



RIETI Discussion Paper Series 11-J-011

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
経済産業研究所

新田 敬祐
ニッセイ基礎研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所
<http://www.rieti.go.jp/jp/>

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（早稲田大学・経済産業研究所・WIAS）

新田敬祐（ニッセイ基礎研究所）

要 旨*

日本企業の株式所有構造は、1997年の銀行危機以降、かつてのインサイダー優位のそれからアウトサイダー優位の構造に大きく転換した。本稿では、この所有構造の劇的な変化の決定要因とその帰結を、株式持ち合いと海外投資家に焦点を合わせて分析する。まず、2000年代後半にみられた持ち合い「復活」は、銀行・事業会社間の持ち合いという過去への回帰ではなく、事業会社同士の関係強化という新たな動きであり、主としてエントレンチメント動機に基づくものであったこと、しかし、その規模は小さく、アウトサイダー優位の構造には影響しないことが示される。次に、海外投資家については、その銘柄選択に、ホームバイアスと関連する特定の偏りがあることに加えて、企業統治要因も考慮されていたこと、さらに、海外投資家のプレゼンス上昇が、その銘柄選好を考慮しても、企業パフォーマンスの引き上げ効果を持ったことが明らかにされる。最後に、1990年代前半の企業規模、海外市場での名声、企業業績の差が、機関投資家の銘柄選好や企業の自己選択を介して株式所有構造の分化を生み、この所有構造の差が、それ自体の規律付け効果や経営組織改革の促進効果を通じて、パフォーマンス格差をさらに増幅するというダイナミックな関係が強調される。

キーワード：株式所有構造、株式持ち合い、海外投資家、状態依存型ガバナンス、モニタリング、ホームバイアス、同時方程式モデル

JEL classification: G30、G32、G34、G11

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、(独)経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

* 本稿は、RIETI コーポレート・ガバナンスプロジェクトの成果の一部である。本稿を作成するに当たっては、研究会メンバーから多くの有益なコメントを頂いた。宮島英昭は、科学研究費（基盤研究A・代表者宮島英昭、課題番号19203017）の補助を受けた。

1. はじめに

日本の上場企業の株式所有構造は、長く金融機関や事業会社による安定保有によって特徴付けられてきた。この株式保有は、長期的な取引関係を基礎とし、保有先企業の経営に株主として関与しない、また、非友好的な第三者に売却しないという、経営者間の暗黙の契約によって支えられていた。この部分をインサイダー保有と呼ぼう。その中心は、株式持ち合いである。これに対して、国内外の機関投資家によるポートフォリオ投資、創業者一族や役員以外の個人の保有分、外国法人のブロック所有は、投資収益の最大化を目的とする株主の保有部分であり、アウトサイダー保有と呼ぶことができる。公表データを利用して株式所有構造の長期的推移を確認してみると、後述するように、1960年代の中頃からインサイダー保有比率が急上昇し、70年代前半に55%を超えた後、90年まで漸増傾向を示しながら安定的に推移した¹。

しかし、こうしたインサイダー優位の所有構造は1990年代後半の銀行危機を境として、劇的な変化を示した。金融機関の保有比率が急速に低下し、逆に、外国人保有比率が急上昇した。バブル期（80年代後半）まで5%程度にとどまっていた外国人の保有比率は、90年代に入ると一貫して上昇を続け、06年度末には28%に達した。この結果、印象的なことに、アウトサイダーの保有比率は、00年には再びインサイダーのそれを上回るに至った。

もっとも、1990年代半ばから続いたアウトサイダー保有比率の増加トレンドは、06年前後に転換点を迎えたかにみえる。06年に外国人保有比率がピークを迎える一方、経営支配や企業統治に着目する投資ファンド（アクティビスト・ファンド）が台頭したことを背景に、一部の企業の間で試みられた株式持ち合いの「復活」が注目されるようになった。しかも、07年夏からのサブプライム問題に端を発する世界金融危機を契機に、海外からの投資資金が大規模に国外へ逃避し、外国人保有比率の大幅な低下がみられた。

本稿の課題は、1997年の銀行危機から08年にかけて発生した株式所有構造の劇的な変化を追跡し、その変化をもたらしたメカニズムと帰結を可能な限り包括的に明らかにする点にある。具体的には以下の諸点が解明される。

¹ インサイダー保有の形成に関しては、Franks, Mayer and Miyajima (2010、以下、FMM 2010)、宮島・原村・江南 (2003) を参照。

第1に、1990年以降の日本企業の株式所有構造の変化を可能な限り厳密に確認することである。企業の所有構造の把握にあたって、通常、証券取引所が集計した『株式分布状況調査』が利用される。しかし、同調査で利用可能なのは市場ベースの集計値のみであり、個別企業の株式所有構造や企業相互間の株式保有関係が識別できず、株式の保有主体の分類も形式的である。そのため、株主と投資先企業との関係を捉えた詳細な実証分析に利用することは不可能である。そこで、主要市場に上場する企業を対象に、大株主の属性や企業間の株式の相互保有関係を識別したデータベースを作成して、近年の所有構造の進化についての事実を様式化する。この作業によって、インサイダー保有の解体とアウトサイダー優位の構造へのシフトが急速に生じたこと、及び、この変化は上場企業間で一様に生じたものではなかったことが明らかとなる。

第2の課題は、株式持ち合いの解消と「復活」に関して事実を様式化し、その決定要因を企業のマイクロデータに基づいて解明する点にある。1997年から02年の持ち合い解消については、銀行と事業会社の個々の相互保有関係を分析単位としたMiyajima and Kuroki (2007) で、すでに明らかにされている。そこで本稿では、この見方を前提とした上で、銀行危機以降の銀行部門の株式ポートフォリオの変化を追跡し、銀行・事業会社間の持ち合い解消のメカニズムに関するこれまでの理解と整合的に、銀行部門の株式ポートフォリオが、主要市場の銘柄構成と比べて成長性が低く、リスクの高い企業に大きく偏ったことを明らかにする。他方、本稿では、これまで十分には解明されてこなかった05年以降の持ち合い「復活」の実態分析を試みる²。まず、取引レベルのデータを用いて、持ち合い強化が主として事業会社間で観察され、銀行・事業会社間の相互持ち合いは増加していないこと、その規模は市場からのモニタリングを遮断するほど大きくないことを指摘する。さらに、企業レベルの持ち合い比率の決定要因の分析を通じて、期初の機関投資家の保有比率が高く、過去に敵対的な大株主の脅威に直面した経験があり、また、経営者の私的便益の大きい企業が、持ち合いを増加させる傾向が強いこと、つまり、持ち合い「復活」は経営者のエンブレチメント動機に基づくものであったことを明らかにする。

第3に、1990年から07年までの海外投資家の増加の決定要因とそのインパクトを考察する。海外投資家による日本株買いについては、従来からホームバイアス問題に関連する選択銘柄の偏りが指摘されてきた(Kang and Stulz 1997、Hiraki et al. 2003)。

² 筆者のうちの一人は、この過程を追跡した(新田 2008a、2008b、2009)。

ここでは、海外投資家の保有比率が、企業規模や海外市場での知名度、業績、信用度、取締役会の構成などから決定されることが示唆される。しかし、他方で、海外投資家のモニタリングが経営の効率化に寄与したとの評価もあり、海外投資家が、企業パフォーマンスの良い銘柄を選好したのか、それとも、自らのモニタリング行動によって投資先企業のパフォーマンスを引き上げたのかという2つの側面を同時に扱うことが必要になる。本稿では、この2つの相関する問題を、それぞれに最適な同時方程式を解くことによって明らかにする。その結果、海外投資家は、企業規模が大きく、海外依存度が高く、業績が良く、負債比率が低いといった特徴を持つ企業を選好するという、従来から指摘されてきたホームバイアス傾向が確認される。これに加えて、株主重視の姿勢を示す取締役会の構成も重要な銘柄選択要因であった。さらに、海外投資家の銘柄選好による内生性を慎重に考慮したうえでも、海外投資家のプレゼンス上昇が、経営の規律付け効果を発揮し、企業パフォーマンスを引き上げることが示される。

最後に、銀行危機以降の株式所有構造の分化と、企業間のパフォーマンス格差の拡大というダイナミックな過程を描く。所有構造の分化が明確化する以前の1996年、分化が明確になった02年、海外機関投資家保有比率が頂点に達した05年の3時点の所有構造を基準とした分析を通じて、銀行危機直前の企業規模、資本市場における名声、企業パフォーマンスの差が、海外投資家の銘柄選好や企業の自己選択を介して、株式所有構造の分化を生み、この所有構造の差が、それ自体の規律付け効果や取締役会の規模縮小、外部役員を導入などの内部ガバナンスの改革促進効果を通じてパフォーマンスの格差を増幅、ないし固定化するというダイナミックな関係が作用した点を明らかにする。

本稿は、次のように構成される。続く2節では、株式所有構造の動向を長期的な観点から概観する。3節では、持ち合い解消とその後の増加の過程を、売買動向を詳細に追跡したデータから明らかにする。4節では、海外投資家の銘柄選択の決定要因を分析する。5節では、海外投資家の銘柄選好にともなう内生性を考慮した上で、そのプレゼンス上昇がもたらすパフォーマンス引き上げ効果を分析する。最後の6節では、以上の分析結果を総括し、企業統治における株式所有構造の位置づけの考察を試みる。

2. 日本企業の株式所有構造の進化：概観

2.1 インサイダーの優位：1970～90年

まず、1955年から90年までの、株式所有構造の長期的な変化を概観しておこう。図1は、証券取引所が集計した『株式分布状況調査』に基づき、インサイダーとアウトサイダーの保有比率の長期時系列推移を示したものである。ここでインサイダーとは、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である。こうした株主は、一般に、投資先企業との間で長期的な取引関係を有しており、その株式保有のインセンティブは、投資収益の最大化ではなく、企業間関係の維持にあるとみられている³。そこで、この部分をインサイダー保有と呼ぶ。他方、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であり、その保有目的は投資収益の最大化にある。図1の保有比率は市場価格ベースで集計されたものを表示しているが、データが取得できない69年以前については、株数ベースの保有比率に基づき、その変化幅の情報を失わないように補完している。また、保有主体の内訳に関するデータが取得できない場合は、取得可能な情報に基づいて試算したもので補完している（図1の注記参照）。

戦後改革によっていったん高度に分散し、個人株主が中心となった日本の上場企業の株式所有構造は、1965年の証券不況を画期として急速に安定化が進み、70年代初頭までに、銀行、事業会社などのインサイダーを中心とする所有構造に変化した⁴。70年代の半ばには、このインサイダーの保有比率が55%を超え、これに対して、個人や機関投資家の保有株式を合計したアウトサイダーの保有比率は平均して35%前後にとどまった。

== 図1 株式所有構造の長期時系列推移 ==

このインサイダー優位の所有構造は、1990年に至るまで大きな変化を示さなかった。バブル期（80年代後半）には、資金調達に銀行借入れからエクイティ関連債へと大きくシフトしたが、この間も金融機関は大きく買い越しており、その保有比率はやや増加した。

³ このインサイダー保有は、これまで利用されてきた「相互持ち合い」や「安定保有」とオーバーラップするが、より広い概念である。FMM(2010)はこの視角から、日本所有構造の進化とその国際的特徴を分析している。

⁴ 詳しくは、川北(1995)、宮島・原村・江南(2003)、FMM(2010)を参照。

以上の集計レベルの動きを、本稿で新たに作成したデータを用いて再確認しておく。ここでは、日本の主要市場である東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所の1部市場（以下、三市場1部）に上場する非金融事業法人を対象に、大株主データ（東洋経済新報社）、及び有価証券報告書に記載されている有価証券明細表と所有者別状況（日経 NEEDS）を組合せ、各企業のより詳細な株主名簿を再構成し、株式の相互保有関係の識別や、3%以上保有する大株主の属性判定を行った上で、可能な限り株主をインサイダーとアウトサイダーに分類している。図2は、主要企業のインサイダーとアウトサイダーの保有比率を単純平均したもののだが、その推移は図1とほぼ一致することが確認できる。また、このデータに基づき、1987年以降6時点の記述統計量を要約した表1によれば、87年から91年の株式所有構造の変化は少なく、しかも両期の所有構造における企業間の分散は小さい。インサイダー保有比率は45%を超えるものの、標準偏差は13%にとどまった。他方、アウトサイダー保有比率は30%程度でインサイダー保有比率を大きく下回り、その標準偏差も10%程度と小さかった。この時点まで日本の上場企業は、インサイダー優位という特徴において同質的であった。

しかし、1990年代初頭のバブル崩壊後、アウトサイダー保有比率が徐々に増加したのに対して、強固だったインサイダー保有は、97年以降、急速に崩れていく。以下、90年以降の株式所有構造の変化についてはより具体的に、アウトサイダーの中心である海外投資家と、インサイダーの中心である株式持ち合いに焦点を当てて議論を進めることとする。

== 図2 近年のインサイダー・アウトサイダー保有比率 ==

== 表1 近年の株式所有構造の変遷 ==

2.2 海外投資家の端緒的増加：1990～1996年

1990年代に入ると、海外投資家の保有比率が徐々に増加した。運用資産が増加すれば、投資ウェイトが一定であっても、日本市場における海外投資家の保有比率は上昇する。実際、米国を中心に海外の機関投資家の国外投資は90年以降に急増しており、この局面では経済活動のグローバル化にともなって、海外投資家の国際分散投資が進展したとみられる。例えば、米国の海外株式投資残高は、90年の1,976億ドルから

95年には7,768億ドル、00年には18,304億ドルに達した(Ahmadjian 2007: p.127)。

こうした国際分散投資の世界的な拡大の一環として、日本の主要企業における海外投資家の保有比率は、91年の4.1%から96年には7.1%へと拡大した(図3)。

しかも、海外投資家の市場におけるプレゼンスの上昇は、株式の保有比率に表れる以上に大きかった。第1に、海外投資家は、この時期の唯一の買い越し主体であり、東証1部市場に占める外国人の売買シェア⁵は、1988年の10%程度から96年には40%弱にまで増加していた。株価形成における海外投資家の売買の影響が上昇し、彼らに高く評価されることが、経営上、重要な意味を持つようになったのである。また、この間には、外資系金融機関の日本への進出や証券アナリストの増加がみられ、市場のインフラ整備が進展するなどの不可逆的な変化が生じた⁶。

第2に、上述の海外投資家の増加が選択的に発生したことが重要である。この時期の海外投資家の銘柄選択には強いバイアスがあり、規模が大きく、海外売上高比率が高く、収益性が高く、高い格付けを取得するなど、既に市場での名声を確立した企業が選好された(Miyajima and Kuroki 2007: pp.86-88)。例えば、輸出企業として知られるキヤノンの海外投資家保有比率は、1991年の21.5%から96年には39.0%に上昇し、同様にソニーの海外投資家保有比率も同期に、21.6%から39.0%に上昇した(表2)。かつてメインバンクとの密接な関係、借り入れ中心の資金調達、低い外国人保有比率によって特徴付けられた日本企業は、90年代半ばまでに、その銀行・事業会社間⁷の関係、所有構造において静かに多様化し、この企業間の差が、その後の進化の経路に重要な意味を持つようになる。

2.3 株式持ち合いの解消：1997～2004年

1990年代半ばまで、驚くほどの安定性を示した金融機関、事業会社などのインサイ

⁵ 売買シェア = (海外投資家の委託売買金額の合計 / 全委託売買金額の合計)。なお、資本関係がある外国法人や海外居住の個人大株主は、大規模、あるいは高頻度の取引を実行することはないから、この取引の大部分は、海外の機関投資家によるものとみなせる。

⁶ 外資系証券会社の進出はバブル期に一巡していた。進出企業現在数は1985年の14社から90年に52社に急増した。その後は安定し、97年では57社となった(年末、日本証券業協会調べ)。90年代は日本への進出を終えた外資系証券会社が事業活動を拡大した時期と位置付けられる。他方、アナリストは90年代に入って増加した。例えば、証券アナリスト協会の検定会員数は、90年の22百人から96年には94百人に増加した。

