



RIETI Policy Discussion Paper Series 19-P-026

アベノミクス下の企業統治改革： 二つのコードは何をもたらしたのか

宮島 英昭
経済産業研究所

齋藤 卓爾
慶應義塾大学



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

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

アベノミクス下の企業統治改革：二つのコードは何をもたらしたのか*

宮島 英昭（早稲田大学／経済産業研究所）

齋藤 卓爾（慶應義塾大学）

要 旨

本稿の目的は、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの2つを支柱とするアベノミクス下の企業統治改革が、日本の企業統治システムに対してどのような変化をもたらし、また企業行動や業績をいかに変化させたのかを包括的に解明することである。まず、スチュワードシップ・コードの導入の効果として、GPIFなどのアセットオーナーの関与の増加、伝統的機関投資家（信託銀行・投資顧問）のエンゲージメント体制の強化、生命保険会社の「物言う長期株主」へのゆるやかな移行、アクティビストファンドの活動の再活性化が生じたことを示す。次に、コーポレートガバナンス・コードの導入による社外取締役の増加、取締役組織の変化の実態を整理し、それが企業行動・パフォーマンスに与えた影響に関する実証分析の結果を紹介する。さらに、政策保有株比率の多い企業200社を対象とした株式保有行動の分析成果を紹介し、2つのコードが徐々に政策保有株の売却促進に寄与しつつあることを強調する。最後に、企業統治改革が、アベノミクスの成長戦略の実現にどの程度貢献しているのかについて検討し、配当や自社株に対して明確に引上げ効果をもった反面、その構想にもかかわらず、期待されたリスクテイクの促進効果はいまだ確認できないという見通しを示す。

キーワード：コーポレートガバナンス、機関投資家、取締役会、政策保有株

JEL classification: G18, G23, G32, G34, G35

RIETI ポリシー・ディスカッション・ペーパーは、RIETI の研究に関連して作成され、政策をめぐる議論にタイムリーに貢献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、所属する組織及び（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、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）におけるプロジェクト「企業統治分析のフロンティア」の成果の一部である。本稿の基礎となる資料の作成に当たって、飯野佳亮（早稲田大学商学研究科）の協力を得た。本稿の原案に対して、経済産業研究所ディスカッション・ペーパー検討会の方々から多くの有益なコメントを頂いた。本稿で利用するデータ構築作業では、宮島は科研費15H01958、19H00603、齋藤は17K03810の支援を受けた。本研究は、独立行政法人日本学術振興会の「研究拠点形成事業（A. 先端拠点形成型）」の助成を得た。

1. はじめに

アベノミクスは、「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」を3本の矢とするポリシーミックスを展開し、企業統治改革は、このアベノミクスの第3の矢である成長戦略の最重要課題の一つに位置づけられた。もっとも、企業統治改革を通じて、成長を実現するという政策は、必ずしもアベノミクスにユニークなものではない。むしろ、成長促進の観点から企業統治改革を追求するのは、世界金融危機後の世界的傾向でもあった (Kay, 2012; OECD, 2012)。ただ、その場合、米国、英国、大陸欧州では、株主の圧力が強すぎ、その結果として過度のリスクテイク、近視眼的な経営行動がもたらされる点にその問題意識があった¹。それに対して日本の企業統治改革における問題意識は、従業員の利害がまだまだ強すぎるという認識のもとに、現行のシステムが、リスク回避的な経営、経営の保守主義をもたらしている点にある。

そこで、スチュワードシップ・コードによって、機関投資家の企業経営への関与 (エンゲージメント) や積極的な議決権行使を促し、コーポレートガバナンス・コードによって、独立社外取締役の選任や業績連動報酬の採用、政策保有の解消を促進し、こうしたガバナンスシステムの改革を通じて、企業のリスクテイクを促し、企業経営の効率化を図るというのがアベノミクスの基本的な構想であった。

では、この2つのコードの導入を中心とするアベノミクス下の企業統治改革は、どの程度日本の企業統治システムに対して変化をもたらしたのか。すでに、1997年の銀行危機以来、日本の企業統治制度の変容は進んでいた。メインバンク、株式相互持合い、内部昇進からなる取締役会という特徴を共通に備えていた日本企業は、銀行危機後の再編成を経て、特に外部ガバナンスを大きく変化させたハイブリッド企業と、依然、従来の制度的特徴を残す伝統的日本企業に分化していた (Jackson/Miyajima, 2007)²。改革はこうした進化に対してどのようなインパクトを与えたのか。

また企業統治改革が企業統治システムの変化を促したとすれば、それは日本企業の行動様式をいったいどの程度変化させたのだろうか。アベノミクスの構想を集約的に

¹ こうした株式市場の圧力がもたらす経営者の期間認識に短期化に関する問題意識は、学会でも1990年前後に一つのピークがあった (Stein (1988)、Shleifer/Vishny (1990)、Porter (1992, 1994))。その後やや下火となっていたこの近視眼的行動に対する研究 (Edmans 2011, Almeida et al. 2016, Edmans et al. 2017) が近年リバイバルしている点にも、米・英における関心の変化が現れている。

² 詳しくは、Aoki et al. (2007)、宮島 (2011)、宮島 (2017)、Miyajima et al. (2018) を参照。

示した『日本再興戦略 2014』によれば、「コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し、……グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を押しする仕組みを強化する」ことが目指され、それによって、高収益の企業が、内部留保を貯め込むのではなく、新規の設備投資や、大胆な事業再編、M&Aなどに積極的に活用していくことが期待³された。では、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードを支柱とした企業統治改革は、この期待された資本効率の上昇、リスクをとる経営の実現に貢献したのか。

本稿の課題は、以上の問いに解答を与えることにある。そのために本稿では、第1に、企業統治改革が両輪の一つであるスチュワードシップ・コードの導入の効果を検討する。GPIFなどのアセットオーナーの関与の上昇、伝統的機関投資家（信託銀行・投資顧問）のエンゲージメント体制の強化、生命保険会社の「サイレントパートナー」から「物言う長期株主」へのゆるやかな移行、アクティビストファンドの活動の再活性化が、コードの導入による直接的な効果と考えられる。また、改革期間の2013年から2017年に、機関投資家の保有比率が上昇し、この上昇は、これまで機関投資家保有比率の低かった株式時価総額の小さい企業群において相対的に大きかったこと、その結果銀行危機以降、急速に拡大した企業間の所有構造の分散が縮小したことを示す。

第2に、コーポレートガバナンス・コード、会社法改正による取締役機関の変化とその効果を分析する。社外取締役の選任が企業の自発的な選択に任されていた2014年以前には、社外取締役を選任する企業は上場企業の半数程度に留まっていたが、コードの実施後、社外取締役の非連続な増加が生じた。本稿では、改革による取締役機関の変化の実態を整理し、それが企業行動・パフォーマンスに与えた影響に関するDIDを用いた計量分析の結果を紹介する。独立取締役の導入は、一般的に効果を及ぼしているわけではないが、機関投資家保有比率の低い企業、ファミリー企業、中規模の企業で、経営の規律付け効果があったという見方を提示する。

第3に、コーポレートガバナンス・コードは、企業に政策保有株の保有目的の説明を求めることを通じて、政策保有株の解消を進めることを目指していた。よく知られているように、企業間の株式相互持合いは、銀行危機後、企業・銀行間の相互保有関係の解消の結果、劇的に縮小していたが、その後、事業法人間の保有を中心に安定していた（Miyajima/Kuroki 2007, 宮島・新田 2011）、安倍政権は、この事業法人の政策保有が、資本効率の低下と企業経営者の資本市場の圧力から遮断をもたらしているとい

³ 『日本再興戦略 改訂 2014—未来への挑戦』 p.5.

う認識から、その解消を図った。そこで、Jidinger/Miyajima (2019)は、政策保有比率の高い企業（しばしば「岩盤企業」とも呼ばれる）200社を推計サンプルとして、改革前後の株式保有行動の分析を試みた。本稿では、その成果を紹介し、この政策保有比率の高い企業群であっても、また、その中で政策保有が相互持合いによって支えられている場合においても、この2つのコードの導入後には、徐々に政策保有株の売却が促進していることを示す。

アベノミクスは、保守的な経営行動の変更、稼ぐ力の向上を目的とした。最後に、企業統治改革が、実際にどの程度企業行動に影響を与えたかを、パフォーマンス(ROE、ROA、売上高営業利益率)、投資（資本的支出、研究開発費、M&A）、配当や自社株買いなどの株主還元政策、さらに負債選択（資本構成）、現預金保有に即して検証する。

アベノミクスが実施された2013年以降、ROE、ROA、売上高利益率が上昇し、企業統治改革は、経営の規律の強化を通じて、パフォーマンスの向上にある程度まで寄与したと見られる。もっとも、その効果は、企業統治改革以降、機関投資家の影響力の上昇による効果ではなく、機関投資家の保有比率の上昇自体に基づくものであり、その規模もこの間の利益率の変化に対して僅少なものとどまった。また、企業統治改革が、設備投資、M&A、研究開発費などの実体的な投資に与えたという結果も得られていない。投資家保有比率は、実物投資に対する2000年代以降、一貫して正の影響をもっていたが、企業統治改革期のその影響は却って縮小していた。M&A、R&Dに対しても、機関投資家がそれらを有意に引き上げたという結果は得られていない。つまり企業統治改革は、経営者のリスク態度、投資に対する態度を変えるには至っていないと思われる。

他方、企業統治改革は、株主還元を明らかに高めた。機関投資家保有比率は、総還元株主資本比率に対して、一貫して有意に正の影響を与えていたが、この影響は企業統治改革期に大きく(6割程度)上昇し、その規模は大きい。また、アベノミクス期の利益の増大は、単に株主への還元を利用されたばかりではない。負債の圧縮は、アベノミクス以前から続いていたが、その動きは、企業統治改革以後も大きく変わっていない。さらに、株主還元の増大、負債の圧縮を進めて、なお企業利益は吸収されつくさず、残余が現預金の積み増しに繋がったとみられる。アベノミクス以前から、機関投資家は現預金保有に対しては正の効果を及ぼしていたが、企業統治改革期にもその効果に変化はなく、保有比率の水準は1.7%程度切りあがっていた。

以下、本稿は、次のように構成される。次節では、アベノミクス下の企業統治改革の論理構造を整理する。3節は、スチュワードシップ・コードの導入とその効果の分

析である。4 節はコーポレートガバナンス・コードの導入効果のうち社外取締役の選任について分析する。5 節は、改革の政策保有に関する効果の分析である。6 節では、企業統治改革が企業行動にどの程度影響を与えたかを分析する。7 節は、結論である。

2. アベノミクスと企業統治改革：その展開と論理構造

2012 年末に成立した安倍内閣は、「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」を 3 本の矢とするアベノミクスを展開し、企業統治改革は、第 3 の矢である成長戦略の中心に位置づけられた。翌 2013 年 6 月、日本再興戦略は、(i) 会社法の改正による社外取締役の導入促進、(ii) 機関投資家が対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなどの受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップ・コード）の検討・取りまとめを、そのスケジュールとともに提示した。この後、企業統治改革は急ピッチで進展した。その展開は、表 1 に整理したとおりである。

--表 1 --

まず、2014 年 1 月には、新たな株価指数として JPX400 が設定された。同指数は構成銘柄の決定にあたって、伝統的な指標である流動性や利益に加えて、資本効率やコーポレートガバナンスへの取り組みが重視され、JPX に組み入れ株に指定されるためには企業統治構造を整備する必要性が生じた。また、2014 年 6 月には、日本再興戦略 2014 が公表され、アベノミクスにおける企業統治改革が成長戦略における最重要課題の一つという位置付けが明確に示された⁴。

「日本企業の「稼ぐ力」、すなわち中長期的な収益性・生産性を高め、その果実を広く国民（家計）に均てんさせるには何が必要か。まずは、コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し、グローバル水準の ROE の達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化していくことが重要である。特に、数年ぶりの好決算を実現した企業については、内部留保を貯め込むのではなく、新規の設備投資や、大胆な事業再編、M&A などに積極的に

⁴ 『日本再興戦略 改訂 2014－未来への挑戦』 p. 5.

