

早稲田大学商学研究科博士（商学）学位申請論文

日本企業の財務戦略と株式所有構造をめぐる実証的研究

保田 隆明

連絡先

品川区東五反田2-10-1-3105

03-5422-8739（自宅電話&FAX番号）

090-5779-5160（携帯番号）

2016年1月12日

【目次】

序章：はじめに

第1部：エクイティファイナンスに関する実証分析

1章 第三者割当増資におけるアナウンスメントリターンの実証分析
～第三者割当増資における大株主効果の検証～

1.1 はじめに

1.2 第三者割当増資に関する先行研究と分析モデル

1.2.1 モニタリング仮説

1.2.2 シナジー仮説

1.2.3 保証 (Certification) 仮説

1.2.4 エントレンチメント仮説

1.2.5 日本における先行研究

1.2.6 本章での仮説と分析モデル

1.3 本研究で使用されるデータとその属性

1.3.1 第三者割当増資を実施した企業と投資家の関係、およびその目的

1.3.2 サンプルの記述統計

1.4 CAR (超過株式投資収益率) のカテゴリー別の分析

1.4.1 ディスカウント率を調整した CAR：情報効果を測定

1.4.2 カテゴリー別の分析

1.4.3 クロスセクションによる回帰分析

1.5 結論

2章 第三者割当増資の中長期パフォーマンスの実証分析

～大株主によるモニタリング効果の検証～

2.1 はじめに

2.2 先行研究と本章での仮説と分析モデル

2.2.1 投資家による過度の楽観視仮説

2.2.2 投資家種別、企業属性による増資後パフォーマンスの違い

2.2.3 本章での仮説

2.3 本研究で使用されるデータと分析手法

2.4 分析結果

2.4.1 株価パフォーマンス

2.4.2 業績パフォーマンス

2.5 結論

第2部：ペイアウトと株式所有構造に関する実証分析

3章 自社株買いにおける流動性仮説の検証

～株主所有構造を含んだ流動性が自社株買いの実施に与える影響の分析～

3.1 はじめに

3.2 先行研究・仮説・検証方法

3.2.1 配当と自社株買いの選択についての仮説と先行研究

3.2.2 流動性と自社株買いに関する仮説と先行研究

3.2.3 投資ホライズンと自社株買いの関係

3.3 本研究で使用されるデータと実証分析方法

3.3.1 日本における株主還元（配当および自社株買い）の実施状況

3.3.2 データと分析手法

3.3.3 説明変数

3.3.4 記述統計データ

3.4 回帰分析の結果と解釈

3.4.1 市場買付による自社株買いの開始と流動性の関係

3.4.2 市場買付による自社株買いの金額、ペイアウト総額に占める割合と流動性の関係

3.5 結論

4章 株式所有構造とペイアウト政策の関係性

～顧客効果仮説の検証～

4.1 はじめに

4.2 本研究での仮説の設定

4.2.1 海外機関投資家と国内機関投資家での違い：ペイアウト政策に与える影響：情報の非対称性

4.2.2 機関投資家の投資ホライズンがペイアウト政策に与える影響：取引コスト

4.3 使用するデータとリサーチデザイン

4.4 分析の結果と解釈

4.5 結論

第3部：株式所有構造と企業パフォーマンス

5章 株式所有構造と企業統治を通じた企業パフォーマンスの関係性

～機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか～

5.1 はじめに

5.2 わが国企業の株式所有構造の変化およびその背景：事実の様式化

5.2.1 持ち合いの解消と機関投資家の増加

5.2.2 株式所有構造の多様化

- 5.3 機関投資家および銀行・保険会社の銘柄選択
 - 5.3.1 銘柄選択基準
 - 5.3.2 分析モデル
 - 5.3.3 分析結果
- 5.4 機関投資家と株式投資収益率
 - 5.4.1 株式保有が株式収益率に与える影響
 - 5.4.2 機関投資家による株式保有と株式収益率の関係
- 5.5 機関投資家の株式保有によるモニタリング効果
 - 5.5.1 企業価値への影響
 - 5.5.2 業績および将来投資への影響
- 5.6 結論と展望

終章：まとめ

参考文献

謝辞

なお、本学申請論文の各章は、以下の論文をそれぞれ改編したものである。

第1章：保田隆明（2011）「わが国の第三者割当増資に関する実証分析」、『経営財務研究』31（1）、20-39 ページ。

第2章：保田隆明（2011）「第三者割当増資後の長期株価パフォーマンスと業績推移」、『商学討究（小樽商科大学）』62（2-3）、167-184 ページ。

第3章：保田隆明・宇野淳（2011）「自社株買いにおける流動性仮説の実証分析」、『証券アナリストジャーナル』49（10）、76-87 ページ。

第4章：保田隆明（2013）「株式の所有構造とペイアウト政策の関係性」、日本経営財務研究学会全国大会

第5章：宮島英昭・保田隆明（2015）「株式所有構造と企業統治」、『フィナンシャル・レビュー』121、3-36 ページ。

序章：はじめに

本論文の問題意識は、日本企業における株主利益に配慮した最適な財務戦略の模索である。よく「株主利益の最大化」という言葉が用いられるが、経営陣がそれのみを経営目標に据えることは最適な財務戦略の模索とはならない。なぜなら、株式投資家は、ポートフォリオを通じた投資活動を行っているため、ある投資先企業においてハイリスクハイリターンの事業機会が存在する場合、当該企業にそのリスクを追求させたいという衝動に駆られる。その理由は、当該企業でその事業投資がうまく行けばハイリターンとなって株式投資家の投資ポートフォリオのパフォーマンスにプラスの影響をもたらす一方、事業投資がうまくいかない場合は、当該銘柄を売却することで、ポートフォリオへのマイナスの影響を軽減することが可能だからである。一方、当該企業にしてみると、そのハイリスク事業への投資の失敗は、時には経営破綻につながりかねないほどのダメージを負うことがある。2008年に経営破綻をしたリーマンブラザーズは、その報酬制度においても経営陣と従業員の利害を株主と一致させ、ハイリスク事業を追求することで文字通り株主にとっての利益最大化を追求した。結果として、同社の業績、株価は右肩上がりでも推移したが、最終的に経営が行き詰ったのは周知のとおりである。このように株式投資家と企業および企業経営者では、リスクの許容度合いが異なるため、同じコンテキストで株主利益の最大化を語ることはできない。企業経営者にとっては、企業を存続させ、持続的な成長を可能たらしめることが重要である。

しかし、わが国においては、長年にわたるメインバンク制のもと、企業経営者の株主利益に対する意識が低かったのも事実である。その問題意識の喚起のために、株主利益の最大化が声高に叫ばれてきたという背景もある。また、構造的な変化としては、バブル崩壊後、メインバンク制や株式の持ち合いが維持できなくなったこととあいまって、近年の日本企業の財務戦略は、間接金融から直接金融にシフトしており、企業にとってはより証券市場の活用と投資家との対話が重要となっている。そして、株式の所有構造が経営陣や銀行などの内部者中心から機関投資家を主とする外部者中心に移行する中で、より株式価値に配慮した戦略を遂行することが求められている。