⁷ 原則として、以下における「銀行」は信託銀行以外の銀行を、「事業会社」は銀行、信託銀行、生損保、証券会社、証券金融会社を除く上場会社を表すものとする。

ダー中心の株式所有構造は、97年の銀行危機を境に大きく変容した⁸。その中心である持ち合い比率⁹は、96年度末の15.3%から04年度末には9.4%へと急速に縮小した(図3)。この変化の中心は、銀行・事業会社間の持ち合い解消であった。

一方では、1997年以降、事業会社による銀行株の売却が進展した。住専問題の顕在化(95年)とともに、その設立母体である銀行株の価格の下方修正が始まり、銀行の経営破たんが発生した97年以降、その株価下落が加速し、銀行株の保有リスクは明らかに上昇した。事業会社は、戦後初めて銀行株を保有し続けるか売却するかを選択問題に直面したのである。この市場環境の変化と並行して、後述するように海外投資家のプレゼンスが上昇した。これにともない、株式持ち合いは投資家からの強い批判にさらされ、説明責任が求められるようになった。加えて、00年代初頭の会計制度の大幅見直しにより、連結決算制度(00年3月)や持ち合い株式の時価評価(02年3月)が導入され、事業会社は株式持ち合いのリスクを強く意識するようになった。

他方、不良債権問題が深刻化すると同時に、バブル崩壊後の株価低迷による含み益の枯渇で株式保有リスクの上昇に直面した銀行は、1997年頃から保有株式の売却を開始した。その後の01年に、銀行による株式保有の規模をBIS規制の中核的自己資本(Tier1)¹⁰の範囲内に抑える銀行等株式保有制限法が制定されると(02年1月施行)、その売却はさらに加速した。銀行部門の01年の売越額は2.3兆円に達し、以降、05年まで1~2.5兆円の保有株売却が続いた。その結果、『株式分布状況調査』でみる銀行の保有比率は、96年から01年までに6.4%低下し、さらに01年から04年までに3.4%低下した。

⁸ 1970年代から90年代半ばまでの日本の上場企業の所有構造の安定性を、多くの観察者は驚きを持って指摘している(Flath 1993、川北 1995)。

⁹ この持ち合い比率は、発行済株式数のうち、上場会社間の相互持ち合いが確認されたものの割合として企業毎に算出し、その上で、各年度末時点における三市場1部上場企業を対象に企業単位で単純平均したものである。持ち合い関係は、2社間の同時点での相互保有関係が確認された場合にのみ認識できるので、この比率は情報の開示範囲の制約を強く受ける。本稿で提示する持ち合い比率は、確認できたものに限って集計したものであり、実際のものとは比べて過少な値になっていることに注意されたい。また、2000年3月期決算から有価証券報告書の有価証券明細表の開示範囲が縮小されたため、時系列トレンドにジャンプが生じないように、それ以前のデータについても現行基準を遡及適用してある。この結果、1999年以前のデータは、利用可能なデータから確認できるものよりも、持ち合い比率が3%程度小さくなっている。

¹⁰ 自己資本から、有価証券含み益などを控除したものの。

2.4 海外投資家の急増：1997～2006年

この持ち合い解消と並行して、国内外の機関投資家、特に海外投資家の保有比率が上昇した。1996年には7.1%であった海外投資家保有比率は、02年から急上昇を示し、06年には14.2%へとほぼ倍増した（図3）。個別の動きでは、まず99年頃にIT関連企業が主要な投資対象となった。例えば、NECの海外投資家保有比率は、96年度末の16.9%から01年度末の28.3%へと急上昇した。さらに、03年以降は、世界経済、特に中国経済の成長の恩恵を受けた素材部門の大企業が広く投資対象となった。例えば、06年度末の新日本製鉄の海外投資家保有比率は21.9%、アウトサイダー保有比率は53.6%に達した（表2）。

== 図3 海外投資家保有比率と持ち合い比率の推移 ==

== 表2 主要企業の株式所有構造の変化 ==

その結果、日本企業の株式所有構造は大きく変化し、2000年には印象的なことに、インサイダーとアウトサイダーの保有比率が再び逆転した（図1、図2）。わが国上場企業の所有構造は、安定株主作りが進展する以前の60年代前半の水準に戻ったのである。もっとも、復活したアウトサイダー優位の所有構造の中心は、以前の個人から国内外の機関投資家に移動していた。

しかも、市場取引における外国人のプレゼンス上昇はさらに著しい。1997年には、東証1部における外国人の売買シェアが40%を超え、00年には50%、06年には60%を超えた。投資主体の中心が海外投資家にシフトしたことは、日本の株式市場の株価形成において、海外投資家の影響力が飛躍的に高まったことを意味する。この点は、外国人の買越額と日経平均との関係を示した図4からも明確であろう¹¹。例えば、03年、及び05年半ばにみられた海外投資家の大幅な買い越しが相場の上昇をリードした。また、00年前後から国内外のアクティビスト・ファンドが台頭し、次第にその活動を活発化させていったことも重要な変化であった¹²。さらに、00年代半ばからは、

¹¹ 株価指数を、買い越し圧力（（買付金額－売付金額）／東証1部時価総額×100）で回帰した簡単な分析によれば、買い越し圧力の係数は、1980年1月～89年12月の10.19から、90年1月～99年12月には、24.67に上昇し、00年1月～09年10月も17.5と高い。

¹² アクティビスト・ファンドの明確な定義は存在しないが、一般に、大株主としての発

ライブドアによる日本放送（05年）、王子製紙による北越製紙（06年）、スティール・パートナーズによるブルドックソース（07年）など敵対的買収の事案も相次ぐようになった。わが国でも徐々に経営権市場（market for corporate control）が形成されはじめたのである。

海外投資家のプレゼンス上昇に端を発した株主意識の変化は、次第に国内の機関投資家にも波及していった。2000年代に入ると厚生年金基金連合会（現、企業年金連合会）や顧客の資産を運用する国内の投資顧問会社なども議決権行使に積極的となり¹³、また、これまで「もの言わぬ株主」と呼ばれた生命保険会社も、独自の議決権行使の手続きを整備するようになった。00年代後半になると、上場企業はアウトサイダーの利害を考慮した経営、すなわち株主価値最大化を意識せざるを得なくなったのである。

== 図4 外国人投資家の売買動向と日経平均株価の推移 ==

2.5 海外投資家の停滞と持ち合いの「復活」：2005年から2008年

銀行危機以降、単線的に進展したアウトサイダー保有比率の上昇傾向は、2006年頃をピークに反転の兆しをみせている（図1、図2）。他方、この動きと対照的にインサイダー保有比率も反転し、上昇傾向を示すようになった。04年度末には銀行による保有株の売却が一段落する一方、一部の企業による「戦略的提携」のための資本関係強化の動きが、株式持ち合いの「復活」として社会的注目を集めた¹⁴。その背景には、アウトサイダー保有や敵対買収事案の増加、三角合併の解禁（07年5月）などがあった。

例えば、M&Aに積極的な海外の競争相手による買収の脅威に直面した新日本製鉄は、住友金属工業、神戸製鋼所との「戦略的提携」を進め、2005年から段階的に3社間での株式持ち合いを拡大した。その結果、同社の発行済株式数に占める事業会社

言力を背景に、企業行動に影響を与えることで運用収益の向上を狙う、法制面の制約から比較的自由的な、私的な運用機関と考えられている。

¹³ 同連合会は、2000年に「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」を作成し、01年には、「議決権行使に関する実務ガイドライン」を公表するなど運用面の整備を進めた。

¹⁴ 例えば、週刊エコノミスト 2005年5月17日号掲載の「企業の「防衛本能」が生んだ増配ラッシュと持ち合い復活」や週刊東洋経済 06年7月22日号掲載の「水面下で再び進む株式持ち合い」、06年12月29日付け日経金融新聞掲載の「キーワードで振り返る06年の企業財務」、などを参照。

による持ち合い保有分は、01年度末の1.2%から08年度末には8.4%に上昇した（表2）¹⁵。また、06年3月、日立金属と大同特殊鋼が、資本・業務提携することで合意した。両者は、自動車部品などに使う特殊鋼の原料の共同購入や共同開発を進める一方、株式の1%程度をそれぞれ主に市場から購入し、段階的に株式の保有比率を上げていくことを決めた。この資本提携についても買収リスクに対する危機感がきっかけのひとつとされた。一方、アクティビスト・ファンドに直面した企業も安定株主作りに取り組んだ¹⁶。例えば、05年以降には、東映などの中規模の成熟企業で持ち合い強化が相次いだ。

他方、海外投資家は、サブプライム問題を背景に2007年から売り越しに転じ、リーマン・ショックが発生した08年9月以降、大規模な売却を実行した（図4）。東証1部市場における08年9月から09年3月末までの外国人の売り越し額は5.8兆円に達し、その結果、海外投資家の保有比率は13.9%（08年3月）から11.7%（09年3月）へと低下した。日経平均株価は、この間、13,072円（08年8月末）から8,109円（09年3月末）へと38%の大幅下落を示したが、この急落は主として海外投資家の売却によってもたらされたものと考えられる。日本株の市場価格は、海外投資家のプレゼンスが上昇した結果、その売買行動の影響を強く受けるようになったのである。

以上のように、1997年以降の所有構造の変化は、インサイダー優位からアウトサイダー優位への急激な変化と、05年以降のその停滞と要約できる。もっとも重要な点は、こうした変化がすべての上場企業で一様に進展したわけではないことである。表1の標準偏差の動向が示すように、例えば08年のインサイダーの保有比率38.3%は、91年の46.6%に比べて8.3%ポイント低下したが、その標準偏差は逆に91年の13.5%から08年の16.4%へと上昇した。また、アウトサイダー保有の中心である国内外の機関投資家の保有比率は、91年の9.2%から08年の19%に急増したが、それと並行

¹⁵ 日本経済新聞掲載（2007年09月28日）の「持ち合い復活の実像（中）」は、この戦略的提携によって「三割ほどだった新日鉄の安定株主比率はいまや五割近くになった」との観測を示している。

¹⁶ 早期の事例としては、2003年にスティー爾・パートナーズの大量買い付けを受けたソトーの事例がある。同社は、大量買い付けを受けた後、筆頭株主であるダイドーリミテッドと持ち合い関係を強化した。04年3月末の株主情報を1年前のものと比較すると、ソトーがダイドーリミテッドの保有比率を2.0%から3.5%に増加させる一方で、ダイドーリミテッドがソトーの保有比率を8.6%から10.5%に引き上げたことがわかる。そのダイドーリミテッドも、アクティビストである村上ファンドの脅威にさらされており、04年にオンワード樫山との相互持ち合いを新たに開始した。

して標準偏差も 7.4%から 13.9%に増加した。

そこで、次の諸点が自然な疑問として浮上する。第 1 に、銀行危機以降の持ち合い解消は、どのようなメカニズムで進行したのか。また、2005 年以降の持ち合い「復活」の規模はどの程度か、いかなる特徴を持つ企業が持ち合いを強化したのか、この強化はインサイダー優位の所有構造への回帰を意味するのか。第 2 に、90 年代後半から加速した海外投資家の増加はいかに理解できるのか、海外投資家の銘柄選好にはバイアスがあるのか、しばしば指摘されるように取締役会組織の改革にはプレミアムが付与されているのか。第 3 に、この株式所有構造の変化は、企業パフォーマンスにどのような影響を与えたのか。海外投資家のプレゼンス上昇は企業経営に対して規律付け効果を持ったのか。以下では、これらの諸点を独自のデータベースを構築することによって解明してゆく。

3. 株式持ち合いの解消と「復活」

企業経営者が自社の株主を自ら選択する点にインサイダー保有の本質があるとすれば、そのインサイダー保有の中核は株式相互持ち合いにある。そこで、本節では、1997 年以降の、この株式持ち合いの実態とその決定要因を解明する。まず、図 3 から持ち合い比率の長期的なトレンドを、簡単に振り返っておこう。同比率は、96 年までは 15%前後で安定的に推移してきたが、97 年から 04 年にかけて、銀行の保有株売却を中心とする持ち合い解消売りにより、大幅に低下した。05 年以降は、持ち合い「復活」への懸念が台頭してきたものの、同比率は 9%近辺で横ばいとなっている。すなわち、集計的なデータからみる限り、90 年代終盤から 00 年代半ばにかけての持ち合い解消は明確であるのに対して、その後の持ち合いの増加はほとんど確認できない。

3.1 持ち合い解消のメカニズムとその帰結

持ち合い解消の実態

もつとも、以上の概観は集計量にとどまる。そこで次に、利用可能なデータから、相互保有されている株式の売買動向を一件ずつ確認したデータベースを構築して、持ち合いネットワークが銀行危機以降どのように変遷してきたのかを分析する。売買の有無は、資本移動や組織再編を考慮した上で、持ち合い株式に 2 単元以上の変動があったかどうかによって識別する。前年度からの保有に変化がない場合は「現状維持」、

売買が確認できる場合は「売り」または「買い」、開示情報の制約などのため、収集した情報からは売買があったかどうか合理的判断ができない場合は「不明」と認識する。その上で、企業単位で売買件数を集計し、各企業の「買い」の件数が「売り」の件数を上回っていれば、持ち合いネットワークを「純増」させた企業、下回っていれば「純減」させた企業と認識する。なお、集計対象は、**図 3**と同様に三市場 1 部市場上場企業（除く金融）とする。

まず、持ち合い株式に関する売買動向を企業単位で集計した**表 3**から、持ち合い解消に関する企業行動を確認しておこう。同表によれば、持ち合い解消は、1998 年から 04 年に生じており、この局面の持ち合い株式に対する企業の売買行動は、それ以前の局面とは明らかに異なっている。解消の第 1 のピークは 99 年にあり、その後も高水準を保ったのち 03 年に 2 度目のピークを迎えた。この両年には、持ち合い解消を進めた企業（純減）が三市場 1 部上場企業の 50%を超え、持ち合いを増やした企業（純増、15%程度）との差は 35%以上に広がった。しかし他方で、この局面においても、主要企業の 3 割強が持ち合いを基本的に変化させていなかったという事実も注目に値する。

== 表 3 持ち合いネットワークに関する企業行動 ==

この企業単位で集計した売買動向を、主体別の個々の持ち合い株式の売買取引に分解したものが**表 4**である¹⁷。同表では、持ち合い株式の売買を主体別に銀行によるもの（パネル 1）、事業会社によるもの（パネル 2）、事業会社同士のもの（パネル 3）に整理している。ここから明らかなように、持ち合い解消の中心は、銀行・事業会社間の関係解消であり、とくに銀行が持ち合いの形で保有する株式の売却であった。1996 年まで 3%程度にとどまっていた銀行による持ち合い株式の売却比率（持ち合い総件数に対する売却件数）は 98 年には 10%を超え、銀行等株式保有制限法の施行（02

¹⁷ 持ち合いネットワークの件数は、A 社による B 社株の保有と、B 社による A 社株の保有の双方をカウントしているため、原則として、ひとつのネットワークにつき 2 件のカウントとなる。ただし、持ち合い関係の認識は、本稿の分析対象である主要三市場に限らず、全上場市場で行っているため、その総件数は必ずしも偶数にはならない。また、持ち合い総件数は、当年または前年に、持ち合い関係が確認できればカウントするので、当年に持ち合い関係が完全に解消されるケースも、新たに持ち合い関係を構築するケースも、総件数には含まれている。

年1月)にともなって急上昇した。02年にはこれと並行して、銀行等保有株式取得機構、及び日本銀行の株式買取りが始まったが、銀行の売却比率は40%を超え、同法の目標年次であった04年まで売却が継続した¹⁸。

他方、事業会社による持ち合い株式の売却比率は、持ち合い株式の時価評価を求める会計基準の変更を受けて、1999年から00年にかけて上昇した後、さらに03年から04年にかけて売却が進展した。しかし、表4パネル3によれば、03年から04年にかけての事業会社による持ち合い株式の売却は、主として持ち合い関係にある銀行株の売却、つまり銀行による持ち合い解消売りに対応した売却であり、事業会社間の持ち合い解消は著しく少なかった。

