社であるか、定款変更によって規定していない限り、剰余金処分は総会決議事項である。従って、提案議案数は、議決権対象企業数に近い³⁶。各機関投資家の議決権行使基準は、投資企業が過度な利益留保を抑制し、適正な利益配分を求める規定を備え、一部の機関では、配当性向などに定量的な規定がある。例えば、JP モルガンアセットは、自己資本比率が 50%以上あり、さらなる内部留保の蓄積を要しないにもかかわらず、当該年度に実施された自社株買い等を考慮しても総還元性向が 50%を下回る剰余金処分案は原則として承認しないとの基準を設定している³⁷。また、配当性向 30%を最低限として、これに達しない場合、剰余金処分案に反対するという機関投資家も少なくない³⁸。この議案に対する反対行使比率の平均は、6.9%（09 年度は 5.1%）、中央値 3.1%であるが、分散は大きく、40%近い反対権行使比率を示す機関も

³⁵ 他に、定款変更関連議案に対する反対が、商法が大幅に改正された 2006 年には多い。①取締役の解任要件の厳格化、②剰余金の総会決議からの排除、③会計監査人の責任限定契約がその中心である。

³⁶ 剰余金処分権限の取締役会授権企業と無配企業に関しては上程されないため、実際には提案議案数よりも議決権対象企業数の方が多い。

³⁷ なお、アクティビストによる増配の株主提案もこの基準から判断される。

³⁸ 「2009 年株主総会の争点」大和総研『コンサルティングレポート』2009 年 4 月 22 日。

ある。もっとも、この議案は否決された場合、株主は配当受取りが不可能となるだけで、事後的に適正な配当水準が実現できるわけではない。そのため反対票は、会社の資本政策に対する反対意見の表明と理解できる。機関投資家が、配当政策の変更を迫る場合は、企業との対話をおこなうという³⁹。

報酬関連議案：過大支払いの抑制

報酬関連の議決権行使基準は、過大な報酬の抑制と、経営者の適切なインセンティブの提供を目的とする点ではほぼ共通している。機関投資家はいずれもストックオプション・業績連動報酬の導入に原則賛成の姿勢を示す一方、収益の低迷する企業については同議案に対して反対との姿勢を示している⁴⁰。役員報酬議案の提案数を見ると、議決権行使対象企業（剰余金処分案提案数で代替）の約30%が退職慰労金を、15%が役員報酬改定を、10%前後が新株予約権付与を提案している⁴¹。それに対する反対行使率は、①退職慰労金が37.7%、②ストックオプション議案20%と高く、この反対行使率の分散は相対的に小さい。①の退職慰労金に関しては、原則的に反対の姿勢を示している機関も多いためであり（特に社外役員に対するもの）、②は過大な支払を抑制するために、各機関の設定したガイドラインに抵触したケースと見られる。

ただし、もう一方の目的である、経営者へのインセンティブの提供、あるいは、リスクテイクの促進に関しては、会社提案に対する拒否権を与えるだけの議決権行使では、賛成が示されるだけで、それを促進する効果は乏しい。

組織再編成関係

上記の剰余金処分や報酬関連議案に対する議決権行使が、フリーキャッシュフローの抑制や適切な報酬制度の設計という目的に対して、その効果が限定的であったのに対して、合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割などの組織再編成議案に対する議決権行使の効果は、否決されれば会社提案の組織再編が実現できないという意味

³⁹ 海外機関投資家のヒアリングによる。この場合にもTOB、合併と同様に他の投資家との協調も可能性としてはありえるという。

⁴⁰ 例えば、大和住銀の議決権行使基準によれば、①無配、②配当金総額と比べて問題のある役員賞与議案、③3期連続経常赤字にも関わらず、役員賞与金の相当程度の減額または支給となっていない、のいずれかに該当する議案に関しては原則として反対としている。

⁴¹ その他に、取締役会に剰余金処分の決定権を移すという定款変更議案もあるが、各機関投資家はいずれも反対である。

で実質的ということができる。もっとも、議決権行使対象企業のうち組織再編関連議案が提案されるケースは少なくなく、否決票が投じられるケースはほとんどない。例えば、ブラックロックの議決権行使対象企業 1,431 のうち組織再編成議案数は 19 で、反対はゼロであった。また、企業年金連合会の自家運用部分と委託運用を合わせた 1,971 社の議決権行使対象企業のうち再編成議案数は 42 で反対は 1 議案であった。組織再編成議案については、18 機関のうち、1 票でも反対票を投じたケースは 6 ケースのみである。

したがって、このケースでは、最終的な否決票よりも、総会以前の機関投資家との間の対話が重要であろう。ヒアリングによれば、海外機関投資家は、「合併や TOB の際はバリュエーションの妥当性について、積極的に判断し、価格や株式交換比率が低い場合は投資先と交渉する」という。あるケースでは、海外機関投資家 D は、投資先に対して合併比率について意見を表明し、最終的に有利な合併比率を実現したという。海外機関投資家は、配当政策(定款変更による剰余金処分の総会議案からの排除)と並んで TOB、合併を重視しており、そのような「有事」には他の投資家との協調もあるという⁴²。

買収防衛策

アウトサイダー保有比率の急速な上昇、大量買い付け事件の発生、海外企業による M&A の脅威の上昇に直面して、各社は 2005 年以降、買収防衛策の導入を試みた。この買収防衛策の導入に対して各機関投資家は明確に反対の姿勢を示している。買収防衛策に対する否決票が特定できるのは 5 機関にとどまるが、反対比率は高い。特に外資系金融機関は、「既存株主の議決権と株式価値に不利な影響を及ぼす公開買付防衛策は、当社のコーポレート・ガバナンス基準に抵触するため容認できない」(海外機関投資家 B) として、買収防衛策に強い反対の姿勢を示している。それに対して国内機関投資家は、「個別に分析を行い、株主価値を守ると判断される場合を除き反対」する(国内機関投資家 A)、「株主総会の承認、重要情報の開示、有事の発動判断の独立性、等で判断」する(国内機関投資家 C) と、必ずしも原則反対の立場はとっておらず、個別のケースに即して判断するとされる。

⁴² このような「有事」として機関投資家が反対を表明し、会社側が議案を取り下げた事例として、任天堂の剰余金処分変更議案(2006年)がよく知られている。

そのため、海外機関投資家保有比率の上昇した企業では、国内機関投資家の動向が、ライツプランを中心とする買収防衛策の導入・更新のカギとなった。事業法人側は、事前に交渉し、賛成の確認が得られない場合は、提案を見合わせる場合もあると見られる。実際、買収防衛策を更新しないケースが増加していないのはこのためと推定される。

役員選任議案：モニターの強化と経営の評価

議決権行使のなかで、もっとも企業統治面で恒常的に意義をもつのは、取締役選任議案である。取締役による経営陣の監視を実現するためには、独立性が高く、高い専門能力をもつ社外取締役の選任が不可欠であり、議決権行使はこの点で重要な役割を演ずる。さらに、取締役の選任は、企業の業績に対する総括的な評価としても重要である。一部の金融機関では、パフォーマンス基準を設定し、それに満たない場合、経営者の選任に反対する。例えば、業績不振または ROE（株主資本利益率）の著しい低迷が継続し、かつ今後改善が見込まれない場合において経営責任があると判断される場合は、取締役再任に原則反対する（三菱 UFJ 投信）⁴³。

実際の議決権行使の実態を見ると、表 11 の通り役員選任議案は、1 人ごとに議案として集計されるため、議案数は最大である。反対票比率は、取締役選任議案が 28.7%、監査役選任議案が 24.1%であり、いずれも機関間の分散は相対的に小さい。このうちの多くは、社外取締役の独立要件に係るものである。親会社などの大株主・取引銀行(メインバンク)関係者の就任には、基準の設定の仕方に差があるものの、いずれの機関投資家も否定的である。また、独立性の基準は社外監査役の選任基準のほうが取締役より厳しい。

なお、役員選任議案は、経営陣に対する批判票としての意味も持ちつつある。すでに 08 年には、アデランスの取締役選任議案が否決されており、機関投資家が保有比率の過半数を超えた企業にとって、業績の低迷が、選任議案の否決につながる可能性は上昇している。この点で、2010 年から始まった企業の総会議案議決結果の開示は重要な意味を持ったと見られる。経営者の選任議案に対して多くの否決票が投じられた場

⁴³ 具体的な議案を持たない案件に対して包括的に利用され場合もある。例えば、JP モルガンは、「経営意思決定の迅速化のため 15 名以下が適切と考える。15 名超を前提とする取締役選任の議案は、原則として承認しない」と、取締役会規模が適正と認められない場合、否決とするとしている。

合、経営側も経営政策の再検討を促し、さらに、その後の経営者の選任にも影響を与える可能性が高まった。

以上要するに、機関投資家による議決権行使は、とくに買収防衛策の継続や、事業再編成の決定、さらに経営者の選任に関して、その重要性が高いといえることができる。

6 機関投資家の増加と企業行動

以上の所有構造の変化は、Exit と Voice という 2 つの経路で企業行動、企業パフォーマンスに影響を与えはじめたとみられる。その本格的な検討は今後の課題であるが、以下では、この影響をこれまで研究を利用しながら概観する。まず外国人投資家の増加が、内部統治改革（取締役会の機関設計・報酬制度改革）にどのような影響を与えたかを検討しよう。

6.1 内部統治改革

齋藤（2011）は、どのような企業が社外取締役を導入したのか、また、導入は企業業績に貢献したのかを、日経 500 を構成する企業をサンプルとした実証分析を行った。その分析は、米国の推計結果とは異なって、モニタリング・アドバイスのために必要な情報を得るのが難しい企業、経営に伴うプライベートベネフィットの小さい企業ほど社外取締役の導入確率が高く、社外取締役の人数が多いこと、逆に経営者による資源浪費の可能性が高い企業ほど社外取締役の人数が少ないことなどの点に加えて、外国人保有比率は、社外取締役の導入確率を引き上げることを明らかにした。宮島・新田（2007）の分析結果でも、外国人保有比率の高い企業ほど、取締役会規模の縮小が進展し、社外取締役の導入が進んでいることを示している。

以上の結果は、3 節の銘柄選択関数の推計結果とも整合的である。海外機関投資家は、1990 年代後半の局面では、小さな取締役会に選好を示した。また、2002 年以降は、外部取締役とストックオプションについて選好を示した。5 節で確認した通り、機関投資家が議決権行使でも、社外取締役、ストックオプションの導入にいずれも肯定的な評価を与えていることと整合的である。

ただし、次の 2 点は、指摘しておく必要がある。第 1 に、海外機関投資家による社外取締役の促進効果は、漸進的である。機関投資家の主要な投資対象は、時価総額上位 300~500 社であり、外部取締役の選択が合理的な企業では導入が進展し、合理的

でない企業では、内部昇進者からなる取締役会を維持している。実際、現時点では、運用担当者から見ると、社外取締役の効果についての評価・選好は控えめである。

- 社外取締役がいなくとも、優秀な業績を残している日本企業も少なからず存在するので、必ずしも社外取締役が存在する必要性はない。社外取締役の存在によって業績がよくなるとは考えていない⁴⁴。日本企業のディスクロージャーレベルは問題ない。社外取締役の有無は、ディスクロージャーレベルに影響を与えない（海外機関投資家 B）。
- 基本スタンスとしては絶対導入を求めるものではないものの、導入したほうが望ましい。社外取締役がいなくても立派な企業は存在する。そういう企業には無理強いする必要はない。社外取締役導入という外形的な整備が目的化してしまっている可能性がある。制度として導入されていても、実質的に機能していないことを危惧している（国内機関投資家 B）。
- ガバナンスを見ると、社外取締役の有無など（外形基準）に議論が集中する。しかし、企業価値創造経営ができているのであれば、社外取締役が必要とは限らない（国内機関投資家 A）