このように考えると、企業と株主の関係は、建設的かつサステイナブルなものを構築することが望ましい。企業は適切な事業投資、企業経営を通じて、株主が満足するような適切な株式リターンを実現し、財務戦略においては、ある程度は株主の意向に沿うことも必要になる。そして、株主は有形無形のアドバイスやモニタリングを企業に対して行い、企業の成長をサポートするという関係である。このような関係の構築には、以下の3つが重要であると考えられる。ひとつは、企業経営者は安易に株主利益を毀損しないということである。リターンを追い求めてリスクを取って事業投資をした結果での損失であれば株主の理解を得られようが、不適切な財務戦略、あるいは、特定の株主の利益を追求するために、実質的に株主間での利益の移転が行われるような戦略は、慎重な検討が必要である。二つ

目は、企業と株主の対話、あるいは、株主の意向を汲んだ財務戦略の遂行である。そして、三つ目は株主が企業の業績向上に資するガバナンス行動を取ることである。本論文は、実証分析を通じて、企業と株主の行動がこれら 3 点に即した形になっているかどうかを検証していく。

経営者による株主利益毀損リスクの検証

一つ目の株主利益の毀損に関しては、エクイティファイナンスに注目する。中でも、第三者割当増資は、引受投資家と発行企業がクローズドな環境で中身を決めることができるため、特定の株主への利益供与や株主間の利益移転につながりやすく、本論文では第三者割当増資にフォーカスする。第三者割当増資は公募増資と比べると手続き的に簡易である。公募増資ではロードショーやブックビルディングなどが必要であり、そのプロセスは長期にわたり、主幹事証券会社の助力も大いに必要となる。公募増資も批判の多い資金調達ではあるが、市場を説得するに十分なエクイティストーリーが存在しないことには、ロードショーで引受投資家を開拓することができないし、ブックビルディングでブックも積みあがってこない。また、主幹事証券会社の内部審査も通らない。このように公募増資の場合は、いくつかその中身や意義が問われる場面が存在するため、一定程度は株主利益の毀損に対する歯止めがかかる構造となっている。一方、第三者割当増資の場合は、企業と引受投資家との相対交渉で実現が可能である。これは、機動的かつ柔軟な資金調達手段として重宝する一方、当該引受投資家の便益のみを追求すれば実現可能なため、企業と引受投資家がそれぞれの私的便益の追求で利害が一致してしまえば、他の株主の利益を毀損してでも実行しようとする力学が働きうる。実際、2000 年代には新興市場を中心に、引受投資家のみが潤い、一般株主の利益は毀損されるような第三者割当増資が相次いで実施された。それを受けてわが国では、2009 年に大規模な第三者割当増資に対して規制が導入されることとなった。ただし、その規制導入にあたっては、第三者割当増資の功罪に関して詳細な実証分析がなされた形跡はない。そこで、本論文では、第三者割当増資はどの程度株主利益につながるのか、あるいは、案件のタイプによってどの程度異なるのか、主に株価や業績の変化を通じたイベントスタディを通じて検証することにした。この点を、第 1 部(1 章、2 章)で分析する。

1 章では、短期の株価の変化をもとに第三者割当増資の全体としての傾向をつかむ一方、案件を引受投資家の種別や企業の収益や財務状況で詳細に分類し、どのような案件が市場から評価を得られるかについてタイプ別の分析を試みた。第三者割当増資が株価に与える影響に関しては主に 4 つの仮説が存在する。それらは、引受投資家による発行企業に対する①モニタリング効果（モニタリング仮説）、②保証効果（保証仮説）、③シナジー創出効果（シナジー仮説）と、そして経営陣によるエントレンチメントを引き起こすという④エントレンチメント仮説である。前 3 つはすべて引受投資家による発行企業に対してのプラ

ス効果であり、株価にもポジティブな影響を与える。一方、エン trenchment 仮説では株価にマイナスの影響を及ぼす。国内外の先行研究共に、全体で見ると第三者割当増資は発表時前後の株価にはプラスの影響を及ぼすという実証結果で共通しているが、依拠する仮説はそれぞれ異なっている。海外の先行研究では、Wruck (1989) がモニタリング仮説を、Krishnamurthy et al. (2005) では保証仮説を、Barclay et al. (2007) ではシナジー仮説とエン trenchment 仮説を実証している。このようにすべての仮説が実証されている状況になっているのだが、第三者割当増資は案件によりその内容はさまざまであるため、全体でとらえるよりも Krishnamurthy et al. (2005) や Barclay et al. (2007) が実施したように、案件をタイプ別に分別して分析を実施することが重要である。

わが国についての先行研究では、上の仮説を直接実証するのではなく、Kato and Schallheim (1993) では系列の影響を、阿萬 (2003) では引受投資家に銀行が含まれる影響を、鈴木 (2008) では第三者割当増資を通じた引受投資家による支配権獲得の影響をそれぞれ分析した。Kato and Schallheim (1993) ではシナジー効果が、阿萬 (2003)、鈴木 (2008) ではモニタリング効果が暗に示唆される結果ではあるが、Kato and Schallheim (1993) で見た系列は今やわが国において影響力は大きく低下している可能性が大きいこと、阿萬 (2003) ではサンプルに東証 2 部や大証銘柄が含まれており、また、マーケットモデルによる CAR の計算に改善の余地があること、そして日本の先行研究はどれもタイプ別の分析は実施していないことなど、分析上の改善および発展の余地が大きい。また、どれも直接上で提示した第三者割当増資にまつわる仮説を検証しているわけではないので、日本においてはどの仮説が当てはまるのかを一度検証しておく必要がある。特に、第三者割当増資に対しての規制を導入するならば、タイプ別に分けた詳細なデータのもと、総括的に分析するべきである。

そこで本論文の 1 章では、1990 年から 2008 年 3 月までの間に発表された東証 1 部上場企業による第三者割当増資に関する発表日前後の超過株式投資収益率 (CAR) をイベントスタディの手法によって検証し、市場から評価される案件の特性を試みた。結果は、全体で見ると、第三者割当増資の発表日前後で 4.6% のプラスの CAR があり、全体的には第三者割当増資は市場から歓迎されていることが分かった。案件のタイプ別で見ると、特に筆頭引受投資家の引受割合や持分の増分が高く、事後のモニタリング効果が期待できる企業や引受投資家との間でシナジーの期待できる案件でよりポジティブに反応することを見出した。一方、業績不振・財務危機企業における第三者割当増資は、財務危機を脱することができるがゆえに市場はポジティブに反応するだろうというレスキュー仮説に関しては、成立を見なかった。また、引受投資家が内部者の場合は、情報の非対称性の解消によって株価が上昇するという保証仮説も成立しなかった。

1 章の貢献は以下のとおりである。わが国では第三者割当増資悪玉論が趨勢を占めており、それ故に大規模な第三者割当増資に対する規制も導入されたのであるが、今回の分析では第三者割当増資において明らかに株主価値を毀損するような種別は特定されなかった。む

しろ、第三者割当増資に関しては、一律に議論するのではなく、そのそれぞれの中身について詳細に分類の上で検討する必要性を今回の分析は浮き彫りとし、政策的な含意を提供する結果となった。なお、今回の分析は東証 1 部上場企業のみを対象としているため、新興市場においては分析結果が異なる可能性があり、その点は、今後の課題である。