== 表4 持ち合い株式の主体別売買動向 ==

持ち合い解消のメカニズム

このように持ち合い解消の中心は銀行・事業会社間の関係解消にあったが、この売却はすべての銀行・事業会社の間で均一に進展したわけではなかった。1995年から02年までの銀行・事業会社双方の売却要因を分析した Miyajima and Kuroki (2007) では、次の諸点が明らかにされている。

第1に、事業会社が持ち合い保有する銀行株の各年の売却の選択を、①売却の必要性、②保有する銀行の財務健全性、③事業会社に対する資本市場からの圧力、④買収の潜在的可能性、⑤保有銀行との融資・株式保有関係に回帰した結果によれば、事業会社による持ち合い解消は、パフォーマンスが高く、資本市場への接近の容易な事業会社が、持ち合い関係にある銀行の株式を売却する傾向が強く、逆に、いぜん銀行借り入れに依存し、メインバンクとの間の関係を維持している事業会社では、銀行株の保有リスクが上昇した環境の下でも、売却率が低い傾向がみられた。

第2に、各年において銀行が保有する事業会社株の売却の選択を、①銀行の株式投資行動、②銀行に対する資本市場からの圧力、③持ち合い保有する事業会社の特性(成長可能性、デフォルト・リスク)、④銀行と事業会社との長期的関係を示す変数に回帰

¹⁸ 銀行等保有株式取得機構は銀行等が保有する株式を、2002年2月から06年4月までに1.6兆円を購入した。他方、日本銀行は02年11月から04年9月までに2兆円を購入した。

した結果によれば、銀行は、パフォーマンス（成長可能性）が高く、資本市場へのアクセスが容易な事業会社を選択的に売却し¹⁹、他方で、借入依存度が高く、自行がメインバンクとなっている事業会社株の売却確率は低かった。相互に依存関係にある事業会社の持ち合い株式を売却すれば、「メインバンクが見放した」ことを示すシグナルとなり、貸し出しと株式保有の両面でコミットする顧客企業が財務危機に陥る可能性があったからである。

第3に、Miyajima and Kuroki (2007) は、推計モデルの変数に、持ち合いの相手先（銀行、事業会社）の当年、または前年の保有株式の売却の有無を追加することで、この持ち合い解消が協調的に行われたのか、非協調的に行われたのかに接近した。その結果、持ち合い解消が同時期に行われる傾向が強いことが示された。例えば、事業会社の1999年から01年にかけての保有銀行株の売却確率は、持ち合い相手である銀行の同年の売却によって5%程度引き上げられるが、これに対して前年の売却の効果は1%である。この時期の事業会社の保有銀行株の売却確率19%のうち4分の1が協調的な売却によって説明される。他方、銀行による持ち合い株式の売却については、それに先行する事業会社の売却が、次期の銀行の売却確率を引き上げる効果が6%であるのに対して、ラグの効果は3.5%であった。つまり、銀行による持ち合い解消売りでは、事業会社による先行売却が、銀行の売却を誘発する面がやや強かったといえるが、同期の銀行の売却確率25.4%のうち4分の1は、事業会社の保有銀行株の売却と同様に協調的な解消によって説明できる。持ち合い解消は、基本的に相互に協調的に進められたとみてよかろう。

銀行ポートフォリオの劣化

以上の通り、保有株式の早急な処分を迫られた銀行は、流動化が容易で、自行への借入依存度が低い事業会社の株式を売却し、他方で事業会社側も、資本市場へのアクセスが容易となったグループから銀行との持ち合い関係を解消した。こうした銀行・事業会社双方の行動は、銀行の株式保有の減少だけでなく、その株式ポートフォリオが劣化したことを予想させる。

そこでこの点を、主要銀行全体の株式ポートフォリオの特徴を三市場1部の市場構

¹⁹ 銀行等保有株式取得機構、日本銀行の株式買い取りの条件が、トリプル B 以上の格付けを取得した企業であったこともこの選択を促進した。

成と比較した表 5 から確認しておこう。ここでは、都市銀行と長期信用銀行（以下、主要銀行部門）の保有銘柄のうち三市場 1 部上場企業（除く金融）を対象として、各銘柄の企業特性を表す諸指標を、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した（各指標の定義については表 5 の注記参照）。

銀行危機直前の 1996 年度末までは、主要市場に上場する企業のほぼ全てに銀行が大株主として存在し、強固な持ち合い関係を維持していた。対象企業の 30 大株主に平均して 4 社弱の銀行が確認でき、各種資料から捕捉できるだけでも、発行済株式数の約 10%が銀行部門によって保有されていた。しかし、銀行危機以降には、主要銀行部門による持ち合い解消売りが大きく進展し、銀行等株式保有制限法のショックが一巡した 04 年度末には、30 大株主にとどまる銀行は平均して 2 社弱に低下し、銀行部門の保有比率は 4%弱にまで減少した²⁰。

この売却行動は、銀行の株式ポートフォリオの劣化をともなった。1996 年以前の主要銀行部門の株式ポートフォリオは、トービンの q 、ROA、負債比率のいずれでも、三市場 1 部の市場構成とほぼ同様であったが、銀行危機後の 97 年以降には市場構成から大きく乖離した。04 年の銀行ポートフォリオにおけるトービンの q の平均は 1.22 となり、市場平均の 1.73 よりも 3 割程度低くなった。同様な傾向は、ROA についても確認でき、銀行の株式ポートフォリオの平均的な ROA 水準である 6.37%は、市場平均の 8.24%を 1.87%ポイント下回った。この結果は、不良債権処理原資の捻出、保有株式の圧縮のために、まずは優良株から売却したという Miyajima and Kuroki (2007) の見方と整合的である。他方、負債比率については、市場全体で 97 年以降に低下傾向が確認できるが、その低下幅は銀行の株式ポートフォリオの方が鈍い。97 年には三市場 1 部の市場構成とほぼ同様であった負債比率も、02 年には 4%ポイント、05 年には 5%ポイント、三市場 1 部の市場構成を上回った。銀行危機後の局面で流動化の容易な銘柄の売却を進めた結果、99~01 年には売却・保有継続の選択にあたってデフォルト・リスクに対する考慮が後退し、むしろデフォルト・リスクの低い企業の売却を優先したという Miyajima and Kuroki (2007: p.104) の結果と整合的である。

²⁰ 大株主として登場する銀行数の減少は、2000 年以降の主要銀行の経営統合の影響を強く受けている。さらに、統合後の保有株式に 5%ルールが適用されるので、銀行の経営統合は、保有株式の売却を促す要因でもあった。

以上要するに、銀行危機後の持ち合い解消局面では、銀行の株式ポートフォリオも、成長可能性が低く、業績が悪く、デフォルト・リスクの高い企業に偏ったのである²¹。

== 表 5 銀行ポートフォリオの劣化 ==

3.2 株式持ち合いの「復活」とその要因

持ち合い「復活」の実態

既述の通り、集計的なデータからは、しばしば批判される 2000 年代後半の持ち合いの増加は確認できない。では、注目された持ち合い「復活」は、規模が小さく、無視しうる現象なのだろうか。00 年代に入ると、敵対的買収やアクティビスト・ファンドが台頭するが、こうした敵対的な大株主の影響力を排除するための手段として、持ち合いが企業経営者の間で再び見直されるようになった可能性が指摘されている²²。もしそうであれば、持ち合い強化は、現経営陣の保身を目的としたものであり、そのコストを負担することは、投資家に受け入れられないばかりか、資源配分効率の面からも問題を含む。この意味で、持ち合い「復活」の実態やその要因を理解することは極めて重要である。

そこで、持ち合い株式の個々の売買行動を企業単位で集計した表 3 を用いて、持ち合い「復活」の実態を確認しておこう。同表から、企業の持ち合いに対する姿勢は、2005 年を境に明確に反転したことがわかる。05 年以降の局面では、持ち合いを強化した企業（純増）の割合が三市場 1 部上場企業の 35% 程度に上昇し、逆に、持ち合い解消を進めた企業（純減）の割合が 10% 程度に低下したため、その差は 20% を超えた。持ち合い強化への取り組みが、主要企業の多くでみられるようになったのである。

これを主体別にみると、2005 年以降の持ち合い強化の多くが、事業会社間で生じたことがわかる。この間の銀行の持ち合いネットワークは売りと買いがほぼ拮抗し、ネットではむしろやや減少しているから、持ち合いの増加には寄与していない（表 4 パネル 1）。銀行が株式持ち合いの中心に位置する、銀行危機以前の状況に復帰する兆候

²¹ 宮島・蟻川（1999）は、1980 年代の社債規制緩和以降、銀行の貸出ポートフォリオがリスクの高い企業に偏ったことを指摘している。なお、銀行の株式ポートフォリオと市場ポートフォリオの乖離は、05 年 3 月末をピークに徐々に縮小した。

²² この傾向は、ブルドックソース事件最高裁決定（2007 年 8 月 7 日）以降、買収防衛策の有効性・正当性が、株主総会決議に依存するという理解が広まったことによって強化されたとみられる。

を見出すことはできない。これに対して、98年から04年の解消局面でも、持ち合い解消に消極的だった事業会社は、05年から株式持ち合いの積み増し姿勢を鮮明にし、07年には純増が11.7%に達した（表4パネル2）。しかし、この持ち合い強化は、もっぱら事業会社による銀行株の購入ではなく、他の事業会社株の購入という形で進展した。事業会社同士の株式持ち合いは、新会計基準導入前の99年を除けば、基本的に強化される方向にあり、特に05年以降の持ち合い強化は、それまでのトレンドを大きく上回る水準となっている（表4パネル3）。また、この事実と整合的に、データから確認できる相互持ち合いの総件数も、05年以降は、それ以前と比較して大幅に増加している。

持ち合い「復活」の要因分析

では、2005年以降の持ち合い強化は、いかなる要因に基づくのか。ここでは、持ち合い比率の変化に着目して、どのような特性を持つ企業が持ち合い比率を増加させたかを分析する。サンプルとして三市場1部上場の非金融事業法人をとり、持ち合いの「復活」が注目された05年3月末から08年3月末まで（以下、再強化期）を1期間と捉えて、持ち合い比率の変化の決定要因を02年3月末から05年03月末の解消期と比較する。推計方法は、以下の(1)式に示されるクロスセクション回帰である。

$$(1) \quad \Delta \text{CROSS} = F(X_1, X_2, X_3)$$

ここで、被説明変数の ΔCROSS は、3年間の持ち合い比率の変化幅である。さらに、持ち合いの強化が顕著であった非金融事業法人の行動や、より広義の株式安定工作の決定要因を詳細に検討するため、この被説明変数を、持ち合い比率のうち非金融事業法人によって保有される部分の変化幅として定義される $\Delta \text{CROSS}'$ 、及び、銀行や事業会社、持株会、役員、創業者一族などで構成されるインサイダー保有比率の同期間の変化幅で定義される $\Delta \text{INSIDER}$ に置き換えて(1)式を推計した。

他方、説明変数のうち X_1 は、株主からの圧力の代理変数である。ひとつは、期初のアウトサイダーの保有比率である²³。いまひとつは、アクティビスト・ファンドの標

²³ 各変数の定義については、表1下段を参照。また、アウトサイダー保有比率に代えて、国内外の機関投資家保有比率を導入した推計も試みた。

的ダミーであり、観察期間の期初時点で既に標的であったことを示すものと、期間中に新たに標的になったことを示すダミー変数を、それぞれ導入した²⁴。このファンド標的ダミーは、解消期の期初である 2001 年度末には 31 社と少なかったが、期中の 01~04 年度に 65 社が新たに標的となった。また、再強化期の期初である 04 年度末時点では標的となる経験をした企業が 89 社あり、期中の 04~07 年度には 116 社が新たに標的になった。

X_2 は、経営者の私的便益を示す変数であり、2 つのタイプからなる。ひとつは、取締役会における内部昇進者のポスト数であり、取締役の人数から社外出身者を除外した内部取締役人数を用いる。いまひとつは余剰資金の水準である。胥 (2007) や新田 (2008b) が示したように、余剰資金が豊富な企業は、アクティビスト・ファンドの標的になりやすい。そこで、「(現金+有価証券+投資有価証券) / 総資産簿価」で定義される余剰資金比率を導入し、その水準が持ち合い比率の決定に影響を与えるという見方をテストする。

さらに、企業の収益性や企業規模をコントロールするために X_3 として、トービンの q が 1 以上の場合に 1 を与える Hiq ダミー、及び、インタレスト・カバレッジ・レシオ (営業利益 / 支払利息) が 1.5 を下回る場合に 1 を与える財務危機ダミー、総資産の対数値を導入した²⁵。

再強化期の $\Delta CROSS$ の平均値は 0.33% と解消期のマイナス 2% に対してわずかながら正の値をとり、その標準偏差は 4% 弱であった。また、この $\Delta CROSS$ の内数である $\Delta CROSS'$ の平均値は、再強化期で 0.8% と $\Delta CROSS$ よりやや高く、事業会社間の持ち合いが増加していることがうかがえる。他方、持ち合い関係に限定しない、広義の安定株主の変化を示す $\Delta INSIDER$ は、再強化期において平均値では負であるものの、その標準偏差は 7.8% と大きく、この時期に一部の企業でインサイダーの保有比率が上昇したことが示唆される。

(1) 式の推計結果は、表 6 に要約されている。ここでは次の 2 点が注目されよう。

²⁴ 標的ダミーは、新聞報道等に基づき、15 のアクティビスト・ファンド (村上ファンド、スティーブル、ザ・チルドレンズ、ペリー、ダルトン、ブランデスなど) を特定し、1997 年以降の彼らの投資行動を、大量保有報告書、変更報告書、及び大株主名簿 (東洋経済新報社) から追跡調査した。詳しくは、新田 (2008b) を参照。

²⁵ Hiq ダミーが 1 をとるのは、再強化期では全サンプルの 69.2%、解消期では 46.3% であった。一方、財務危機ダミーが 1 をとるのは、再強化期では全サンプルの 5.9%、解消期では 22.3% であった。

第1に、再強化期では、株主からの圧力が安定株主作りを促したことが鮮明に確認できる。 X_1 のアウトサイダーの係数は、再強化期のみで有意に正であり、2004年度末にアウトサイダー保有比率が著しく上昇した企業は、株式安定工作を試みる傾向があった。その規模は、保有比率が平均の46.4%から1標準偏差(13.5%)高まると、持ち合い比率を0.3%、インサイダー保有比率を1.1%引き上げる効果を持つ²⁶。他方、株式持ち合いに対するファンド標的ダミーの係数は、再強化期のみで有意に正となり、当期よりも期初の方が安定的な効果を持つ。敵対的な大株主の脅威にさらされた企業は、平均して持ち合い比率を1%程度引き上げた。

== 表6 持ち合い「復活」の要因分析 ==

第2に、経営者のエンtrenchメント行動は再強化期でより鮮明となる。 Δ CROSS、 Δ CROSS'を被説明変数とした推計をみると、 X_2 の内部取締役人数、余剰資金比率の係数はいずれも有意に正である。再強化期には、内部取締役人数の係数、及び有意水準が高く、他方、余剰資金は解消期でも持ち合いを引き上げる作用を果たしていた。再強化期には、内部取締役人数、余剰資金比率の1標準偏差の上昇は、持ち合い比率をそれぞれ0.3%、0.2%程度上昇させる効果を持ったと試算される。以上の結果は、経営者の私的便益が、持ち合い強化を促進したという見方と整合的である。経営者の私的便益が大きい企業では、銀行による持ち合い株式の買い増しや新たなインサイダー株主の確保が困難な状況の下で、取引先や歴史的に親密な事業会社、あるいは、敵対的な大株主という共通の脅威に直面する他の事業会社との間で、持ち合い強化を図ったとみることができる。