第 2 に、報酬制度に関しても、機関投資家のアクティブな銘柄選択と議決権行使が業績連動度の高い報酬制度の普及に十分な影響はもっていない。前節で見た通り機関投資家の議決権行使は、いずれも業績不振企業の過大な報酬支払に対して反対票が投じられるのみで、ストックオプションの導入促進には作用していない。ヒアリングでは、現時点の日本企業の報酬水準はむしろ低すぎると評価しており、ストックオプションの導入など業績に連動し、リスクテイクを促進する報酬制度の導入を希望しているが、いまだ強い導入促進効果を生み出していない。ストックオプションの導入は、東証 1 部企業では、2002 年以降、35%程度で現在ほとんど変化がない⁴⁵。

6.2 企業統治と企業行動

⁴⁴ ただし、「日本の社外取締役は英国の社外取締役と違って、株主を代表しているわけではないので、社外取締役は形骸化している」（海外機関投資家 B）として、選任のメカニズムが変わらない限り、社外取締役の導入のみでは意味がないという認識を示している。

⁴⁵ なお、ストックオプション以外の業績連動型報酬のモデルケースとして、ヒアリングを行った機関投資家の多くが資生堂を挙げていた。同社の役員報酬制度は短期、中期、長期のそれぞれ業績に応じて報酬が変動する仕組みであり、今後同様の報酬制度設計を行う企業が増加するかは注目に値する。

銀行危機以降、以上のように日本企業の所有構造は大きく多様化し、機関投資家の銘柄選択行動と議決権行使は内部統治構造の漸進的な改革を促した、では、こうした多様化は企業行動に実質的な影響を与えたのであろうか。次にこの点を検討しておく。

R&D 投資

1980年代前半までの伝統的日本企業の絶頂期には、企業の投資は国内の実物投資が大部分を占め、また、M&Aは少なくグリーンフィールド投資を中心としていた。しかし、1990年代以降、日本企業の投資の重点は大きく変化した。技術水準のフロンティアへの接近、IT革命に代表される技術革新の進展の結果、企業の投資の中心は、物的投資からR&D投資に移動した。そして、所有構造の変化、企業統治の変化は、このR&D投資に部分的に影響を与えた。

もっとも、その影響は、機関投資家が経営の時間的視野の短期化をもたらすというしばしば指摘されるという方向ではない。蟻川・河西・宮島(2011)は、R&D集約7部門の2000-08年のR&D投資について企業を連結総資産3000億円以上の大企業と、1000億円以下の成熟企業、新興企業に分割し、R&D支出のキャッシュフロー感応度に対する外国人投資家保有比率の影響をテストした。その結果、大企業のR&D投資はキャッシュフローに影響されることが少なく、外国人保有比率の水準はこの感応度に影響を与えなかった。それに対して、1000億円以下の成熟企業・新興企業では、R&D支出のキャッシュフロー感応度は高いが、外国人投資家保有比率はその感応度を引き下げていた。つまり、外国人投資家は、その事例は限定されていると見られるが、ある種の保証効果を通じて、企業のR&D投資を促進していた可能性が高い。

一般に、機関投資家の存在が過度に企業行動を短期化し、長期的な企業業績に負の影響を与えると指摘されるが⁴⁶、この見方が成立するためには、機関投資家の情報生産能力が低く、当期の配当を収益、ないし企業の成長可能性の代理変数としているという前提がある。しかし、すでに、1990年以降日本市場で活動してきた海外機関投資家の情報能力は改善されたとみられ、内外機関投資家とも、当期の業績(配当)のみを銘柄選択の基準に使っておらず、近視眼的な傾向は確認できない。実際、ヒアリング結果でも、R&D投資の減少は、長期的な成長可能性を引き下げるものとして「悪い」

⁴⁶ Porter(1992)は、80年代の米国企業の競争力の後退の一因として強調した。Bushee(1998)は、この可能性を検討している。

材料とみなされている。

- R&D 支出と効果は業績予想に織り込む。急な変動は注意して見る。安定している方が成果は出ているのではないか。急に増やしても、成果が出た会社はあまり見たことがない。自動車産業では、リーマンショック後に研究開発費を急激に落としたが、3年後、韓国勢に燃費で抜かれた。これは研究開発費削減の悪影響の典型事例。減らすと収益は一時的に良くなるため、上方修正したくなるが、我慢すべきだろう(海外機関投資家 D)。
- 経済環境が悪くなっても R&D や広告費をきちんとかけている企業は長期的にはプラスに評価している。R&D をきちんとしている企業は過小評価になる可能性もある(海外機関投資家 A)。
- R&D は成長投資と無駄遣いの違いを検証する (国内機関投資家 D)。

本格的な実証は今後の課題であるが、Bushee (1998)が指摘するように、内外の機関投資家は、近視眼的な投資家というより、洗練された投資家として、安定的な R&D を促進している可能性が高い。

M&A と事業再組織化

1999年以降、日本企業は、新たな成長戦略としても事業再組織化の手段としても M&A を積極的に利用した。この M&A に関しては、機関投資家の保有比率が高いほど企業の M&A を選択する確率が高く、逆に、取締役会が内部者から構成される傾向が強いほど M&A を選択する確率の低いことが明らかとなっている(蟻川・宮島, 2009)。前者は、外部ガバナンスが市場ベースに変化し、潜在的に買収の脅威の高まった企業ほど、自ら進んで M&A 戦略を採用する傾向を示し、後者は、取締役会が従業員の代表の側面の強い企業ほど、組織の融合のコストを回避するため企業は内部成長を選好したものと解釈できる。

外国人投資家はコアビジネスへの集中を望み、多角化をディスカウントする傾向がある。また、株価に関連した指標に企業経営の重点が置かれる結果、収益性の低い事業を縮小する圧力が強まる。さらに、機関投資家は付加価値のより大きな分配を求める。こうした資本市場の圧力は、収益性の低い事業の分離、生産性に応じた分権的な賃金決定を要求する。実際、Ahmadjian and Robinson (2005)、Ahmadjian (2007) は、企業の外国人保有が増加するにつれて、ダウンサイジングや資産売却の可能性が

高まることを指摘している。

また、海外機関投資家の存在は、M&A デीलに介入し、不適切な M&A や、過大な M&A を抑制する可能性もある。ヒアリングでは、いくつかのケースが確認された。例えば、海外機関投資家 D は、「M&A の統合比率では、納得いかない場合は説明を求める」という。ただし、合併や TOB のバリュエーションの妥当性について、積極的に判断し、価格や比率が低い場合は投資先と交渉するケースは、機関投資家の株式保有比率が高いことが条件となる。5 節で述べた統合比率が変更になったケースでは、海外機関投資家 D の当時の持分比率は 11%程度であった。

財務選択

株式所有構造の変化は、利益金処分にも影響を与えた。宮島 (2011) によれば、高い外国人保有比率が配当の利益弾力性を引き上げ、安定保有比率がそれを引き下げる傾向には銀行危機前後で差はないが、その規模は、銀行危機後大きく増加した。銀行危機後には、外国人保有比率が 1 標準偏差 (11.5%) 平均より高いと、限界配当性向は 3.3%ポイント上昇し、安定保有比率が 1 標準偏差 (8.88%) 高いと、限界配当性向は、3.0%低下することとなる。株式所有構造の変化は、企業の財務選択にも実質的な影響を与えた見ることができよう。この推計結果は、第 4 節でみた議決権行使の基準とも合致している。海外機関投資家の増加は、かつての安定配当政策からの離脱を誘発したのである。

6.3 機関投資家の増加は、パフォーマンスに影響を与えたか。

では、株式所有構造の変化と並行した内部統治改革は、企業の事後的なパフォーマンスにどの程度影響を与えたのか。

第 1 に、機関投資家の増加が、内部統治の改革を介して、パフォーマンスに影響を与える経路がある。内部ガバナンス改革のパフォーマンス効果に関する実証分析の結果において確実な点は、取締役会の縮小がパフォーマンスの上昇をもたらす傾向のあることである。取締役会の規模の縮小は、意思決定のスピードの上昇を介してパフォーマンスの改善に寄与した (宮島・新田, 2007; Miyajima, 2007)⁴⁷。他方、企業の内

⁴⁷ 執行役員制の導入は、ほとんどの研究でポジティブなパフォーマンス効果が確認できない。これは、組織改革が規模の縮小などの実質的な変化をとまなわないため、あるいは、他社に追

部者にとっては、私的便益の縮小を意味する社外取締役の効果については、齋藤(2011)が厳密な推計を通じてポジティブな効果を持ったことを示している。同研究によれば、日本では導入の効果の大きい企業、つまり、フリーキャッシュフローの多い企業で導入確率が低い半面、社外取締役を導入した企業はしなかった企業よりも有意に利益率が改善していることを示していた。

第2は、外国人投資家の保有が、既述のR&D、M&A、財務選択などの企業行動に影響を与え、最終的に企業パフォーマンスに正の影響を与える経路である。もっとも、この点の分析は必ずしも容易ではない⁴⁸。すでに見たように、外国人投資家はパフォーマンスの高い企業に投資する傾向が強いから、これまでの分析は、この逆の因果関係をコントロールすることに腐心してきた(岩壺・外木 2007)。また、3節の銘柄選択関数から予想されるように、機関投資家の保有の増大は、投資行動に強い選好があるため、規模が大きく、流動性の高いなどのある特性をもつ企業のみ需要ショックを与えて、その銘柄のみの株価を引き上げる可能性がある。そこで、宮島・新田(2011)は、トービンのQなど、株価関連指標で、パフォーマンスを図ることの問題を考慮して、ROAをパフォーマンス指標として用い、海外機関投資家のホームバイアスを考慮した同時推定を試みた。その結果、逆の因果関係を考慮しても、海外機関投資家のシェアの高い企業ほど、ROAの上昇率が大きいことが確認でき、この効果は、とくに2002年から06年の時期に顕著であった。

7. 結び

近年の日本の企業統治における最大の変化のひとつは、株式所有構造に見出すことができる。日本のリーディング企業に関する限り、所有構造はいまやアウトサイダー優位の構造に大きく転換し、内外の機関投資家とリーディング企業との関係も大きく変容した。

海外機関投資家は、10数年にわたる日本株の運用を通じて、日本企業に対する情報蓄積を進め、モニタリング能力を高めた。また、国内機関投資家も、2000年以降その銘柄選択行動において、かつて指摘された投資先企業や親会社の意向からの独立性を

随した側面が強いためとみられる。

⁴⁸ 有力な批判としては、Cho(1998)。日本企業に関する実証分析としては、Lichtenberg and Puchner(1994、宮島・新田・齋藤・尾身(2004)がある。

高める一方、受託者責任を強く意識して議決権行使を積極化した。さらに、内外の機関投資家は、漸増する国内の年金基金の運用委託をめぐって相互に競合している。こうして内外の機関投資家の行動の差は縮小し、機関投資家は、その Exit と Voice を通じて日本の企業統治において影響を強めつつある。しかも、2010年からは、企業側に総会議案の決議結果の開示が、また、機関投資家には議決権行使集計結果の公表が義務付けられたことによって、議決権行使は新たな局面に入った。機関投資家は、議決権行使の正当性・説明責任が問われる一方、企業は、各議案で否決されない場合でも反対票の比重が明らかとなるため、機関投資家との対話、議決権行使への関心をいっそう高めている。

では、以上の近年の内外の機関投資家保有の増大は、今後の日本の企業統治に対して何を含意するのか。

第1に、日本のリーディング企業に関する限り、企業統治の機関設計は、ほぼ整備を終えたと考えてよさそうである。Asian Corporate Governance Associationの最近(2010年)の報告書は、比較すべき世界先進国との対比では未だ低水準にあると指摘しつつも、少数株主保護、情報公開などの日本市場の企業統治を巡る制度の改善を評価している⁴⁹。また、ヒアリングでも、海外機関投資家の運用担当者から、形式面での整備はすでに問題がないとの評価を得た⁵⁰。つまり、日本株が魅力を失っているとしても、その主要な原因を企業統治の仕組みの国際標準からの遅れに求めることはできない。日本株の魅力が、企業の成長力自体にある以上、今後の課題は、経営者が、自社のビジョンやビジネスモデル、さらに重要性を高めつつあるグループ戦略などを市場関係者に丁寧に説明することに求められよう。