1 章では、案件の発表直後の短期株価反応をもとに、市場から評価される案件の割り出しを行ったが、中長期的な株価および業績パフォーマンスも合わせて分析することができれば、より正確に評価されるべき第三者割当増資を判別することが可能となる。米国の先行研究では、第三者割当増資実施企業の株価は中長期ではアンダーパフォームすることが共通して報告されている。その仮説としては、第三者割当増資発表時の市場参加投資家による過度の楽観視仮説、内部者が引き受けることによる保証仮説、引受投資家によるシナジー創出仮説、経営陣によるエントレンチメント仮説がある。Hertzel et al. (2002)、Chou et al. (2009) では過度の楽観視仮説が、Krishnamurthy et al. (2005) では保証仮説が、Barclay et al. (2007) ではシナジー仮説とエントレンチメント仮説がそれぞれ実証された。なお、1 章で見たように案件の場合分けが第三者割当増資では重要となるため、Krishnamurthy et al. (2005)、Barclay et al. (2007) ではそのような処理がなされている。なお、わが国のデータでの第三者割当増資後の中長期パフォーマンスに関する実証分析は存在していない。

そこで、2 章では第三者割当増資の中長期の株価および業績のパフォーマンスを検証した。分析期間、対象データは 1 章と同じである。米国の先行研究とは異なり、わが国では全体で見ると第三者割当増資後の株価はアンダーパフォームするとは言えないことがわかった。カテゴリー別に見ると、引受投資家との間でシナジーの発生が見込まれる案件ではアンダーパフォーマンスは見られず、シナジーの薄い案件ではアンダーパフォームする。これは、中途半端な第三者割当増資については市場から評価されていないということである。また、業績については、増資が行われた年とその翌々年まではアンダーパフォームするものの、3 年目にはその状況はやや解消され、第三者割当増資は業績の下支え効果に一定の役割を果たしている可能性があることが分かった。状況的にはシナジー仮説の存在を示唆する結果である。

2 章の貢献は、1 章と合わせると、わが国の第三者割当増資を一律に語ることの潜在的な弊害を指摘していることである。また、エクイティファイナンスでは、通常は希薄化が懸念されるが、1 章、2 章の結果から言えることとして、第三者割当増資の場合は株主によるモニタリングや業績への貢献がその希薄化コストを打ち消しうる。したがって、企業は第三者割当増資においては、ロードショーは必要ないものの、引受先の効果を丁寧に市場に説明し、増資後はシナジーの実現に注力する必要がある。これらはすべて、それまでの研究では明らかにされていなかったことである。

企業と株主の対話および株主の意向を反映した財務戦略の遂行

その市場との対話や投資家への説明に関連して、本論文で解明したい 2 つ目の論点は、企業と株主の対話、あるいは、株主の意向を汲んだ財務戦略の遂行である（第 2 部）。冒頭で述べたように、株主と企業経営者では株主利益の最大化を同じコンテキストで議論することはできない。一方、企業経営者にとって株主と中長期の良好な関係性を維持することは重要であり、そのためには、企業はある程度は株主の意向に沿った財務戦略を模索するはずである。あるいは、事業リスクに中立な一方、株主利益に資する（株価上昇につながる、あるいは、株価下落を避けうる）財務戦略があればそれを模索することになる。その一つがペイアウト政策である。

ペイアウトについてはいくつかの理論仮説が存在するが、ここで重視するのはわが国の特徴的なペイアウトの状況を解明することである。それは、米国では財務戦略上、配当と自社株買いが代替的に扱われている一方、わが国では、企業のペイアウトのほとんどは配当が占めているという状況である。これは、わが国において自社株買いが実質的に解禁となったのが 90 年代の後半であり、まだ十分に財務戦略の現場に自社株買いが浸透していないからという議論もできようが、何らかの制約が存在することで配当中心にならざるを得ない可能性もある。また、ペイアウトは、日々の企業による IR 活動においても株主との間で話題になることも多く、株主との関係性に依拠する部分が大きいと考えられる。そこで本論文の 3 章、4 章では流動性および株主の意向がペイアウト政策に及ぼしている影響について分析を試みた。

企業は、自社株買いをすることで株価にネガティブな影響が及ぼしかねない場合は配当を選択し、逆に自社株買いが歓迎されるなら自社株買いを配当と代替的に用いる、あるいは自社株買いにより積極的になるはずである。今回は流動性に着目した。流動性の低い企業で自社株買いを実施するには、取引コストが大きくなる。また、更なる流動性の枯渇を招き、株価に流動性ディスカウントを生じさせてしまう可能性がある。逆に流動性の高い企業ではそれら問題は存在しない。そこで 3 章では、株式の流動性と株主の流動性選好の度合いによって企業の還元政策が影響を受けている可能性を検証した。ペイアウト政策における流動性仮説自体は米国のコンテキストでも議論、実証されているが (Banerjee et al. [2007]、Brockman et al. [2008])、持ち合い株式の存在する日本でこそこの流動性の要素は大きいため、流動性仮説の検証はわが国のペイアウト政策を理解する上で非常に重要である。

3 章の実証結果によれば、事前の流動性が高い企業ほど市場買付による自社株買いを実施し、総株主還元金額に占める自社株買い金額の割合も高い。また、投資期間の短い、流動性を重視する株主が多い企業ほど自社株買いに積極的である。これら分析結果は、自社株買いが日本企業の一部でしか実施されない背景には、日本固有の持ち合いという株式保有構造も影響していることを示唆する。3 章の分析は、ペイアウトの選択問題において、わが国で初めて流動性に焦点を当てた研究であるが、配当と自社株買いが代替的に扱われない要因の解明に大きく貢献する内容である。企業のペイアウト政策において自社株買いの選択肢を機能させるには、流動性向上に取り組むべきという実務的な視点も提供している。

なお、3章の分析結果からは、株主構成がペイアウト政策に及ぼす影響についても示唆された。そこで、4章ではより具体的にその影響を検証する。それは、企業は株主の好みに応じてペイアウトの金額や中身を変えるという顧客効果仮説である。実際、花枝・芹田(2008)によると、経営陣は自社の配当/自社株買いの決定要因として既存株主の要求を重要だと考えている状況が明らかになっている。経営陣にとって最も避けたいのは、株主が株式を売却することによる株価下落であるが、インサイダー株主は株式を基本的に保有し続ける。したがって株価に影響を及ぼすのは日々株式を売買する外部株主、その主たる構成員は機関投資家と個人投資家ということになる。企業は個人投資家を対象としたIR活動も行っているが、その頻度はいまだ多くなく、中身も形式的なものが少なくない。一方、機関投資家は1社でもある程度のまとまりのある持分を有することもするため、機関投資家とのIRミーティングは重要である。また、企業経営や財務戦略について詳しい機関投資家も多い。顧客効果仮説の検証という意味では、この機関投資家の意向を汲んだペイアウト政策を企業が柔軟に実施しているかどうかを検証する必要がある。

機関投資家の保有割合と企業のペイアウト政策の関係を検証したものに、英国のShort et al. (2002)、韓国のJeon et al. (2012)、日本の佐々木(2010)が存在する。それぞれ機関投資家の持分割合が高いほど、企業はペイアウトに積極的になるという報告になっているが、Short et al. (2002)と佐々木(2010)は、機関投資家のモニタリング効果仮説で議論を行っている。機関投資家は経営陣とのエージェンシー問題を解決するために、企業に対してペイアウトをさせているというものである。Jeon et al. (2012)はそれに加えて、配当と自社株買いの選択問題に顧客効果仮説から接近した唯一の先行研究である。