活用していくことが期待される。」

つまり、企業目的として ROE を設定し、株主圧力、独立社外取締役の導入促進、報酬制度の変更によって、経営者の保守的な経営姿勢を変化させ、投資、研究開発、事業再組織化、M&A の促進を実現しようというのである。こうした方針に従って、スチュワードシップ・コードに続いて、2015 年 5 月には、独立社外取締役の選任、政策保有の見直しを中核とするコーポレートガバナンス・コードが制定された。

その後、安倍内閣は、改革の手を緩めることなく、2016 年の日本再興戦略では、企業統治の「形式から実質」への深化を強調し、2 つのコードのフォローアップを精力的に進めた。2017 年 5 月には、スチュワードシップ・コードの改訂版が公表され、個々の機関投資家が議決権行使結果を開示することが求められた。翌 18 年 2 月には、コーポレートガバナンス・コードが改訂され、客観性・適時性・透明性ある手続に従った CEO の選任が求められるようになった。さらに、「未来投資戦略 2018」では、グループガバナンスの在り方の策定が求められた。

こうして 2014 年以降、2 つのコードを中心として、積極的に推進された企業統治改革の論理構造については次の 3 点確認しておく必要がある。

第 1 に、アベノミクスの暗黙の認識は、日本企業の根本的問題が、企業統治の欠如による、いわゆる経営の保守主義化、安逸な生活の享受 (quiet life) にあることである。一般に企業統治の問題は、過剰投資に繋がる、経営者の暴走、過度のリスクテイクと逆に過少投資につながる経営の保守主義にあるが、アベノミクスが問題としたのは後者ということになる。

第 2 に、この企業統治上の問題を解決するために、株主の関与、独立社外取締役の導入、業績連動型報酬制度の導入の促進を試みた。一般に、株主権の強化は、長期投資を犠牲とした配当や株主還元の可能性の上昇や、株主による経営者のモニタリングの強化は経営者のイニシアティブの低下、業績連動報酬の強化は経営者の私的便益の確保のための株価操作といった問題を生じさせる可能性があるが、上記の一連の積極的な採用の背後には、企業統治の強化によるベネフィットが、そのコストを十分に上回っているという判断があったということとなる。

第 3 に、企業統治の強化が「収益の向上による果実を広く国民に均霑させる」メカニズムとして、企業成長、生産性の上昇が期待されたことが重要である。企業統治改革が直接に株主・経営者への分配の引き上げを図る以上、付加価値が変わらなければ賃金・所得が増えることはない。改革の成果が、「国民に均霑される」ためには、投資

の拡大による企業成長が付加価値の増大、生産性の上昇をもたらし、それが賃金・所得の上昇につながるものが鍵であり、「均霑」のメカニズムとしては、いわゆる従業員へのトリクルダウンを想定していることとなる。

3. スチュワードシップ・コード: 機関投資家のエンゲージメントの強化

3.1 導入によって何が変わったか。

2014年2月に、日本版スチュワードシップ・コードが公表された。同コードは、2010年の英国のスチュワードシップ・コードがモデルとなっている。日本版スチュワードシップ・コードは、①明確な議決権方針の設定、②利益相反に対する対処、③議決権行使方針と行使結果の公表などの7つの原則を示した⁵。同原則の公表後、直ちに GPIF (Government Pension Investment Fund) をはじめとして、127 機関がコードの受け入れ決定した。その後、スチュワードシップ・コードの受け入れ機関は、漸増し、2017年末には 214 に達した⁶。スチュワードシップ・コードの実施の直接の効果としては、次の4つを指摘することができる。

アセットオーナーの活性化

第1に、スチュワードシップ・コードの実施を契機として、GPIFをはじめとした我が国のアセットオーナーが、運用受託機関をモニターする体制が整った。特に、世界最大の公的年金と呼ばれる GPIF がコードを受け入れたことが重要な意義をもった。法令上の制約により株式のインハウス運用が認められていない GPIF は、賛否に関する独自の議決権行使基準は公表していないが、運用受託機関にコードの受け入れとその厳格な履行を求め、さらに受託機関のスチュワードシップ活動をモニターする姿勢

⁵ 日本版スチュワードシップ・コードの重要な特徴として、機関投資家間の協調行動に対して必ずしも促進的な構造をもっていない点は指摘しておく必要がある。モデルとした英国のコード(原則4)が、「機関投資家は、適切な場合は、他の投資家と協調して行動すべきである」とあるのに対して、日本版スチュワードシップ・コードでは、同項目はない(詳しくは Tanaka, 2017)を参照)。例えば、企業*i*の株式を保有する機関投資家Aが、同じ企業*i*の株式を保有する機関投資家Bと、企業*i*に対する議決権行使以前に協議した場合、A,Bは、企業*i*の「共同保有者」と見なされ、大量保有報告書の報告義務などを負うリスクがある。そのため日本では、機関投資家が、事前に議決権行使について協調行動をとることはむづかしく、米国、ドイツなどガバナンスにおいて有効性が高いといわれるウルフパック戦術の日本での実践は実務的な困難がある

⁶ 2014年12月には、既に175機関まで増加している。金融庁資料、日興リサーチセンター資料「日本版スチュワードシップ・コード導入から1年」による。

を示した。その結果、GPIF から運用受託を確保するためには、コードの受け入れが不可欠の条件となった。2017 年 6 月には、GPIF は、金融庁の金融機関の議決権行使結果の個別開示方針を受けて、受託機関に個別開示を求める「議決権行使原則」を公表した。

さらに GPIF については、2013 年半ばから着手した基本ポートフォリオの見直しの意義が大きい。2014 年 10 月には、それまで 12%（乖離許容度±6%）であった基本ポートフォリオにおける国内株の組み入れ比率が、25%（同 9%）に引き上げられた。世界最大の年金基金である GPIF の運用規模は 150 兆円に達するだけに、この引き上げは 20 兆円の株式組み入れ増を意味し、日銀の ETF 買い入れの増加と合わせて株式市場に大きな影響を与えた。この組み入れは、株価形成に対して歪みを与えるという副次効果もあるが、企業統治の側面では GPIF、日銀は議決権の行使を直接指示せず、委託先の信託銀行・投資顧問会社で他の運用株と合わせて統一的に行使されるため、機関投資家の影響力を強化する方向に作用したとみられる。

企業統治部門の整備と行使基準の強化

第 2 に、スチュワードシップ・コードの実施を契機に、受け入れを表明した信託銀行・投資顧問などの機関投資家は、議決権行使体制を整備する一方、議決権行使基準を強化した。組織面では、機関内に議決行使の専門機関を設定した点が重要である。それまで投資顧問、信託銀行の多くは、運用担当者が議決権行使にあたるケースが多かったが、コードの実施は、金融機関が組織内に独自の議決権行使組織を設定する契機になった。例えば、三菱 UFJ 信託では、受託財産運用部署内に設けた議決権行使会議において、議決権行使の基本方針、個別議案の行使方針等を審議し、担当常務役員が最終決定する。さらに、構成員の過半を社外第三者とするスチュワードシップ委員会を組織し、議決権行使を検証するという体制をとった⁷。

また、コードの実施は各社の議決権行使方針の見直し、整備を促した。主要な見直し項目は、①取締役選任議案における収益性基準の強化、②ガバナンスの強化、③株主還元基準の強化である。①に関しては、例えば、議決権行使助言機関 ISS は、2014 年 10 月に新たな議決権行使推奨基準を発表し、取締役選任議案に、資本生産性(ROE)基準を導入した。同基準は、「過去 5 年間連続で自己資本利益率(ROE)が 5%を下回る

⁷ 三菱 UFJ 信託「受託財産の運用における株式議決権行使
(http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/nyou_kabu_1.pdf)

企業の経営トップに反対」を推奨した。同様の基準は、国内の投資顧問会社によっても導入された（表 2）。

--表 2--

他方、②のカバナンスの強化については、ほとんどの機関が複数の社外取締役の選任を賛成の条件とした。例えば、ISS は、「複数名の社外取締役がいない企業の経営トップに反対を推奨」した。また、③の株主還元政策に関しては、大和住銀投信投資顧問は、「手元資金が過大な企業には総還元性向 50%以上を配当議案賛成の条件とする」としている。また、生命保険会社も、平均配当性向 30%を議案に対する賛成の目安として提示し、積極的な株主還元を求めた。

さらに、報酬制度に対する議決権行使基準が明確とされた。外資系運用機関、国内投資顧問、信託銀行は、業績連動報酬の報酬制度には原則賛成の姿勢を示し、他方、退職慰労金や、いわゆる 1 円オプションについては原則反対の立場を示した。また、買収防衛策については、原則反対の方針が明示された。この結果、試算によれば、機関投資家保有比率が 62%を超えれば、平均的には買収防衛策の導入は不可能となった⁸。

サイレントパートナーから「物言う長期株主へ」

スチュワードシップ・コードの実施の第 3 の重要な成果は、従来サイレントパートナーと呼ばれていた生命保険会社の「もの言う長期株主」への転換を促したことである⁹。保険会社の株式保有は、銀行危機以前の 1995 年の 14%、2004 年 11%から 2014 年には 5.7%まで減少し、投資銘柄数(上場企業の 30 大株主リスト掲載の企業で集計)も、日本生命では 2000 年の 1412 社から 2014 年の 1014 社、第一生命では、1054 社から 501 社へと減少していた。しかも、この圧縮は保有比率を均等に圧縮するのではなく、銘柄により削減率が異なっていた。

また、生命保険会社の議決権行使体制の整備は、2010 年の議決権行使結果開示の自

⁸ 2015 年 6 月総会における買収防衛策に対する反対率 Y は、 $Y = 90.468 + 0.6514 \times X$ は、機関投資家保有比率と試算されている（野村証券による試算）。

⁹この点に注目して、保険会社は、発行企業にとってインサイダーと理解され、従来我々も含めて、そのように集計されていた。例えば、Franks et al. (2014)、Miyajima/Ogawa (2016)。

主ルールの実施を契機に徐々に進展していたが、2014年のスチュワードシップ・コードの受け入れは、議決権行使体制の整備を一挙に推し進める重要な契機となった。2014年8月、第一生命は、議決行使結果の公表を決定し、その他の生命保険会社も追随した¹⁰。また、生命保険各社は、議決権行使体制を整備した。会社提案に対する反対比率は3%程度と¹¹、投資銀行15.4%、信託銀行平均15.4%に比べて低いものの、これまでほとんど反対票を行使することがなかった生命保険会社がガイドラインに従って議決権を行使し始めたことの意義は大きい。しかも、生命保険会社は議決権行使よりも、投資先企業の対話を重視しており、保険会社からのヒアリングによれば、2015年より主要な投資先（200～300社程度）について、要望項目のステージ管理（1.企業側の反応なし、2.要請を理解、3.改善を約束、4.改善実施）を開始した¹²。

こうして、かつてサイレントパートナーと呼ばれた生命保険会社は、いまや「物言う長期株主」に転じたのである。

アクティビストファンドの再活性化

第4に、スチュワードシップ・コードの実施を契機に、機関投資家のエンゲージメントの体制が整備された。同コードには、ISS、グラス・ルイス（Glass Lewis）といった議決権行使助言機関の他に、タイヨウ（Taiyo Pacific Partners）、あすか（Asuka Asset Management Co., Ltd）などの少数の銘柄に投資し、長期保有を前提として企業との対話を通じて企業価値の向上を図るフォーカス・ファンドや、さらに、Governance for Owners、Hermies Equity Ownership Serviceなどの資金運用者に代わって企業との対話活動を代行するスチュワードシップ代行業者も参加した。

さらに、経済産業省のサポートのもとで、「経営者・投資家フォーラム」（2015年6月）、機関投資家の連絡組織として「投資家フォーラム」（2015年7月）などの組織が設立され、対話型のアクティビズムを行う環境が整備されていった。

スチュワードシップ・コードの実施と、以上の体制整備と並行して、いったん後退していたアクティビストファンド活動も活発化した。図1は、大量保有報告書提出の閾値である5%を基準にアクティビスト活動の年ごとの件数の推移を示したものである。日本における株主アクティビズムは、2000年代半ばにピークを迎えたあと、充分

¹⁰ 「「物言う生保」存在感 第一生命、議案賛否数を公表」『日本経済新聞』2014年8月14日。

¹¹ 各社HPより。2014年の会社提案に対する反対率。

¹² 第一生命からのヒアリング(2016年7月21日)。

な成果を生まないままいったん大きく後退していた¹³。しかし、2013年以降、アクティビストファンドは増加した。この背後には、企業統治改革の進展により日本においてアクティビズムが成功する環境が整ったことがあると思われる。

3.2 「日本市場の魅力」の向上

アベノミクスにおける企業統治改革の期待は、以上のスチュワードシップ・コードの実施が、後述のコーポレートガバナンス・コードの実施に伴う取締役会の整備と相まって、日本市場の魅力を向上させることにあった。理論的に言えば、企業統治改革が海外機関投資家の日本の上場企業に対する非対称情報を緩和することが期待されていた。特にスチュワードシップ・コードに関しては機関投資家の保有比率を上昇させ、そのエンゲージメントの影響力を高めることが期待されていた。そこで、アベノミクス下の企業統治改革によってどの程度、所有構造が変化したのかを確認しておこう。表3は、東証1部上場企業の機関投資家、及び外国人機関投資家保有比率の変化が整理されている

--表 3--

第1に、機関投資家の保有比率(単純平均)は、2012年の19.8%から2017年の27.8%へ大幅な上昇が生じていたことが注目されるべきである。この水準は、世界金融危機以前におけるピーク、2005、06年の23%前後をも5%程度上回っている。上記の2012年から2017年の8%ポイント程度の上昇のうち、4.7%は海外機関投資家の増加、3.3%が国内機関投資家の増加による。このうち国内機関投資家の増加は、既述の2015年からのGPIFの株式の組み入れ増加と、日銀によるETF購入による面が大きい。両者の購入部分は、信託銀行・投資顧問会社に委託され、他の保有部分と統合され、これらの金融機関のエンゲージメント対象の選択に影響を与える一方、各機関の議決権行使ガイドラインに従って、議決権行使の対象となる。株価形成や売却の選択肢の制約など、GPIFの組み入れの増加や日銀のETF購入については、問題点も指摘されているが、企業統治の観点からは、明らかにエンゲージメントの強化をもたらすと考えられる。他方、海外機関投資家の増加は、2012年度の大幅上昇など円安によって日本株が