3.3 持ち合いは「復活」したのか

既述の通り、2000年代後半には持ち合いの「復活」が注目されたが、集計レベルでは持ち合い比率の上昇は確認できず、その変化の規模は解消局面と比べてはるかに小

²⁶ この結果は、アウトサイダーを国内外の機関投資家保有比率に代えても、ほぼ同じであり、その規模は、機関投資家保有比率が平均の19.1%から1標準偏差(13.6%)高まると、持ち合い比率を0.3%、インサイダー保有比率を1.0%引き上げる効果を持つ。さらに、機関投資家保有比率を、その内訳である海外投資家保有比率に代えても、有意性は下がるが基本的に同じである。

さかった²⁷。また、この局面では銀行は事業会社との持ち合いを増加させておらず、持ち合い強化は事業会社間に限定されていた。しかもこの持ち合い投資の多くは「戦略的提携」の一環として進められた。このことは、機関投資家の保有比率が上昇した企業にとって、従来型の株式持ち合いへの回帰が不可能なことを意味している。このように、05年以降の持ち合い「復活」は97年以前のものとは大きく性格を異にしており、その意味で「復活」という表現自体が、厳密に言えばやや過大評価と言えよう。

しかし、個々の取引レベルで見れば、持ち合いネットワークは大幅純減から大幅純増へと反転しており、一部の企業が改めて株式持ち合いを強めていたことも事実であった。企業特性からみれば、2005年以降の持ち合い再強化局面でその比率を増加させた企業には、アウトサイダー保有比率（機関投資家保有比率）が高く、内部昇進の取締役、及び余剰資金が多く、過去に敵対的な大株主の脅威に直面した経験があるという特徴があったから、持ち合い「復活」は株主からの圧力の回避と私的便益の確保というエントレンチメント動機に基づくものであったと理解できる。しかも重要な点は、アウトサイダー保有（機関投資家比率）の高い企業は、典型的には企業規模が大きいいため、実際に敵対的な買収提案やアクティビスト・ファンドに直面することは少なく、逆に、このような脅威に直面した（あるいはその潜在的可能性の高い）企業は、相対的に企業規模が小さかったことである。したがって、05～07年に株式持ち合い、ないしは所有構造の安定化を進めた企業は、異なる2つのタイプに整理できると考えられる。①そのひとつは、強い国際競争力を持つ大企業であり、「戦略的提携」の一環として持ち合い比率を引き上げた。いまひとつは、②現預金比率の保有が大きく、従来型の経営組織（宮島・新田 2007、新田 2008c）を維持する中規模企業からなり、これらの企業は事業上の関連が希薄な他の事業会社との持ち合い強化を実現したとみられる。

ところで、2008年のリーマン・ショックは、事業会社に株式保有リスクを強く意識させることとなった。「戦略的提携」を通じて持ち合い株式を増加させた企業は、リーマン・ショック後の株価急落で深刻なキャピタルロスを被り、一部の企業では減損処

²⁷ それ以前の持ち合い強化局面は、バブル経済期の1987年から92年にかけてであり、この間の持ち合いネットワークの強化は今回の再強化局面を上回る規模であったが、**図3**に示されているように、この局面でも持ち合い比率には明確な上昇傾向がみられない。持ち合い比率は、ネットワークの強化が顕著に確認できるときでも、あまり増加しないという特徴を持つ。また、このことは、90年代終盤からの持ち合い解消が、いかに大規模であったかも示すものである。

理が強いられることになった。しかも、毎期の時価変動分や売却損益をすべて損益計算書（包括利益計算書）に計上することを求める国際会計基準の導入が日程に上る中で、リスクが大きく、事業面での合理性が明確でない他社株式の保有に対しては、機関投資家の監視も自らの説明責任も一段と強まるとみられる。こうした環境下で、アウトサイダー保有比率が低い②のタイプの企業群は別として、上述の①のタイプの企業群が、さらに安定化を進めることは困難となった。ここから、05～07年の動きは、少なくとも①の企業群の間では一時的であり、アウトサイダー優位の株式所有構造がインサイダー優位の構造に回帰する可能性はもはや非常に低いと予想される。

4. 海外投資家の銘柄選好

4.1 事実の様式化と仮説

持ち合い解消と並ぶ、銀行危機以降の株式所有構造のいまひとつの大きな変化は、海外投資家保有比率の急速な増加であった（図3）。しかし、持ち合い解消と同様に、海外投資家による日本株の購入も上場企業の間で均一に進んだわけではない。この点は、表1の海外投資家保有比率の標準偏差からもうかがうことができるが、三市場1部上場企業（除く金融）を対象に海外投資家保有比率の分布を整理した表7をみるとさらに明確になる。1990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93年から96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年から02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年から07年には、左の山（1～3%）に属する企業数が減少する一方、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06年を詳しくみると、10～20%の範囲に454社、20～33%の範囲に339社、それ以上の範囲に128社と、三市場1部上場企業の55%強が、海外投資家に選好される一方で、海外投資家の保有比率が5%未満の企業も25%強に上る。

== 表7 海外投資家保有比率の分布 ==

以上から、海外投資家の銘柄選択には、何らかの選好、ないし偏りがあることが示唆される。この銘柄選択の偏りについては、国際分散投資におけるホームバイアスと強く関連することが知られており²⁸、これが生じる要因として、情報の非対称性、機関投資家の行動バイアス、流動性などが注目されてきた。

海外投資家に利用可能な情報は、地理的な制約や文化・言葉の壁などのコストのため、国内の投資家と比較して限定的となる。このため海外投資家は、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いる²⁹。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、銘柄選択に偏りをもたらす可能性がある³⁰。例えば、機関投資家の行動が、受託者責任や投資ガイドライン、顧客からの明示的・暗黙的な要求などの制約によって歪む可能性が指摘されている (Del Guercio 1996、Falkenstein 1996)。また、機関投資家には、流動性が高く、取引コストの低い銘柄を選好する傾向があることも知られている (Gompers and Metrick 2001)。

加えて、近年、ホームバイアスの決定要因として、企業統治が注目されるようになった。国内外の投資家間の情報の非対称性は、企業統治の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。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 (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、国外の投資家が、企業統治の弱い国や企業への投資に消極的であることが示されている³¹。

²⁸ 一般にホームバイアスとは、運用資産の配分において、自国資産への投資配分を他国資産への配分と比べて合理的に説明できない水準にまで高める傾向を指すが、先行研究では、機関投資家によるひとつの国の銘柄選択においても、このホームバイアスと共通する要因から偏りが生じることが指摘されている。

²⁹ 例えば、Merton (1987)、French and Poterba (1991)、Brennan and Cao (1997)などを参照。

³⁰ 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 (Investor familiarity) である。Hiraki et al. (2003)は、日本市場における国内外の機関投資家にこうした銘柄選好があることを示した。

³¹ 例えば、Aggarwal et al. (2005)、Giannetti and Simonov (2006)、Ferreira and Matos

4.2 分析モデル

以上の点を考慮して、海外投資家の銘柄選好を解明するため、その保有比率 (FINST) を被説明変数とする以下のモデルを推計する。

$$(2) \quad \text{FINST} = F(Z_1, Z_2, Z_3, Z_4)$$

ここで Z_1 は、海外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³²、浮動株比率を導入した³³。 Z_2 は、ホームバイアスに関連する変数（以下、ホームバイアス要因）であり、先行研究（Kang and Stulz 1997、Gompers and Metrick 2001 など）にならって、ROA、総資産対数値、海外売上高比率、負債比率、純資産株価倍率、投資適格ダミー、株式の取引ボリュームを導入した。以上の Z_2 の各変数は、企業属性を表すものが中心で経営者による短期的な変更は困難である。 Z_3 は、企業統治を表す変数（以下、企業統治要因）であり、取締役会人数、社外取締役比率、旧六大企業集団ダミーを導入した。このうち、取締役会の構成は、当然、経営者による変更が容易であり、投資家の要求に対する経営陣の姿勢と解釈できる。 Z_4 は、産業特有の影響をコントロールするための変数であり、東証 33 業種分類に基づく産業ダミーを導入した。

以上の $Z_1 \sim Z_4$ は、すべて外生変数となっている必要があるが、このうち、企業パフォーマンスを表す ROA については外生変数とみなすことはできない。ここでは、海

(2008)、Leuz et al. (2009) を参照。

³² 一般投資家が売買可能な浮動株ポートフォリオは、創業家などの固定株主が存在するため、株式時価総額に基づく株式ポートフォリオとは大きく異なるが、従来の実証研究ではこの点が考慮されていなかった。これを考慮した Dahlquist et al. (2003) は、米国投資家のポートフォリオが、浮動株ポートフォリオでほぼ説明でき、他の要因は追加的な説明力を持たないことを強調した。もっとも、固定的な支配株主の存在は、企業統治の問題でもあるので、この結果は、海外投資家の意思決定における企業統治の重要性を否定するものではない。

³³ 浮動株比率は、発行済株式数から固定的な保有と考えられるものを除外したものの比率である。具体的には、国内会社による保有株式のうち、①相互保有関係にある会社が保有する株式、②生損保・銀行・信金が保有する株式（除く特別勘定、信託勘定）、③公開関連会社（親会社など）が保有する株式、④役員保有比率、⑤持株会保有比率、⑥法人が保有する大口株式(3%以上、除く信託銀行等)、⑦外国法人による保有株式のうち非運用目的であるもの（株主属性、及び3%以上の保有で識別）の、いずれにも属さない株式の発行済株式数に対する比率である。

外投資家が業績の優れた企業を選好するという因果関係を想定しているが、既述のように、海外投資家がモニタリングを通じて企業経営を規律付け、業績改善に寄与するという逆の因果関係も当然に想定されるからである。そこで、この双方向性を考慮して(2) 式を (2)' のように修正し、以下の (3) 式を追加したうえで、同時方程式を解くこととする。

$$(2)' \quad \text{FINST} = F'(\text{ROA}, Z_1(-1), Z_2'(-1), Z_3(-1), Z_4)$$

$$(3) \quad \text{ROA} = G(\text{FINST}, Z_5(-1), Z_4)$$

ここで、 Z_2' は Z_2 から ROA を除外した変数であり、(-1) は期初を表す。一方、当期の ROA を説明する Z_5 として、前期の ROA、総資産対数値、及び負債比率を導入する。

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 年の 18 年間とする。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、分析期間を 6 年毎の 3 期に区分する。各期の特徴は、以下のように整理される。

Period 1 (1990/4～97/3) : バブル崩壊後の調整期、不良債権問題顕在化

Period 2 (1997/4～02/3) : 銀行危機の発生、IT バブルの発生と崩壊

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

この推計では、各年のクロスセクションデータをサンプルとして、3 段階最小二乗法 (3SLS) を適用した。推計結果は、Gompers and Metrick (2001) にならって要約し、対象期間の回帰係数の平均値、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。なお、(3) 式は、ROA の同時性をコントロールするために導入したものであるから推計結果の報告を省略し、(2)' の推計結果のみを提示する。このモデルは、企業パフォーマンス要因において想定される内生性を考慮し、これまでのホームバイアスに関する実証分析を拡張したものとなっている³⁴。一方、海外投資家のパフォーマンス改善効果に

³⁴ ホームバイアス研究を中心とする投資家の銘柄選好に関する先行研究では、株主のモニタリング行動が企業パフォーマンスを引き上げるという逆の因果関係まで考慮した実証分析はほとんど存在しない。例えば、Gompers and Metrick (2001)、Hiraki et al. (2003)、Leuz et al. (2009) などを参照。

については、次節でより厳密な分析を行うこととする。

4.3 推計結果

推計結果は、表 8 に要約されているが、ここから、海外投資家の銘柄選好が、従来から指摘されるホームバイアス要因と、最近注目を集めるようになった企業統治要因の双方で決定されていたことがわかる。

第 1 に、 Z_1 の浮動株比率は、分析期間の 18 年間すべてで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。もっとも、Dahlquist et al. (2003) が主張したように、これだけが他の要因を優越する唯一の決定要因だったわけではない。

第 2 に、 Z_2 の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、①企業規模が大きく、②海外売上高比率が高く、③ROA が高く、④負債比率が低い銘柄への選好が示されている。③の高業績銘柄の選好については、海外投資家がもたらす企業パフォーマンスへの影響という逆の因果関係を考慮しても、なお安定的に有意である。

ただし、 Z_2 のうち純資産株価倍率の解釈については注意が必要である。分析結果によれば、この要因は 1996 年以前の Period 1 では有力な決定要因でなかったが、97 年以降の Period 2 になると 6 期中 5 期で有意に負となる。この結果は、海外投資家が純資産対比で株価の高い銘柄を選択していたこと、つまり、成長性が高い企業を選択した可能性を示唆する。もっとも、この間、海外投資家は日本株買いを積極化し、既述の通り、株価の価格形成に大きな影響力を持っていた。したがって、この結果は、彼らが純資産株価倍率を銘柄選択の指標として用いたからではなく、逆に、自らの売買によって購入銘柄の株価を押し上げたために発生した可能性も高い³⁵。

さらに第 3 に、興味深いことに、 Z_2 のうち、投資対象銘柄の質を表す投資適格ダミーと市場の流動性を表す株式の取引ボリュームは、1996 年以前には海外投資家の銘柄選択の決定要因として有意であったが、97 年以降はその重要性が後退している。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

³⁵ 機関投資家の拡大にともなう需要ショックと、それにともなう株価の価格形成メカニズムの変容は、日本市場における重要な研究課題と考えている。この点については、現在、研究を進めており、1990 年代以降の海外投資家の市場参加によって、代表的投資家の需要がシフトし、日本市場のプライシング構造が変容したとの暫定的な結論が得られている。

ため、情報の非対称性や取引リスクのコストに対する考慮が後退したものとみることができる。

第4に、より注目すべきは、 Z_3 の企業統治要因が海外投資家の銘柄選択の決定要因となっていたことである。表8に要約されている海外投資家の銘柄選好の推計結果は、1990年代前半のPeriod 1には、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を示している。また、00年代のPeriod 2にはその傾向が弱まる一方、それに代わって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を持つ企業に対する選好が強まり、この傾向は04年以降のPeriod 3で明確となった。ところで、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特徴を維持していた(宮島・新田 2007、新田 2008c)。海外投資家は、米英企業の経営組織と異なるこうしたインサイダー優位の組織に批判を強め、取締役会改革に取り組む企業に対して優先的に投資する姿勢を明示していた³⁶。この改革に対する海外投資家の関心は、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が、表8の推計結果は、実際にも海外投資家が先駆的に取締役会改革に取り組んだ企業にプレミアムを付与したことを示唆する³⁷。また、この結果は、海外投資家の保有比率が高い企業ほど、取締役会改革に積極的であり(宮島・新田 2007)、外部取締役比率が高い(齊藤 2011)との実証結果とも整合的である。投資家の選好が表明されれば、経営者はそれを読み込み、自発的に取締役会改革に取り組むからである。

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の企業の基礎的な属性だけでなく、取締役会の組織構造、すなわち、株主に対する経営姿勢を

³⁶ 国際的に株式投資を行う機関投資家を対象として、2000年、及び02年に実施されたマッキンゼーのアンケート調査は、海外の機関投資家が、企業統治の優れた日本企業に対してなら20%程度のプレミアムを支払う価値があるとみていると報告している。このプレミアムの規模は、米国の14%、英国の12%、ドイツ、フランスの13%など主要先進国の中では突出して高く、市場規模が小さい東南アジアなどの発展途上国と同程度である。このプレミアムは、日本の企業統治に対する海外投資家からの強い批判を示唆するものである。

³⁷ 取締役会改革のいまひとつ柱は報酬制度である。その中で注目されるストックオプション制度は1997年から導入可能となり、本稿の分析データでは99年から導入の有無が識別できる。そこで、ストックオプションの導入の有無を(3)式に追加すると、Period 2では、6期中1期(01年)が、Period 3では6期中2期(07年と08年)が有意に正であった。必ずしも強くはないが、海外投資家がストックオプションにも選好を示していたことが分かる。

も評価して決定されていた。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、それによって取締役会改革をさらに促進したとみられるのである。