第2。企業統治の課題は、経営者を規律するだけでなく、その裁量を保障し、企業価値を引き上げる仕組みを作る点にある。機関投資家の保有比率が、50%を超える事態は日本の企業経営者にとって未経験の領域であり、そこに、株主安定化を図る誘因が生まれる。しかし、一部の企業で試みられた「戦略的提携」は、世界同時不況後、保有株の減損処理を強いられ、企業のインサイダーからも合理的な選択ではないこと

⁴⁹ 個別企業レベルではまだ多くの企業でコーポレート・ガバナンス整備の必要性やメリットを十分には理解しておらず、取締役会改革もまだ道半ばであり、これが投資家の日本企業に対しての疑心暗鬼を完全には晴らしていないとも言及している。

⁵⁰ ただし、ヒアリングを行った時期はオリンパスや大王製紙などの問題が表面化する前であったことには留意が必要である。

が明らかとなった。そこで、持ち合いに依存しない経営権の保護の仕組みの設計が重要な課題となる。幸いこの点では、リーマンショック後、中小の機関投資家の撤退が進み、現在日本市場で活動する機関投資家は確固とした情報生産の基盤を備え、その運用や議決権行使行動の予測可能性も高い。今後経営者に対する適切な規律付けを保ちつつ、日本のリーディング企業と内外機関投資家の間に、信頼を基礎とした対話に基づく建設的な関係が形成されることを期待したい。

最後に、上場企業でも、時価総額下位の企業群では、機関投資家のシェアはいぜん低い(図5)。実際、機関投資家のアクティブ運用では投資対象の規模に下限が引かれているため、これらの企業群では、今後も機関投資家が経営の規律付けの中心となる可能性は乏しく、銀行、バイアウトファンドなどがそれを担う必要がある。また、これらの企業群では、取締役会や報酬制度などの整備もいぜん遅れており、その改革は急務である。つまり、これらの企業では、株式市場からの圧力が働かないために、社外取締役の導入が遅れ、取締役機関に問題があるために、財務選択を含む企業行動にバイアスが生じ、機関投資家の投資対象とならないという均衡に陥っている可能性が高い。したがって、この均衡を破るためには外部から何らかの制度措置が必要である。この点で、会社法改正の一環として社外取締役の義務化について本格的議論の開始されたことは、とくにこの劣位の均衡に陥っている企業群の企業統治の改善にとって重要な意義をもつ。今後、社外取締役の選任促進の方法(法的義務化か上場ルールか)や、独立性の要件などに関して議論と並行して、社外取締役の機能を支える補完的な制度の整備(人材の供給や独立性の判断の仕組み)の検討が進むことが期待される。

Appendix 1

ヒアリング日程・対象先

- 6月30日 ブラックロック・ジャパン株式会社
ディレクター 運用部門 コーポレートガバナンス・チーム
ディレクター 営業部門 マーケティング部長
- 8月12日 ブラックロック・ジャパン株式会社
ディレクター 運用部門 コーポレートガバナンス・チーム
マネージングディレクター 運用部門 ファンダメンタル株式運用部長
ディレクター 営業部門 マーケティング部長
- 9月1日 ブラックロック・ジャパン株式会社
マネージングディレクター 運用部門 科学的アクティブ株式運用部長
ヴァイスプレジデント 営業部門 マーケティング部
- 7月12日 フィデリティ投信株式会社
運用本部 ディレクター
- 7月12日 ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社
代表取締役
- 7月22日 JP モルガン・アセット・マネジメント株式会社
投資調査部長
- 10月7日 野村アセットマネジメント株式会社
株式運用部長
企業調査部 シニア・アナリスト
総合企画部 シニア・マネージャー
- 10月11日 住友信託銀行
株式運用部 株式アナリストグループ シニアマネージャー
業務部 企画室 主務調査役
受託資産企画部 調査役
- 10月11日 東京海上アセットマネジメント投信株式会社
責任投資グループ グループリーダー
- 10月24日 大和住銀投信投資顧問株式会社
投資調査部長
投資調査部企業アナリスト

参考文献：

- Aggarwal, R., L. Klapper and P. Wysocki (2005) "Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors," *Journal of Banking and Finance*, 29, pp.2919-2946.
- Amadjian, 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..
- Brickley, J., R. Lease and C. Smith (1988) "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments", *Journal of Financial Economics*. 20, pp.267-291.
- Brennan, M. and H. Cao (1997) "International portfolio investment flows," *Journal of Finance*, 52, pp.1851-1880.
- Borokhovichi, K., K. Brunarski, Y. Harman and R. Parrino (2006) "Variation in the Monitoring Incentives of Outside Stockholders," *Journal of Law and Economics*, 49, pp.651-680.
- Bushee, B. (1998), "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D investment Behavior", *The Accounting Review*, 73, 305-333.
- Chen, X. J. Harford and K. Li (2007) "Monitoring: Which institutions matter?" *Journal of Financial Economics*, 86, pp.279-305.
- Cho, H (1998), Ownership Structure, Investment, and Firm Value, *Journal of Financial Economics*. 47, pp.103-121.
- Coffee, J. (2004), "A Theory of Corporate Scandals: Why the USA and Europe differ", *Oxford Review of Economic Policy*, 21, pp. 198-211.
- Dahlquist, M., L. Pinkowitz, R. Stulz and R. Williamson (2003) "Corporate governance and the home bias," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, pp.87-110.
- Del Guercio, D. (1996) "The Distorting Effect of the Prudent-man Laws on Institutional Equity Investments," *Journal of Financial Economics*, 40, pp.31-62.
- Ferreira, M. and P. Matos (2008) "The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors around the World," *Journal of Financial Economics*, 88(3), pp.499-533.
- Flath, D. (1993), "Shareholding in the Keiretsu: Japan's Financial Groups," *Review of Economics and Statistics*, 75(2), pp.249-57.
- Franks, J., C. Mayer, and H. Miyajima (2011), "The Evolution of Ownership: The Evidence from Japan," mimeo, University of Oxford and Waseda University.
- French, K. and J. Poterba (1991) "Investor Diversification and International Equity Markets," *American Economic Review*, 81, pp.222-226.

- Giannetti, M. and A. Simonov (2006) “Which Investors Fear Expropriation?: Evidence from Investors Portfolio Choices,” *Journal of Finance*, 61, pp.1507-1547.
- Gompers, P. and A. Metrick (2001) “Institutional investors and equity prices,” *Quarterly Journal of Economics*, pp.229- 259.
- Goyer, M (2011) *Contingent Capital: Short-term Investors and the Evolution of Corporate Governance in France and Germany*, Oxford University Press.
- Guercio, D and Hawkins (1999) “The Motivation and Impact of Pension Fund Activism”. *Journal of Financial Economics*, 19, pp.589-606.
- Helwege, J., C. Pirinsky and R. Stulz (2007), “Why Do Firms Become Widely Held? An Analysis of the Dynamics”, *Journal of Finance*, 2007, 62 (3), 995-1028.
- 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*, 11, pp.239-265.
- Huberman, G. (2001) “Familiarity Breeds Investment,” *Review of Financial Studies*, 14, pp.659-680.
- Jacoby, S. (2009), “Foreign investors and Corporate Governance in Japan”, in Whittaker, D. and S. Deakin, eds., *Corporate Governance and Managerial Reform in Japan*, Oxford University Press.
- Kho, B., R. Stulz and F. Warnock (2007), “Financial Globalization, Governance and the Evolution of the Home Bias,” *Journal of Accounting Research*, 2009, v47(2), 597-635.
- Kahn and Winton (1998), Ownership Structure, Speculation, and Shareholding Intervention, *Journal of Finance*, 53, 99-129.
- Kang, J. and R. Stulz (1997) “Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan,” *Journal of Financial Economics* 46, pp.3-28.
- Leuz, C., K. Lins and F. Warnock (2009) “Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms?,” *Review of Financial Studies*, 22, pp.3245-3285.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999), “Corporate Ownership around the World,” *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Lichtenberg, R. and G. Puchner (1994) “Ownership Structure and Corporate Performance in Japan”, *Japan and World Economy* 6(3), pp.239–261.
- Merton, R., (1987) “A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information.” *Journal of Finance* 42, 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.

Porter, M. (1992), *Capital Choice: Changing the Way America Invests in Industry*, Boston, MA.

Stulz, R. (1981) “On the Effects of Barriers to International Investment,” *Journal of Finance*, 36, pp.923-934.

Yermack, D. (2010) “Shareholder Voting and Corporate Governance”, *the Annual Review of Financial Economics*, 2, pp. 103-125.

蟻川靖浩・宮島英昭 (2009) 「どのような企業が M&A を選択するのか：企業組織と統治構造」『一橋ビジネスビュー』56-3,74 - 91 頁。

蟻川靖浩・河西卓弥・宮島英昭 (2011) 「R&D 投資と資金調達・所有構造」 宮島英昭編『日本の企業統治』, 東洋経済新報社、341-366 頁。

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」一橋大学『経済研究』 Vol. 58(1)、pp. 47-60。

川北英隆 (1995) 『日本型株式市場の構造変化：金融システムの再編成とガバナンス』東洋経済新報社。

齊藤卓爾「社外取締役の決定要因とその効果」宮島英昭編『日本の企業統治：システムの進化と危機後の再設計』（東洋経済新報社）。

胥鵬 (2007) 「どの企業が敵対的買収のターゲットとなるのか」宮島英昭編『日本の M&A』東洋経済新報社、197-221 頁。

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。

宮島英昭「日本の企業統治の進化をいかにとらえるか」 宮島英昭編『日本の企業統治』, 東洋経済新報、1-70 頁。

宮島英昭・黒木文明 (2002) 「株式持ち合い解消の計量分析」 『証券アナリストジャーナル』 vol40-12, pp30-46 頁。

宮島英昭・新田敬祐 (2007) 「日本型取締役会の多元的進化：その決定要因とパフォーマンス効果」神田秀樹・財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化とその進展』きんざい、22-77 頁。

宮島英昭・新田敬祐 (2011) 「株式所有構造の変容：株式持ち合いの「解消・復活」と外投資家の役割」、宮島英昭編『日本の企業統治：システムの進化と危機後の再設計』（東洋経済新報社）。

宮島英昭・原村健二・江南喜成 (2003) 「戦後日本企業の株式所有構造：安定株主の形成と

解消」財務省財務総合研究所『フィナンシャル・レビュー』第68巻, 278-312頁。

宮島英昭・新田敬祐・齊藤直・尾身祐介 (2004) 「企業統治と経営効率：企業統治の効果と経路、及び企業特性の影響」ニッセイ基礎研究所『所報』Vol. 33, 52-98頁。米澤康博・宮崎政治 (1996) 「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」橋木俊詔・筒井義郎編『日本の資本市場』日本評論社、222-246頁。