¹³ 詳しくは、Buchanan/Deakin (2012), Becht et al. (2015), Hamamo/Matos (2018) 参照。

割安となった側面もあると思われるが、改革の進展と共に日本市場への信頼が高まった面を作用していると考えられる。

第2に注目すべきは、機関投資家、特に海外機関投資家の保有比率の企業間の格差が縮小したことである。これは1997年から2005年にかけて規模別格差が拡大したこととは対照的であった（Miyajima/Kuroki, 2007）。海外機関投資家の投資家行動には、規模、流動性、親しみのある銘柄（Familiarity）を選好する強いバイアスがある（Huberman 2001; Miyajima/Ogawa, 2016）。表3の通り、2012年度末の時価総額が最大である第5五分位の企業群の機関投資家保有比率、および海外機関投資家の保有比率平均がそれぞれ37.2%、25.2%であるのに対して、第3五分位では、それぞれ18.2%、10.5%、最小の第1五分位では、6.5%、3.2%にすぎない。このような傾向は米国などでも1990年代に入って広く観察されている（Gompers/Metrick, 2001）。しかし、企業統治改革の進展とともに、海外機関投資家の投資は、中・小型株にも拡大した。表3の通り、機関投資家(海外機関投資家)の保有比率の上昇は、第2、第3五分位の企業で大きく、それぞれ8.6%（5.0%）、9.7%（6.5%）と平均の8%より大きい。その結果、海外機関投資家の変動係数（標準偏差/平均）は、2012年の0.912から17年の0.711に20%余り低下した。

いぜん、所有構造の規模別格差は大きく、MSCI ジャパンあるいはJPX400に組み入れられた企業では、均しく機関投資家の圧力に直面しているのに対して、中規模以下の企業ではそうした圧力を受ける程度は弱いという傾向は存在する。しかし、企業統治改革の結果、こうした関係は縮小する方向に向かい、これまで機関投資家からの圧力を相対的に受けていなかった中規模以下の企業群もその関与の対象となるようになったのである¹⁴。

4. コーポレートガバナンス・コード：取締役改革と政策保有株の圧縮

4.1 コーポレートガバナンス・コードの要点

企業統治下改革のもう一つの柱は、日本版コーポレートガバナンス・コードであっ

¹⁴ もっとも、MSC ジャパン指数に組み入れられた企業の海外機関投資家の保有比率は30%を超えるが、その一部は国際分散投資の一環として投資されており、エンゲージメントなど投資先への関与は行われない。さらに英・米以外のファンドの一部は議決権行使すら行わない。このような投資は、退出による脅威（threat of exit）を通じて経営を規律づけるものの、対話や議決権（voice）行使による規律付けは期待できない。

た。同コードは、2014年末から本格的な検討が開始され、集中審議を経て、2015年6月より東京証券取引所の上場規定として適用されることになった。コードは、5つの基本原則、この基本原則に付随した30の原則と38の補充原則（合計73項目）から構成されている。5つの基本原則は、1.株主の権利の保護、2.ステークホルダーとの適切な協働、3.適切な情報開示と透明性の確保、4.取締役会等の責務、5.株主との対話からなる。コードは遵守しなくてもよいが、その場合は理由を説明することが求められる「コンプライ・オア・エクスプレイン（Comply or Explain）」の原則をとっており、取り組み状況は、コーポレートガバナンス報告書での記載が求められることとなった。

コードの内容は多岐にわたる。例えば、基本原則1は、株主の権利・平等性の確保のために、集中開催が問題とっている株主総会の開催日時の検討、投資家による十分な検討期間の確保を可能とする議案の早期発送、株主の利益を害する可能性のある資本政策（増資、MBO等を含む）や、買収防衛策の十分な説明、政策保有に関する方針の開示などを求めている。一方、基本原則4.取締役会の責務は、さらに適切な報酬制度の設計、独立社外取締役の役割・責務、指名委員会、監査委員会などの任意の仕組みの活用などの14の基本原則を含んでいる。そのため、その効果は多面的であると考えられるが、本節では日本企業の企業統治の本質的な特徴に関連する機関設計に関する効果を分析していく。

4.2 独立社外取締役の選任と取締役会の整備

まずコーポレートガバナンス・コードを中心とする一連の改革が、どの程度、日本企業の取締役会構成に影響を与えたのかを確認しておこう。注目すべき点は次の3点である。第1に、同コードの原則4. は、2名以上の独立社外取締役の選任を求め、それを満たさない場合には、説明を求めた。また、2015年5月に改正された会社法でも、社外取締役を置いていない場合には、定時株主総会において「社外取締役を置くことが相当でない理由」を説明しなければならないという規定（法327条の2）が新たに設けられた。

第2に、機関設計としては、改正会社法は、従来の監査役設置会社と2003年に選択可能となった指名委員会等設置会社に加えて、あらたに監査等委員会設置会社という機関を選択することを可能とした。監査役設置会社が監査等委員会設置会社に移行すると、3人以上かつ社外取締役が過半を占める監査等委員会が新たに設置され、監査役会が廃止されることになり、取締役会の経営監視機能が強化されることが期待されている。一方で、社外取締役の人材不足に直面する企業が、これまでの社外監査役を

社外取締役を選任し、「形」だけを変えることも可能であった。

さらに、第3に、コードは、原則4-10で「上場会社は、会社法が定める会社の機関設計のうち会社の特性に応じて最も適切な形態を採用するに当たり、必要に応じて任意の仕組みを活用することにより、統治機能の更なる充実を図るべきである」とした。取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会など、独立した諮問委員会を設置することにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである、とした。

こうした一連の措置は、これまで漸進的であった社外取締役の選任を画期的に進めた。表4パネルAによれば、社外取締役数の平均は、コード導入前2012年の1.17人から導入後の2015年には2.42人に大幅に増加した。また取締役に占める社外取締役比率も13.7%から28.3%に大きく上昇した。図2の通り2004年以来、漸増していたものの平均1名を超えるのに10年を要した社外取締役の選任は、一連の措置によって一挙に増加したのである。2017年には、2人以上の社外取締役を選任している企業は93.4%に達し、ほとんどの企業が、コードに対して、説明ではなく、遵守することによって対応したといえる¹⁵。

--表4--

他方、海外機関投資家の主たる投資対象となってきた大企業で構成されるJPX400企業では、すでに2012年度末に社外取締役を一人も選任していない企業は24%まで低下していた。このグループでは、機関投資家からの社外取締役選任の強い要求があったため、コード導入前から多くの企業で、自発的な選任が進展していたのである。しかし、逆に言えば、機関投資家の圧力にもかかわらず、2割の企業が独自の判断から完全に内部昇進者からなる取締役会を維持していた。したがって、コードのもう一つの重要な意義は、これまで自発的に社外取締役の選任を回避していた企業が、コード導入に前後して、大きな改革を実施したことにある。

象徴的な事例は、トヨタ自動車である。同社は、1998年から2002年の企業統治改革の第1のピークの時期に、あえて社外取締役を選任せず、また、取締役会メンバーを意図的に執行役員と兼任させるという方針を明示していた。「ものづくり」を事業と

¹⁵ この2017年時点で、独立社外取締役2名未満の企業であっても、独立社外取締役を選任しない理由を積極的に説明した企業はほとんどなく、「2名以上の選任を目標に選考を進めたが適任者がいなかった」という理由がほとんどであった。

する同社の取締役会のメンバーにとって、現場についての知識が重要事項の決定にとって不可欠の要件であるというのが、その根拠であり、自己監督の問題に対して、社外監査役を充実させることによって対応することを強調していた（井上 2004）。しかし、2013年3月、安倍内閣によって企業統治改革が急速に推進される中で、同社はこれまでの方針を転換し、GM元副社長、日本生命元会長、元官僚の3名を初めて社外取締役に選任した。こうした事例は、製造業で高い競争力を備えていた、キヤノン、ファナック、キーエンスなどにも見られ、企業統治改革の機運がこれまで典型的なマネジメントボードを維持していた企業の取締役機関の再編成を促したことを示している。

2015年の会社法改正に伴い、監査等委員会設置会社に移行した企業は2018年で24%と東証1部上場企業の約四分の一である。特に移行が多かったのは相対的に規模の小さい企業群である。JPX400に含まれる企業で移行した企業が15%であったのに対して、JPX400に含まれない企業で移行した企業は27%であった。このようにコード等の導入により日本企業の取締役会が大きく変化したが、指名委員会設置会社に移行した事例は少なかった。2013年と2018年を比較すると指名等委員会設置会社の比率は0.4%しか上昇していない¹⁶。これは指名委員会を構成する社外取締役が重要人事の根幹を握ることへの企業の警戒が強いためと思われる。

加えて、注目されるのはコードの導入を契機に任意の指名委員会・報酬委員会を設置した企業が多いことである。2018年には東証1部上場企業の約3割が任意の委員会を設置している。またJPX400構成企業でみると半数以上の企業が任意の委員会を設置している。これに法定の指名委員会を加えると約6割の企業が指名委員会を備えていることになる。

もっとも、このように日本企業の取締役会はコーポレートガバナンス・コードの導入を契機に大きく変化したが、取締役に占める独立社外取締役の比率の平均値が約7割である米国企業や他の先進国企業と比べて取締役会の独立性が低いことに変わりはない。それゆえに、コード導入を契機に任意の委員会を設置した企業であっても、取締役会の本質的性格が経営執行に参与するマネジメントボードから経営監督に特化するモニタリングボードに全面的に移行したとは言いがたい。多くの企業では取締役会は依然としてマネジメントボードとしての機能を維持しているという意味で、機関投

¹⁶ ただし例外もある。三菱ケミカルホールディングスは2015年に指名委員会等設置会社へ移行している。

資家比率の高い JPX400 企業における任意の委員会の設置は環境変化に対応した自社の内部ガバナンスのファインチューニングと考えられる。

4.3 取締役改革の効果

社外取締役の選任

コーポレートガバナンス・コードの実施などの政策に伴う社外取締役の増員は経営成果につながったのだろうか。改革が想定したのは、社外取締役が過少な企業群、つまり社外取締役を選任すべきだが選任していない企業群が存在し、コードの導入がこうした企業に選任を促し、経営政策を変化させて業績を向上させるというシナリオである。Fauver et al. (2017)は 41 カ国における取締役会改革の効果を分析し、改革が企業価値を向上させており、特にコンプライ・オア・エクスプレインルールを採用した国で企業価値が向上していることを報告している。

しかし別のシナリオもありうる。日本企業は実はこれまで自発的に適切な社外取締役を選任しており、既に社外取締役を選任すべき企業は選任を終えている。そのためコードの導入により、社外取締役が本来不要な企業が選任せざるを得なくなるという可能性である。また、コードを満たすためだけに名目的に社外取締役を選任し、その活用を進めない可能性もある。これらの場合は、いずれも経営政策に影響を与えず、企業業績も変化しない（と考えられる）。Duchin et al. (2010)は米国における SOX 法ならびに上場規制への対応のための社外取締役の増員が平均的には企業価値や利益率の向上につながっていないことを示している。

この2つのシナリオの当否を検討するため、コードの導入を利用して、社外取締役の増員が企業業績や企業行動に与える因果的影響の推計を試みた。コーポレートガバナンスシステムが企業業績に与える効果を正確に把握するのは難しい。なぜなら、コーポレートガバナンスが企業行動や業績に影響を与えると同時に、企業業績もコーポレートガバナンスに影響を与える同時性が存在し、また企業業績とコーポレートガバナンスの両方に影響を与える因子を全てコントロールすることが不可能なため内生性の問題が生じるからである。この問題を克服するためには DiD という手法が有効である。コードの導入に伴う社外取締役の導入・増員は、原則 4-8「独立社外取締役を少なくとも 2 名以上選任すべきである」に対応するためであったと考えられる。つまり企業の特性などの変化に伴う導入・増員ではなく、政策という外生的な措置により生じたものである。それゆえに、事前にコードの原則を満たしていなかった企業群が社外取締役を導入・増員した結果、企業業績・行動がどのように変化したのかを、事

前にコードの原則を満たしていた企業群の業績変化と比べることにより社外取締役の導入や増員の因果的影響を推計することができると考えられる。

我々は上記のアイデアに基づいて、2013年の東証1部上場企業をサンプルとした分析を行った。具体的にはコード導入前後の企業業績の変化を従属変数として、社外取締役人数の変化などを説明変数とした分析を行った。そして、社外取締役人数の変化の内生性に対処するために、コード導入前に社外取締役の人数が2名以下であった場合に1をとるダミー変数を操作変数として用いた。コード導入前の時点で、約6割の企業で社外取締役の人数が2名以下であり、原則4-8を満たしていなかった。コード導入1期後には、原則を満たしていなかった企業の約8割が社外取締役を2名以上選任し、原則を満たすようになった。実際、社外取締役人数の変化を従属変数とする第一段階において、社外取締役2名以下のダミー変数の係数は約1であり、その効果は統計的に1%水準で有意であった。