== 表 8 海外投資家の銘柄選好の決定要因 ==

5. 海外投資家による経営の規律付け効果

本節では、1990年以降にみられた海外投資家の影響力の増大が、企業経営を規律付け、企業パフォーマンスの改善に寄与したかを検討しよう。既述の通り、海外投資家は従来の株主とは異なり、企業経営に対する発言や議決権行使に積極的であるが、このモニタリング行動は、経営者の努力水準の引き上げ、取締役会の改革、適切な経営・組織戦略の採用を促して企業パフォーマンスの向上に寄与する可能性が高い。そこで、海外投資家保有比率と企業パフォーマンスの時系列の関係に着目しよう。前節では、海外投資家の銘柄選好の問題を検討したが、これはある一時点における投資ウェイト配分の決定問題であり、クロスセクション分析が適切であった。これに対して、本節では、海外投資家のプレゼンス上昇という時間的変化が企業パフォーマンスに与える影響を検討するため、時系列分析が適切である³⁸。

日本における海外投資家の規律付け効果については、これまでも多くの実証研究で、その正のパフォーマンス効果が指摘されてきた。すなわち、トービンの q やROA、全要素生産性(TFP)で測られた企業パフォーマンスは、海外投資家保有比率、あるいは、外国親会社を含む外国人保有比率と正の相関があるという一致した実証結果が得られてきた³⁹。しかし、既述のように、海外投資家の銘柄選好は、ホームバイアス要

³⁸ クロスセクションデータから確認される海外投資家保有比率の格差が、その後の企業パフォーマンスにどのように影響したかという問いも重要であるが、既述のように、企業パフォーマンスは、銘柄選択の決定要因でもあるという逆の因果関係があること、クロスセクションのパフォーマンス格差は、企業統治要因よりも企業属性や競争環境、産業要因などの影響を強く受けることから、この問題を厳密に検証するのは技術的に困難である。本節では、この問題を考慮して、実証結果の信頼性がより高い時系列分析を採用したという側面もある。

³⁹ 例えば、Lichtenberg and Puchner (1994)、米澤・宮崎 (1996)、堀内・花崎 (2000)、佐々木・米澤 (2000)、西崎・倉沢 (2003)、宮島・新田 (2003)、宮島他 (2004)、Miyajima and Kuroki (2007)、新田 (2008a) を参照。

因と企業統治要因によって一部説明できるから、そ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が、上述の先行研究ではこの問題への対応が十分でない。岩壺・外木（2007）は、この内生性の問題に対処するため、海外投資家の銘柄選択とそのパフォーマンス効果を表す同時方程式を設定して、海外投資家の保有比率が高まるとトービンの q が高まることを明らかにした。しかし、既述の通り、海外投資家は株式市場のメインプレーヤーになっているから、高いトービンの q が規律付け効果によるものか、自らの株式売買で生じた需要ショックによるものかが識別できない。海外投資家の規律付け効果を検討する場合は、企業パフォーマンスの代理変数として、自らの株式の売買行動に影響を受けない会計業績などを採用する必要がある。

以上の点を考慮して、まずは先行研究と同様に、標準的なパネル分析の手法を用いて海外投資家の規律付け効果を確認しておこう。ただし、既述のように、海外投資家はパフォーマンスの良い銘柄を選好するので、推計モデルの定式化においてはこの内生性の問題を慎重に排除する必要がある。そこで、この課題への一次接近として、因果関係の時間的整合性を考慮した以下のモデルを推計することにする。

$$(4) \quad \Delta ROA = P (FINST(-1), Z_5(-1), YearDummy)$$

被説明変数である当期の企業パフォーマンスは、ROA の前期からの改善幅 (ΔROA) で測られ、それを説明する海外投資家保有比率 (FINST)、及び、前期の ROA と総資産対数値、負債比率で構成される Z_5 は、すべて期初あるいは前期のものとする。すなわち、将来の値である ΔROA を決定する上で、これらの説明変数はすべて所与となっており、この意味で因果関係の時間的整合性が確保されている。加えて、ここでは分析結果の統計的な信頼性を高めるため、各変数の平均的な時系列トレンドを除去する年度ダミー (YearDummy) を導入した⁴⁰。これにより、**図 3** に示される海外投資家保有比率の平均的な上昇の効果は年度ダミーに吸収され、海外投資家保有比率の係数には、この平均からの乖離のトレンド、すなわち、各年度における海外投資家の相対的なプレゼンス上昇がもたらす ROA 引き上げ効果が抽出される。

⁴⁰ Z_4 の産業特性は、固定効果に吸収されるため除外した。

推計結果は表 9 パネル 1 の通りである。海外投資家保有比率の係数は、どの分析期間をとっても有意に正であり、その規律付け効果が明瞭に確認できる。その経済的なインパクトを試算してみると、海外投資家のプレゼンス上昇の端緒となった 1991～1996 年 (Period1) では、その保有比率が平均値 (5.5%) から 1 標準偏差 (5.7%) だけ増加した場合、ROA を 0.4% 押し上げる効果を持っていた。これは、この期間の ROA の平均値 3.5% の 11.8% に相当する。この ROA 押し上げ効果は、97～02 年 (Period2) でこの期間の ROA 平均値 (3.8%) の 10.5% に相当する 0.4%、03～08 年 (Period3) で ROA 平均値 (5.7%) の 10.3% に相当する 0.6% となり、いずれの分析期間でもほぼ同規模の効果を維持していた⁴¹。このように、海外投資家保有比率の平均的な上昇の効果を除外してもなお、それに固有の大きな ROA 改善効果が残り、海外投資家が経営の規律付けにおいて重要な役割を果たしたことが示唆される。

ところで、以上の分析では、海外投資家の期中の投資行動、すなわち、期中の銘柄選択がもたらす規律付け効果が考慮されていない。そこで 4 節と整合するように、(4) 式のモデルを以下の (4)' と (5) から構成される同時方程式に拡張する。分析の焦点は、期中の銘柄選択を反映した期末時点での海外投資家保有比率 (FINST) が、期中の ROA 変化幅 (Δ ROA) に与える影響を分析する (4)' 式であるが、その保有比率は期初のホームバイアス要因や企業統治要因で決定されるため、これらを操作変数とする (5) 式が追加されている。

$$(4)' \quad \Delta ROA = P'(FINST, Z_5(-1), YearDummy)$$

$$(5) \quad FINST = Q(ROA(-1), Z_1(-1), Z_2'(-1), Z_3(-1), YearDummy)$$

すなわち、海外投資家保有比率 (FINST) を内生変数とみなし、前期の ROA、浮動株比率 (Z_1)、ホームバイアス要因 (Z_2')、企業統治要因 (Z_3) を操作変数として、(4)' と (5) で構成される同時方程式を、パネルデータに適用される固定効果の 2 段階推定 (Within-2SLS) を用いて解く (Baltagi 2001)。

推計結果は表 9 パネル 2 に示されているが、ここから、海外投資家の銘柄選好を考慮したとしても、その規律付け効果が安定的に確認できることがわかる。海外投資家

⁴¹ 海外投資家保有比率の平均と標準偏差は、97～02 年 (Period2) で、それぞれ 6.59%、7.62% であり、03～08 年 (Period3) で、それぞれ 12.32% であり、11.02% であった。

保有比率の係数は、パネル1と同様にすべての分析期間で有意に正となっており、しかもその係数の値はパネル1のものよりもかなり大きい。海外投資家がパフォーマンスの良い銘柄を選好するという逆の因果関係が、その規律付け効果の推計において過大評価をもたらすという問題は、この同時方程式モデルからは確認できない。むしろ、内生性をコントロールすることにより、海外投資家の規律付け効果がより鮮明となる。

以上要するに、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しても、企業パフォーマンスは海外投資家保有比率に正に感応していた。1990年代以降にみられた海外投資家保有比率の上昇は、企業パフォーマンスの改善に貢献する固有の経営の規律付け効果を持っていたと評価できよう。

== 表9 海外投資家の規律付け効果 ==

6. 株式所有構造の分化と企業統治メカニズムの変容

所有構造の分化

以上で確認したように、かつて日本企業を特徴付けていた株式持ち合いを中心とするインサイダー優位の所有構造は、1997年の銀行危機以降、国内外の機関投資家を中心とするアウトサイダー優位の構造へと大きく変容した。しかし、この変化は、本稿で繰り返し強調してきたようにすべての企業で一様に進展したわけではない。株式所有構造は分化し、従来とは異なり多様化したのである。

インサイダー保有の後退の面では、その中心は銀行・事業会社間の持ち合い解消にあったが、成長可能性が高く、資本市場へのアクセスが容易で、もはや銀行借りに依存する必要のない事業会社が銀行との関係を急速に解消した。他方、成長可能性が低く、負債比率の高い企業は持ち合い関係を維持した。その結果、銀行による企業統治が機能する範囲が縮小し、同時に銀行が保有する株式ポートフォリオは、成長可能性が低く、業績が悪く、負債比率の高い企業群に偏ることとなった。

他方、株式所有構造の重要な変化のもうひとつの側面であるアウトサイダー保有においても、その中心であった海外投資家保有比率の上昇は企業間で不均等であった。海外投資家の銘柄選択にはホームバイアスと関連する特定の偏りがあり、企業規模が大きく、海外売上高比率が高く、業績が良く、負債比率が低い銘柄が選好された。こ

れに加えて、取締役会の規模が小さい、あるいは社外取締役の独立性が高いといった企業統治要因も、銘柄選択の重要な決定要因となっていた。

しかもより注目すべきは、この海外投資家のプレゼンス上昇が経営の規律付け効果を持ち、企業パフォーマンスを有意に引き上げていた点にある。海外投資家が業績の良い銘柄を選好するという逆の因果関係も考慮した同時推定の結果、その保有比率が上昇するほど ROA が大きく改善したことが明らかとなった。海外投資家の銘柄選択はホームバイアスに支配されていたから、必ずしも上場企業の質や成長可能性を的確に評価するという、事前的な意味での外部モニターとしては機能していない可能性がある。しかし、彼らは従来の株主とは異なり、企業経営に対する発言や議決権行使などの積極的なモニタリング行動をとり、企業経営者に株式市場の重要な機能を改めて意識させた。そのため、いったん海外投資家が企業統治メカニズムに組み込まれると、経営者の努力水準の引き上げや、取締役会の改革、適切な経営・組織戦略の採用が促され、経営効率の改善効果を発揮するようになったと考えられる。

所有構造とパフォーマンスのダイナミクス

以上の分析結果は、企業規模、海外市場における名声、企業パフォーマンスなどにみられる企業間格差が、機関投資家の銘柄選好と、資本政策や経営改革に関する企業の自己選択を介して株式所有構造の分化を生み、この所有構造の差が、それ自体の規律付け効果や経営革新の促進効果を通じて、その後のパフォーマンスの格差を増幅、または固定化するというダイナミックなプロセスの展開を示唆する。

しかも、この2つの過程、すなわち、①所有構造の変化が、経営の規律付けや経営組織の改革、ビジネスモデルの革新を促進して、パフォーマンスの格差を拡大する経路と、②パフォーマンスの格差が、海外投資家の銘柄選好や企業の自己選択を介して所有構造の格差を増幅する経路は、本質的に相互に排他的でなく、むしろ相互促進的に進展したとみることができる。もしそうなら、銀行危機以降の局面では、この2つの過程のいずれが支配的であったのだろうか。最後に、これらの点を直感的な形で確認しておこう。

ここでは、株式所有構造の分化が始まる前の 1996 年度末（97 年 3 月）、その分化が進んだ 02 年度末（03 年 3 月）、そして分化がピークに達した 05 年度末（06 年 3 月）を基準として、①海外投資家保有比率が高く、持ち合い比率が低い企業群（強い

外部モニタリング、SM) と、②海外投資家保有比率が低く、持ち合い比率が高い企業群(弱い外部モニタリング、WM) とにサンプルを分割し、その後の ROA の推移を追跡する。ところで、Barber and Lyon (1996) が指摘するように、会計業績を用いたイベント・スタディでは、期初の業績水準がその後のパフォーマンス推移に極めて重大な影響を及ぼすことが知られている。そこで、以下のように、ROA が同水準で所有構造が異なる 2 つの比較サンプルを作成した。すなわち、各基準年において ROA が 0%以上 10%未満の企業をとり、ROA 水準を 1%刻みにして 10 の小サンプルに分割し、それぞれの小サンプルにおいて、①海外投資家保有比率がメディアン以上、かつ持ち合い比率がメディアン未満のグループ (SM) と、②海外投資家保有比率がメディアン未満、かつ持ち合い比率がメディアン以上のグループ (WM) を抽出した。その上で、各小サンプルで識別した 10 組の①SM と②WM をそれぞれグループ毎に再集計した。これによって、基準時点で ROA が同程度に分散し、所有構造が異なる 2 つの比較サンプルが作成できる。

1996 年基準での所有構造は、①の SM グループでは、海外投資家保有比率と持ち合い比率の平均がそれぞれ 11.6%と 8.9%、②WM グループのそれはそれぞれ 2.2%と 23.1%であり、大きく異なっている。02 年基準では、海外投資家保有比率と持ち合い比率の平均が、①SM グループでそれぞれ 11.1%と 4.5%、②WM グループでそれぞれ 1.3%と 18.4%であり、05 年基準では、①SM グループでそれぞれ 20.6%と 3.2%、②WM グループでそれぞれ 5.3%と 17.6%であった。いずれのグループでも、持ち合い比率が 96 年から 02 年にかけて大きく減少し、海外投資家保有比率が 02 年から 05 年にかけて大幅に増加したことが確認できる。

基準年以降のパフォーマンス推移を比較した図 5 から、1996 年基準、及び 05 年基準では、両グループのパフォーマンス格差が小さかったのに対して、02 年基準では、その後のパフォーマンス推移に明らかな格差が確認できる。詳しくみると、96 年基準では、その 2 年後の 98 年まで両者の差がやや拡大するものの、その持続性は弱く、99 年以降には格差が消滅する。また、05 年基準でも、両グループの差はリーマン・ショック後の局面を含めて僅少である。これに対して 02 年基準では、基準年以降、①の SM グループと②の WM グループとの ROA 格差が序々に拡大し、3 年後の 05 年に両者の格差が 1.47%に達する。

以上から、銀行危機以降の日本企業の所有構造の分化とパフォーマンスのダイナミ

クスは、次のように整理できよう。銀行危機直後には、パフォーマンスを含む企業の基礎的要因が所有構造を決定する側面が強かった。それに対して、株式所有構造の分化が進展した 2002 年以降には、株式所有構造がその直接の規律付け効果と、経営組織改革や経営革新の促進効果を通じて企業パフォーマンスの格差を拡大した側面が強い。そして、所有構造の分化がピークに達した 05 年には、所有構造がパフォーマンスの格差を固定化した。

== 図5 株式所有構造の分化がもたらすダイナミックな過程 ==

政策的含意

銀行危機以降、日本の主要企業の株式所有構造は明確に分化した。アウトサイダー優位の所有構造となった企業群では、企業統治メカニズムが、従来の銀行を中心とする状態依存型ガバナンス (Aoki and Patrick 1994) から、株式市場のモニタリング機能に依拠したものへとシフトした。

もっとも、このアウトサイダー優位の所有構造は、内部者による企業統治がいぜん合理性を持つ企業群にとっては必ずしも安定的でない。アウトサイダー保有比率の上昇にともなうモニタリングの上昇は、企業経営を規律付け、これまで高い効率性と強い競争力を発揮してきた当該企業に固有の企業システムとも両立可能である。しかし、高いアウトサイダー保有比率は、外部者による経営への攪乱的介入の可能性をも高める。ここに、一部の企業で、「戦略的提携」などの形をとった経営権確保の動きが繰り返される理由がある。しかし、株式持ち合いに依存した安定株主作りの試みは、既にアウトサイダー優位へと変貌を遂げた株式市場ではそもそも実効性を持たなかった。しかも、2008 年 9 月のリーマン・ショック後の株式市場の低迷は、こうした株式安定工作が正当性や現実性に乏しいことを改めて示した。この株価急落の結果、安定化を大規模に進めた企業はキャピタルロスを被り、一部では減損処理が必要となった。また、既に予定されている国際会計基準の導入は、企業による株式投資のリスクをいっそう強く意識させるものとなる。したがって、このタイプの企業群に対しては、株式持ち合いに依存しない形で経営権の安定を維持し、同時に機関投資家との適切な関係作りを促す仕組みの設計が重要な政策課題である。