図1 所有構造・内部統治構造・パフォーマンス

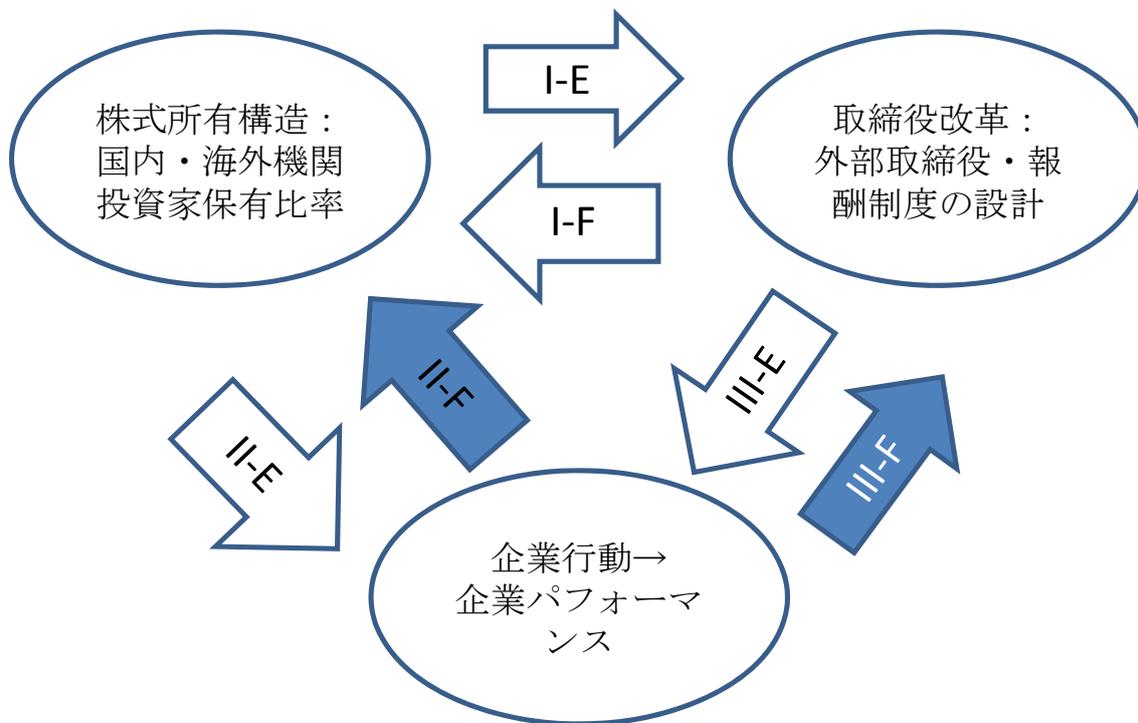


図2 インサイダーとアウトサイダー保有の推移

東京証券取引所他『株式分布状況調査』調査対象は、全国証券取引所上場会社（JASDAQ（旧店頭市場）を除き、マザーズ、ヘラクレス等の新興市場を含む）。保有比率は、原則、市場価格ベースで計算されたものを表示し、データが取得できない1969年度以前は、株数ベースで計算されたもの。インサイダーは、都銀・地銀等、生損保、その他金融機関、事業法人等の保有比率合計。アウトサイダーは、外国人、個人、投資信託、年金信託の保有比率合計。

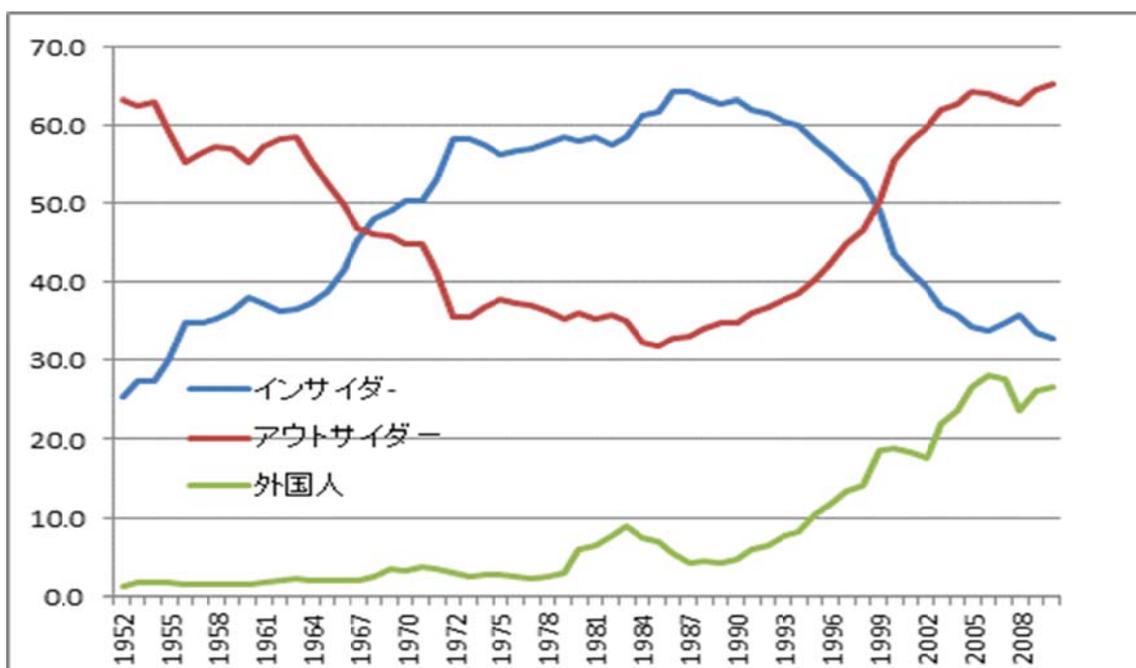
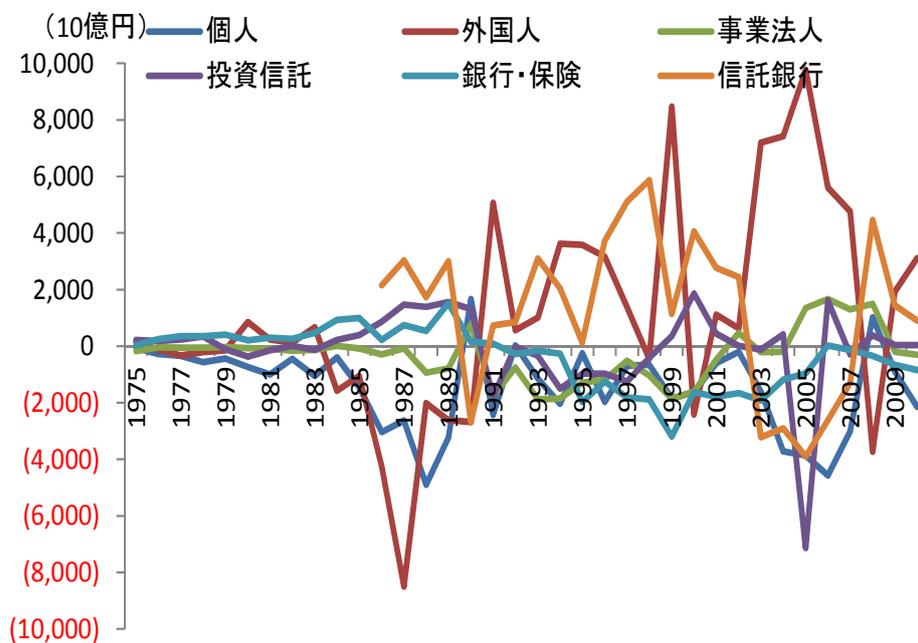


図3 投資部門別純買越額

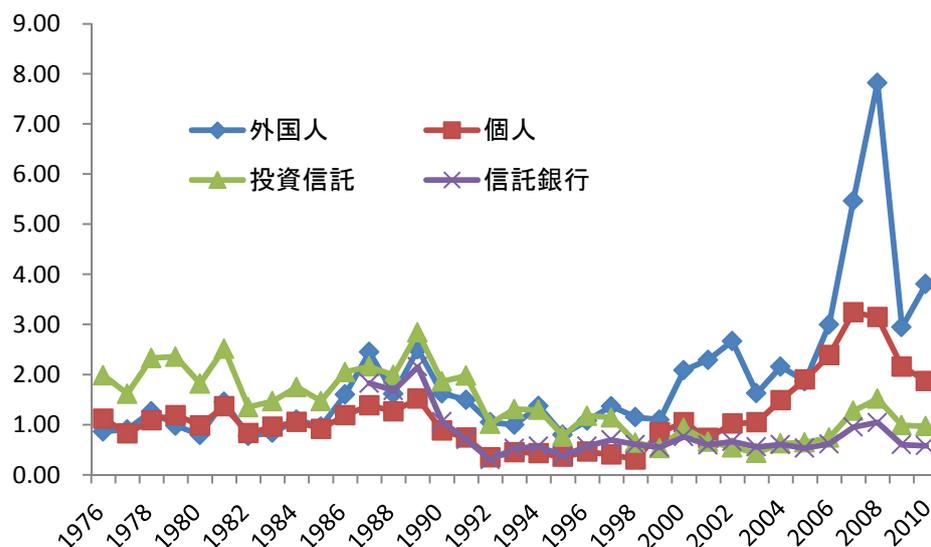


出典：東京証券取引所、投資部門別株式売買代金年間データ。

図4 部門別売買回転率

投資部門別株式売買回転率は投資部門別株式売買代金を投資部門別株式保有金額で除したものの。ただし、投資部門別株式売買代金は東証1部、投資部門別株式保有金額は東証1部、大証1部、名証1部の合計金額（分母と分子が同じ市場区分となるデータは存在しない）。1976年から1986年までは、銀行の中には信託銀行を含む。また、投資信託は、銀行および信託銀行の内数から計算されているため、重複がある。

パネル1: アウトサイダー



パネル2: インサイダー

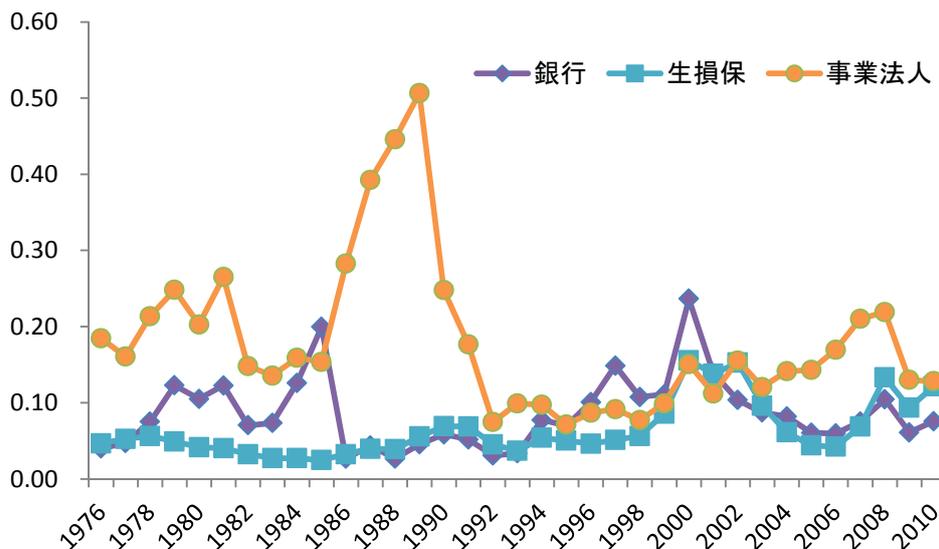
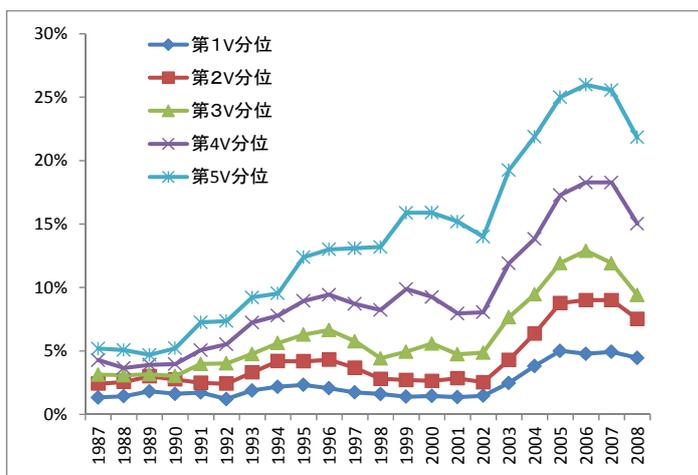


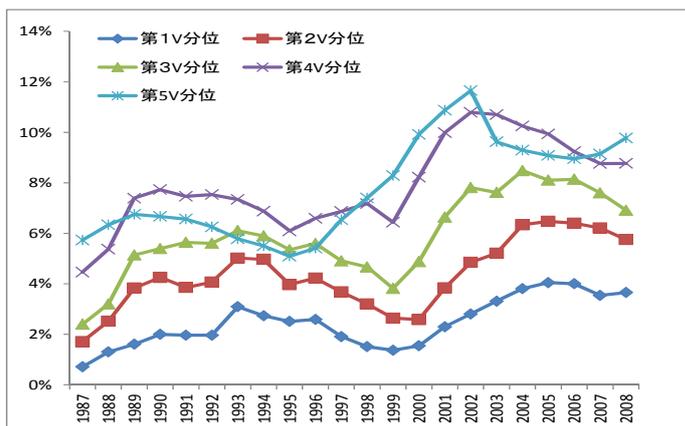
図5 時価総額5分位別所有比率

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5分位が最も時価総額の高いグループ）、各分位の平均保有比率をプロットした。各分位の2006年度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、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。