株主にとっての株式投資収益はキャピタルゲインと配当の合計であるが、株主によってそのどちらをより重視するか、好むかは異なる。したがって、ペイアウトにおいて配当と自社株買いのどちらを選好するかも変わってくる。自社株買いにおいては逆選択問題が発生し、情報の非対称性度合いが高い海外機関投資家は国内機関投資家に比べると、情報に依拠する必要のない配当を好むと考えられる。また、投資家間で取引コストが異なるが、取引コストの大きい投資家はペイアウトにおいて配当を選好するはずである。さらに、Lucas and McDonald (1998)で議論されているように、企業が実施する自社株買いの買い取り金額がもしも高すぎた場合は、自社株買い後も株式を保有し続ける株主から自社株買いに応じて株式を売却する株主への富の移転となるため、株式を保有し続ける株主にとっては希薄化コストを負担するのと同じことになる。したがって、長期保有の株主はそのような希薄化コストのリスクを避けるために、ペイアウトでは配当を好むと考えられる。実際、Jeon et al. (2012)では、海外機関投資家の保有割合が高いと、自社株買いにおける逆選択を回避するために企業は配当に偏ったペイアウト政策をとることが実証されている。

ちなみに、この国内機関投資家 vs. 海外機関投資家の顧客効果は米国では重要とはならない。なぜなら、韓国や日本における海外機関投資家は、主に米国籍のものが多いため、米国においてそれら機関投資家は国内機関投資家となる。よって、この国内外の投資家での

顧客効果の存在は米国外でこそ実証されるべき問題であり、英語圏以外の先進国で時価総額が最も大きい東京市場は実証分析に最も適した市場である。

そこで、4章では、企業が顧客である機関投資家の属性や特性に応じてペイアウト政策を対応させているとする顧客効果仮説を検証した。芹田・花枝・佐々木（2011）による機関投資家へのペイアウトに関する認識アンケート調査でも、わが国での顧客効果の存在が示唆される結果となっており、その実態を実証分析で明らかにすることにもなる。

4章での具体的なフォーカスは、機関投資家による株式保有比率がペイアウト政策に与える影響とした。その理由は、ペイアウトにおける顧客効果の確認のためには、株式保有の目的が同一の2者間にて行う必要があることが挙げられる。銀行や保険会社あるいは持ち合いの事業会社のように投資収益最大化以外にも株式保有の目的が存在する株主の場合、企業は様々な方法でそれら株主の意向を満たすことが可能である。しかし、機関投資家の場合は、投資収益最大化が唯一無二の株式保有目的である。したがって、今回の分析では、情報の非対称性が異なる海外機関投資家と国内機関投資家、取引コストが異なる長期保有の機関投資家と短期保有の機関投資家、これらで分析を実施した。結果は以下の2点にまとめられる。まず、機関投資家を国内系、海外系に分けると、海外機関投資家の持分割合が高い企業では配当に積極的であり、国内機関投資家の持分割合が高い企業では自社株買いに積極的である。2点目は、機関投資家の投資ホライズンが企業のペイアウト政策に影響を与えている可能性を見出したことである。具体的には投資ホライズンの長い（短い）機関投資家の保有割合が高い企業では配当（自社株買い）に積極的となる。これらは、自社株買いにおける逆選択問題と希薄化コストを敬遠する株主の意向を、企業側が汲んだ顧客効果による結果だと示唆される。また、総還元金額に占める配当の割合で分析した場合は、国内機関投資家および保有期間が比較的短い機関投資家において自社株買いの割合が相対的に高くなっている。情報優位にある国内機関投資家、そして、希薄化コストに直面しない短期保有の機関投資家は自社株買いを好むことが示唆される。これらからは、機関投資家の株式保有とペイアウト政策の関係性において、従来のエージェンシー仮説に加えて顧客効果が存在すると理解できる。

4章の貢献は、ペイアウトにおける顧客効果をわが国で初めて実証したことであるが、機関投資家間での情報の非対称性が乏しい英語圏の国では実証分析が難しい問題でもあり、国際的な貢献も大きいと考えられる。90年代後半から海外機関投資家の保有割合が上昇しているが、海外機関投資家が自社株買いよりも配当を好むという結果は、わが国でなかなか自社株買いの割合が上昇してこないということと整合的であり、3章の流動性に加えて配当と自社株買いが代替的に用いられない要因をもう一つ（海外機関投資家の保有比率の上昇）解明したことになる。

株主によるガバナンス行動が企業に与える影響

本論文で解明したい最後の論点は、株式の所有構造と企業パフォーマンスの関係である。この背後には、株主がガバナンスを通じて企業の業績向上に資する行動を取るかという問題意識がある。日々の企業と株主の会話ややり取りを外からうかがい知ることができないが、少なくとも保有割合と株価や業績の関係性を見ることは可能である。そこに因果関係を見出すことができれば、次の課題として株主が企業に対して行っている具体的なガバナンス行動を検討していけばよい。

投資家は、投資収益最大化を目的とする主体と、投資収益以外の便益をも見越して株式を取得する主体の、大きく二つに分別することが可能である。前者は善管注意義務のある機関投資家や個人投資家、後者は銀行や生命保険会社に事業会社など、投資先企業と何らかのビジネス上の接点のある組織である。ただし、前者の機関投資家の中には、銀行や生命保険会社などの金融機関グループに属するものも存在し、こういう機関投資家はグループ会社の便益を優先した投資行動をする可能性も否めない。したがって、投資収益最大化を目的とする機関投資家としては、独立性の高い機関投資家のみが該当するという議論もできる。その仮定に立てば、独立性の高い機関投資家は、投資先企業に対してのモニタリング活動を通じて企業業績向上に資する一方、それ以外の投資家にはそのようなガバナンス効果は期待できないということになる。この独立性の高い機関投資家によるガバナンス効果を検証した先行研究に Ferreira and Matos (2008) がある。その分析結果は、独立性の高い機関投資家の保有割合が高い企業では、企業価値および企業業績の向上が見られることを報告している。一方、独立性の低い機関投資家の場合はそのような現象は見られなかった。これは独立性の高い機関投資家によるモニタリング効果の影響だと示唆される。日本では、宮島・新田 (2011) が、独立性の高い機関投資家に似たプロフィールとして海外機関投資家に着目し、その保有割合と業績の関係性について実証しているが、株価や企業価値への影響は分析していない。また、独立性の低い機関投資家としては国内機関投資家が考えられ、より直接的には金融機関（銀行、生命保険会社）が存在するが、これら株主のガバナンスへの関与についても分析をしていない。

そこで 5 章では、海外機関投資家、国内機関投資家、金融機関（銀行、生命保険会社）による株式保有が、ガバナンス効果を有して企業のパフォーマンスおよび企業価値の向上に寄与するかを検証する。仮説としては、海外機関投資家による株式保有はガバナンス上プラスの効果があり、国内機関投資家および金融機関による株式保有にはそのような効果はない、というものである。特に、機関投資家の投資実態、およびその効果はこれまで明らかにされてこなかったが、これが明らかになればわが国における企業財務およびガバナンスの制度設計をよりの確なものにすることが可能である。

分析は、1990-2008 年度について大株主名簿に遡及して、可能な限り株主の属性を特定した包括的なデータベースに基づき、次の点を示した。第 1 に、銘柄選択において内外の機関投資家には、規模・流動性のみでなく、収益性、安定性、財務健全性などの点で質の高い企業 (high quality stock) の株式を選択するという共通の選好がある。それと対照的に、