--表 5--

表5は第2段階の結果である内生性を考慮した社外取締役の人数変化が企業業績の変化に与えた影響の推計結果を示している。それによれば社外取締役の増加が、総資産利益率(ROA)、株主資本利益率(ROE)、トービンのqなどの業績を統計的に有意に改善しているという結果は得られなかった。これからは、一見後者のシナリオが妥当にみえる。しかし、企業の特性によって社外取締役の効果異なる可能性がある点を考慮し、社外取締役数の変化と企業規模(売上高)、外国人持株比率、経営者持株比率の交差項を加えて分析も行った。社外取締役人数の変化と外国人持株比率の交差項はいくつかの分析においてマイナスに統計的に有意であった。これは外国人持株比率が低く、資本市場の規律付けが弱い企業ほど、社外取締役の増員による業績改善効果が大きかったことを示している。例えば同比率が10%低くなると、社外取締役を2人増員した際のROAの改善効果は0.6%高くなっている。社外取締役人数変化と経営者持株比率の交差項はいくつかの分析においてポジティブに有意であった。具体的には、取締役の株式保有比率が10%高くなると、社外取締役を2人増員した際のROAの改善効果は0.3%高かった。この結果はファミリー企業など創業者一族が経営者として強いコントロール力を持っている企業群において社外取締役の増員による業績改善効果が大きかったことを示している。

もっとも、アベノミクスの期待したリスクテイクの促進については、平均的にも企

業の特性を考慮しても、社外取締役の増員が設備投資や研究開発費を増加させるという効果は見られなかった。

監査等委員会設置会社と任意の委員会

既述の通り、企業統治改革は社外取締役の導入のみならず、取締役会の組織整備の契機ともなった。コーポレートガバナンス・コードの実施と並行して改正された会社法は、従来型の監査役会設置会社、米国型の指名委員会等設置会社に加えて、新たに監査等委員会設置会社の選択を可能とした。また指針の補充原則で、指名・報酬などの任意の委員会の設置が推奨された。

この結果、東証上場企業の約四分の一が監査等委員会設置会社に移行したが、今のところ監査等委員会への移行が企業行動や業績に明示的な効果を与えているという結果は得られなかった。これは監査等委員会設置会社への移行が、企業統治の改善のためだけでなく、コードの原則を満たすために選択された面があることを示唆しているとも考えられる。

これに対して、任意の委員会はコーポレートガバナンスに実質的な影響を与えている。我々の推計では ROA が 5% 変化すると、任意の報酬委員会を設置する企業では、設置しない企業に比べて経営陣の報酬が 9% 変化していた。この結果は、同委員会の設置が役員報酬に占める業績給の比率を高めている可能性を示す。また、指名委員会は経営者の交代の業績感応度を引き上げていた。ROA が平均から 5% 低下した場合、同委員会のある企業の経営トップの交代確率は、ない企業に比べ 1.3% 上昇している。任意の委員会の設置はこのようにその任務の履行に寄与するだけでなく、さらに、取締役会自体の意思決定の質の向上、経営者のインセンティブ（誘因）改善を通じて企業行動や業績に影響を与える可能性がある。この点に接近した推計によれば、任意の委員会の設置による業績の改善効果は十分に明確ではないが、企業の財務政策に有意な影響を与えていた。任意の委員会を設置した企業では設置前に比べて、自社株買いを含む株主還元が増加し、現預金保有が削減されたことが確認できる。

5. 企業統治改革と政策保有株の解消

5.1 政策保有株の売却促進

コーポレートガバナンス・コードの原則（1-4）は、いわゆる政策保有株式について、以下のようにその保有理由の説明を求めた。

「政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい、合理性について具体的な説明を行うべきである。上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである」

コード導入直後の2015年6月、みずほ銀行は、持ち合い解消の一段の解消を表明した。同月、三井住友銀行、三菱UFJ銀行の2行も同じく持ち合い解消の意向を表明した。もっとも、図3の通り銀行の株式保有は、2000年以降の事業法人との間の持ち合いの急速な解消の結果、メガ3行の保有額で、9兆円、保有比率で東証全体の3%程度に低下していた。しかも、メガ3行は、保有株の圧縮姿勢を明確にしていたものの、銀行内部では、保有株の価格変動リスクを回避したい財務部門に対して、現場の貸出部門は取引関係の維持のために売却に消極的であった。

--図3--

そのため、政策保有の中心は事業法人間の政策保有に移動していた。時価会計の導入によった株式の保有リスクが上昇するなかで、2006-8年に「戦略的連携」の名のもとに事業法人間の持ち合いを増加させた企業は、リマン危機後に多額の減損処理を余儀なくされていた。また、機関投資家から資本の効率的使用を求める要求が強まっていたから、企業側でも政策保有見直しの必要性は高まっていた。コードの導入は、そうした企業の政策保有株の売却・保有継続を再検討する重要な契機となったとみることができる¹⁷。

また、企業の政策保有株の解消に対して、市場は正に反応した。例えば、ヤマハは、2017年11月28日の取引終了後、持ち合い株として保有するヤマハ発動機株のうち、800万株を売却すると発表し、同時に売却資金を原資に、発行済み株式の3.7%にあたる700万株、総額250億円を上限とする自社株買いも決定した。これに対してヤマハの翌日の株価は7%上昇し、株式資本効率の改善や積極的な株主還元を評価した¹⁸。

¹⁷ 2015年度、東証全体で実質的な売却額は1兆600億円程度、株式を減らしたとみられる企業は1024社と全体の47%になったと試算されている。日経「持ち合い解消1兆円」2016年8月18日。

¹⁸ 「ヤマハ7%高 持ち合い株解消と自社株買いを好感」『日本経済新聞』2017/11/29

5.2 政策保有の実態

表 6 は、2012 年における持ち合い比率、政策保有比率について、それぞれ上位 25%、下位 25%の企業の特性を整理し、両グループ間の差が統計的に有意であるかを検証している。両カテゴリーに属する企業は、相当程度、重複しており、上位 4 分の 1 で 63.1%、下位 4 分の 1 では 50.6%の企業が両カテゴリーに含まれている。

--表 6--

両グループ間での平均値の差の検定から、政策保有比率、持ち合い比率の高い企業が、平均的に ROA で測ったパフォーマンスが低く、同様にトービンの Q で測った成長可能性の低いこと、また、時価総額、資産規模が小さく、また、設備投資、研究開発費、M&A の比率が低いことがわかる。一言で言えば、政策保有比率の高い企業は、資本効率が低く、積極的な投資、リスクの高い投資を避けるという意味で、経営者が安逸な生活の享受 (quiet life) に陥っている傾向が強い。

もっとも、表 6 が因果関係を正確に示しているかについては慎重な検討が必要である。時価総額が大きく、成長性の高い企業のほうが、保有リスクの上昇した政策保有株の売却に積極的であるからである。また、保有企業 (銀行) が、流動性が高く、パフォーマンスの高い企業から売却すれば、持ち合い比率の高い企業のパフォーマンスが低いという表 6 が示す関係は起こりうる。実際、銀行危機から 2002 年にかけて発生したのはまさしくそうした事態であった(Miyajima/Kuroki, 2007, 宮島・新田, 2011)。しかし、株式所有構造が安定した 2006 年以降には、安定保有、株式相互持合いが、経営者の安逸な生活の享受の温床となったことは、近年の研究が指摘している (Inoue et al., 2018)。その意味で、アベノミクスの企業統治改革は、政策保有の解消を通じて、資本効率、積極的な促進をその狙いとしたが、その狙い自体の正当性は理解できよう。

5.3 企業統治改革による政策保有解消

スチュワードシップ・コードは、機関投資家に投資先企業への積極的な関与を求め、その関与の中心の一つは資本の効率的利用にあった。また、再び増え始めたアクティビストの企業に対する要求の一つも、政策保有株の再検討とその売却資金の株主還元を含む有効利用にあった。

他方、2015 年のコーポレートガバナンス・コードは、企業に政策保有株の保有理由、その正当性の説明を求めた。コード導入後、上場企業のすべてがコーポレートガバ

ンス・コードの原則1-4に従い、コーポレート・ガバナンス報告書に保有理由を説明した。もっとも、この説明はどの企業もかなり似通っており、説明のバリエーションは著しく乏しい¹⁹。ただし、注目されるのは、政策保有の合理性を検証すべきというコードの求めに対して、幾つかの企業は取締役で定期的に検討・決議し始めたことである。このことは、政策保有株の意思決定にあたって、社外取締役が実質的に機能し始めたことを示唆している²⁰。

ではどの程度、企業統治改革は企業の売却行動を促進することになったか。バランスシートにおける政策保有株のデータは株価の変動の影響を受けるため、東証1部に限定して、まずニッセイ基礎研の提供する持ち合い比率の動向を確認しておこう。同比率は、2013年に基準変更のためにジャンプがあるが、その後2015年には9.2%、16年に8.4%、17年に8.0%と1%程度低下した。1996年の14%から2004年の9%に低下した銀行危機後の局面に比べれば小さいもの、平均的に持ち合いの解消が進んだことが確認できる²¹。

もっとも、この数値は、東証1部平均で、しかも政策保有を直接捉えていない。そこで、政策保有比率の高い、いわゆる岩盤企業に注目し、企業統治改革の効果を検討する必要がある。Jidnger/Miyajima (2019)は東証1部上場企業のうち、政策保有比率が上位25%の企業から、200社をランダムに抽出して、サンプルを作成した。このサンプルの政策保有比率(政策保有株時価総額/総資産)の平均は11.5%、最小値が6.2%、最大値は36.7%であった。

表7によれば、コーポレートガバナンス・コードが導入された2015年以降、政策保有株を売却する企業は有意に増加している。2012年まで、1銘柄以上保有株を売却する企業は、サンプル200社中、50から70社程度にとどまったが、2015年以降増加し、17年には178社に達した。保有銘柄ベースで見れば、サンプル企業はその全体で保有していた株式銘柄5000のうち、2012年以前には、330銘柄前後を毎年売却していたに

¹⁹ 「取引、事業上必要である場合を除き、原則として政策投資株式を保有しないことを基本方針とする」や、「継続的な取引や事業戦略上の関係の維持・強化など、中長期的な企業価値向上のため、必要性があると判断する場合に株式を保有する方針」など、事業戦略上の必要性や、中長期的な企業価値向上に向けた安定的な取引関係の維持、強化等を、政策保有を行う基本方針としているところが多い。資本市場研究所『有価証券報告書による政策保有株式関連の開示拡充の状況－「定量的な保有効果」の記載には消極的－』2019年7月1日。

²⁰ 後に紹介する政策保有株上位25%のサンプルからランダムに抽出した20社の分析による。

²¹ 日経NEEDsCgesにより、筆者算出。

とどまるに対して、2015 年以降にはその売却銘柄は増加し、2017 年には売却銘柄は 1000 以上に達した。平均売却銘柄数は 2012 年の 2.8 から 2017 年には 5.7 へ増加した。その結果、枚数ベースの企業政策保有株は、2012 年の 26.9 百万株から 2017 年末には 21.2 百万株へ 22%程度減少した。

--表 7--

5.4 決定要因

では、岩盤企業は、保有株式うち、どのような銘柄を売却したのであろうか。Jidinger/Miyajima (2019)は、これら政策保有比率の高い企業群を対象に、毎年の政策保有の売却の意思決定を、①サンプル企業の毎年の売却銘柄数を従属変数とする固定効果モデルによる推計と、②個々の保有関係を分析単位として、各年の売却か保有継続を従属変数とする Logit モデルによる分析を試みた。

その結果、第 1 に、岩盤企業の売却は、政策保有株の総資産に占める比重が高い企業ほど売却する、政策保有株の含み益の小さい企業ほど売却する、逆に、個々の銘柄では、含み益の大きい銘柄から売却する、金融的に売却による流動性の確保が必要な企業（負債比率が高く、インタレストカバレッジレシオが低い）ほど売却する、という傾向を確認した。政策保有の売却は、基本的に、金融的に合理的に選択されていた。

第 2 に、①企業の売却数を従属変数とする分析でも、②の個々の保有銘柄の売却の選択の分析でも、コーポレートガバナンス・コードの導入はその売却を有意に促進していた。例えば、①の推計では、他の事情を一定として、各企業の売却銘柄数を、これまでの 2.5 から 3.4 銘柄まで引き上げる効果があったと試算される。

第 3 に、②の分析では、企業間の持ち合い関係を考慮した分析が可能であるが、この銘柄ごとの分析では、企業間の持ち合い関係の存在が政策保有の基盤となってきたことが確認できる。2 つのコードを中心とする企業統治改革は、こうした持ち合い関係にある企業の政策保有株に関しても、その売却を促し始めていた。

最後に、岩盤企業では、高い外国人保有比率が売却を抑制するという傾向がみられた。この点は、高い機関投資家保有比率が、低い政策保有、持ち合い比率と対応していた東証上場企業の平均的な姿とは大きく異なっていた。政策保有に批判的な機関投資家の保有比率が高い場合に、かえって政策保有比率が高いというこの岩盤企業群の特徴は、政策保有の動機の一つが資本市場からの圧力の遮断というエントレンチメントにあることを示唆している。そして、改革は、このエントレンチメント効果を緩和