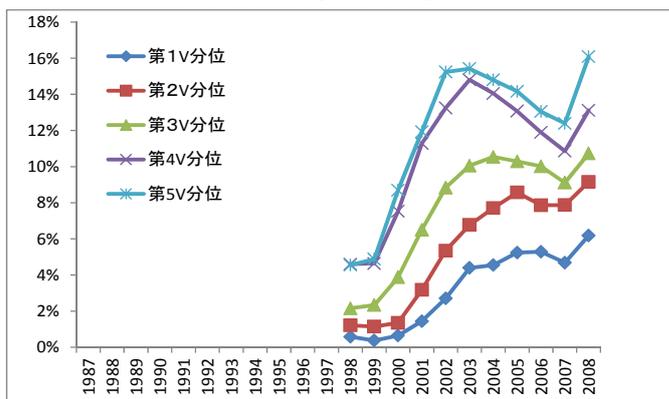
パネル1： 海外機関投資家



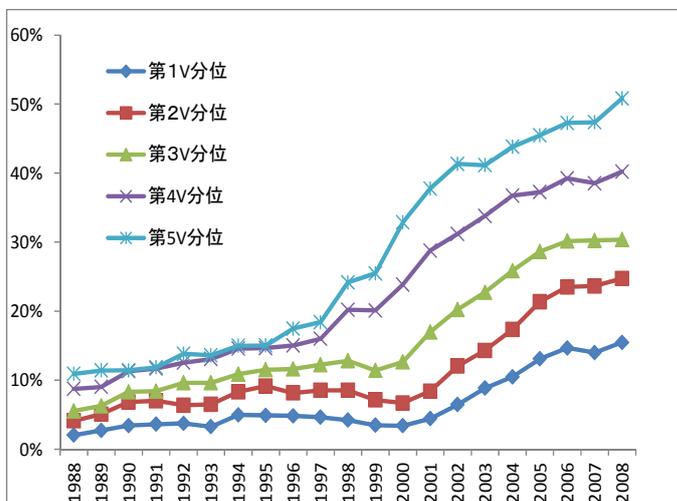
パネル2： 投資信託・信託銀行(年金)



パネル 3: 信託銀行保有分(投資顧問)



パネル 4: 機関投資家合計



パネル 5: 銀行・保険会社

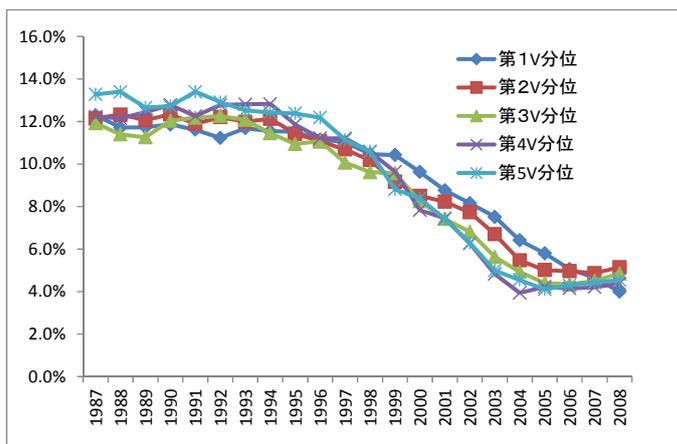


図6 機関投資家の反対票

出典：企業年金連合会、投資顧問業協会データより筆者作成。

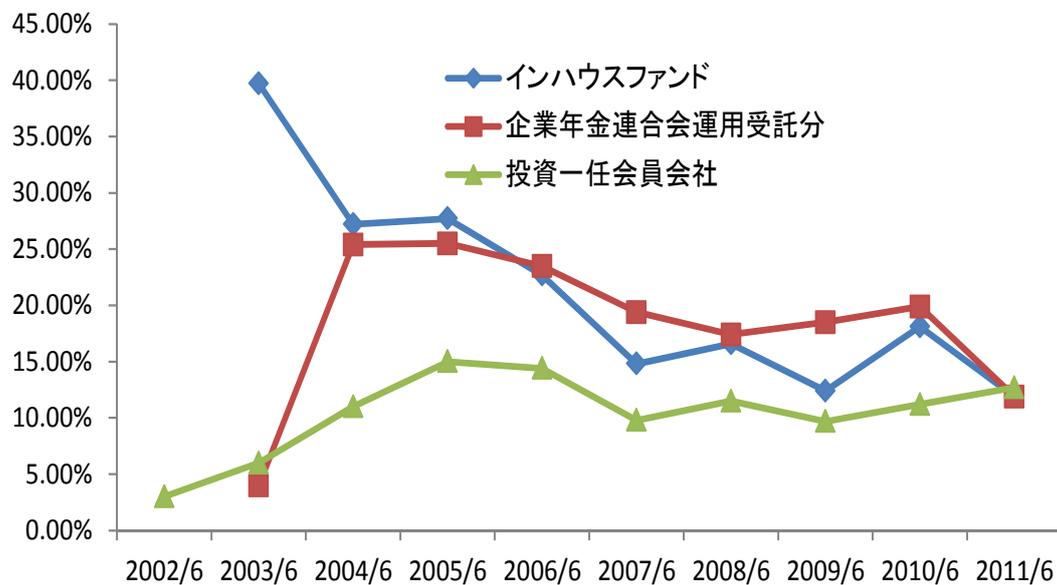


表 1 株式所有構造の長期動向

パネル1は、東京証券取引所「株式保有分布調査」、パネル2、3は、各社大株主名簿より筆者作成。パネル2・3のサンプルは、東証1部非金融事業法人。パネル1の外国人には事業法人を含む。

パネル1: 東証上場企業時価総額加重

	1990.3	1996.3	2002.3	2007.3	2009.3
インサイダー	62.80	56.30	41.40	33.90	35.80
銀行	15.70	15.10	8.70	4.60	4.90
事業法人など	29.50	25.60	21.80	20.70	22.40
生保・損保	15.70	14.70	10.20	7.60	7.50
アウトサイダー	34.90	42.50	57.90	64.00	62.70
外国人	4.20	11.90	18.30	28.00	23.60
国内機関投資家	10.20	11.20	19.90	17.90	19.00
投資信託	3.70	2.00	3.30	4.70	5.10
年金信託(信託銀行)	0.90	2.40	6.00	3.50	3.60
信託銀行保有分	5.60	6.80	10.60	9.70	10.30

パネル2: 時価総額上位500社(加重平均)

インサイダー	41.43	41.19	30.73	25.13	26.62
持合(金融)	10.23	10.78	4.44	3.82	3.60
持合(上場事法)	3.35	3.48	2.64	4.34	3.95
金融機関・上場事法等 (除く持合)	19.11	17.55	16.31	11.34	12.47
アウトサイダー	31.03	36.64	61.16	67.22	68.67
海外機関投資家	4.30	13.17	17.38	28.68	24.54
国内機関投資家	5.95	4.74	10.66	8.51	9.20
信託銀行保有分	N.A	N.A	13.78	12.86	15.85

パネル3: 時価総額下位500社(加重平均)

インサイダー	47.77	46.48	44.40	41.57	41.60
持合(金融)	10.61	10.53	6.89	5.28	4.51
持合(上場事法)	4.62	4.89	5.39	5.55	4.83
金融機関・上場事法等 (除く持合)	22.71	22.34	18.99	15.10	14.28
アウトサイダー	29.18	35.23	47.74	53.79	56.01
海外機関投資家	2.65	3.79	2.08	6.87	5.48
国内機関投資家	3.15	3.81	4.29	5.56	5.37
信託銀行保有分	N.A	N.A	4.41	6.65	7.59

表2 企業統治・議決権行使関連年表

	法規制	国内	CalPERSなど海外機関投資家	買収案件その他
1987			CalPERS海外投資開始	
1990		日本証券投資顧問業協会「年金投資一任契約に係る議決権の適正な行使について」		
1991			野村証券との委託契約停止。この年、海外資金の組み入れ比率12%(Jacoby 2009)	
1992			日米構造問題協議・株主権の拡充要求	
1993	商法改正(外部監査役導入・企業集団間の兼任増加・株主代表訴訟容易化)		イギリスと日本を海外の企業統治改善活動のターゲットとする方針を明確化(300社の会社提案に反対票) 日本株の組み入れ比率45%(Jacoby, 113)	
1994		JCGF設立	議決権行使のガイドライン提示	
1996	橋本 社債発行規制の完全撤廃		CarPERSイギリス・フランス・ドイツ・日本をターゲットとするプログラムを明確化	
1997	橋本 ストックオプション導入(商法改正) 商法改正(合併手続簡素化) 独禁法改正(純粋特殊会社制度導入)	ICGNとJCGFと連携		
1998	橋本 金融持ち株会社解禁 小淵 金融監督庁発足 金融システム改革法成立 中小企業等投資事業有限責任組合法成立	5・3・3・2規制撤廃 三井信託初めて棄権投票		
1999	小淵 金融資産の時価会計の導入(商法改正) 株式 売買手数料完全自由化 有価証券取引税廃止 東証マザーズ創設	OECD Corporate Governance Code 厚生年金基金連合会、白書で議決権行使に積極化することを表明。		
2000	小淵 大証ナスダックジャパン創設 森 金融庁創設 投資信託法改正新会計基準の適用(連結会計 制度本格移行)	年金制度改革・資金運用部預託から市場運用へ 厚生年金基金連合会・受託者責任ガイドブック(運用 機関編)		
2001	森 金庫株解禁(商法改正) 小泉 商法改正(ストックオプション拡充、社外監査役 の要件厳格化・構成比増大、監査役的地位・監督 機能強化、株主代表訴訟の取締役の賠償責任軽減)	厚生年金基金連合会・議決権行使ガイドライン ICGNコンファレンス東京開催	小泉内閣・日米投資イニシアティブ ISS東京事務所開設	東京スタイル大量買付
2002	小泉 新会計基準の適用(持株株式の時価会計導入) 商法改正(委員会設置会社の導入) 連結納税制度創設	年金資金運用基金 厚生年金基金連合会・国内株の自家運用開始。 パッシブ運用の議決権行使(970議案中反対 234)。日本証券投資顧問業協会「議決権行使の 自主規制ルール」決定	エンロン不正会計 カルバース、Relation Investment開始、ス パークス、Taiyo Pacific Partner	
2003	小泉 商法改正(取締役会決議による自己株式取得) 早期事業再生ガイドライン制定 破産法改正	厚生年金基金連合会・議決権行使基準発表	CarPERS株主主権モデルの普及が利益を生 まないと自覚し始める。(Jacoby 2009: 114)	
2004	小泉 改正証券取引法成立(銀行等による証券仲介 解禁、不正取引に対する課徴金制度導入) ジャスダック証券取引所業務開始 改正信託業法成立(金融機関以外の信託業参 入解禁)	東証「上場会社コーポレートガバナンス原則」 地方公務員共済組合連合会「ガバナンス原則」 「議決権行使ガイドライン」策定 厚生年金基金連合会「社外取締役に関する判断 基準」公表	IRRC(助言会社)サービス開始	
2005	小泉 証券取引法改正(上場会社の親会社等の情報 開示義務、損害賠償請求規定、公開買付規制の 見直し)	2005年ファナック・定款変更議案が否決 厚生年金基金連合会・買収防衛策に対する議決 権行使基準公表	日本株の組み入れ比率20%(Jacoby, 113) オランダ公務員年金ハームーズに日本株のガ バナンス関連業務を委託	ライブドア・日本 放送、楽天・TBS
2006	小泉 証券取引法改正(公開買付制度・大量保有報告 制度の見直し、四半期報告制度の導入) 会社 法施行(株式発行に係る規定整備) 安倍 改正信託法成立(忠実義務規定・自己執行義務 規定の合理化)	6月、任天堂の剰余金処分案・否決	グラス・ルイス、日本ブロッカーガバナンスが サービス開始	ドンキホーテ・オ リジン東秀、王 子・北越、SP・明 星
2007	安倍 金融商品取引法施行(証券取引法の抜本改正、 福田 金融商品・金融サービス業者の横断的規制、投 資家保護強化)	東京鋼鉄による大阪製鉄の統合案否決	アイルランド国民年金、BBC年金などハーム ーズに日本株のガバナンス関連業務を委託 ISS 買収防衛策の8・9割に反対を助言	SP/ブルドック、 SPサッポロ
2008	福田 金融商品取引法改正(プロ向け市場の創設、課 徴金の引き上げ) 麻生 経済産業省「近時の諸環境の変化を踏まえた買 収防衛策の在り方」			TCL/J パワ ー、SP・アデラン ス
2009	麻生 東証・上場規則等において独立役員を選任義務 鳩山 化			
2010	鳩山 金融庁、役員報酬の開示、運用機関による議決 菅 権行使結果の開示	2/15 企業年金連合会「コーポレートガバナンス原 則」の改定 企業年金連合会「ガイドライン改 定・形式基準の廃止」		
2011	菅 野田			