他方、その対極には、機関投資家の投資対象から除外される中で、持ち合いに依存

する企業群も無視できない規模で存在する。これらの企業のうち、現預金を多く保有し、敵対的な大株主の脅威を経験した中規模企業には、共通の脅威に直面する他の企業との持ち合い強化を実現したところもある。こうした企業群では、銀行部門の再編と当該企業の借入依存度の低下の結果、メインバンクによる規律が後退し、市場からのモニタリングも機能していない。すなわち、上場企業としては企業統治面での空白が深刻である。こうした企業群については、持ち合い解消を促進する規制、あるいは債権者である銀行のより積極的な関与を可能にする制度設計が、今後の重要な検討課題となろう。

<参考文献>

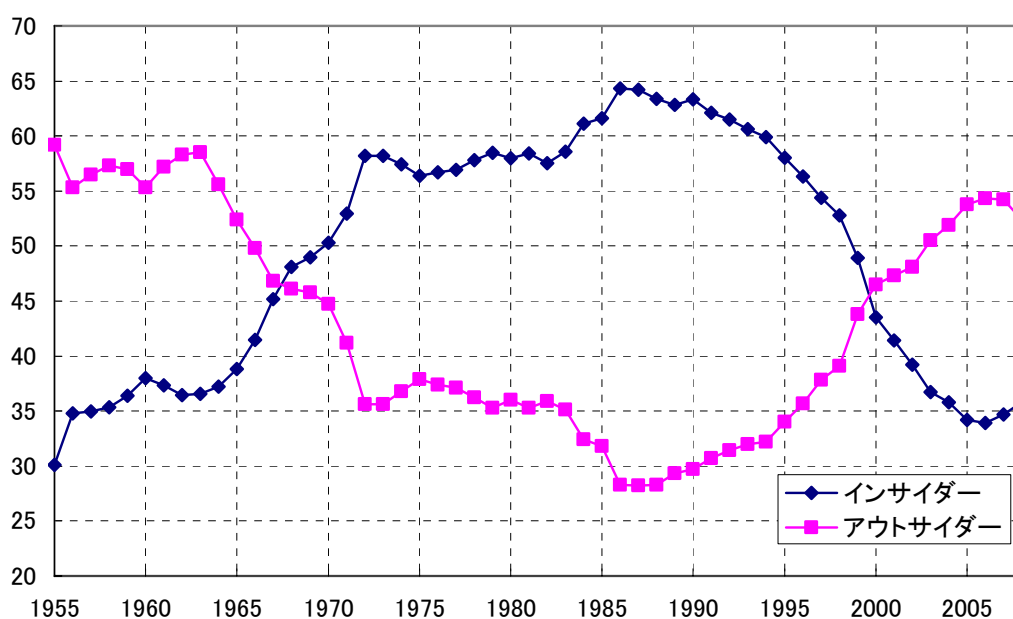
- 岩壺健太郎・外木好美（2007）「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係：分散不均一性による同時方程式の識別」一橋大学『経済研究』 Vol.58(1)、47-60頁。
- 川北英隆（1995）『日本型株式市場の構造変化：金融システムの再編成とガバナンス』東洋経済新報社。
- 齊藤卓爾（2011）「社外取締役の決定要因とその効果」宮島英昭編『日本の企業統治：システムの進化と危機後の再設計』東洋経済新報社、近刊。
- 佐々木隆文・米澤康弘（2000）「コーポレート・ガバナンスと企業価値」日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』2000年9月号、28-46頁。
- 胥鵬（2007）「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。
- 新田敬祐（2008a）「株主構成の変容とその影響」ニッセイ基礎研究所『ニッセイ基礎研 REPORT』2008年2月号、8-15頁。
- 新田敬祐（2008b）「アクティビスト・ファンドの狙いは何か」ニッセイ基礎研究所『ニッセイ基礎研 REPORT』2008年11月号、4-9頁。
- 新田敬祐（2008c）「日本型取締役会の多元的進化：取締役会組織はいかに分化したか」宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』日本評論社、17-43頁。
- 新田敬祐（2009）「持合復活の構図：2008年度株主構成調査より」ニッセイ基礎研究所『ニッセイ基礎研 REPORT』2009年11月号、10-17頁。
- 堀内昭義・花崎正晴（2000）「メインバンク関係は企業経営の効率化に貢献したか：製造業に関する実証分析」日本政策投資銀行設備投資研究所『経済経営研究』Vol.21(1)。
- 宮島英昭・蟻川靖浩（1999）「金融自由化と企業の選択：1980年代における顧客プールの劣化」財務省財務総合研究所『フィナンシャル・レビュー』49号、133-166頁。
- 宮島英昭・新田敬祐（2003）「生産性と外部からの規律：不振産業におけるガバナンス問題は何か」日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』2003年12月号、29-47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・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。
- 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』68 号、278-312 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。
- Aggarwal, R., L. Klapper and P. Wysocki (2005) “Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors,” *Journal of Banking and Finance* 29, pp.2919-2946.
- Ahmadjian, C. (2007) “Foreign Investors and Corporate Governance in Japan,” in Aoki, M, G. Jackson and H. Miyajima eds. *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press, pp.125-150.
- Aoki, M. and H. Patrick (1994) *The Japanese Main-bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press.
- Baltagi, B. (2001) *Econometric Analysis of Panel Data 2nd. ed.*, Wiley.
- Barber, B. and J. Lyon (1996) “Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics,” *Journal of Financial Economics* 41(3), pp.359-399.
- Brennan, M. and H. Cao (1997) “International portfolio investment flows,” *Journal of Finance* 52, pp.1851-1880.
- 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.

- Falkenstein, E. (1996) "Performance for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings," *Journal of Finance* 51, pp.111-136.
- 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 (2010), "The Evolution of Ownership: The Evidence from Japan," mimeo.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- Stulz, R. (1981) "On the Effects of Barriers to International Investment," *Journal of Finance* 36(4), pp.923-934.
- White, H. (1980) "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity," *Econometrica* 48(4), pp.817-838.

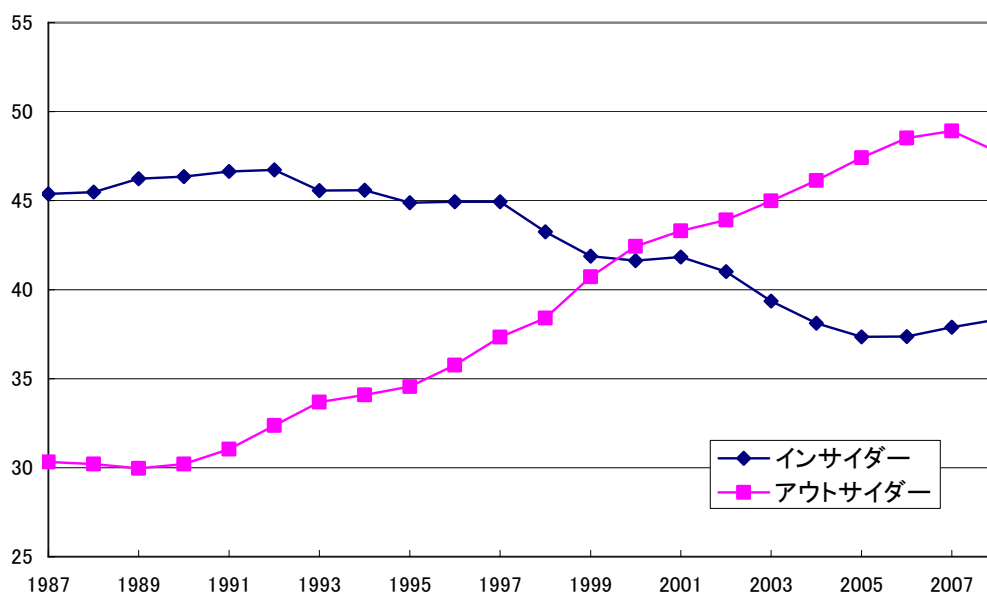
図1 株式所有構造の長期時系列推移



(注) 『株式分布状況調査』に基づき、インサイダーとアウトサイダーの保有比率の推移を示したものの。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。保有比率は、市場価格ベースで集計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、株数ベースの保有比率を利用し、その変化幅の情報を失わないように補完。1970年度から1985年度は、都銀・地銀等のみの保有比率が取得できないため、都銀・地銀等と信託銀行の保有比率合計に占める都銀・地銀等の保有比率が、1986年度のものと同であると仮定して、都銀・地銀等の保有比率を試算。また、1965年度以前は、金融機関保有分の内訳も取得できないため、1966年度の内訳に基づいて、各投資主体の保有比率を試算したもので補完。

(出所) 東京証券取引所他『株式分布状況調査』をもとに筆者作成。

図2 近年のインサイダー・アウトサイダー保有比率



(注) 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。ただし、金融業に属する企業は除く。集計方法は、各年度末時点の保有比率の企業単位の単純平均である。インサイダー、アウトサイダーの定義については、表1下段を参照のこと。
 (出所) 各種データ、及び資料に基づき、筆者作成。

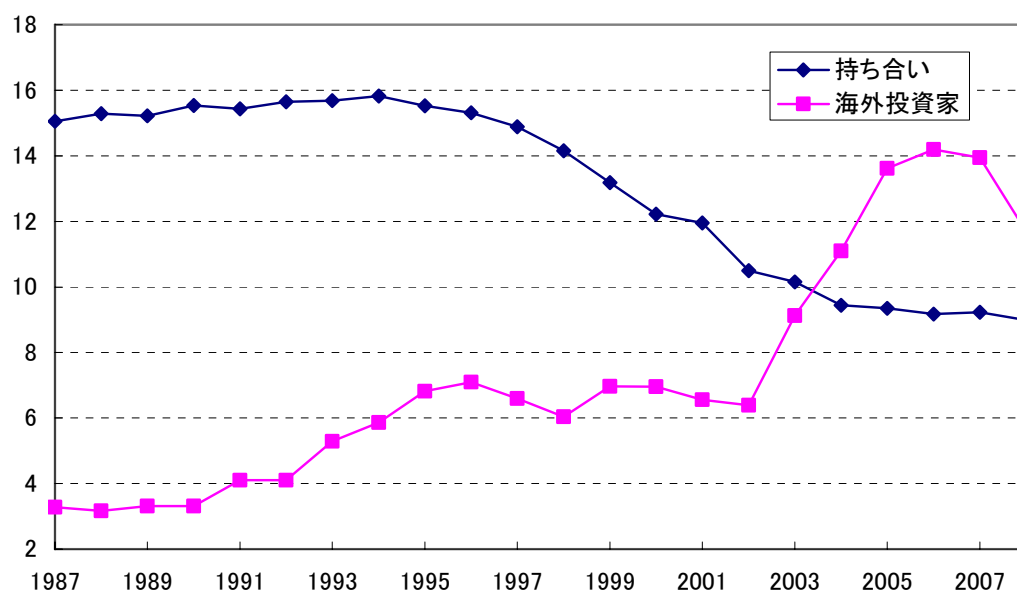
表1 近年の株式所有構造の変遷

	1987年度末 N= 1,094		1991年度末 N= 1,223		1996年度末 N= 1,198		2001年度末 N= 1,404		2006年度末 N= 1,616		2008年度末 N= 1,599	
	平均	標準 偏差	平均	標準 偏差	平均	標準 偏差	平均	標準 偏差	平均	標準 偏差	平均	標準 偏差
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
インサイダー	45.4	13.8	46.6	13.5	44.9	13.2	41.8	15.0	37.4	16.2	38.3	16.4
持ち合い	15.1	9.4	15.4	9.2	15.3	9.1	11.9	9.7	9.2	9.2	9.0	9.3
うち金融機関保有分	10.4	6.4	10.8	6.3	10.7	6.2	7.2	5.9	4.6	4.9	4.1	4.7
うち事業会社保有分	4.7	6.4	4.6	6.2	4.6	6.2	4.7	6.8	4.6	6.4	4.9	6.8
金融・事業会社等(除く持ち合い)	22.1	16.5	22.5	16.7	22.0	16.6	18.5	17.7	14.9	17.7	15.5	18.0
持株会	1.1	1.4	1.1	1.4	1.5	1.6	2.3	2.5	2.0	2.3	2.3	2.6
役員	3.4	5.9	2.8	5.0	2.1	4.7	3.6	7.8	4.8	9.2	4.7	9.1
家族・家族支配法人*	3.6	7.8	4.6	9.3	3.9	7.9	5.3	9.7	6.3	10.9	6.7	11.3
アウトサイダー	30.3	11.4	31.0	10.5	35.8	10.8	43.3	13.0	48.5	14.1	47.8	14.8
機関投資家	6.3	6.6	9.2	7.4	12.0	8.8	13.4	11.9	21.8	14.5	19.0	13.9
うち海外	3.3	4.1	4.1	4.4	7.1	6.8	6.6	7.9	14.2	11.6	11.7	10.7
うち国内	3.0	3.5	5.1	4.1	4.9	3.3	6.8	5.6	7.6	5.6	7.3	5.8
零細個人	23.3	10.1	21.2	8.9	23.1	10.6	29.0	14.0	26.0	13.8	28.2	14.7
外国会社*	0.7	5.5	0.6	5.1	0.7	5.4	0.9	6.4	0.7	5.7	0.6	5.1

	定義
インサイダー	持ち合い＋金融・上場事法等(除く持ち合い)＋保有会＋役員＋家族・家族支配法人*
持ち合い	相互に持ち合い保有している株式の合計比率。株主の支配会社と持ち合い関係にある場合も
うち金融機関保有分	持ち合いのうち、銀行(除く信託勘定)、生保(除く特別勘定)、損保、国内証券保有分。
うち事業会社保有分	持ち合いのうち、銀行、生保、損保、国内証券を除く、上場会社保有分。
金融・事業会社等(除く持ち合い)	銀行(除く信託勘定)、生保(除く特別勘定)、損保、国内証券、及び左記以外の上場会社の保有分のうち、持ち合い保有分を除いた合計比率(上場保有会社傘下の非上場会社を含む)。
保有会	従業員保有会、取引先等保有会の保有分の合計比率。
役員	取締役と監査役の保有比率。役員保有会を含む。
家族・家族支配法人*	外国籍の資産管理会社、個人、家族支配の国内非上場法人の3%以上保有分の合計比率。
アウトサイダー	機関投資家＋零細個人＋外国会社*
機関投資家	海外機関投資家＋国内機関投資家。
うち海外	外国人保有比率から、外国会社、大口外国籍個人*の保有分を除いたもの。
うち国内	年金信託、投資信託、生保特別勘定の保有比率合計。
零細個人	個人保有比率から、役員保有分、及び3%以上を保有する大口個人保有分を除いたもの。
外国会社*	事業活動を目的とする外国籍会社のうち、3%以上保有分の合計比率。

(注) 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。ただし、金融業に属する企業は除く。集計方法は、各年度末時点の保有比率の企業単位の単純平均である。各変数の定義の詳細については、表1下段を参照のこと。自己株式は、保有比率算出における分母から控除する。*は、保有比率3%以上の株主のみが集計対象であることを示す。(出所)各種データ、及び資料に基づき、筆者作成。

図3 海外投資家保有比率と持ち合い比率の推移



(注) 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。ただし、金融業に属する企業は除く。集計方法は、各年度末時点の保有比率の企業単位の単純平均である。持ち合い、及び、海外機関投資家の定義については、表1下段を参照のこと。
 (出所)各種データ、及び資料に基づき、筆者作成。