するほどの効果を示していない。

以上、要するに、コンプライ・オア・エクスプレインに基づく改革は、これまで変化の乏しかった「岩盤企業」の政策保有の解消に対しても効果を発揮していたのである。

6. 企業統治改革の効果

6.1 改革後のパフォーマンス

以上のように、2012年に第2次安倍内閣が発足して以降、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードの実施などによって、持ち合いが縮小し、機関投資家の株式保有比率が上昇した。また、2014年以降は機関投資家の議決権行使の基準が強化され、また、そのエンゲージメントも一段と強まったために、長期的な企業経営、財務政策などに関する機関投資家と企業との対話が広がっている。では、こうした変化は、企業的意思決定に影響を与え、アベノミクスの構想した経済の好循環を生み出したのだろうか。本節では、この点を検討する。

--表 8--

東証1部上場企業について、表8を利用して2000年以降の企業業績などの推移を確認しておこう。安倍内閣発足時の2012年から2017年にかけてROEは平均で5.8%から8.6%へと2.8%（中央値で2.4%）改善している。また2017年のROEは世界金融危機前の水準を平均で1.6%、中央値で1.3%上回っている。このROEの上昇要因を明らかにするために、ROEを売上高純利益率（純利益/売上高）、総資産回転率（売上高/総資産）、財務レバレッジ（総資産/株主資本）に分解してみると、売上高純利益率は2012年から2017年にかけて平均で1.9%、中央値で1.4%上昇し、ROEを引き上げている。この傾向は営業外損益や特別損益などの影響を受けない営業利益を分子に用いた売上高営業利益率でも同様である。これに対して、総資産回転率は2012年から2017年にかけて平均で0.04、中央値でも0.04低下し、ROEを引き下げている。同様に、財務レバレッジ（総資産/株主資本）も平均で0.29、中央値で0.12低下し、ROEを引き下げている。これらの結果は2012年から2017年のROEの上昇が、資産効率性の上昇や負債の利用ではなく、収益性の向上によりもたらされたものであることを示している。

ROAに関してもROEと同様の傾向がみられ、2012年から2017年にかけて平均で

6.4%から7.5%へと1.1%（中央値で1.3%）改善している。既述の通り、この間、総資本回転率はむしろ低下しているから、ROAの上昇ももっぱらマージン率の上昇に起因していると判断できる。

では、増加した利益はどのように使われたのだろうか。アベノミクスの期待に反して、投資はあまり増加していない。資本的支出（資本的支出/有形固定資産）は2012年から2017年にかけて平均で16.0%から17.2%へと1.2%（中央値で0.8%）しか上昇していなかった。また、研究開発集約度（研究開発費/売上高）は2012年から2017年にかけて平均で2.7%から2.5%へと0.2%（中央値で0.2%）むしろ減少していた。現金による企業買収（子会社株式取得/総資産）は平均で0.3%から0.4%へと0.1%の上昇が見られるものの、その中央値が全て0であることが示すように、ほとんどの企業は買収をおこなっておらず、一部の大型買収(クロスボーダーM&A)が平均値を動かしていると考えられる。

他方、アベノミクスの期間に、株主に対する還元は有意に増加した。株主資本配当率（年間配当総額/株主資本）は2012年から2017年にかけて、平均で1.9%から2.4%へと0.5%（中央値で0.4%）上昇している。配当に加えて自社株買いも考慮した株主資本総還元率（年間配当総額+自社株買い/株主資本）は平均で2.4%から3.1%へと0.7%（中央値で0.5%）上昇している。この増加はROEの増加の4分の1ほどを占めており、利益の増加のうち大きな部分が配当や自社株買いに回されたことを示している。

もともと、増加した利益は、すべて配当に還元されたわけではなく、一部は、負債の圧縮に向かい、なお、残った部分は、企業に留保されたと見られる。現預金保有比率（現預金+有価証券/総資産-現預金-有価証券）は2012年から2017年にかけて平均で27.2%から31.1%へと2.8%（中央値で3.0%）上昇していた。

以上をまとめると、2012年の安倍政権の誕生以降、円安の進行、法人税の引き下げなどにより企業の「稼ぐ力」が向上し、主として収益性の向上によりROEが上昇した。この増加した利益は株主還元の拡大を引き起こしたが、投資の拡大にはつながっていない。そのため、企業の抱える現金が2013年以降もアベノミクスの期待に反して増加し続けている。

6.2 企業統治改革の効果

では、こうした変化は、企業統治改革といかなる関係に立つのか。ここでは、企業統治改革が、株主の権限を強化することによって、企業行動を変更することを追求した点を考慮して、以下のモデルを推計した。

$$P_{i,t} = F (INST_{i,t}, JSC, INST*JSC, X_{i,t}, Y_t)$$

$P_{i,t}$ は企業業績と企業行動を表す変数である。企業業績として ROE、ROA、売上高営業利益率、企業行動として有利子負債比率（有利子負債/総資産）、株主資本配当率、株主資本総還元率、資本的支出、研究開発投資、企業買収、現預金保有比率を用いた。 $X_{i,t}$ はコントロール変数であり、企業規模など様々な企業特性を用いる。 Y_t は年度ダミーである。 $INST_{i,t}$ は各企業各年の期首の機関投資家持株比率もしくは海外機関投資家持株比率である。JSC は日本版スチュワードシップ・コードが制定された 2014 年以降に 1 をとるダミー変数である。 $INST*JSC$ は機関投資家持株比率と JSC ダミーの交差項である。本分析で最も注目すべきはこの交差項であり、もしスチュワードシップ・コードにより機関投資家の姿勢が変わったのであれば、機関投資家とくに海外機関投資家の持株比率が大きい企業ほど企業行動や企業業績が変化し、交差項がその効果を捉えたと考えられる。また、2014 年の JSC 導入にはじまる一連の改革の総体的な効果を示すものとして JSC ダミーにも注目する。ここでは、モデルに導入された年度ダミーがマクロ変動を含む各年の企業に共通する効果を捉えていると仮定しており、それに還元できない改革の効果がこの JSC ダミーに現れるという想定である。分析対象は東証 1 部上場企業、期間は 2010 年から 2018 年である。推定にあたっては固定効果モデルを用いることにより企業の固有効果をコントロールした。もともと、以下の分析は、因果関係が十分に考慮できておらず、逆の因果を捉えている可能性が残る点は注意を要する²²。

推計結果は、表 9 に要約されている。パネル 1 が機関投資家持株比率、パネル 2 が海外機関投資家持株比率を説明変数とした結果である。

--表 9--

2010 年以降、機関投資家持株比率は ROA と売上高利益率に対して正に有意な効果を持っていた。この結果は、世界 27 カ国における機関投資家持株比率と企業業績の関係を分析した Ferreira/Matos (2008) や Aggarwal et al.(2011) などの先行研究の結果と合致

²² パフォーマンスの高い企業、リスクの高い投資に積極的企業、株主還元を進める企業を、投資家が選好するという関係を、この推計は完全に排除できない。この点を解決したより詳細な分析が必要であり、今後の課題である。

するものである。しかしながら、交差項の効果は統計的に有意ではなく、この傾向がスチュワードシップ・コードの実施により強まったという結果は得られなかった。ROEに関しては、機関投資家持株比率の効果は正であったものの、その効果は統計的に有意ではなかった。機関投資家全体の持株比率に変えて、海外機関投資家の持株比率を用いた場合も結果はほぼ同様であった。つまり、JSCの実施により機関投資家の持分が高い企業ほど、今まで以上に企業の利益率が上昇したという傾向は見られなかった。

もっとも、この間、機関投資家の保有比率が上昇していたから、この点を考慮して、期間中の機関投資家の保有比率が、平均的に(8%)、及び1標準偏差(16.5%)増加した場合を推計すると、平均的な増加はROA0.13%、1標準偏差の増加はROA0.39%の上昇と対応する。この推計によれば、1.1%のアベノミクス期のROAの上昇のうち、およそ1割程度が改革期の機関投資家持分の増加と照応していることとなる。同じ考え方を、マージンについても当てはめると、機関投資家の保有比率が期間中の平均8%上昇すると0.19%、1標準偏差上昇すると0.59%上昇する。これは、2012から2017年の1.75%のマージンの上昇のうち3割以上にあたることとなる。

他方、企業統治改革の実物投資に対する効果は今のところ必ずしも明確ではない。機関投資家持株比率は資本的支出に対して正に統計的に有意な効果を持っていた。しかしながら、交差項の効果は負に統計的に有意であった。海外機関投資家の持株比率を用いた場合も結果はほぼ同様である(パネル2)。この結果は、機関投資家持株比率が増えるほど、資本的支出が増加する傾向があるものの、その傾向がコードの実施以降はむしろ弱まっていることを示唆している²³。また、M&A、研究開発費に対しても機関投資家は、期間を通じて、有意な促進効果をもっておらず、改革期に入ってもその関係に変化は生じていない。以上の推計による限り、アベノミクスの期待にもかかわらず、設備投資、M&A、研究開発費が改革によって明示的に拡大したという結果はいまのところ得られていない。

実物投資に対する効果が不明確であったのに対して、配当や、自社株買いを含む株主還元に対する効果は大きかった。機関投資家持株比率は株主資本配当率、株主資本総還元率に対して統計的に有意な正の効果を持っていた。このような傾向は米国においても見られることを先行研究も示している²⁴。機関投資家持株比率とコード実施ダ

²³ なお機関投資家の持株比率と設備投資の関係も分析した Ferreira/Matos (2008)は機関投資家の持株比率が高い企業ほど、設備投資が少ないことを報告している。

²⁴ ただしその因果については議論があり、Grinstein/Michaely (2005)は機関投資家が配当を行っている企業、自社株買いの大きい企業を好んでいるのであり、機関投資家の存

ミーの交差項は正であり、特に総還元率に対する交差項の効果は 1%水準で統計的に有意であった。機関投資家持株比率の係数が 0.020 であるのに対して、交差項の係数は 0.013 であり、コードの実施の分配面に与える効果は極めて大きなものであったと考えられる。機関投資家全体の持株比率を変えて、海外機関投資家の持株比率を用いた場合も結果はほぼ同様であった。このように機関投資家の持株比率が高まるほど、株主還元が広がる傾向は、コードの実施以降より顕著になっている可能性が高い。

他方、財務レバレッジ（総資産/株主資本）と有利子負債比率に対する機関投資家持株比率の効果は統計的に有意に負であった。この結果は、通常の設定に反して、機関投資家の持株比率が高まるほど、負債への依存度が低下していることを意味しており、機関投資家の持分が大きい企業では、増加した利益を用いた負債圧縮が進んでいたことになる。財務レバレッジに対する交差項の係数は 10%水準ではあるが統計的に有意に正であり、機関投資家はコード実施以降、上記の傾向を緩和させたことを示唆している。ただし、推計されたその効果は小さく、機関投資家の係数自体はいぜん負(-1.74 = -1.979 + 0.24)である。また、JSC ダミーの効果も有意に負であり、企業統治改革は負債圧縮のトレンドを緩和するには至っていない。

現預金保有比率に対する機関投資家持株比率の効果を見ると、機関投資家持株比率の係数は有意に正であり、機関投資家の持分が増加するほど、現金保有比率が高まる傾向が見られる。JSC ダミーとの交差項の効果は、機関投資家全体の持株比率を用いた場合も、海外機関投資家の持株比率を用いた場合も有意ではない。利益を「貯め込む」という日本企業の傾向に対して、企業統治改革はそれを変えるほどにパワフルではなかったと評価できよう。Jidinger/Miyajima (2019)は、政策保有の売却によって得られた資金が、何に利用されたかを分析し、配当・自社株が増加している反面、実物投資の増加は確認できず、現預金保有の増加が発生しているという結果を得た。上記の結果と整合的であろう。

以上の結果は、アベノミクス下の企業統治改革は、マージンの上昇により利益の拡大に寄与した可能性はあるものの、拡大した利益は必ずしも実体的な投資に向けられず、その一部は株主に還元され、他の一部は負債の圧縮に利用されて、残余はなお企業に留保されたと見られる。

在が企業にペイアウトを拡大させる効果は見られないとしている。これに対して、Crane et al. (2016)はインデックスの投資範囲を利用した分析により、機関投資家の存在が企業の配当の拡大を促していることを示している。

7. アベノミクスの帰結：暫定的結論

企業システムへのインパクト

2015年は企業統治元年と呼ばれる。もっとも、アベノミクスの企業統治改革によって、日本の企業統治システムに断絶的な変化が生じたわけではない。すでに、1997年の銀行危機以来、日本の企業統治制度の進化が進展していた。メインバンク、株式相互持合い、内部昇進からなる取締役会という特徴を共通に備えていた日本企業は、銀行危機後の再編成を経て、特に外部ガバナンスが市場ベースの方向に大きく変化し、内部ガバナンスにおける従来の関係ベースの仕組みと結合したハイブリッドな企業と内部・外部ガバナンスの両面で依然変化に遅れる伝統的日本企業に分化していた（Jackson/Miyajima, 2007）。では、改革は、こうした日本の企業統治システムにどのような変化をもたらしたのか。

一連の企業統治改革は、議決権行使と機関投資家のエンゲージメントを引き上げたこと、取締役改革を一举に推進したこと、これまで岩盤と言われていた政策保有の見直しを促し、資本の有効な利用、持ち合いの解体を進めたこと、一連の改革の効果として日本市場の魅力を高め、海外からの投資を促進した点で大きな意義があった。