注：JCGFは日本コーポレートガバナンスフォーラムの略、ICGNはInternational Corporate Governance Networkの略。

出所：岩谷賢伸・瀧俊雄「我が国株主総会の過去10年間を振り返る」『資本市場クォーターリー』2008年夏、日本証券投資顧問業協会『投資一任会社における議決権行使10年間の推移について』、Ahmadjian, C. (2007)、Jacoby (2009)

表3 海外投資家の分布

集計対象は、東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所の1部市場に上場する企業(除く金融)。海外投資家の定義は、表1下段の機関投資家の内訳である海外分を参照のこと。

年度	対象 企業 数(社)	基本統計(%)		保有比率の分布(会社数)							
		平均	標準 偏差	0- 1%	1- 3%	3- 5%	5- 10%	10- 20%	20- 33%	33- 50%	50%-
1987	1,106	3.30	4.20	400	322	139	163	71	10	1	0
1988	1,136	3.17	3.56	349	360	191	169	63	3	1	0
1989	1,172	3.31	3.31	282	417	226	192	53	1	1	0
1990	1,202	3.32	3.54	344	409	198	177	73	1	0	0
1991	1,238	4.11	4.40	343	342	179	252	109	13	0	0
1992	1,243	4.12	4.66	369	331	183	230	111	19	0	0
1993	1,158	5.30	5.44	248	266	188	275	148	32	1	0
1994	1,158	5.87	5.41	196	266	163	316	186	31	0	0
1995	1,181	6.84	6.44	202	239	136	299	255	44	6	0
1996	1,215	7.14	6.82	200	260	141	293	260	52	9	0
1997	1,255	6.64	7.07	254	294	141	264	232	60	10	0
1998	1,268	6.10	6.99	334	261	153	238	209	62	11	0
1999	1,332	7.09	8.07	317	308	118	232	243	96	18	0
2000	1,408	7.09	8.00	238	424	131	240	267	87	21	0
2001	1,432	6.67	8.01	372	330	142	232	244	89	23	0
2002	1,455	6.46	8.09	418	307	154	230	229	100	17	0
2003	1,482	9.25	9.63	221	323	143	279	311	151	51	3
2004	1,573	11.24	10.43	119	263	187	335	383	212	65	9
2005	1,614	13.74	11.14	65	203	141	346	451	300	94	14
2006	1,651	14.33	11.69	83	187	154	306	454	339	114	14
2007	1,643	14.06	11.99	101	205	153	303	449	309	104	19
2008	1,625	11.75	10.68	148	233	168	337	412	250	66	11

表4 海外機関投資家保有比率の高い企業の規模別分布

サンプルは、3市場1部上場企業。

	2000/3	2004/3	2007/3
第1V分位			
観測数	262	291	324
時価総額平均(百万円)	7,466	10,333	12,183
外資保有30%以上観測数	0	0	2
外資保有20%以上観測数	0	1	10
第2V分位			
観測数	261	290	323
時価総額平均(百万円)	17,258	22,330	27,561
外資保有30%以上観測数	0	2	4
外資保有20%以上観測数	1	8	33
第3V分位			
観測数	262	291	323
時価総額平均(百万円)	35,467	43,870	55,272
外資保有30%以上観測数	0	3	13
外資保有20%以上観測数	4	19	53
第4V分位			
観測数	261	290	323
時価総額平均(百万円)	100,118	108,878	135,841
外資保有30%以上観測数	2	11	37
外資保有20%以上観測数	22	48	133
第5V分位			
観測数	262	291	324
時価総額平均(百万円)	1,340,165	824,220	1,167,161
外資保有30%以上観測数	20	54	122
外資保有20%以上観測数	80	121	225

表5 銀行のポートフォリオ

都市銀行と長期信用銀行の保有銘柄（除く金融）のうち三市場1部に上場するものを対象として、各銘柄の企業特性を表す各指標を、主要銀行部門の保有金額に基づいて加重平均したものと、その市場時価総額に基づく加重平均値と比較。各指標は、以下の通り、定義されている。トービンの $q = (\text{負債総額簿価} + \text{ファイナンスリースの期末残高} + \text{株式時価総額} + \text{優先株残存額面}) / (\text{総資産簿価 (時価会計移行調整)} + \text{ファイナンスリースの期末残高}) \times 100$ 、 $ROA = (\text{営業利益} + \text{ファイナンスリースの支払利息}) / (\text{総資産簿価 (時価会計移行調整)} + \text{ファイナンスリースの期末残高}) \times 100$ 、 $\text{負債比率} = (\text{負債総額簿価} + \text{ファイナンスリースの期末残高}) / (\text{総資産簿価 (時価会計移行調整} + \text{ファイナンスリースの期末残高})$ 。財務データは、連結決算が取得できる場合は連結決算を、取得できない場合は単独決算を利用している。

			199303	199703	200303	200503	200903
サンプル数	対象企業	社	1,230	1,199	1,426	1,544	1,602
	銀行株主あり	社	1,219	1,184	1,274	1,239	1,201
	同比率	%	99.1	98.7	89.3	80.2	75.0
銀行保有比率	1企業あたりの銀行株主数	社	3.8	3.7	2.3	1.7	1.4
	単純平均	%	10.10	9.99	5.74	3.81	3.23
	標準偏差	%	5.33	5.29	4.30	3.49	3.19
	時価総額加重平均	%	10.26	9.98	5.04	3.15	2.87
時価総額規模	対象企業	億円	16,588	22,697	21,145	20,674	15,908
	銀行ポートフォリオ	億円	10,209	20,850	15,475	15,605	9,936
	超過率	%	-38.45	-8.14	-26.82	-24.52	-37.54
総資産規模	対象企業	億円	25,585	32,602	38,665	36,252	42,083
	銀行ポートフォリオ	億円	22,605	32,087	39,051	32,898	26,791
	超過率	%	-11.65	-1.58	1.00	-9.25	-36.34
トービンのq	対象企業		1.36	1.40	1.29	1.73	1.12
	銀行ポートフォリオ		1.30	1.35	1.12	1.22	1.08
	差分		-0.06	-0.05	-0.17	-0.51	-0.04
ROA	対象企業	%	4.61	5.42	7.03	8.24	6.12
	銀行ポートフォリオ	%	4.58	5.35	5.51	6.37	5.72
	差分	%	-0.04	-0.07	-1.52	-1.87	-0.40
売上高営業利益率	対象企業	%	6.67	7.46	9.93	10.90	7.88
	銀行ポートフォリオ	%	6.43	7.22	8.10	8.81	7.46
	差分	%	-0.24	-0.24	-1.83	-2.09	-0.42
総資産回転率	対象企業		0.88	0.84	0.86	0.93	0.96
	銀行ポートフォリオ		0.92	0.92	0.86	0.92	0.96
	差分		0.04	0.08	-0.00	-0.01	-0.00
負債比率	対象企業		0.65	0.62	0.56	0.54	0.53
	銀行ポートフォリオ		0.65	0.62	0.60	0.59	0.57
	差分		0.00	-0.00	0.04	0.05	0.04

表6 GPIF年金積立金管理運用独立行政法人運用分の動向

パネル1: 運用資産別

年度末	合計 A	債券B		株式C		株式Cの投資先別			
		時価総額	B/A	時価総額	C/A	国内株式E		海外株式F	
						時価総額	E/C	時価総額	F/C
2002/03	266,846	146,042	54.7%	102,474	38.4%	67,268	65.6%	35,206	34.4%
2003/03	315,971	188,108	59.5%	118,924	37.6%	74,165	62.4%	44,759	37.6%
2004/03	480,587	291,532	60.7%	179,251	37.3%	120,018	67.0%	59,233	33.0%
2005/03	585,808	380,029	64.9%	205,730	35.1%	124,233	60.4%	81,497	39.6%
2006/03	722,171	424,757	58.8%	297,401	41.2%	189,788	63.8%	107,613	36.2%
2007/03	849,748	532,695	62.7%	317,043	37.3%	190,676	60.1%	126,367	39.9%
2008/03	913,067	666,086	73.0%	246,972	27.0%	137,923	55.8%	109,049	44.2%
2009/03	925,373	719,021	77.7%	204,744	22.1%	113,987	55.7%	90,757	44.3%
2010/03	1,022,609	725,370	70.9%	279,962	27.4%	147,497	52.7%	132,465	47.3%
2011/03	981,078	686,803	70.0%	265,050	27.0%	134,154	50.6%	130,896	49.4%

財投債を除く。合計には、その他を含む。

パネル2: 運用スタイル別

	時価総額	株式							
		国内株式アクティブ		国内株式パッシブ		外国株式アクティブ		外国株式パッシブ	
		時価総額	構成比	時価総額	構成比	時価総額	構成比	時価総額	構成比
2002/03	102,474	38,280	56.9%	28,988	43.1%	18,015	51.2%	17,191	48.8%
2003/03	118,924	21,655	29.2%	52,510	70.8%	9,432	21.1%	35,327	78.9%
2004/03	179,251	27,576	23.0%	92,442	77.0%	10,910	18.4%	48,323	81.6%
2005/03	205,730	28,738	23.1%	95,495	76.9%	16,412	20.1%	65,085	79.9%
2006/03	297,401	45,197	23.8%	144,591	76.2%	21,854	20.3%	85,759	79.7%
2007/03	317,043	45,253	23.7%	145,423	76.3%	25,454	20.1%	100,913	79.9%
2008/03	246,972	32,542	23.6%	105,381	76.4%	18,602	17.1%	90,447	82.9%
2009/03	204,744	27,666	24.3%	86,321	75.7%	13,291	14.6%	77,466	85.4%
2010/03	279,962	36,489	24.7%	111,008	75.3%	19,089	14.4%	113,376	85.6%
2011/03	265,050	33,195	24.7%	100,959	75.3%	18,024	13.8%	112,872	86.2%

表6 国内株式の運用構成比: GPIF年金積立金管理運用独立行政法人運用分の動向 (続)

出所: GPIFのウェブサイト公表データより筆者作成。

パネル3: 国内株運用機関別

	国内株式アクティブ						国内株式パッシブ					
	日本系	うち信託	うち投資顧問	外資系	うち信託	うち投資顧問	日本系	うち信託	うち投資顧問	外資系	うち信託	うち投資顧問
2002/03	29,607	19,375	10,232	8,673	3,576	5,097	21,580	16,367	5,213	7,408	0	7,408
2003/03	15,508	11,379	4,129	6,147	2,580	3,567	43,019	35,030	7,989	9,491	0	9,491
2004/03	16,620	9,923	6,697	10,956	3,016	7,940	76,462	62,723	13,739	15,980	0	15,980
2005/03	17,462	10,234	7,228	11,276	861	10,415	78,960	64,737	14,223	16,535	0	16,535
2006/03	29,726	15,892	13,834	15,471	1,406	14,065	119,707	98,030	21,677	24,884	0	24,884
2007/03	29,868	16,255	13,613	15,385	1,524	13,861	120,416	98,576	21,840	25,007	0	25,007
2008/03	21,327	11,643	9,684	11,215	0	11,215	87,357	71,602	15,755	18,024	0	18,024
2009/03	16,502	-	-	11,164	-	-	74,567	-	-	11,754	-	-
2010/03	21,889	-	-	14,600	-	-	95,899	-	-	15,109	-	-
2011/03	20,166	-	-	13,029	-	-	87,241	-	-	13,718	-	-