表2 主要企業の株式所有構造の変化

ソニー(6758)						
	1987年 度末	1991年 度末	1996年 度末	2001年 度末	2006年 度末	2008年 度末
	%	%	%	%	%	%
インサイダー	18.15	12.45	10.17	2.34	0.48	0.52
持ち合い	5.09	3.55	5.85	0.05	0.02	0.05
うち金融機関保有分	4.84	3.41	5.71	0.00	0.00	0.00
うち事業会社保有分	0.25	0.15	0.15	0.05	0.02	0.05
金融・事業会社等(除く持ち合い)	2.02	1.42	0.00	1.81	0.00	0.00
持株会	0.50	0.48	0.59	0.39	0.40	0.46
役員	2.89	1.62	0.45	0.09	0.06	0.01
家族・家族支配法人	7.64	5.38	3.28	0.00	0.00	0.00
アウトサイダー	43.38	53.47	61.96	75.63	84.43	81.89
機関投資家	23.84	29.60	45.94	48.72	61.72	51.21
うち海外	10.15	21.63	38.96	38.65	52.71	39.02
うち国内	13.69	7.97	6.99	10.06	9.01	12.19
零細個人	19.54	23.87	16.02	26.92	22.71	30.67
外国会社	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

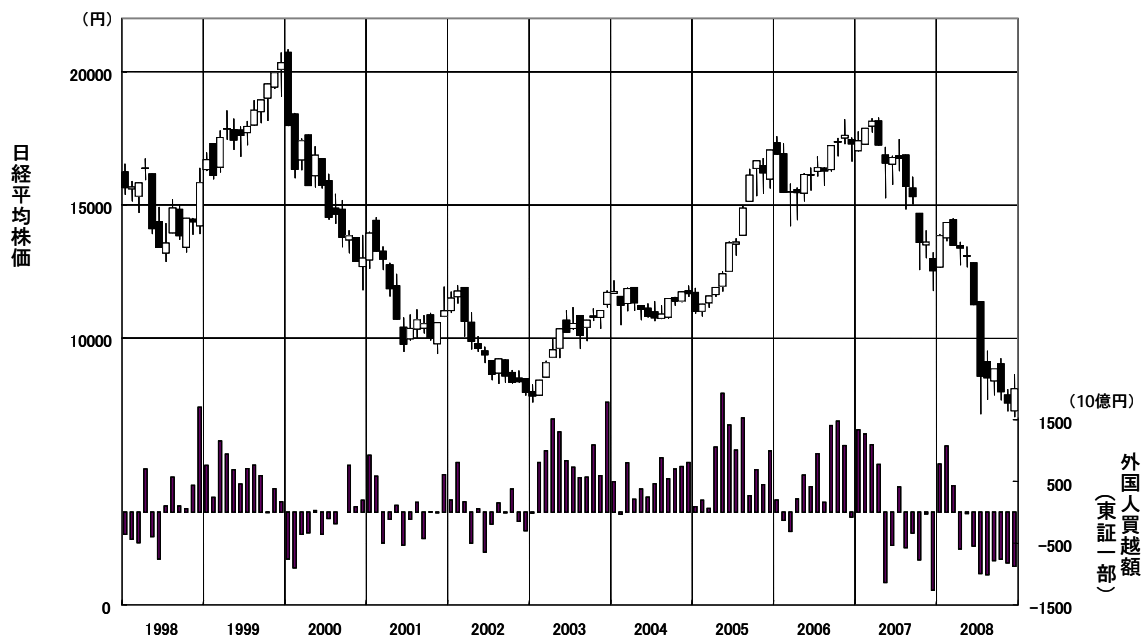
トヨタ自動車(7203)						
	1987年 度末	1991年 度末	1996年 度末	2001年 度末	2006年 度末	2008年 度末
	%	%	%	%	%	%
インサイダー	37.83	36.46	36.83	26.58	20.33	19.12
持ち合い	28.57	27.28	30.21	19.20	15.28	13.94
うち金融機関保有分	20.79	20.45	23.01	12.14	4.66	4.75
うち事業会社保有分	7.78	6.82	7.20	7.06	10.62	9.19
金融・事業会社等(除く持ち合い)	8.24	8.21	6.06	6.88	4.12	4.17
持株会	0.00	0.00	0.00	0.00	0.42	0.49
役員	1.02	0.97	0.57	0.49	0.51	0.53
家族・家族支配法人	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
アウトサイダー	11.93	13.35	16.56	27.07	49.18	49.37
機関投資家	2.95	4.80	9.94	18.71	38.67	34.64
うち海外	2.03	3.38	9.10	16.64	30.62	26.47
うち国内	0.92	1.41	0.83	2.07	8.05	8.17
零細個人	8.98	8.56	6.63	8.36	10.51	14.73
外国会社	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

キヤノン(7751)						
	1987年 度末	1991年 度末	1996年 度末	2001年 度末	2006年 度末	2008年 度末
	%	%	%	%	%	%
インサイダー	40.36	26.86	22.80	12.03	12.04	12.93
持ち合い	9.82	9.36	8.26	0.69	4.53	2.67
うち金融機関保有分	8.52	8.01	7.18	0.00	3.85	1.86
うち事業会社保有分	1.30	1.35	1.08	0.69	0.68	0.82
金融・事業会社等(除く持ち合い)	29.52	16.39	13.64	10.76	7.01	9.66
持株会	0.96	1.04	0.85	0.56	0.47	0.56
役員	0.06	0.06	0.05	0.03	0.03	0.03
家族・家族支配法人	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
アウトサイダー	45.59	42.87	52.14	62.14	64.33	65.27
機関投資家	22.36	29.86	44.75	56.91	57.91	56.58
うち海外	11.09	21.53	39.00	45.85	46.98	47.75
うち国内	11.27	8.32	5.76	11.06	10.93	8.83
零細個人	23.22	13.01	7.39	5.23	6.42	8.69
外国会社	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

新日本製鉄(5401)						
	1987年 度末	1991年 度末	1996年 度末	2001年 度末	2006年 度末	2008年 度末
	%	%	%	%	%	%
インサイダー	15.26	18.72	15.82	20.55	19.29	22.01
持ち合い	8.42	8.30	6.95	10.47	13.40	12.90
うち金融機関保有分	6.90	6.74	5.23	9.25	4.95	2.14
うち事業会社保有分	1.52	1.56	1.72	1.22	8.45	10.76
金融・事業会社等(除く持ち合い)	6.80	10.28	8.63	9.81	5.61	8.80
持株会	0.00	0.10	0.21	0.23	0.25	0.29
役員	0.04	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02
家族・家族支配法人	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
アウトサイダー	26.69	31.71	40.37	51.21	53.55	48.69
機関投資家	5.11	5.22	17.67	25.05	30.87	23.32
うち海外	2.07	2.95	13.75	13.97	21.86	15.56
うち国内	3.04	2.27	3.92	11.07	9.01	7.76
零細個人	21.58	26.49	22.70	26.16	22.67	25.37
外国会社	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

NEC(6701)						
	1987年 度末	1991年 度末	1996年 度末	2001年 度末	2006年 度末	2008年 度末
	%	%	%	%	%	%
インサイダー	46.91	31.53	39.14	23.92	7.64	7.54
持ち合い	19.87	15.40	18.95	11.36	0.97	0.38
うち金融機関保有分	12.58	9.02	13.45	4.98	0.00	0.00
うち事業会社保有分	7.30	6.38	5.49	6.38	0.97	0.38
金融・事業会社等(除く持ち合い)	26.47	15.24	18.42	11.13	5.21	5.31
持株会	0.52	0.85	1.75	1.42	1.45	1.83
役員	0.06	0.03	0.03	0.01	0.01	0.02
家族・家族支配法人	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
アウトサイダー	32.83	36.27	42.50	55.62	71.56	71.99
機関投資家	17.01	17.55	22.73	37.74	35.72	34.63
うち海外	7.30	12.55	16.91	28.39	27.52	25.97
うち国内	9.71	5.00	5.82	9.34	8.20	8.67
零細個人	15.82	18.72	19.77	17.88	35.84	37.35
外国会社	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

図4 外国人投資家の売買動向と日経平均株価の推移



(出所)東京証券取引所『投資部門別株式売買状況(東証一部)』に基づき、筆者作成

表3 持ち合いネットワークに関する企業行動

	対象 企業数 (社)	企業単位の持ち合い件数(社)				対象企業数比(%)				
		持ち合 なし	変化 なし	純増	純減	持ち合 なし	変化 なし	純増	純減	純増-純 減
1987	1233	32	327	601	273	2.6	26.5	48.7	22.1	26.6
1988	1268	36	292	726	214	2.8	23.0	57.3	16.9	40.4
1989	1307	28	282	832	165	2.1	21.6	63.7	12.6	51.0
1990	1342	24	296	887	135	1.8	22.1	66.1	10.1	56.0
1991	1381	22	448	728	183	1.6	32.4	52.7	13.3	39.5
1992	1387	20	563	610	194	1.4	40.6	44.0	14.0	30.0
1993	1301	12	537	400	352	0.9	41.3	30.7	27.1	3.7
1994	1301	12	569	449	271	0.9	43.7	34.5	20.8	13.7
1995	1322	12	569	457	284	0.9	43.0	34.6	21.5	13.1
1996	1356	13	520	547	276	1.0	38.3	40.3	20.4	20.0
1997	1393	8	485	522	378	0.6	34.8	37.5	27.1	10.3
1998	1405	1	511	403	490	0.1	36.4	28.7	34.9	-6.2
1999	1459	17	437	225	780	1.2	30.0	15.4	53.5	-38.0
2000	1523	28	527	354	614	1.8	34.6	23.2	40.3	-17.1
2001	1549	32	566	379	572	2.1	36.5	24.5	36.9	-12.5
2002	1570	44	494	339	693	2.8	31.5	21.6	44.1	-22.5
2003	1594	80	465	243	806	5.0	29.2	15.2	50.6	-35.3
2004	1687	145	638	349	555	8.6	37.8	20.7	32.9	-12.2
2005	1734	167	649	598	320	9.6	37.4	34.5	18.5	16.0
2006	1768	192	696	627	253	10.9	39.4	35.5	14.3	21.2
2007	1759	196	715	657	191	11.1	40.6	37.4	10.9	26.5
2008	1740	212	776	554	198	12.2	44.6	31.8	11.4	20.5

持合強化

持合解消

持合復活

(注) 相互保有されている株式を一件一件確認したデータベースに基づき、売買動向を識別。売買の有無は、資本移動や組織再編を考慮した上で、持ち合い株式に2単元以上の変動があったかどうかによって判断。前年度からの保有に変化がない場合は「現状維持」、売買が確認できる場合は「売り」または「買い」、開示情報の制約などのため、収集した情報からは売買があったかどうか合理的判断ができない場合は「不明」と認識。その上で、企業単位の売買件数を集計し、各企業の「買い」の件数が「売り」の件数を上回っていれば、持ち合いネットワークを「純増」させた企業、下回っていれば「純減」させた企業と認識。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)。

表4 持ち合い株式の主体別売買動向

パネル1: 銀行による持ち合い株式の売買動向

	持ち合い件数(件)					対総件数比(%)				
	現状維持	買い	売り	不明	総件数	現状維持	買い	売り	不明	純増
1996	3,909	472	156	146	4,683	83.5	10.1	3.3	3.1	6.7
1997	3,996	244	403	174	4,817	83.0	5.1	8.4	3.6	-3.3
1998	3,873	146	486	181	4,686	82.7	3.1	10.4	3.9	-7.3
1999	3,458	172	586	120	4,336	79.8	4.0	13.5	2.8	-9.5
2000	3,202	154	745	100	4,201	76.2	3.7	17.7	2.4	-14.1
2001	2,361	455	1,079	197	4,092	57.7	11.1	26.4	4.8	-15.2
2002	1,266	1,069	1,931	150	4,416	28.7	24.2	43.7	3.4	-19.5
2003	1,994	143	1,131	119	3,387	58.9	4.2	33.4	3.5	-29.2
2004	2,208	124	668	193	3,193	69.2	3.9	20.9	6.0	-17.0
2005	2,057	473	509	162	3,201	64.3	14.8	15.9	5.1	-1.1
2006	2,398	182	159	103	2,842	84.4	6.4	5.6	3.6	0.8
2007	2,391	128	128	74	2,721	87.9	4.7	4.7	2.7	0.0
2008	2,250	94	162	105	2,611	86.2	3.6	6.2	4.0	-2.6

パネル2: 事業会社による持ち合い株式の売買動向

	持ち合い件数(件)					対総件数比(%)				
	現状維持	買い	売り	不明	総件数	現状維持	買い	売り	不明	純増
1996	21,519	1,876	1,032	320	24,747	87.0	7.6	4.2	1.3	3.4
1997	20,980	2,235	1,314	561	25,090	83.6	8.9	5.2	2.2	3.7
1998	19,508	2,198	1,974	463	24,143	80.8	9.1	8.2	1.9	0.9
1999	15,143	1,612	3,661	2,094	22,510	67.3	7.2	16.3	9.3	-9.1
2000	10,625	1,590	1,574	1,175	14,964	71.0	10.6	10.5	7.9	0.1
2001	10,685	1,888	1,151	711	14,435	74.0	13.1	8.0	4.9	5.1
2002	10,247	1,464	882	915	13,508	75.9	10.8	6.5	6.8	4.3
2003	9,828	990	1,930	1,113	13,861	70.9	7.1	13.9	8.0	-6.8
2004	10,456	1,179	1,223	571	13,429	77.9	8.8	9.1	4.3	-0.3
2005	10,269	1,782	1,004	628	13,652	75.2	13.1	7.4	4.6	5.7
2006	10,855	1,699	751	623	13,928	77.9	12.2	5.4	4.5	6.8
2007	10,176	2,233	609	875	13,873	73.4	16.1	4.4	6.3	11.7
2008	10,127	1,642	447	1,051	13,267	76.3	12.4	3.4	7.9	9.0

パネル3: 事業会社による持ち合い関係にある事業会社株式の売買動向

	持ち合い件数(件)					対総件数比(%)				
	現状維持	買い	売り	不明	総件数	現状維持	買い	売り	不明	純増
1996	9,965	738	525	92	11,320	88.0	6.5	4.6	0.8	1.9
1997	9,546	1,156	648	258	11,608	82.2	10.0	5.6	2.2	4.4
1998	9,055	946	836	239	11,076	81.8	8.5	7.5	2.2	1.0
1999	6,165	712	2,141	1,469	10,487	58.8	6.8	20.4	14.0	-13.6
2000	4,460	741	700	601	6,502	68.6	11.4	10.8	9.2	0.6
2001	4,588	654	416	374	6,032	76.1	10.8	6.9	6.2	3.9
2002	4,604	689	381	339	6,013	76.6	11.5	6.3	5.6	5.1
2003	4,683	656	630	276	6,245	75.0	10.5	10.1	4.4	0.4
2004	4,902	875	438	302	6,517	75.2	13.4	6.7	4.6	6.7
2005	5,305	1,276	410	356	7,347	72.2	17.4	5.6	4.8	11.8
2006	5,851	1,306	323	373	7,853	74.5	16.6	4.1	4.7	12.5
2007	5,842	1,487	259	511	8,099	72.1	18.4	3.2	6.3	15.2
2008	6,020	1,004	218	595	7,837	76.8	12.8	2.8	7.6	10.0

(注) 相互保有されている株式を一件一件確認したデータベースに基づき、売買動向を識別。売買の有無は、資本移動や組織再編を考慮した上で、持ち合い株式に2単元以上の変動があったかどうかによって判断。前年度からの保有に変化がない場合は「現状維持」、売買が確認できる場合は「売り」または「買い」、開示情報の制約などのため、収集した情報からは売買があったかどうか合理的判断ができない場合は「不明」と認識。「銀行」は、信託銀行以外の銀行であり、「事業会社」は、銀行、信託銀行、生損保、証券会社、証券金融会社を除く上場会社を指す。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)。