銀行・保険会社は質の低い企業への投資を継続している。また、海外機関投資家は国内機関投資家に比べて外形的なガバナンス特性（取締役会の規模・社外取締役）を重視する傾向が強く、いわゆるホームバイアスも一貫して強い。第 2 に、内外機関投資家による株式保有の増加は実質的な規模で投資収益率にプラスの影響を及ぼす。その要因としては内外機関投資家ともに自身の投資によって株価が上がるという需要ショックの側面が強いが、海外機関投資家の場合はモニタリングの側面も確認できる。最後に、銀行・保険会社の株式保有は企業価値や企業業績にマイナスの影響を与えるのに対して、内外の機関投資家による株式保有は、企業価値や企業業績に対してプラスの効果を及ぼす。この結果は、たとえば保有比率の上昇が機関投資家バイアスやホームバイスに基づき、また、株価へのインパクトが需要ショックによるとしても、いったん内外機関投資家の保有比率が上昇すれば、退出（持分の売却可能生）や発言を通じて実質的なモニタリング効果を持つことを示唆する。

5 章の貢献は、以下である。まず、投資主体による銘柄の選択基準を明らかにし、そして、それら投資主体による株式保有が株価、業績にプラスの効果をもたらすかどうかを解明したことである。特に、機関投資家については、それを国内外で分けて分析をしたことで、これまでグレー投資家と考えられてきた国内機関投資家についても、その株式保有が企業パフォーマンスにプラスの効果があることを解明したことは、これまでにない貢献である。同様に、銀行、保険会社という金融機関の投資行動が企業パフォーマンス向上に資することはないというのは、通説としては議論されてきたが実証はされていなかったのでこの貢献も大きい。最後に、そのメカニズムの解明は今後の課題であるものの、それら国内外の機関投資家による株式保有が実質的なモニタリング効果を有することを解明したことは、それら投資家による日本株投資の環境整備が重要であることを裏付けるものであり、昨今のコーポレートガバナンスコードの導入はその流れに沿ったものであるということが出来る。したがって、政策的貢献の多い研究であると言えよう。

本論文の構成は以下のとおりである。1 章は、第三者割当増資におけるアナウンスメントリターンの実証分析を、2 章は第三者割当増資の中長期パフォーマンスの実証分析、3 章は自社株買いにおける流動性仮説の検証、4 章は株式所有構造とペイアウト政策の関係性、5 章は株式所有構造と企業統治を通じた企業パフォーマンスの関係性を、そして最後に終章で本論文のまとめと展望を論じる。

第1部：エクイティファイナンスに関する実証分析

1章

第三者割当増資におけるアナウンスメントリターンの実証分析¹

～第三者割当増資における大株主効果の検証～

1.1 はじめに

近年、公募増資、第三者割当増資に次ぐ第三の増資手法としてライツ・イシューが注目を集めているが、公募増資、第三者割当増資のどの側面が具体的に悪いのかに関して積極的に分析された先行研究はあまり多く存在しない。特に、第三者割当増資に対する規制の動きが盛り上がってきた背景は、第三者割当増資は経営陣と引受投資家との相対交渉ですむため、その実際の中身や目的が他の一般株主からは見えにくいこと、また、近年の我が国の新興市場を中心にそれを悪用する事例が相次いだことであるが、一方で、第三者割当増資が機動的な資金調達手段として企業に重宝されてきたこともまた事実として存在する。第三者割当増資の功罪を判断するには増資発表時の株価反応の検証、および、増資後の業績や株価パフォーマンスの実証分析が役に立つ。まず、発表前後の株価反応に関する先行研究によると、日本においても米国においても第三者割当増資の発表日前後の超過株式投資収益率（Cumulative Abnormal Return、以下 CAR）は概ねプラスになることが報告されている²。特に米国においては、公募増資発表時の株価効果はマイナスであることが多くの先行研究で報告されていることと対比すると、第三者割当増資のプラス効果は際立つ。

一方、第三者割当増資は既存株主にとって功罪両面を有するため、企業特性や投資家属性によるカテゴリー分けによる分析が重要となるため、近年の当分野の実証分析では、その点を丁寧に分析している。Krishnamurthy et al. (2005) は、財務危機的状态（Financial Distressed）にある企業では、発表前後の短期 CAR はプラスになるが、それ以外の企業ではプラスの短期 CAR はあまり確認できないことを報告している。Barclay et al. (2007) ではシナジーが見込まれる投資家が引き受ける案件ではプラスの CAR が発生するものの、それ以外の案件ではプラスの株価効果は観察できないと報告している。

わが国でも市場から評価される第三者割当増資案件を案件の属性や特性を意識して詳細に分析することはわが国のエクイティファイナンスの現状を理解する上で非常に有益であ

¹ 本研究には、以下の方々から貴重なコメント、アドバイスを頂いた。感謝申し上げます。第34回日本経営財務研究学会での討論者の井上光太郎氏（東京工業大学）、第73回証券経済学会での討論者の三谷英貴氏（立命館大学）、早稲田大学企業法制と法創造研究所・ファイナンス総合研究所共催セミナーの出席者の方々、そして蟻川靖浩氏、宇野淳氏、宮島英昭氏（すべて早稲田大学）、大崎貞和氏（野村総合政策研究所）、経営財務研究の匿名のレフェリーの方々、編集委員長。また、野村財団からの研究助成金および科学研究費補助金（課題番号：23730338）を受けて行った。

² Wruck (1989)、Hertzel and Smith (1993)、Kato and Schallheim (1993)、馬場 (1997)、阿萬 (2003)、鈴木 (2008)。

る。そこで、本章の目的は、プラス効果とマイナス効果の両方の仮説を抱える第三者割当増資について、日本においての発表時前後の株価効果を確認し、どの仮説が当てはまり、どのような第三者割当増資が市場から評価されているかを明らかにすることである。分析の結果からは主に3つのことが言える。一つ目は、株主による保有の集約が進む案件や引受投資家との間でシナジーの見込める案件においてCARが高いこと、二つ目は、米国の先行研究とは異なり、我が国（東証1部上場企業）においては業績不振企業による第三者割当増資の方が市場より評価されるという状況は見られないこと、三つ目は、内部者の引き受けによる情報の非対称性解消による株価へのプラス効果は確認できなかったことである。

本章は、我が国の第三者割当増資について、先行研究では分析されてこなかった企業の収益状況別や投資家別、そして第三者割当増資の目的などによるカテゴリー分けで案件を分類し、その上で引受投資家の持分増加割合や引受後の保有割合に基づいた分析を日本で初めて実施するものである。

本章の構成は以下の通りである。次節にて先行研究について説明し、3節では、本研究で使用されるデータと分析手法の詳細を説明する。4節では3節で行った分析結果とその解釈を、5節で本章の総括を行う。

1.2 第三者割当増資に関する先行研究と本章での分析モデル

第三者割当増資が株価に与える影響には主に四つの仮説が挙げられる。それらはプラスの効果を与えるとされるモニタリング仮説、シナジー仮説、保証 (certification) 仮説、およびマイナスの効果とされるエントrenchメント (managerial entrenchment) 仮説である。以下、それらの仮説を、先行研究をもとに整理していく。