構成比%

	国内株式アクティブ						国内株式パッシブ					
	日本系	うち信託	うち投資顧問	外資系	うち信託	うち投資顧問	日本系	うち信託	うち投資顧問	外資系	うち信託	うち投資顧問
2002/03	77.3	50.6	26.7	22.7	9.3	13.3	74.4	56.5	18.0	25.6	0.0	25.6
2003/03	71.6	52.5	19.1	28.4	11.9	16.5	81.9	66.7	15.2	18.1	0.0	18.1
2004/03	60.3	36.0	24.3	39.7	10.9	28.8	82.7	67.9	14.9	17.3	0.0	17.3
2005/03	60.8	35.6	25.2	39.2	3.0	36.2	82.7	67.8	14.9	17.3	0.0	17.3
2006/03	65.8	35.2	30.6	34.2	3.1	31.1	82.8	67.8	15.0	17.2	0.0	17.2
2007/03	66.0	35.9	30.1	34.0	3.4	30.6	82.8	67.8	15.0	17.2	0.0	17.2
2008/03	65.5	35.8	29.8	34.5	0.0	34.5	82.9	67.9	15.0	17.1	0.0	17.1
2009/03	59.6	-	-	40.4	-	-	86.4	-	-	13.6	-	-
2010/03	60.0	-	-	40.0	-	-	86.4	-	-	13.6	-	-
2011/03	60.8	-	-	39.2	-	-	86.4	-	-	13.6	-	-

表7 海外機関投資家 (Gompers and Metrick 2001 型推計)

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、時価総額対数値は株式時価総額の自然対数値、株価ボラティリティは決算期の期初を終点とする36ヶ月の株価ボラティリティ、株式回転率は決算期の期初を終点とする過去3年の売買回転率(売買高/発行済株式数、年率換算値)、株価対数値は期末株価の自然対数値、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、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、直前3ヵ年株価トレンドは決算期の期初を終点とする36ヶ月の平均株価リターン、配当利回りは配当額/株価、浮動株割合は発行済株式数に占める安定株(銀行、保険、国内証券、事業会社保有分+持株+役員持分+親族持分)以外の株数割合、研究開発、宣伝広告費は対総資産割合、社外その他は取締役占める社外取締役のうち、銀行や親会社からの派遣ではない人数の割合(純粋な独立社外取締役割合)、社外銀行、社外親はそれぞれ社外取締役のうち、取引銀行または親会社からの派遣されている人数の割合、新株予約権ダミーは新株予約権を発行している企業に1を与えるダミー変数(2001年以降のみ)。

	全期間 1991-2008				Period I = 1991-1996				Period II = 1997-2002				Period III = 2003-2008			
	係数	+有意	-有意	非有意	係数	+有意	-有意	非有意	係数	+有意	-有意	非有意	係数	+有意	-有意	非有意
定数項	-0.312	0	18	0	-0.314	0	6	0	-0.222	0	6	0	-0.400	0	6	0
BM(簿価時価比率)(t)	0.020	10	0	8	0.020	4	0	2	0.006	2	0	4	0.033	4	0	2
時価総額対数値(t)	0.021	18	0	0	0.011	6	0	0	0.020	6	0	0	0.032	6	0	0
株価ボラティリティ(t)	-0.009	1	5	12	-0.025	0	5	1	0.001	1	0	5	-0.003	0	0	6
株式回転率(t)	0.009	15	0	3	0.015	6	0	0	0.004	3	0	3	0.008	6	0	0
株価対数値(t)	0.016	18	0	0	0.029	6	0	0	0.010	6	0	0	0.009	6	0	0
有利子負債比率(t)	-0.051	0	16	2	-0.017	0	4	2	-0.052	0	6	0	-0.084	0	6	0
MSCIダミー(t)	0.032	18	0	0	0.021	6	0	0	0.041	6	0	0	0.034	6	0	0
直前3ヵ年株価トレンド(t)	0.027	5	3	10	-0.120	2	3	1	0.125	3	0	3	0.077	0	0	6
配当利回り(t)	-0.011	0	10	8	0.004	0	2	4	-0.007	0	4	2	-0.030	0	4	2
浮動株割合(t)	0.133	18	0	0	0.084	6	0	0	0.115	6	0	0	0.201	6	0	0
海外売上高比率(t)	0.051	18	0	0	0.038	6	0	0	0.041	6	0	0	0.073	6	0	0
研究開発、宣伝広告費(t)	0.019	1	1	16	0.029	0	1	5	-0.037	0	0	6	0.065	1	0	5
役員数(t)	-0.013	0	12	6	-0.016	0	6	0	-0.018	0	6	0	-0.006	0	0	6
社外その他(t)	0.012	4	0	14	0.009	0	0	6	0.005	0	0	6	0.021	4	0	2
社外銀行(t)	0.001	2	3	13	-0.013	0	2	4	-0.009	0	1	5	0.024	2	0	4
社外親(t)	0.012	6	0	12	0.014	3	0	3	0.008	1	0	5	0.013	2	0	4
6大財閥ダミー(t)	-0.001	1	2	15	0.002	1	0	5	-0.002	0	1	5	-0.003	0	1	5
新株予約権ダミー(t)	0.007	6	0	3					0.006	2	0	1	0.007	4	0	2
Adj. R2	0.508				0.445				0.533				0.545			
N	1,332				1,173				1,308				1,516			
海外投資家持分平均	8.13				5.54				6.58				12.26			
標準偏差	7.97				5.49				7.61				10.82			

表8 国内機関投資家の保有比率の変化

パネル1: 国内機関投資家																
	全期間 1991-2008				Period I = 1991-1996				Period II = 1997-2002				Period III = 2003-2008			
	係数	+有意	-有意	非有意	係数	+有意	-有意	非有意	係数	+有意	-有意	非有意	係数	+有意	-有意	非有意
定数項	-0.104	0	18	0	-0.075	0	6	0	-0.120	0	6	0	-0.116	0	6	0
BM(簿価時価比率)(t)	0.006	9	3	6	0.006	3	0	3	-0.005	2	3	1	0.018	4	0	2
時価総額対数値(t)	0.009	18	0	0	0.005	6	0	0	0.009	6	0	0	0.012	6	0	0
株価ボラティリティ(t)	-0.020	1	14	3	-0.033	0	6	0	-0.024	0	6	0	-0.002	1	2	3
株式回転率(t)	0.017	18	0	0	0.024	6	0	0	0.019	6	0	0	0.009	6	0	0
株価対数値(t)	0.004	10	0	8	0.002	1	0	5	0.005	3	0	3	0.004	6	0	0
MSCIダミー(t)	-0.009	0	8	10	-0.003	0	0	6	-0.004	0	2	4	-0.019	0	6	0
直前3か年株価トレンド(t)	0.100	8	4	6	-0.175	0	4	2	0.223	4	0	2	0.253	4	0	2
配当利回り(t)	-0.020	1	11	6	-0.042	0	6	0	-0.004	1	3	2	-0.013	0	2	4
浮動株割合(t)	0.050	18	0	0	0.024	6	0	0	0.048	6	0	0	0.077	6	0	0
海外売上高比率(t)	0.007	8	1	9	-0.007	0	1	5	0.008	2	0	4	0.020	6	0	0
研究開発、宣伝広告費(t)	-0.100	0	9	9	-0.147	0	3	3	-0.101	0	4	2	-0.052	0	2	4
役員数(t)	0.000	1	0	17	0.000	0	0	6	-0.002	0	0	6	0.001	1	0	5
社外その他(t)	-0.007	1	1	16	-0.008	0	0	6	-0.010	0	1	5	-0.001	1	0	5
社外銀行(t)	-0.018	0	3	15	-0.022	0	3	3	-0.018	0	0	6	-0.013	0	0	6
社外親(t)	0.001	0	1	17	0.005	0	0	6	-0.004	0	1	5	0.000	0	0	6
6大財閥ダミー(t)	0.002	2	0	16	0.003	1	0	5	0.004	1	0	5	0.000	0	0	6
有利子負債比率(t)	-0.025	0	14	4	-0.008	0	2	4	-0.030	0	6	0	-0.038	0	6	0
新株予約権ダミー(t)	0.006	6	0	3					0.004	1	0	2	0.007	5	0	1
Adj. R2	0.317				0.323				0.376				0.252			
N	1,332				1,173				1,308				1,516			
国内機関投資家持分平均	6.009				5.055				5.668				7.304			
標準偏差	4.461				3.663				4.697				5.021			

パネル 2: 金融機関の銘柄選択																
	全期間 1991-2008				Period I = 1991-1996				Period II = 1997-2002				Period III = 2003-2008			
	係数	+有意	-有意	非有意	係数	+有意	-有意	非有意	係数	+有意	-有意	非有意	係数	+有意	-有意	非有意
定数項	0.183	17	0	1	0.303	6	0	0	0.169	6	0	0	0.078	5	0	1
BM(簿価時価比率)(t)	0.000	4	2	12	-0.017	0	2	4	0.007	0	0	6	0.010	4	0	2
時価総額対数値(t)	0.001	1	0	17	0.002	1	0	5	0.002	0	0	6	0.000	0	0	6
株価ボラティリティ(t)	-0.019	0	12	6	-0.020	0	2	4	-0.022	0	5	1	-0.016	0	5	1
株式回転率(t)	0.000	0	1	17	0.000	0	0	6	-0.002	0	1	5	0.001	0	0	6
株価対数値(t)	-0.018	0	18	0	-0.028	0	6	0	-0.018	0	6	0	-0.007	0	6	0
有利子負債比率(t)	0.012	7	0	11	-0.013	0	0	6	0.011	1	0	5	0.038	6	0	0
MSCIダミー(t)	0.011	11	1	6	0.014	4	0	2	0.016	6	0	0	0.001	1	1	4
直前3か年株価トレンド(t)	0.237	6	0	12	0.316	1	0	5	0.213	2	0	4	0.181	3	0	3
配当利回り(t)	-0.019	0	6	12	-0.031	0	1	5	-0.005	0	0	6	-0.020	0	5	1
浮動株割合(t)	-0.073	0	18	0	-0.093	0	6	0	-0.060	0	6	0	-0.067	0	6	0
海外売上高比率(t)	-0.001	0	0	18	0.000	0	0	6	0.005	0	0	6	-0.007	0	0	6
研究開発、宣伝広告費(t)	-0.251	0	10	8	-0.586	0	5	1	-0.113	0	2	4	-0.055	0	3	3
役員数(t)	0.001	3	0	15	-0.004	0	0	6	0.000	0	0	6	0.007	3	0	3
社外その他(t)	-0.046	0	18	0	-0.064	0	6	0	-0.046	0	6	0	-0.028	0	6	0
社外銀行(t)	0.027	2	0	16	0.026	0	0	6	0.032	1	0	5	0.022	1	0	5
社外親(t)	-0.160	0	18	0	-0.218	0	6	0	-0.164	0	6	0	-0.098	0	6	0
6大財閥ダミー(t)	-0.009	0	11	7	-0.007	0	1	5	-0.010	0	4	2	-0.011	0	6	0
新株予約権ダミー(t)	-0.004	0	3	6					-0.003	0	1	2	-0.004	0	2	4
Adj. R2	0.206				0.213				0.211				0.193			
N	1,332				1,173				1,308				1,516			
金融機関持分平均	8.624				11.969				9.007				4.896			
標準偏差	7.598				8.630				7.883				6.282			