表5 銀行ポートフォリオの劣化

			1992年度	1996年度	2002年度	2004年度
サンプル数	三市場1部	社	1,230	1,199	1,426	1,544
	銀行株主あり	社	1,219	1,184	1,274	1,239
	同比率	%	99.1	98.7	89.3	80.2
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
	単純平均	%	10.10	9.99	5.74	3.81
	標準偏差	%	5.33	5.29	4.30	3.49
	時価総額加重平均	%	10.26	9.98	5.04	3.15
トービンのq	三市場1部		1.36	1.40	1.29	1.73
	銀行ポートフォリオ		1.30	1.35	1.12	1.22
	差分		-0.06	-0.05	-0.17	-0.51
ROA	三市場1部	%	4.61	5.42	7.03	8.24
	銀行ポートフォリオ	%	4.58	5.35	5.51	6.37
	差分	%	-0.04	-0.07	-1.52	-1.87
負債比率	三市場1部		0.65	0.62	0.56	0.54
	銀行ポートフォリオ		0.65	0.62	0.60	0.59
	差分		0.00	-0.00	0.04	0.05

(注) 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 = (負債総額簿価+ファイナンスリースの期末残高+株式時価総額+優先株残存額面) / (総資産簿価(時価会計移行調整)+ファイナンスリースの期末残高) × 100、ROA = (営業利益+ファイナンスリースの支払利息) / (総資産簿価(時価会計移行調整)+ファイナンスリースの期末残高) × 100、負債比率 = (負債総額簿価+ファイナンスリースの期末残高) / (総資産簿価(時価会計移行調整)+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。

表6 持ち合い「復活」の要因分析

パネル1:2004~2007年

被説明変数	△CROSS		△CROSS'		△INSIDER	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	-0.514	-0.506	-0.084	-0.105	-3.971	-1.985 **
アウトサイダー保有比率	0.022	2.718 ***	0.017	2.793 ***	0.082	5.279 ***
ファンド標的ダミー(期初)	1.030	2.309 **	0.839	2.389 **	0.270	0.307
ファンド標的ダミー(当期)	0.806	2.084 **	0.299	0.981	-0.042	-0.055
内部取締役人数	0.053	2.200 **	0.062	3.269 ***	-0.017	-0.353
余剰資金	0.017	2.104 **	0.016	2.520 **	0.026	1.643
Hiqダミー	-0.208	-0.909	-0.219	-1.216	-0.683	-1.519
財務危機ダミー	-1.648	-3.691 ***	-0.974	-2.773 ***	-1.822	-2.074 **
総資産対数値	-0.072	-0.798	-0.056	-0.794	-0.014	-0.079
サンプル数	1,429		1,429		1,429	
R2	0.029		0.029		0.021	

パネル2:2001~2004年

被説明変数	△CROSS		△CROSS'		△INSIDER	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	3.411	2.020 **	-0.547	-0.438	-0.488	-0.238
アウトサイダー保有比率	0.001	0.077	0.014	1.490	0.013	0.837
ファンド標的ダミー(期初)	1.226	1.175	0.741	0.959	2.770	2.187 **
ファンド標的ダミー(当期)	-0.356	-0.482	0.713	1.304	-0.794	-0.885
内部取締役人数	0.031	0.944	0.049	2.020 **	-0.074	-1.874 *
余剰資金	0.024	1.793 *	0.036	3.564 ***	-0.001	-0.043
HiQダミー	-0.016	-0.048	-0.076	-0.315	-1.696	-4.256 ***
財務危機ダミー	-1.704	-4.386 ***	-0.346	-1.206	-1.316	-2.792 ***
総資産対数値	-0.502	-3.324 ***	-0.108	-0.972	-0.253	-1.379
サンプル数	1,292		1,292		1,292	
R2	0.027		0.018		0.032	

(注) 分析対象は、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)。被説明変数の△CROSS、△CROSS'、△INSIDERは、それぞれ、持ち合い比率の3年間の変化幅、左記のうち非金融事業法人の保有部分、インサイダー保有比率3年間の変化幅である。説明変数の機関投資家保有比率は、発行済株式数に占める国内外の機関投資家の保有割合、ファンド標的ダミーは、過去あるいは期中にアクティビスト・ファンドと認識される15のファンドに保有された企業に1を与えるダミー変数、内部取締役人数は、役員データ(東洋経済新報社)の取締役から社外出身者を除外した人数、余剰資金=(現金+有価証券+投資有価証券)/総資産簿価、HiQダミーは、トービンのQが1以上の場合に1を与えるダミー変数、財務危機ダミーは、インタレスト・カバレッジ・レシオ(営業利益/支払利息)が1.5を下回る場合に1を与えるダミー変数、総資産対数値は、総資産簿価の自然対数値。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。***、**、*は、それぞれ平均値の差が1、5、10%水準で有意であることを示す。

表7 海外投資家保有比率の分布

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	

(注) 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。

表8 海外投資家の銘柄選好の決定要因

	全期間(1991-2008)			Period1(1991-1996)			Period2(1997-2002)			Period3(2003-2008)		
	数の平	正	負	数の平	正	負	数の平	正	負	数の平	正	負
定数項	-28.07	0	18	-19.30	0	6	-24.94	0	6	-39.95	0	6
		[0]	[18]		[0]	[6]		[0]	[6]		[0]	[6]
当期ROA	0.40	18	0	0.43	6	0	0.31	6	0	0.45	6	0
		[17]	[0]		[6]	[0]		[5]	[0]		[6]	[0]
浮動株比率	0.14	18	0	0.09	6	0	0.13	6	0	0.21	6	0
		[18]	[0]		[6]	[0]		[6]	[0]		[6]	[0]
総資産対数値	2.96	18	0	2.01	6	0	2.82	6	0	4.05	6	0
		[18]	[0]		[6]	[0]		[6]	[0]		[6]	[0]
海外売上高比率	0.06	18	0	0.05	6	0	0.06	6	0	0.07	6	0
		[18]	[0]		[6]	[0]		[6]	[0]		[6]	[0]
負債比率	-0.11	0	18	-0.08	0	6	-0.11	0	6	-0.15	0	6
		[0]	[17]		[0]	[6]		[0]	[5]		[0]	[6]
純資産株価倍率	-1.27	2	16	-0.09	2	4	-2.18	0	6	-1.53	0	6
		[1]	[10]		[1]	[1]		[0]	[6]		[0]	[3]
投資適格ダミー	0.70	18	0	0.91	6	0	0.58	6	0	0.60	6	0
		[9]	[0]		[5]	[0]		[2]	[0]		[2]	[0]
株式の取引 ボリューム	1.23	17	1	1.84	6	0	0.80	5	1	1.07	6	0
		[10]	[0]		[5]	[0]		[2]	[0]		[3]	[0]
取締役会人数	-0.09	0	18	-0.11	0	6	-0.10	0	6	-0.07	0	6
		[0]	[10]		[0]	[6]		[0]	[3]		[0]	[1]
その他社外 取締役比率	0.02	18	0	0.01	6	0	0.02	6	0	0.03	6	0
		[6]	[0]		[0]	[0]		[1]	[0]		[5]	[0]
銀行派遣社外 取締役比率	-0.01	5	13	-0.00	2	4	-0.03	0	6	-0.01	3	3
		[0]	[1]		[0]	[0]		[0]	[1]		[0]	[0]
支配会社派遣社外 取締役比率	0.02	17	1	0.02	6	0	0.02	6	0	0.02	5	1
		[7]	[0]		[2]	[0]		[3]	[0]		[2]	[0]
旧六大企業集団 ダミー	-0.06	8	10	0.08	3	3	-0.24	1	5	-0.03	4	2
		[0]	[0]		[0]	[0]		[0]	[0]		[0]	[0]
産業ダミー		Yes			Yes			Yes			Yes	

(注) 1991~2008年の18期分の同時方程式モデルに関する、3段階最小二乗法(3SLS)による18の回帰分析結果を要約したもの。分析モデルについては、本文を参照のこと。ここでは、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)となった頻度が示されている。有意性を評価するためのt値は、分散不均一を考慮し、White(1980)にしたがって修正している。表示モデルの被説明変数は当期末の海外投資家保有比率で、説明変数のうちROAは内生変数として扱われている。ROAは当期のものを、その他の説明変数は期初のものをを用いている。各説明変数は以下の通り、定義されている。浮動株比率は、発行済株式数から固定的な保有と考えられるものを除外したものの比率(詳細については本文参照)、総資産対数値は、総資産簿価の自然対数値、海外売上高比率は、売上高に占める海外分の割合、負債比率=(負債総額簿価+ファイナンスリースの期末残高)/(総資産簿価(時価会計移行調整+ファイナンスリースの期末残高)、純資産株価倍率=純資産/株式時価総額、投資適格ダミーは、格付会社からBBB-以上の格付けを得ている場合に1を与えるダミー変数、取引ボリュームは、一日の売買株数を発行済普通株式数で除したものの過去3年平均値を年率換算したもの、取締役人数は、役員データ(東洋経済新報社)から把握できる取締役数、その他社外取締役比率は、銀行・支配会社(15%以上保有の会社)以外の社外出身取締役人数を全取締役人数で除したものの、銀行派遣社外取締役比率は、銀行出身の社外出身取締役人数を全取締役人数で除したものの、支配会社派遣社外取締役比率は、支配会社出身(同左)の社外出身取締役人数を全取締役人数で除したものの、旧六大企業集団ダミーは、六大企業集団の社長会メンバー企業、及びその33%子会社に1を与えるダミー変数、産業ダミーは東証33業種分類に基づくもの。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。

表9 海外投資家の規律付け効果

パネル1: Withinモデルによる推計

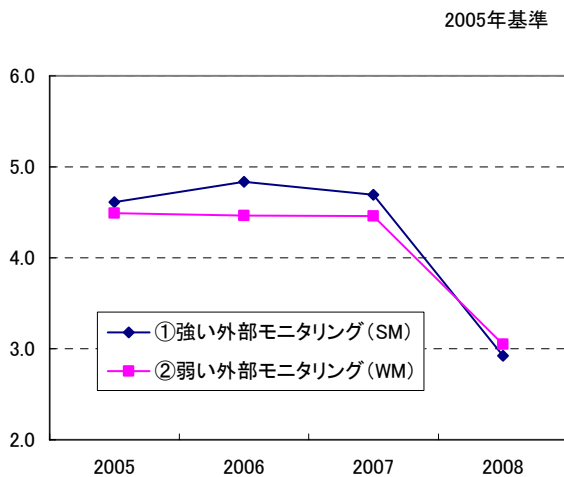
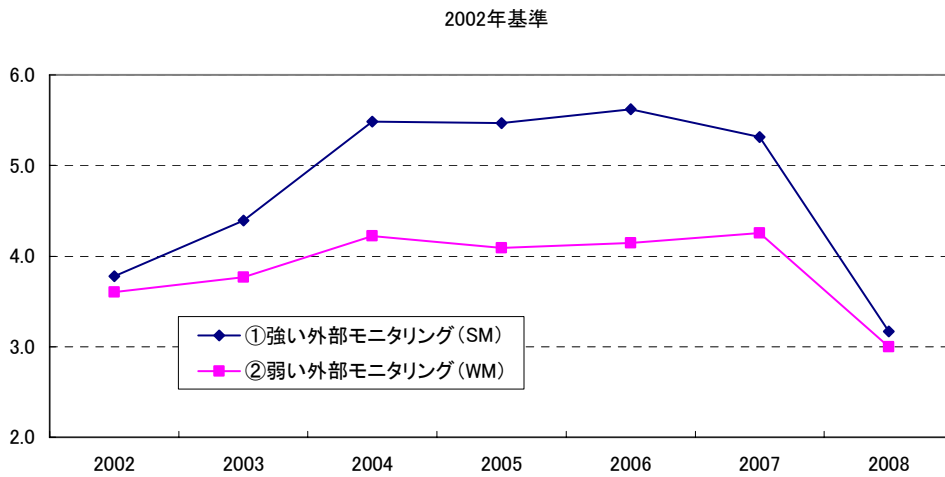
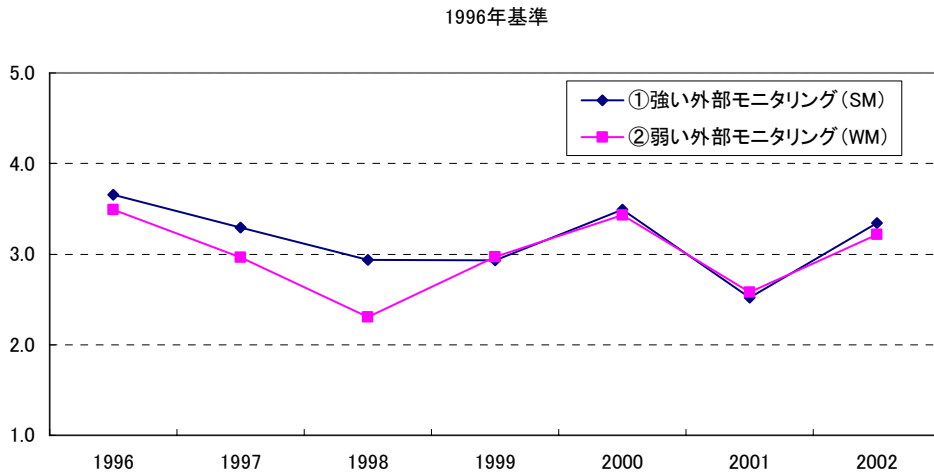
	全期間 1991-2008	Period1 1991-1996	Period2 1997-2002	Period3 2003-2008
海外投資家保有比率	0.032 *** (6.91)	0.072 *** (6.25)	0.052 *** (4.60)	0.053 *** (5.25)
ROA	-0.398 *** (-52.18)	-0.458 *** (-34.90)	-0.749 *** (-48.81)	-0.573 *** (-33.35)
総資産対数値	-1.548 *** (-17.48)	-4.558 *** (-19.79)	-1.306 *** (-5.94)	-5.128 *** (-19.60)
負債比率	0.021 *** (8.88)	0.107 *** (18.10)	0.024 *** (7.29)	0.177 *** (23.62)
定数項	18.693 *** (17.83)	49.591 *** (18.41)	16.444 *** (6.29)	52.028 *** (17.55)
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
NOB	23,661	6,983	7,654	9,024
R-squared	0.190	0.320	0.342	0.311

パネル2: Within-2SLSモデルによる推計結果

	全期間 1991-2008	Period1 1991-1996	Period2 1997-2002	Period3 2003-2008
海外投資家保有比率	0.090 *** (7.44)	0.430 *** (5.84)	0.236 *** (5.49)	0.186 *** (3.00)
ROA	-0.418 *** (-49.84)	-0.460 *** (-32.25)	-0.769 *** (-47.59)	-0.591 *** (-29.22)
総資産対数値	-1.693 *** (-17.84)	-4.662 *** (-18.60)	-1.230 *** (-5.62)	-5.269 *** (-19.58)
負債比率	0.024 *** (9.95)	0.131 *** (17.03)	0.029 *** (8.40)	0.180 *** (23.54)
定数項	19.685 *** (18.45)	47.899 *** (16.35)	13.998 *** (5.40)	52.655 *** (17.64)
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
NOB	23,563	6,972	7,628	8,963
R-squared	0.198	0.202	0.338	0.319

(注) 各期のサンプル(パネルデータ)に対して、固定効果モデル(Within)、及び固定効果の2段階推定(Within-2SLS)を適用したもの。Within-2SLSについては、2段階目の推計結果のみ報告。被説明変数は Δ ROA(当期ROA-前期ROA)とし、説明変数のうち海外投資家保有比率は当期末のもので、内生変数として扱われている。海外投資家保有比率以外の説明変数は、期初または前期のもので、各変数の定義については表8の注記参照。***、**、*は、それぞれ回帰係数が1、5、10%水準で有意であることを示す。

図5 株式所有構造の分化がもたらすダイナミックな過程



(注) 1996年と2002年の各基準年においてROAが0%以上10%未満の企業を抽出し、このサンプルをROA水準が1%刻みの10の小サンプルに分割。それぞれの小サンプルにおいて、①海外投資家保有比率がメデリアン以上、かつ持ち合い比率がメデリアン未満のグループ(強い外部モニタリング、SM)と、②海外投資家保有比率がメデリアン未満、かつ持ち合い比率がメデリアン以上のグループ(弱い外部モニタリング、WM)を抽出。その上で各小サンプルを結合して基準年におけるROAが同水準の2つの比較サンプルを作成。基準年以降の6年間のROAの推移を追跡。