1.2.1 モニタリング仮説

モニタリング仮説は、株主による保有の集中が進み経営陣へのモニター機能が働くことで、より一層社内リソースの効率的な活用が促されるというものであり、その背景にある議論は大株主効果である (Jensen and Meckling [1976])。Wruck (1989) が第三者割当増資による保有の集中度の増加とCARの関係に関する実証分析を実施し、保有の集中によるモニタリング効果が企業価値の増大をもたらすと結論付けている。ただ、同時に、引受投資家が企業の支配権を獲得する場合、あるいは、引受投資家が取締役会に参画する場合は企業価値にマイナスであることを報告し、経営陣が株主総会などを通じて既存株主の承認を得ることなく企業の支配権や取締役会への参画権を譲ってしまうことに、既存株主はネガティブに反応すると説明している。したがって、引受投資家の持分割合が増加することでモニタリング効果が発生するものの、支配権を獲得するほどの場合は逆にネガティブな影響が発生するというのがWruck (1989) からの示唆である。

1.2.2 シナジー仮説

モニタリング仮説が株主による経営の規律化やガバナンスに対する期待である一方、株主との間での事業上のシナジーの創出による将来キャッシュフローの改善を期待するものがシナジー仮説である。Barclay et al. (2007) では、第三者割当増資を引き受けた投資家との間でシナジーが期待できそうな案件において、CAR および長期の株価リターンともに高いという報告がなされている。

1.2.3 保証 (Certification) 仮説

保証仮説は、第三者割当増資に応じる投資家は一般投資家よりも会社に精通しており、市場に対して当該企業の株価は適正だとお墨付き (certification) を与えているに等しいというものである。Krishnamurthy et al. (2005) は、企業の関係者 (内部者や提携先企業など) は情報獲得コストも低く、企業に関してより正確な知識があるので、これらが引き受け手となる場合は企業価値に対しての保証となるという保証仮説を展開した。実際、彼らの実証分析では関係者へ割り当てる案件の方が、純粋な第三者へ割り当てる案件よりも CAR が高いことが報告され、保証仮説を確認している。

1.2.4 エントレンチメント仮説

第三者割当増資は公募増資と異なり、経営陣と引受投資家との相対交渉で実行可能であるため、経営陣と当該投資家が結託しその他一般株主の利益を搾取することが構造上は可能である。特に第三者割当増資で発行される新株の価格は市場での株価に比べるとディスカウントとなることが一般的であるため、それを対価として提供する形で自らの仲間内の投資家に株式を割り当てれば、経営陣は自らの地位の安泰化を図ることができる。そういう経営陣の私的便益の追求が第三者割当増資のモチベーションであるとするのがエントレンチメント仮説である。

Wu (2004) は、第三者割当増資に参加する投資家は公募増資を引き受ける投資家に比べて企業に対するモニタリングにより寄与しているわけではないことを示した。また、第三者割当増資をブロックトレードとの比較で分析した Barclay et al. (2007) では、大半の第三者割当増資の引受投資家がパッシブ投資家であること、およびそれらケースでプラスの株価効果は見られないことを報告している。そして、増資後当該企業が買収される確率もブロックトレード案件の約半分であることを指摘し、引受投資家に対するディスカウントの提供は、経営陣の安泰化に協力してくれることの対価であると主張している。

1.2.5 日本における先行研究

日本での当分野の先行研究は、Kato and Schallheim (1993)、馬場 (1997)、阿萬 (2003)、鈴木 (2008) において発表日前後の短期 CAR は平均してプラス 5%程度となることが報告

されており、米国の先行研究と同様の結果を得ている³。日本の先行研究では、米国の先行研究のようにどの仮説が成立しているかを直接立証しに行くよりも、企業グループにおける系列との関係や第三者割当増資の引き受け手に関する情報が与える影響について分析している。Kato and Schallheim (1993) は、系列内企業間での第三者割当増資の方が、系列外案件よりも発表後の株価パフォーマンスが良いことを示し、系列が系列グループ企業の株主にとってメリットがあることの裏付けであると議論している。

阿萬 (2003) では、株価反応のサンプル間の差異が、引受投資家数、および引受投資家に銀行が含まれるかによってどう変わるかを分析している。結果は引受投資家数が多いほど、また、銀行が引受投資家に含まれる場合に、CAR に負の影響があることを重回帰分析によって示した。これらの解釈としては、引受投資家数が増えると個々の主体の支援インセンティブが低下する可能性を指摘し、また、銀行が引き受けるという事実が市場に対して発行企業の経営状況が極めて悪化している事実を露呈するという負の情報効果を主張している。

鈴木 (2008) は CAR を被説明変数とする重回帰分析を実施し、発行済株数に対する規模の係数が有意にプラスに効いている一方、TOB ダミー変数 (増資による新株割合が増資後の発行済株式数に対して 33.3%超の発行となるもの) はマイナスに効いていることを示した。これは Wruck (1989)、Arena et al. (2007) 同様、株主総会の承認を経ずに実質的な支配権を譲り渡すことに対して市場がネガティブに反応することを示唆するものである⁴。

なお、阿萬 (2003) と鈴木 (2008) からは、発行規模が大きいほどプラスの株価効果があることは共通している。しかし、規模のみではモニタリング仮説の立証はできず、引受投資家の持分の増分で検証する必要がある。20 の引受投資家がそれぞれ発行済株数の 1% を引き受ける場合と、ひとつの引受投資家が単独で発行済株数の 20% を引き受ける場合、当然ながらモニタリングに与えるインパクトは異なるはずである。その点に関して、本研究では筆頭引受投資家の持分上昇割合や増資後の保有割合で詳細に分析している。また、議論の対象となりがちなディスカウント率や収益性などについては二つの先行研究の間に整合性が見られない。これは、一つには両者の対象期間が異なること、また、阿萬 (2003) のサンプルには東証 1 部企業のみならず東証 2 部や大証の企業、および銀行を始めとする金融機関もサンプルに含まれていること、マーケットモデルによる CAR の計算において市場リターンとして日経平均を使っている⁵ 影響がある。このような状況からも、企業の収益状況やタイプ別で日本の第三者割当増資を分析することは、正確な現状理解のために重要である。

³ 一方、広瀬・大木 (2009) では 0.9% のマイナスとなると報告しているが、他の先行研究がプラスとなっていることとの違いについては説明されていない。

⁴ ただし、鈴木 (2008) では発行済株数に対する発行規模が 33.3% を超えているかどうかを検証しており、引受投資家の持分割合で確認したわけではない。

⁵ 鈴木 (2008) は TOPIX を用いている。

1.2.6 本章での仮説と分析モデル

以上、わが国の第三者割当増資に関する先行研究では、短期の株式投資収益率が有意にプラスであるという点ではおおむね共通認識はできているものの、その要因の解明という点ではまだコンセンサスが得られている状況ではない。本章での分析においては、サンプル期間を 1990 年から 20 年弱をカバーし、かつ、サンプルを企業の収益状況や企業特性、引受投資家種別、あるいは第三者割当増資の目的に応じたカテゴリー別に分析することで、その要因を解明しようとするものである。仮説としては以下の 4 つを検証する。