アベノミクス期の企業統治改革による以上の変化を、銀行危機後の改革の第1のピークと対比すると、最初の改革が日本企業の統治システムのハイブリッド化と多様化をもたらしたとすれば、第2の改革は、日本企業の統治構造のハイブリッドな方向への収斂と、ハイブリッドなシステムのファイン・チューニングをもたらしたと要約できよう。改革は、機関投資家の保有比率の上昇、取締役会の整備、安定株主の解消を促すことによって、これまで改革の遅れていた伝統的な日本企業の統治システムのハイブリッドな構造への収斂を促した。また改革は、既にハイブリッドな構造を備えていた企業群では、機関投資家の増加に対応した自社株買いや、種類株の導入などの所有構造の調整、独立社外取締役の増員、任意の委員会の設置など、ハイブリッドな構造のファインチューニングを促すこととなった。

企業行動へのインパクト

では、改革は企業行動にどのような影響を与えたのか。企業統治改革は、現在なお進行中であり、最終的な結論を下すには、いましばらく時の経過が必要である。ただ、2014年のスチュワードシップ・コード、2015年のコーポレートガバナンス・コードの導入から既に4～5年が経過した。したがって、暫定的な結論を出すことはいまや十分に可能であろう。

企業統治改革が、機関投資家の影響力の上昇や、独立取締役の選任を通じて、企業業績を引き上げたという直接の効果は得られていない。しかし、改革が、日本市場の魅力の向上などを通じて機関投資家の保有比率の上昇をもたらしたとすれば、改革は経営の規律の強化を通じて、2013年以降のパフォーマンスの向上にある程度まで寄与したと見られる。しかし、企業統治改革は、アベノミクス期の収益の増加を実体的に結びつける点では必ずしも明示的な効果を及ぼしていない。改革期に入って、機関投資家と実体投資の正の関係はかえって弱まっているし、M&A や、R&D への明示的な影響も確認できない。推計結果は、企業統治改革が、企業経営者のリスク態度、投資に対する態度を変えるほど強い効果を（いまだ）及ぼしていなかったことを示している。

他方、企業統治改革の、利益の分配に対する効果は明瞭であった。企業統治改革後、自社株買の機関投資家保有比率に対する感応度は6割以上上昇し、この間、機関投資家の保有比率自体を考慮すればさらにその効果は大きい。改革の直接の効果は、株主に対する分配の拡大にあった。アベノミクス期の利益の増大は、また負債の削減に向かい、その動きを企業統治改革は十分に抑制していない。さらに、株主還元の増大、負債の圧縮を進めて、なお企業利益は吸収されつくさず、残余が現預金の積み増しに繋がったとみられる。

以上、要するにアベノミクス改革は、株主主権の方向への統治制度の改革にはパワフルであったが、企業経営者のリスク態度を変えて投資を拡大するという点においては十分に成果を上げているとは言えない。したがって、国民への成果の均霑の経路としてトリクルダウンを期待していたとすれば、それはいまだ十分に実現されたとは言えないだろう。

もっとも、企業行動が十分に变化せず、株主への分配が上昇したことをもって、直ちにアベノミクスの失敗、あるいは、株主の近視眼的な圧力の増大を指摘するのは、早すぎるであろう。改革が、企業行動を変えるにはそもそも時間を要する。また、Almeida et al. (2016)が米国について報告した、自社株買いを報酬の引き上げのために利用するといった事例もいまのところ見られないし、また、株主還元の増大が、実体的な投資の犠牲を伴っているわけでない。しかし、アベノミクスのビジョンが期待された経路で実現されていないのも事実である²⁵。今後、日本経済の成長を実現するた

²⁵ 成長可能性でサンプルを2分して、表9と同様な推計を行うと、成長可能性の低い企業群で、機関投資家による配当の利益感応度の増幅効果が大きいことが確認できる。

めに、どこまで、企業統治の改革に期待するか、また、他の政策によってどのように補完するかが、さらに慎重に検討される必要がある²⁶

²⁶ また、ここでの実証結果は、長期投資（R&D、人的投資）を犠牲とした株主権の濫用をいかに阻止するかを考え始めることが必要な局面に入ったことを示唆しているかもしれない。

参考文献

- 井上輝一 2004「トヨタ自動車のコーポレート・ガバナンスに関する一考察」『ファイナンシャルレビュー』第68巻、194-202
- 宮島英昭, 2011.『日本の企業統治 その再設計と競争力の回復に向けて』, 東洋経済新報社.
- 宮島英昭, 2017. 『企業統治と成長戦略』, 東洋経済新報社.
- 宮島英昭・新田敬祐, 2011.株式所有構造の多様化とその帰結:株式持ち合いの解消・「復活」と海外投資家の役割, 宮島英昭編『日本の企業統治: その再設計と競争力の回復に向けて』 東洋経済新報社, 105-149.
- Aggarwal, R., I. Erel, M. Ferreira, and P. Matos, 2011. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors, *Journal of Financial Economics* 100, 154-181.
- Aoki, M., G. Jackson, and H. Miyajima, 2007. Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity, Oxford, Oxford University Press.
- Almeida, H., V. Fos, and M. Kronlund, 2016. The real effects of share repurchases, *Journal of Financial Economics* 119, 168-185.
- Crane, A., S. Michenaud, and J. Weston, 2016. The effect of institutional ownership on payout policy: Evidence from index thresholds, *Review of Financial Studies* 29, 1377-1408.
- Becht, M., J. Franks, J. Grant, and H. Wagner, 2017. The returns to hedge fund activism: An international study, *Review of Financial Studies* 30:2933-2971.
- Becht, M., Franks, J., H. Miyajima and K. Suzuki, 2019. The role of quiet activism, Mimeo.
- Buchanan, J., D. Chai and S. Deakin, 2012. Hedge Fund Activism in Japan: The Limits of Shareholder Primacy, Cambridge: Cambridge University Press.
- Duchin, R., J. Matsusaka, and O. Ozbas, 2010. When are outside directors effective?, *Journal of Financial Economics* 96, 195-214.
- Edmans, A., 2011. Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices, *Journal of Financial Economics* 101, 621-640.
- Edmans, A., V. W. Fang, and A. H. Huang, 2018. The long-term consequences of short-term incentives, ECGI Finance Working Paper No. 527.
- Fauver, L., M. Hung, X. Li, and A. Taboada, 2017. Board reforms and firm value: Worldwide evidence, *Journal of Financial Economics* 125, 120-142.
- Ferreira, M., and P. Matos, 2008. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world, *Journal of Financial Economics* 88, 499-533.
- Franks, J., C. Mayer, and H. Miyajima, 2014. The ownership of Japanese corporations in the 20th century, *Review of Financial Studies* 27, 2580-2625.
- Franks, J., C. Mayer, H. Miyajima, and Ryo Ogawa, (2018), Share Repurchases and the control of firms: Evidence from Japan, RIETI.
- Gompers, P., and A. Metrick, 2001, Institutional investors and equity prices, *Quarterly Journal of Economics* 116, 229-259.

- Grinstein, Y., and R. Michaely, 2005. Institutional holdings and payout policy, *Journal of Finance* 60, 1389-1426.
- Hamao, Y. and Matos, P. (2018) “U.S.-Style Investor Activism in Japan: The First Ten Years,” *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 48, 29-54
- Huberman, G., 2001. Familiarity breeds investment, *Review of Financial Studies* 14, 659-680.
- Ikeda, N., K. Inoue, and S. Watanabe, 2018. Enjoying the quiet life: Corporate decision-making by entrenched managers, *Journal of The Japanese and International Economies* 47, 55-69.
- Jackson, G. and H. Miyajima, 2007. Introduction: The diversity and change of corporate governance in Japan, in M. Aoki, G. Jackson, and H. Miyajima (eds.), *Corporate governance in Japan: Institutional change and organizational diversity*, Oxford: Oxford University Press, pp. 1-47.
- Jidinger J., and H. Miyajima, 2019. Does regulation matter?: Effects of the corporate governance reforms on the relational shareholdings in Japan, Working paper.
- Kay, J., 2012. “The Kay Review of UK Equity Market and Long-term Decision”, Investor Management Association.
- Miyajima, H. and F. Kuroki, 2007. The unwinding of cross-shareholding in Japan: Causes, effects, and implications, in M. Aoki, G. Jackson, and H. Miyajima (eds.), *Corporate governance in Japan: Institutional change and organizational diversity*, Oxford: Oxford University Press, pp. 79-124.
- Miyajima, H. and R. Ogawa, 2016. Convergence or emerging diversity? Understanding the impact of foreign investors on corporate governance in Japan, RIETI Discussion Paper Series 16-E-053.
- Miyajima, H., R. Ogawa, and T. Saito, 2018. Changes in corporate governance and top executive turnover: The evidence from Japan, *Journal of The Japanese and International Economies* 47, 17-31.
- OECD, 2012. “Corporate Governance, Value Creation and Growth: The Bridge Between Finance and Enterprise”, OECD Publishing.
- Porter, M. E., 1992. Capital disadvantage: America's failing capital investment system, *Harvard Business Review*, 70(5), 65-82.
- Porter, M. E., 1994. *Capital Choices*, Boston, Harvard University Press.
- Shleifer, A., and Vishny, R., 1990. Equilibrium short horizons of investors and firms, *American Economic Review* 80, 148-153.
- Stein, J., 1988. Takeover threats and managerial myopia, *Journal of Political Economy* 96, 61-80.
- Tanaka, W., 2017. Current state and outlook of corporate governance reform-With a focus on the board of directors system, Working paper at Waseda University: WCG WP #2017-002.

表1 アベノミクス下の企業統治改革に関する年表

2012年12月	第2次安倍内閣成立 日本経済再生本部設置
2013年2月	ISS「総会後の取締役会に社外取締役1が一人もいない場合、経営トップである取締役に反対票を投ずることを推奨」. ²⁷ 日本再興戦略:「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則」の指示。
6月	トヨタ定期総会・3名の社外取締役を決定、京セラ、住友商事、ファナックも追随
2014年1月	JPX400指数算定開始 キャノン社外取締役選任を公表。
2月	スチュワードシップ・コード策定
6月	日本再興戦略改訂 2014「緊急構造改革プログラム」としてコーポレートガバナンスの強化を提唱。
2014年8月	伊藤レポート「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」 第一生命・議決権行使結果の開示を決定。
2014年10月	ISS議決権行使助言方針改定(ROE基準,取締役構成、監査等委員会設置)
2015年3月	金融庁と東京証券取引所、企業統治指針原案発表
5月	会社法改正(監査等委員会/置かない理由の説明/社外取締役の要件厳格化)
6月	みずほ銀行・持ち合いの一層の解消を声明
6月	日本再興戦略改訂2015
6月	コーポレートガバナンス・コード実施
2016年6月	日本再興戦略2016「改革を形式から実質」に
12月	スチュワードシップ・コード 受入金融機関が214に
2017年3月	CGS研究会第1期・報告書
5月	改訂版スチュワードシップコード(議決権行使結果の個別開示)
6月	GPIF、「議決権行使原則」、公表、受託機関に個別開示を要請。
6月	未来投資戦略2017(閣議決定)
8月	コーポレートガバナンス報告書、退任代表取締役の処遇についての記載
12月	CGES研究会第2期:フォローアップ会議・設置、グループガバナンス
2018年3月	コーポレートガバナンス・コード改訂
6月	未来投資戦略2018、グループガバナンスの在り方に関する実務指針
11月	公正なM&Aの在り方に関する研究会・設置
2019年6月	グループガバナンスに関する実務指針

²⁷ ISS『2013年日本向け議決権行使助言基準(概要)
<https://www.issgovernance.com/file/2013policies/2013ISSJapanGuidelinesSummaryJapanese.pdf>

表 2 議決権行使の基準

		2017年6月現在
	機関名	取締役選任議案に対する反対基準
議決権行使助言会社	ISS	過去5年のROE平均が5%を下回り、かつ改善傾向にない
信託銀行	三井住友信託銀行	3期連続で、ROEがTOPIX下位1/4分位
	三菱UFJ信託銀行	5期連続でROEが5%を下回り、かつ改善が見込めない
	アセットOne	3期連続で東証第一部上場銘柄のROE下位1/3分位以下未滿
投信投資顧問会社	三井住友アセットマネジメント	直近3期でROEが上場企業平均・中央値または5%のいずれか大きい方を下回った場合
	三井住友トラスト・アセットマネジメント	過去3期連続でROEが5%未滿
	野村アセットマネジメント	直近3期連続してROEが5%未滿かつ業界の中央値未滿で、経営改善努力が認められない場合（注）
	東京海上アセットマネジメント	過去3期連続でROEが5%未滿
	リソナ・アセットマネジメント	効率的な企業経営が行われていない企業（3期連続ROE5%未滿）のなかで、業種別でROEが3年連続下位25%（従前下位10%）である取締役選任議案にあたっては、合理的かつ説得的な説明がなければ、在任3年以上の代表取締役に対して反対する
生命保険	第一生命	直近3期連続営業赤字（連結）・直近3期連続経常赤字（連結）・直近3期連続最終赤字（連結）
剰余金の処分		
	三菱UFJ信託銀行	株主資本利益率(ROE)の過去3年平均および直近が5%未滿で、内部留保の必要性が低く、総還元性向が30%未滿の場合→原則反対 『（現預金+長短期有価証券）/総資産が50%以上かつ株主資本利益率(ROE)の過去3年平均および直近が8%未滿』に該当し、会社側に資本政策等についての説明を求めたが説明が不十分と判断する場合→原則反対