表9 機関投資家の保有比率の変化と投資収益率(超過収益率)

サンプルは東証1部非金融事業法人。各説明変数の定義は以下のとおり。投資収益率は、企業*i*の各年の投資収益率とTOPIXに基づく投資収益率の差をとった超過収益率。簿価時価比率=純資産/株式時価総額、時価総額対数値は株式時価総額の自然対数値、株価ボラティリティは決算期の期初を時点とする36ヶ月の株価ボラティリティ、株式回転率は決算期の期初を時点とする過去3年の売買回転率(売買高/発行済株式数、年率換算値)、株価対数値は期末株価の自然対数値、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、直前3か年株価トレンドは決算期の期初を時点とする36ヶ月の平均株価リターン、配当利回りは配当額/株価、浮動株割合は発行済株式数に占める安定株(銀行、保険、国内証券、事業会社保有分+持合株+役員持分+親族持分)以外の株数割合、研究開発、宣伝広告費は対総資産割合、社外その他は取締役のうち、銀行や親会社からの派遣ではない人数の割合(純粋な独立社外取締役割合)、社外銀行、社外親はそれぞれ社外取締役のうち、取引銀行または親会社からの派遣されている人数の割合。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。新株予約権ダミーは新株予約権を発行している企業に1を与えるダミー変数。

被説明変数: 投資収益率				
推計期間=FY1988-2008.21期				
	有意+	有意-	非有意	
定数項	7	3	11	
BM(簿価時価比率)(t-1)	9	2	10	
時価総額対数値(t-1)	3	5	13	
株価ボラティリティ(t-1)	2	8	11	
株式回転率(t-1)	2	4	15	
株価対数値(t-1)	5	4	12	
MSCIダミー(t-1)	1	1	19	
直前3か年株価トレンド(t-1)	3	5	13	
配当利回り(t-1)	3	1	17	
浮動株割合(t-1)	0	6	15	
海外売上高比率(t-1)	6	2	13	
研究開発、宣伝広告費(t-1)	6	2	13	
役員数(t-1)	2	4	15	
社外その他(t-1)	2	3	16	
社外銀行(t-1)	3	0	18	
社外親(t-1)	2	5	14	
6大財閥ダミー(t-1)	4	1	16	
有利子負債比率(t-1)	4	6	11	
海外機関持分(t-1)	9	1	11	
海外機関持分増分(t)	17	0	4	
国内機関持分(t-1)	2	0	19	
国内機関持分増分(t)	11	1	9	
金融機関持分(t-1)	2	3	16	
金融機関持分増分(t)	1	3	17	
新株予約権ダミー(t)	1	0	9	

パネル2： 内外機関投資家の保有比率の変化のインパクト

FY	リターン 平均	標準偏差	海外機関持分 増分の係数	国内機関持分 増分の係数	海外機関 持分増 分・平均	同左標準 偏差	国内機関 持分増 分・平均	同左標準 偏差	海外(1σ*係 数) Magunitude	国内(1σ*係 数) Magunitude	機関投資家計 (海外・国内機 関投資家保有 分の1σの効果)
1988	32.37%	46.47%	2.477 ***	-0.082	-0.22%	3.03%	0.72%	2.34%	7.51%	-0.19%	7.32%
1989	23.26%	45.49%	2.125 ***	0.735	-0.04%	3.12%	1.12%	2.87%	6.62%	2.11%	8.73%
1990	-14.27%	29.39%	1.782 ***	1.664	-0.14%	2.71%	0.22%	2.23%	4.82%	3.71%	8.54%
1991	-22.97%	23.46%	2.445 ***	0.312	0.59%	3.03%	-0.16%	2.14%	7.40%	0.67%	8.07%
1992	-8.24%	22.21%	2.787 ***	1.489 ***	-0.07%	2.26%	-0.03%	1.83%	6.29%	2.72%	9.00%
1993	11.78%	24.63%	3.082 ***	1.122	0.93%	2.43%	0.05%	1.70%	7.49%	1.91%	9.40%
1994	-13.84%	16.65%	1.567 ***	0.125	0.51%	2.54%	-0.29%	1.44%	3.98%	0.18%	4.16%
1995	24.30%	34.47%	1.277 ***	-2.375 **	0.83%	2.95%	-0.63%	1.61%	3.77%	-3.83%	-0.07%
1996	-19.37%	23.26%	1.210 ***	-0.125	0.20%	3.34%	0.27%	1.67%	4.03%	-0.21%	3.83%
1997	-23.93%	24.58%	2.000 ***	3.349 ***	-0.73%	3.43%	-0.14%	2.16%	6.85%	7.22%	14.07%
1998	-4.06%	34.30%	2.692 ***	3.923 ***	-0.63%	2.88%	-0.05%	1.90%	7.75%	7.46%	15.21%
1999	14.36%	87.62%	3.326	1.216	0.71%	4.28%	-0.35%	2.72%	14.24%	3.30%	17.54%
2000	1.29%	50.51%	0.865 *	3.967 ***	-0.21%	4.12%	0.77%	2.88%	3.57%	11.44%	15.01%
2001	-7.06%	27.60%	0.733 *	2.304 ***	-0.55%	3.30%	1.28%	3.02%	2.42%	6.97%	9.38%
2002	-8.74%	32.99%	0.933	3.219 ***	-0.38%	3.93%	0.83%	3.12%	3.66%	10.05%	13.71%
2003	67.13%	79.19%	1.118	1.480 *	2.26%	5.19%	-0.55%	3.62%	5.80%	5.36%	11.16%
2004	21.36%	43.19%	0.161	0.077	1.85%	5.38%	0.39%	3.28%	0.86%	0.25%	1.12%
2005	43.35%	47.96%	1.317 ***	2.877 ***	2.40%	5.25%	-0.12%	3.40%	6.91%	9.79%	16.70%
2006	-6.47%	26.47%	1.428 ***	2.390 ***	0.55%	4.99%	-0.20%	3.33%	7.13%	7.96%	15.10%
2007	-25.94%	23.94%	1.313 ***	2.568 ***	-0.24%	4.53%	-0.35%	2.99%	5.95%	7.68%	13.63%
2008	-25.78%	27.64%	1.291 ***	2.256 ***	-2.16%	4.34%	-0.12%	3.11%	5.60%	7.01%	12.61%

表 10 議決権行使基準

	企業年金連合会	外資系		国内系		
		JPMorganAM	フィデリティ	野村 AM	住友信託	大和住銀
剰余金処分	バランスのとれた利益配分を求める	自己資本比率をベースに株主還元性向値の下限を設定	企業が資本コストを上回るリターンを挙げる見込みがない場合には、株主還元の実施を求める	剰余資金が生じた場合には、原則として株主に還元することを望む	株主への利益還元を尊重するよう留意すべきである	配当性向、ROEなどで妥当性を判断
買収防衛策	「企業買収防衛策に対する株主議決権行使基準」は2010年11月に廃止	事例毎に検討を行うが、一般的には反対	原則反対（既存株主の議決権と株式価値に不利な影響を及ぼす公開買付防止策は容認できない）	個別に分析を行い、株主価値を守ると判断される場合を除き、反対	既存の株主利益を毀損するものであってはならない	一般的には反対、ただし、株主価値に資する買収防衛策を平時に導入する場合であれば、ある一定条件を満たす場合に限り許容
取締役選任	3期連続赤字決算かつ無配、あるいは過去5期通算当期利益累計額がマイナスであり、株主価値の毀損が明らかな場合、反対。ROEが長期に亘り低迷している企業についても、肯定的な判断はできない	再任の候補に関しては、配当性向、業績の悪化・不振、反社会的行為・法令違反、株式の保有・持ち合い、ストック・オプション、買収防衛策、買収・合併等、増資、借入金、自社株買いに関する別項の基準に抵触する場合は否認する	該当なし	業績が長期にわたり低迷し、かつ、経営改善努力が認められない場合は反対	該当なし	3期連続で経常赤字かつ無配の企業または5期通算当期利益累計額がマイナスの場合、3年のROEが一度も資本コストを上回ることなく、かつ改善傾向にない場合は反対
役員報酬 (業績連動基準)	3期連続赤字決算かつ無配、あるいは過去5期通算当期利益累計額がマイナスであり、株主価値の毀損が明らかな場合、減額とすることが妥当。また、報酬額を引き上げる場合には、十分な根拠が説明されるべき	業績不振の企業においては、原則として役員の再任案に反対票を投じるが、該当する議案がない場合、役員報酬額の増額、もしくは役員賞与の支給に反対票を投じる場合もある	対象企業が利益をあげていない場合は反対	会社の財務状況に照らして不適切な金額の場合、および、株主の利益を損なうような報酬制度については、反対	該当なし	3期連続経常赤字にもかかわらず役員賞与金の相当程度の減額となっていない議案には反対
ストックオ	発行済株数の5%を超えるもの	発行済株数の10%を超え	発行済株数の10%を	適切な支給対象者、	該当なし	発行済株数の5%を超

<金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー DP2011-11 (2012年3月) >

オプションの付与（希薄化基準）	には反対	るものには反対	超えるものには反対（オプションの付与価格は付与日時における公正市場価値の100%以上）	適切な条件・規模において付与される場合には、原則として賛成		えるものには個別で判断
社外取締役の独立性基準	該当なし	大株主、親会社、主要取引先（銀行含む）、系列会社、顧問弁護士、会計士、税理士等は独立とは認めず専任案に反対	該当なし	該当なし	該当なし	大株主、親会社、主要取引先（銀行含む）、系列会社、顧問弁護士、会計士、税理士等は独立とは認めず専任案に反対

出典：各社ウェブサイトなど。なお、企業年金連合会の基準は2010年11月付けで大幅に改定（簡素化）されており、多くの機関投資家が参照したのは改定前の旧基準であった点は留意が必要である。

表 11 議決権行使の動向

サンプルは、2011年度に年金受託上位15社に、シュローダー投信、フィデリティ投信、三井住友AMを加えた18社。取締役選任議案および監査役選任議案に関して、フィデリティ、シュローダー、日興AMは取締役および監査役一人につき一議案として扱うのに対して、他は一人でも反対票を投じた役員がいれば反対として計上している。そのため、その二つの議案は3社を除いて集計。

	企業年金 連合会	N	合計(反対 行使比率 は平均)	標準偏差	中央値	最大値	最小値	平均議案 数
年金受託額(2011年3月)		15	1,014,475	53,047	43,167	146,363	14,861	
私的年金		15	140,787	6,663	8,950	26,420	687	
公的年金		15	873,427	53,532	30,764	133,093	1,240	
会社提案行使議案数	7,050	15	70,967	4,070	5,138	19,811	1,225	
反対行使議案数	836	15	13,983	542	1,000	2,496	243	
反対行使比率	11.9%	15	19.7%	8.7%	20.0%	35.1%	7.2%	
議案別反対行使比率								
剰余金処分	3.8%	18	6.9%	10.4%	3.1%	38.7%	0.0%	1,098
取締役選任	20.8%	15	28.7%	15.4%	31.5%	52.0%	5.6%	4,356
監査役選任	12.1%	15	24.4%	12.5%	23.7%	44.5%	0.1%	1,732
定款一部変更	2.1%	18	4.7%	3.1%	4.4%	12.7%	0.6%	335
役員退職慰労金関連	17.1%	18	37.7%	17.8%	40.8%	71.2%	1.2%	313
役員報酬改定	3.6%	18	5.8%	6.4%	3.5%	24.1%	0.0%	285
SO付与	12.6%	18	20.9%	10.6%	20.7%	37.0%	1.9%	153
組織再編成	2.4%	18	7.3%	12.1%	0.0%	38.9%	0.0%	26
買収防衛策	NA	5	74.8%	30.5%	89.7%	97.9%	27.3%	120



金融庁金融研究センター

〒100-8967 東京都千代田区霞ヶ関 3-2-1
中央合同庁舎 7号館 金融庁 15階

TEL: 03-3506-6000(内線 3293)

FAX: 03-3506-6716

URL: <http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>