まずは、日本で不景気時期と重なる 99 年以降第三者割当増資の件数が増加していること、および Krishnamurthy et al. (2005) では財務危機・業績不振 (financial distressed) 企業による第三者割当増資は市場から評価されていることを踏まえ、財務危機・業績不振企業ほど第三者割当増資の発表による株価へのポジティブ効果は高いという仮説である。これを本研究ではレスキュー仮説 (財務体質改善効果) と名付ける⁶。二つ目の仮説は、内部者引き受けによる保証仮説 (情報の非対称性解消効果) である。Krishnamurthy et al. (2005) によると、内部者による引き受けで一般株主との情報の非対称性が解消され、株価にプラスの効果が発生するということであり、これのわが国での検証となる。ただし、Kato and Schallheim (1993) においては系列内での案件と系列外での案件では、短期の CAR に違いはないと報告しており、その結果からは日本では内部者引き受けによる情報の非対称性の解消による保証仮説は成立していないようにも見える⁷。内部者による保証仮説が正しければ株価にプラスの影響を与えるが、内部者が大幅に低い株価で第三者割当増資を引き受けているなどのエントレンチメント効果の影響が大きい場合は逆に株価にネガティブな影響が発生するはずである。分析において、内部者の定義としては親会社、関係会社、経営陣そして筆頭株主とする⁸。

三つ目は、Wruck (1989) で支持されたモニタリング仮説であり、第三者割当増資による株価へのプラス効果は、引受投資家の持分増加割合が高いほど大きいとする仮説である。ただし、Wruck (1989) では引受投資家の持分増分が 5%~25%の間ではマイナスの効果が見てとれ、かつ、支配権を獲得するほどの大規模な案件になるとマイナスの評価を受けていることから、引受投資家の持分割合と株価反応は単純な線形関係にはない可能性がある。また、日本の各証券取引所が大規模な第三者割当増資に対しての規制を導入したことは、大規模案件への懸念の表れであるが、経営の支配権の移動がコントロールプレミアムが支

⁶ ただし、Hertzel and Smith (1993) では CAR を被説明変数とする重回帰分析において、業績不振企業に対して与えたダミー変数は符号はマイナスであったが有意ではなく、レスキュー仮説は成立しておらず、この仮説については米国の先行研究は統一した見解があるわけではない。

⁷ ただし、Kato and Schallheim (1993) では案件発表後の中期の株価推移において、系列内案件の方が系列外案件よりも高いパフォーマンスを残すことを報告しており、これは一種の内部者による保証効果である可能性はある。

⁸ Krishnamurthy et al. (2005) での内部者の定義は、他に弁護士、コンサルタント、取引先も含まれていたが、日本企業の対外発表資料からそれらを抽出するのは困難なため、データ入手が可能なもののみに限定した。

払われずに実施されること、あるいは株主総会の決議を経ずに実施されることは、潜在的なエンタレンチメント要因でもある。したがって本章で検証するモニタリング仮説は、筆頭引受投資家の保有の集中度合いが高いほど株価へのプラス効果が大きい、経営の支配権獲得となる場合はその効果はネガティブに転じる、というものである。

最後の仮説は、Barclay et al. (2007) で確認されたシナジー仮説である。事業会社を引き受け手とする大株主の出現はモニタリング機能の強化に加えて発行体とのシナジー創出も可能である。特に、日本で第三者割当増資が増加した時期は M&A が定着した期間とも重なるため、企業が第三者割当増資をシナジーを目的とした M&A の手段として用いる傾向が強い場合は、シナジー効果が期待できよう。

具体的な分析モデルとしては、以下の3つを行う。まずは、発表日前後の CAR の測定を実施し、次に企業の収益状況や特性、引受投資家属性別に分けたカテゴリーごとでの違いを検証する。そして、最後に CAR の要因の割り出しを重回帰分析にて実施する。

1.3 本研究で使用されるデータとその属性

本章の分析対象は、1990年1月～2008年3月末日までの間に取締役会決議がなされた東証1部上場企業による第三者割当増資である⁹。合計600案件が該当するが¹⁰、この中から以下の調整を行った。まず、ある程度の規模の第三者割当増資でないと市場でのインパクトが検証できないため、Barclay et al. (2007) を参考に増資後の発行済株数に対して3%以上の新株を発行する第三者割当増資のみを分析の対象とすることとした¹¹。これにより、238件の第三者割当増資が分析の対象外となるが、このうち216件に関しては第三者割当増資が公募増資と一緒に実施されたものである。第三者割当増資の規模が小さいことから、これらは公募増資をメインとする資金調達であったものである。また、米国の先行研究において、公募増資と第三者割当増資は異なる株価反応を示すことが報告されているため、その理由においても公募増資と同時に実施されたもの分析の対象外とすべきであろう。同様の理由で転換社債、新株予約権が同時に実施されたもの（それぞれ2案件ずつ）も分析対象から外した。その他、債権者による債務免除や債務株式化などの金融支援が同時に行われた18案件¹²、決算発表や業績予想の修正と同時に発表された27案件、銀行、証券、保険その他金融業種銘柄の98案件¹³。発表日を特定できない8案件、上場後間もなく第三者割

⁹ その後上場廃止となった企業を含む。

¹⁰ オーバーアロットメントによる第三者割当増資案件は含んでいない。

¹¹ Barclay et al. (2007) では、重要な持分割合として一般的に受け入れられている5%を基準にして、増資後発行済株数に対して5%以上の案件を分析対象としている。ただ、日本においては5%未満の資本提携でも大々的に報道されることも多い（たとえば、2009年10月に伊藤忠商事が小売り大手のユニーに3%出資して筆頭株主となり、日本経済新聞の1面トップ記事として扱われた）。

¹² 債務リストラと外部者による投資が同時に行われる案件では、CARに大きなプラスが発生することが Inoue et al. (2008) によって報告されているため、債務リストラが同時発表された案件を除く必要がある。

¹³ 阿萬 (2003) では銀行をはじめとする金融機関はサンプルに含まれていたが、金融機関における増資と事業会社における増資は意味合いが異なるため、本分析ではサンプルから除外。他の先行研究でも同様に

当増資を実施したために、後述するイベントスタディにて推定ウィンドウが不足する 4 案件も除外し、最終的に 168 件が分析対象となった¹⁴。第三者割当増資のデータや企業の収益、財務データ、および株価データは Quick Astra Manager を利用した。

1.3.1 第三者割当増資を実施した企業と投資家の関係、およびその目的

サンプルデータの案件発表時期を見てみると（表 1-1）、90 年代は案件数が少ない一方、99 年以降盛り上がりを見せているが、これは平成金融不況の本格化で資本注入を必要とする業績悪化企業の増加と、我が国において M&A が定着し始めたことの二つの要因が関係している。Krishnamurthy et al. (2005)、Barclay et al. (2007) の分析によると、引受投資家の種別や企業との関係性が重要な要因となる。そこで、筆頭引受投資家の内容を見てみたのが表 1-2 である。

表 1-1：【サンプルの第三者割当増資の発表年別件数内訳】

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
3	6	4	1	0	2	1	0	9	16
2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	計
12	14	17	14	11	14	17	24	3	168

(注) 2008 年は 3 月まで

表 1-2：【筆頭引受投資家の種別および発行体との関係】

筆頭引受投資家の種別

金融機関 ¹	オーナー	事業会社	ファンド ²
6	8	130	24

筆頭引受投資家と発行体の関係

関連会社	子会社	それ以外
34	12	122

案件前からの既存株主（上位 10 株主）による引き受け

上位 10 株主		
筆頭株主	2～10 位	それ以外
58	15	95

筆頭引受投資家の増資後株主順位

筆頭株主	2 位以下 ³
116	52

割当先数

1 社	2 社	3～10 社	11～50 社 ⁴	100 社以上
111	18	21	15	3

(注) 1) 銀行 4 件、生保 1 件、損保 1 件。

2) ファンドには NIS（旧ニッシン）による 2 件の引受案件を含む。

除外されている。

¹⁴ また、ほかにも M&A の一つのプロセスとして行われたものや、仕手筋やインサイダー取引の疑惑が新聞で確認できた案件も除外している。なお、本分析においてはリピート案件も含めている。最大リピート数は 1 社が 5 回、他 20 社が 2 回実施している。