表3 東証1部上場企業の機関投資家持株比率

パネル1：機関投資家持株比率

	2010	2012	2014	2017	2012から2017 への変化
平均	19.5%	19.8%	23.3%	27.8%	8.0%
中央値	16.0%	16.4%	20.4%	25.6%	9.3%
標準偏差	15.4%	15.6%	16.2%	16.5%	
変動係数	0.790	0.788	0.694	0.592	
各年の株式時価総額に基づいた五分位					
第1五分位群					
平均	6.0%	6.5%	8.9%	13.1%	6.6%
中央値	2.7%	4.9%	7.4%	11.3%	6.4%
標準偏差	6.4%	6.6%	7.6%	8.5%	
第2五分位群					
平均	12.1%	11.7%	15.1%	20.4%	8.6%
中央値	9.9%	9.5%	14.0%	18.6%	9.2%
標準偏差	9.8%	9.1%	10.3%	11.7%	
第3五分位群					
平均	17.4%	18.2%	22.3%	27.9%	9.7%
中央値	15.6%	17.1%	21.2%	26.6%	9.5%
標準偏差	10.3%	11.0%	12.1%	13.0%	
第4五分位群					
平均	26.5%	26.9%	30.0%	34.0%	7.1%
中央値	25.3%	26.7%	29.7%	33.6%	6.9%
標準偏差	12.5%	13.3%	13.1%	14.5%	
第5五分位群					
平均	36.9%	37.2%	40.7%	44.6%	7.4%
中央値	36.2%	37.8%	41.1%	45.6%	7.8%
標準偏差	13.8%	13.8%	13.4%	13.5%	

・各企業の期首の持株比率を示している。

・5分位は各年の株式時価総額に基づいているため、年によって5分位の閾値は異なる。

例えば2017年は株式時価総額190億円未満の企業が第1五分位に190億円以上、414億円未満の企業が第2五分位に414億円以上、926億円未満の企業が第3五分位に926億円以上、2746億円未満の企業が第4五分位に、2746億円以上の企業が第5五分位に含まれている。

パネル2：海外機関投資家持株比率

	2010	2012	2014	2017
平均	11.4%	12.2%	15.2%	16.8%
中央値	7.8%	8.8%	12.5%	15.0%
標準偏差	10.9%	11.2%	12.1%	12.0%
変動係数	0.959	0.926	0.799	0.712
各年の株式時価総額に基づいた五分位				
第1五分位群				
平均	2.7%	3.2%	4.5%	6.1%
中央値	1.4%	1.7%	3.1%	4.5%
標準偏差	4.1%	4.7%	4.8%	5.4%
第2五分位群				
平均	5.9%	6.0%	8.5%	11.0%
中央値	3.7%	4.2%	6.6%	9.7%
標準偏差	6.6%	6.0%	6.9%	8.0%
第3五分位群				
平均	9.2%	10.5%	14.2%	17.1%
中央値	7.3%	8.7%	12.7%	15.9%
標準偏差	7.1%	7.8%	9.1%	9.7%
第4五分位群				
平均	15.2%	15.9%	19.6%	21.2%
中央値	13.8%	14.5%	19.1%	21.0%
標準偏差	8.8%	9.5%	9.8%	10.1%
第5五分位群				
平均	24.0%	25.2%	28.9%	29.2%
中央値	23.5%	24.3%	29.1%	28.4%
標準偏差	10.8%	11.1%	10.5%	10.5%

・各企業の期首の持株比率を示している。

・5分位は各年の株式時価総額に基づいているため、年によって5分位の閾値は異なる。

例えば2017年は株式時価総額190億円未満の企業が第1五分位に190億円以上、414億円未満の企業が第2五分位に414億円以上、926億円未満の企業が第3五分位に926億円以上、2746億円未満の企業が第4五分位に、2746億円以上の企業が第5五分位に含まれている。

表4 取締役会の変化

	東証1部上場企業		JPX400企業		JPX400に 含まれない企業	
	2013	2018	2013	2018	2013	2018
平均取締役人数	8.6	9.2	10.4	10.6	8.1	8.8
平均社外取締役人数	1.2	2.7	1.8	3.3	1.0	2.5
社外取締役0名 (%)	37.6%	0.3%	24.3%	0.0%	41.3%	0.4%
1名 (%)	31.7%	5.1%	26.1%	1.3%	33.2%	6.0%
2名 (%)	17.1%	49.4%	22.5%	31.1%	15.6%	53.7%
3名以上 (%)	13.7%	45.2%	27.2%	67.7%	9.9%	39.9%
1/3以上 (%)	12.3%	41.8%	17.8%	46.4%	10.8%	40.7%
指名委員会等設置会社 (%)	2.5%	2.9%	6.0%	8.8%	1.5%	1.5%
監査等委員会設置会社 (%)	-	24.4%	-	15.0%	-	26.6%
任意の指名委員会 (%)	5.9%	31.4%	14.6%	52.4%	3.5%	26.5%
任意の報酬委員会 (%)	8.6%	34.9%	19.1%	54.9%	5.7%	30.2%

出所：東証資料、役員四季報、コーポレート・ガバナンス報告書などより筆者作成

表5 社外取締役が企業業績に与えた影響

期間 =	-1 to 1	-1 to 2	-1 to 3	-1 to 1	-1 to 2	-1 to 3
ROA						
Δ社外取締役人数	-0.179 (0.303)	-0.059 (0.215)	-0.110 (0.150)	-2.686 ** (1.181)	-2.120 (1.366)	-2.809 * (1.491)
x LN(売上高)				0.233 *** (0.080)	0.219 ** (0.107)	0.239 * (0.133)
x 外国人持株比率				-0.026 (0.019)	-0.041 *** (0.015)	-0.023 (0.021)
x 経営者持株比率				0.028 (0.019)	0.011 (0.038)	0.013 (0.033)
ROE						
Δ社外取締役人数	0.461 (0.793)	0.165 (0.350)	-0.350 (0.253)	-5.816 (4.896)	-2.589 (3.237)	-7.049 *** (1.992)
x LN(売上高)				0.660 * (0.390)	0.338 (0.282)	0.584 *** (0.166)
x 外国人持株比率				-0.057 (0.037)	-0.077 *** (0.025)	-0.029 (0.023)
x 経営者持株比率				0.080 (0.062)	0.036 (0.045)	0.085 ** (0.037)
Tobin's q						
Δ社外取締役人数	-0.010 (0.027)	-0.012 (0.022)	0.007 (0.028)	-0.435 ** (0.199)	-0.290 (0.186)	-0.310 (0.219)
x LN(売上高)				0.032 * (0.017)	0.024 (0.016)	0.022 (0.020)
x 外国人持株比率				-0.001 (0.002)	-0.003 (0.003)	0.000 (0.003)
x 経営者持株比率				0.006 (0.006)	0.008 * (0.004)	0.016 ** (0.006)

・括弧内は企業レベルでクラスターした標準誤差

・会社法改正、コーポレートガバナンス・コード適用後、初めて株主総会を迎える期が0期となる

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

・表はコーポレートガバナンス・コード施行の前後のROA、ROE、トービンのqの変化を従属変数とした回帰分析の結果を示している。第一段階としてコーポレートガバナンス・コード施行の前後の社外取締役人数の変化を従属変数とし、コーポレートガバナンス・コード前に0名か1名しか社外取締役がいなかった場合に1をとるダミー変数とその他のコントロール変数を説明変数とした回帰分析を行い、第2段階では第1段階の結果に基づいた社外取締役人数変化の推定値を説明変数として用いている。表は第2段階の結果を示している。詳細は Saito (2019)参照。

表6 政策保有株・持合株式と企業特性

	政策保有株比率				持合株式比率				
	東証1部	上位4分の1	下位4分の1	差	t検定	上位4分の1	下位4分の1	差	t検定
ROA	5.89%	5.22%	7.19%	-1.96%	***	4.62%	8.68%	-4.05%	***
キャッシュフロー/総資産	6.20%	5.69%	7.40%	-1.71%	***	5.36%	8.15%	-2.78%	***
トービンのQ	1.16	1.05	1.3	-0.25%	***	1	1.48	-0.48	***
国内機関投資家持株比率	22.89%	22.67%	24.47%	-1.80%	***	19.89%	22.40%	-2.51%	***
海外機関投資家持株比率	13.72%	12.82%	15.8	-2.97%	***	10.89%	15.13%	-4.24%	***
負債/総資産	52.71%	48.31%	55.09	-6.77%	***	52.82%	50.29%	2.53%	***
総資産(10億円)	935	500	460	40	***	350	910	-560	***
株式時価総額(10億円)	222	160	230	-70	***	150	210	-60	***
研究開発費/売上高	1.85%	2.60%	2.97%	-0.37%	***	2.14%	2.57%	-0.43%	***
資本的支出/有形固定資産	14.19%	13.05%	16.73%	-3.68%	***	13.65%	18.16%	-4.51%	***
企業買収/総資産	0.28%	0.24%	0.45%	-0.21%	***	0.20%	0.46%	-0.26%	***

・サンプルは、2012年の全ての東証1部上場企業である。政策保有株比率の上位4分の1は政策保有株比率が上位4分の1に入る企業の特徴を示している。データは日経CGESから収集した。

表7 政策保有株売却状況

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
分析対象企業数	200	200	200	200	200	200	200
売却数	57	72	57	80	101	150	178
売却数/分析対象企業数	29%	36%	29%	40%	51%	75%	89%
保有銘柄数	4,948	5,006	5,083	5,183	5,082	5,125	5,151
売却数	330	347	326	337	482	737	1073
売却数/保有銘柄数	7%	7%	6%	7%	9%	14%	21%
平均売却銘柄数	2.74	2.8	2.84	2.69	3.35	4.31	5.79
平均保有株式数(1万)	2630	2550	2690	2680	2710	2410	2120

・サンプルは、2016年の政策保有比率（政策保有株/総資産、日経Cgesによる）の上位4分位企業からランダムに抽出した200社である。

表8 東証1部上場企業の業績の推移

	ROE	ROA	売上高純 利益率	売上高営 業利益率	売上高/総 資産	総資産/株 主資本	有利子負 債比率	株主資本 配当率	株主資本 総還元率	資本的支 出	企業買収	研究開発 費	現金保有 比率	機関投資 家持株比 率	外国人機 関投資家 持株比率
2000	0.012	0.060	0.015	0.058	1.014	3.753	0.266	0.013	0.017	0.136	0.001	0.025	0.188	NA	0.070
2001	-0.008	0.047	0.004	0.045	1.029	3.571	0.258	0.013	0.019	0.129	0.001	0.027	0.186	NA	0.067
2002	0.018	0.055	0.013	0.053	1.066	3.473	0.246	0.013	0.021	0.119	0.001	0.027	0.191	NA	0.065
2003	0.049	0.062	0.026	0.060	1.078	3.232	0.224	0.131	0.020	0.122	0.001	0.027	0.197	NA	0.089
2004	0.064	0.070	0.033	0.067	1.111	3.006	0.210	0.015	0.021	0.145	0.001	0.026	0.202	0.208	0.108
2005	0.062	0.071	0.035	0.068	1.115	2.814	0.192	0.016	0.022	0.161	0.001	0.025	0.187	0.233	0.131
2006	0.070	0.072	0.037	0.069	1.126	2.752	0.185	0.018	0.026	0.172	0.002	0.024	0.188	0.227	0.137
2007	0.061	0.073	0.033	0.067	1.181	2.721	0.188	0.021	0.030	0.170	0.002	0.024	0.187	0.221	0.134
2008	-0.016	0.052	0.004	0.044	1.195	2.883	0.215	0.024	0.036	0.157	0.002	0.027	0.199	0.217	0.112
2009	0.015	0.048	0.012	0.043	1.089	2.746	0.209	0.018	0.023	0.120	0.002	0.028	0.229	0.194	0.112
2010	0.054	0.065	0.029	0.061	1.139	2.697	0.200	0.018	0.023	0.126	0.002	0.026	0.248	0.195	0.114
2011	0.050	0.063	0.028	0.059	1.131	2.622	0.193	0.019	0.024	0.140	0.003	0.027	0.254	0.196	0.114
2012	0.058	0.064	0.033	0.059	1.112	2.542	0.189	0.019	0.024	0.159	0.003	0.027	0.272	0.198	0.123
2013	0.075	0.070	0.041	0.066	1.121	2.437	0.179	0.019	0.024	0.168	0.003	0.025	0.275	0.222	0.141
2014	0.073	0.071	0.044	0.068	1.098	2.337	0.175	0.019	0.026	0.169	0.003	0.025	0.280	0.233	0.152
2015	0.074	0.073	0.043	0.072	1.111	2.317	0.177	0.022	0.031	0.174	0.003	0.025	0.297	0.254	0.155
2016	0.079	0.073	0.047	0.073	1.076	2.294	0.176	0.023	0.032	0.172	0.004	0.026	0.307	0.260	0.160
2017	0.086	0.075	0.051	0.077	1.073	2.256	0.170	0.024	0.031	0.172	0.004	0.025	0.311	0.278	0.168
2018	0.081	0.075	0.051	0.078	1.083	2.230	0.167	0.026	0.035	0.191	0.004	0.025	0.327	NA	NA

- ・有利子負債比率 = 有利子負債/総資産
- ・株主資本配当率 = 配当総額/株主資本
- ・株主資本総還元率 = (配当総額+自社株買) / 株主資本
- ・資本的支出 = 有形固定資産の取得/有形固定資産
- ・企業買収 = 子会社の取得費用/総資産
- ・研究開発費 = 研究開発費/売上高 (・製造業と情報業の企業のみ)
- ・現預金保有比率 = (現預金+有価証券) / (総資産-現預金-有価証券)

表9 機関投資家と企業業績・行動

パネル A：機関投資家持株比率

変数名	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	ROE	ROA	売上高営業利益率	株主資本総還元率	株主資本配当率	資本の支出	企業買収	研究開発費	有利子負債比率	現金保有比率
機関投資家持株比率	0.024 (0.021)	0.043*** (0.007)	0.039*** (0.008)	0.019*** (0.006)	0.012*** (0.002)	0.092*** (0.029)	0.001 (0.003)	0.004* (0.002)	-0.116*** (0.016)	0.025** (0.012)
機関投資家持株比率×JSCダミー	0.001 (0.011)	-0.004 (0.005)	0.000 (0.005)	0.015*** (0.003)	0.003** (0.001)	-0.058*** (0.015)	0.001 (0.001)	-0.000 (0.002)	0.001 (0.010)	-0.016* (0.009)
JSCダミー	-0.007 (0.005)	-0.005*** (0.002)	-0.007*** (0.002)	-0.002* (0.001)	-0.002*** (0.000)	0.033*** (0.006)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.001)	-0.042*** (0.003)	0.004 (0.003)
LN(総資産)	0.045*** (0.010)	0.009** (0.004)	0.028*** (0.004)	-0.003 (0.002)	0.004*** (0.001)	0.046*** (0.013)	0.006*** (0.001)	-0.003* (0.002)	0.100*** (0.008)	-0.015** (0.006)
海外売上高比率	-0.020 (0.016)	0.012* (0.007)	-0.002 (0.008)	-0.003 (0.006)	-0.003* (0.002)	0.019 (0.023)	-0.004 (0.003)	0.001 (0.003)	0.010 (0.017)	-0.007 (0.012)
有利子負債/総資産	-0.304*** (0.032)	-0.145*** (0.009)	-0.136*** (0.010)	0.026*** (0.007)	-0.006** (0.003)	-0.011 (0.033)	0.015*** (0.003)	-0.001 (0.003)		-0.138*** (0.016)
現預金/総資産				-0.022*** (0.006)	-0.007*** (0.003)	-0.171*** (0.034)	-0.020*** (0.002)	0.006* (0.003)	-0.157*** (0.018)	
キャッシュフロー/総資産				0.044*** (0.011)	0.009 (0.005)	0.207*** (0.055)	0.005 (0.004)	-0.039*** (0.005)	-0.508*** (0.032)	0.052** (0.026)
トービンのQ				0.006*** (0.001)	0.003*** (0.000)	0.003 (0.006)	-0.000 (0.000)	-0.001** (0.001)	-0.001 (0.002)	0.015*** (0.003)
定数項	-0.706*** (0.175)	-0.069 (0.064)	-0.421*** (0.067)	0.066* (0.036)	-0.049*** (0.018)	-0.701*** (0.236)	-0.112*** (0.018)	0.084*** (0.032)	-1.540*** (0.141)	0.465*** (0.115)
年ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
企業ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
観測数	15,456	15,456	15,448	15,322	15,322	15,299	15,299	9,689	15,322	15,322
R-squared	0.053	0.111	0.117	0.058	0.129	0.027	0.031	0.049	0.231	0.068
企業数	1,982	1,982	1,982	1,964	1,964	1,964	1,964	1,252	1,964	1,964

・括弧内は企業レベルでクラスターした標準誤差

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

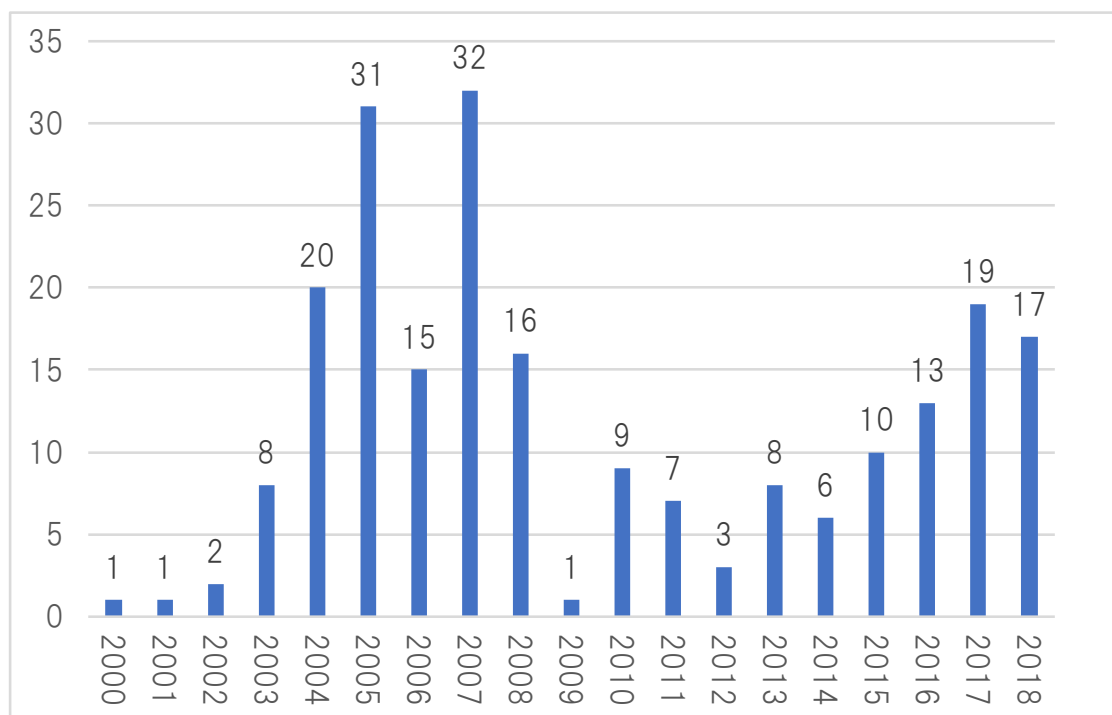
パネル B：海外機関投資家持株比率

変数名	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	ROE	ROA	売上高営業利益率	株主資本総還元率	株主資本配当率	資本的支出	企業買収	研究開発費	有利子負債比率	現金保有比率
外国人機関投資家持株比率	-0.012 (0.032)	0.037*** (0.013)	0.043*** (0.014)	0.026*** (0.010)	0.011*** (0.004)	0.156*** (0.046)	0.006 (0.004)	0.005 (0.003)	-0.217*** (0.023)	0.065*** (0.020)
外国人機関投資家持株比率×JSCダミー	-0.001 (0.015)	-0.010 (0.007)	-0.005 (0.008)	0.021*** (0.005)	0.005** (0.002)	-0.087*** (0.023)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	0.011 (0.014)	-0.018 (0.012)
JSCダミー	-0.006 (0.004)	-0.005*** (0.001)	-0.007*** (0.002)	-0.002* (0.001)	-0.002*** (0.000)	0.030*** (0.005)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.001)	-0.040*** (0.003)	0.002 (0.003)
LN(総資産)	0.048*** (0.010)	0.010*** (0.004)	0.029*** (0.004)	-0.003 (0.002)	0.004*** (0.001)	0.046*** (0.013)	0.006*** (0.001)	-0.003* (0.002)	0.101*** (0.008)	-0.017*** (0.006)
海外売上高比率	-0.019 (0.016)	0.011 (0.007)	-0.003 (0.008)	-0.003 (0.006)	-0.003** (0.002)	0.016 (0.023)	-0.005* (0.003)	0.001 (0.003)	0.014 (0.017)	
有利子負債/総資産	-0.309*** (0.032)	-0.147*** (0.009)	-0.138*** (0.010)	0.026*** (0.007)	-0.007** (0.003)	-0.006 (0.033)	0.015*** (0.003)	-0.001 (0.003)		-0.134*** (0.016)
現預金/総資産				-0.023*** (0.006)	-0.008*** (0.003)	-0.173*** (0.034)	-0.020*** (0.002)	0.005 (0.003)	-0.151*** (0.018)	
キャッシュフロー/総資産				0.047*** (0.011)	0.010* (0.005)	0.210*** (0.056)	0.005 (0.004)	-0.039*** (0.005)	-0.514*** (0.032)	0.053** (0.026)
トービンのQ				0.006*** (0.001)	0.003*** (0.000)	0.003 (0.006)	-0.000 (0.000)	-0.001** (0.001)	-0.001 (0.002)	0.015*** (0.003)
定数項	-0.744*** (0.174)	-0.095 (0.065)	-0.439*** (0.067)	0.067* (0.036)	-0.054*** (0.018)	-0.702*** (0.239)	-0.109*** (0.018)	0.084*** (0.032)	-1.550*** (0.141)	0.487*** (0.114)
年ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
企業ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
観測数	15,456	15,456	15,448	15,322	15,322	15,299	15,299	9,689	15,322	15,322
R-squared	0.053	0.106	0.114	0.057	0.123	0.027	0.032	0.049	0.237	0.069
企業数	1,982	1,982	1,982	1,964	1,964	1,964	1,964	1,252	1,964	1,964

・括弧内は企業レベルでクラスターした標準誤差

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

図1 アクティビストファンドによるアクティビズムの件数の推移



- Becht, Franks, Miyajiam and Suzuki (2019)より
- 2012年までは、大量報告書で5%の保有が24か月確認されるケース。2013年以降は、投資対象企業へのアクティビスト活動が確認されるケース。

図2 取締役会構成の推移

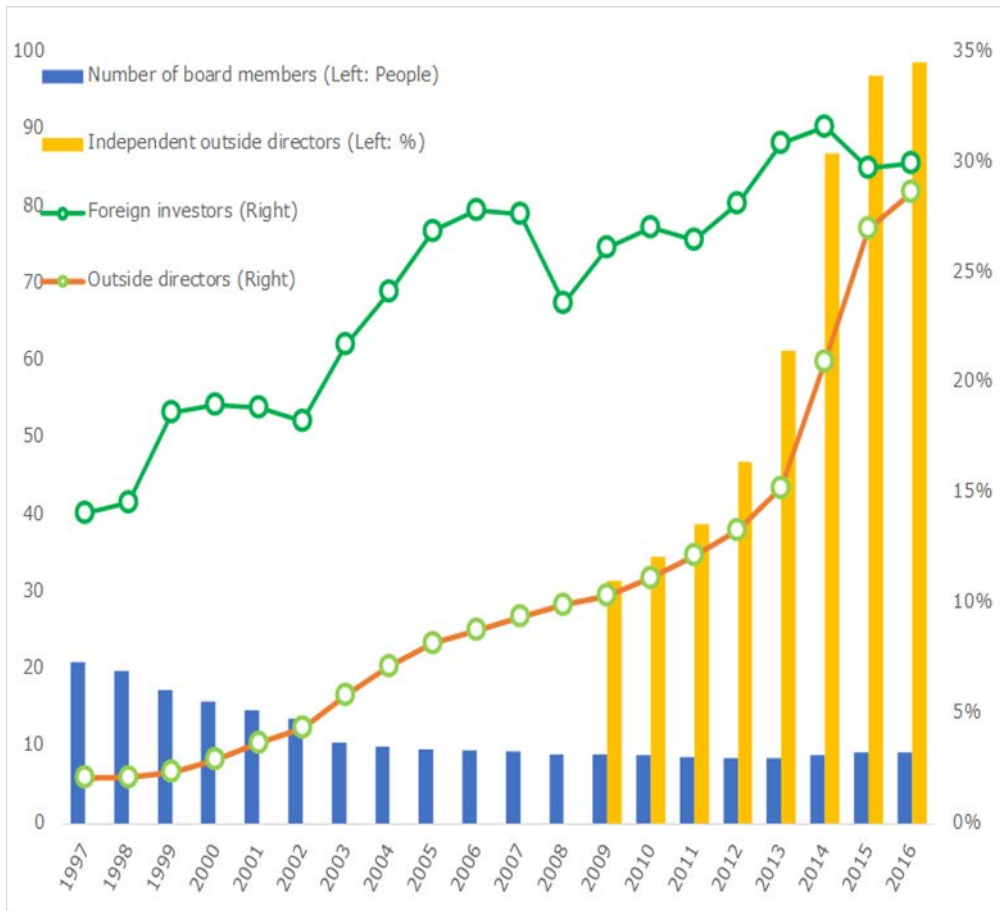


図3 株式所有構造の推移

東証1部上場企業、東証HPより。