- 3) うち、筆頭引受投資家が案件後上位 10 株主に入らない案件は 4 件のみ。
- 4) このカテゴリーでの最大割当先数は 42 社。

これによると、大半の筆頭引受投資家は事業会社となっている。銀行が筆頭引受投資家の案件はほとんど存在しない。これは、Kato and Schallheim (1993) において、サンプルの 20% において筆頭引受投資家が銀行であったことと大きく異なる¹⁵。Kato and Schallheim (1993) の分析対象期間が 1974 年から 1988 年までであったことを考えるに、第三者割当増資の引き受け手が銀行から事業会社へと移行していることが伺え、この変化は持ち合い解消現象と整合的である。

次に筆頭引受投資家と企業の関係を見てみると、筆頭引受投資家にとって増資前にすでに発行体が関係会社であったケース¹⁶、およびすでに子会社であった件数は合計で 46 件あり、全体の 27% を占める。これらに経営者（オーナー）による引き受けの 8 件を加えた合計 54 件（32%）の第三者割当増資は内部者による引き受けとなるため¹⁷、保証仮説が正しければ株価はプラスに反応するが、エントレンチメント仮説の影響が大きい場合は逆に株価反応はネガティブ、あるいは発行価格のディスカウント率が高くなる。う。

一方、筆頭引受投資家が増資前から上位 10 株主であった件数は 73 件である。上述の通り、引受投資家にとって発行体が関係会社または子会社であった件数が 46 件存在したため、増資前から上位 10 株主であったもののうち、グループ関係ではないものは 27 件しか存在しないことが分かる。したがって、第三者割当増資は、すでに親子関係、または関連会社化したグループ内における持分割合の増加として用いられるか、または、今まで上位 10 株主ではなかった企業が新たに資本提携や事業提携をする際に用いられる場合のどちらかが主流であることが分かる。

なお、増資前も後も筆頭株主であった案件は 58 件であり、約 3 分の 1 に該当する。他方、増資前に上位 10 株主でなかった投資家が引き受けて、増資後に筆頭株主に躍り出たケースは 46 件存在する。これらケースが最も市場にとってサプライズの大きい（情報効果の高い）案件であると想像される。

また、割当先数では、1 社への割り当てが最も多く、2 社への割り当てと合計すると、8 割弱を占める。少数の投資家にしか割り当てられないので、他の既存投資家は第三者割当増資の是非を判断しやすいはずである。Wruck and Wu (2009) によると、彼女らの分析対象としたアメリカの第三者割当増資サンプル 1,976 件においては 65% の案件で 1 つの投資家

¹⁵ 阿萬 (2003) では、引受投資家に銀行が含まれている案件の割合（筆頭引受投資家とは限らない）は 24% であった。

¹⁶ 関係会社の基準としては、保有持分割合が 15% 以上かつ役員派遣、または 20% 以上であるが、前者の区分に該当するものはサンプル中 1 つのみである。

¹⁷ これに加えて取引金融機関が筆頭引受投資家の案件も内部者による案件に該当しうるが、今回は除外した。その理由は、阿萬 (2003) において、銀行による引き受けは、企業の経営状況の悪さを対外的に知らしめる負の情報効果があることが指摘されており、純粋な内部者効果を測る際にはこれら案件は含めるべきではないと判断したためである。また、金融機関が筆頭引受投資家の案件は、1 案件を除きすべて引受投資家が多数存在し、筆頭金融機関の引受割合があまり高くない（最大でも増資後発行済株数に対して 3% 弱）。

のみに割り当てられており、5つ以上の投資家に割り当てられる案件は15%でしかないと報告されている。本分析のサンプルも同じ傾向にあると言えよう。阿萬（2003）では引受投資家2社以下の案件が245サンプルの約半分強を占めている¹⁸。

次に、新聞報道をもとに第三者割当増資の目的別に整理すると、表1-3のとおりである¹⁹。これによると、第三者割当増資の目的は引受投資家との間でのシナジー創出、または、財務危機・業績不振状況の企業の二つに大別できる。シナジー目的かつ財務危機的状况に該当することが明確な案件は16件存在するが、新聞で明確に報じられなくとも財務危機・業績不振企業の多くはシナジーをも目的にしているであろうことも推察され、実際はもっと多くの案件がこの2つのカテゴリーの両方に属する。

表1-3：【第三者割当増資の目的別内訳】

引受者との シナジー	財務危機 業績不振 ¹	持ち合い ²	成長投資 ³	負債返済 ⁴	拒否権 ⁵ 獲得	支配権 ⁶ 獲得
74	61	8	16	11	35	18

- (注) 1) うち16件はシナジー案件にも該当。
 2) 新聞記事で持ち合いが確認できたもののみ。すべてシナジー案件にも該当。
 3) うち7件はシナジー案件にも該当。9件のみが引受投資家の関与しない成長投資（工場建設など）。
 4) このカテゴリーでの最大割当先数は42社。
 5) うち5件は業績不振にも該当。6件のみが財務危機的状况の報道がなく、借入金の返済目的。
 6) 株式を50%以上保有することになった案件、および40%台でも新聞報道により子会社化と報道されたものも含む。
 (5.6ともに増資後最初の事業年度末の保有割合。増資～年度末の間に追加で株式を取得した場合はそれを含む数値)

鈴木（2008）でも指摘されているとおり、第三者割当増資をM&Aの手段として活用するケースも見受けられるが、新聞報道ベースでM&A要素の強い案件を判断すると主観的な見解が入ってしまうため、持分割合の変化でも確認することとする。一つは引受投資家が拒否権を獲得する3分の1を超える点、もう一つは支配権獲得の50%を超える点である。ただし、支配権に関しては、新聞記事により40%超でも子会社化と報道されている場合は支配権の獲得と認定することとする。

35の案件で筆頭引受投資家の持分割合が増資前に3分の1以下だったものが、増資後に3分の1超となっている²⁰。これは実質的に友好的TOBの代替として第三者割当増資が用いられたケースとも言え、引受投資家はTOBプレミアムを支払うことなく拒否権を取得したこととなる。ただし、TOBと第三者割当増資で大きく異なるのは、TOBでは既存株式を買

¹⁸ 阿萬（2003）によると、地方銀行の第三者割当増資では引受投資家数が増える傾向があるとのことであり、本章のサンプルでの1案件当たりの引受投資家数が阿萬（2003）に比べて少ないのは、阿萬（2003）では銀行をサンプルに含んでいるためである。

¹⁹ 日経新聞報道にてそのような内容が確認できるものをすべて抽出。互いに排他的ではない。

²⁰ うち10件は支配権をも獲得。

い取るが、第三者割当増資の場合は引受投資家の払い込む現金は会社の資産となる。この現金によって会社の将来性や事業性が向上する場合、すなわち、企業価値向上の可能性がある場合は既存株主もその恩恵を受ける。したがって、筆頭引受投資家の持分が3分の1を超える第三者割当増資のすべてにおいて、既存株主がTOBプレミアム分を取り損ねるとの議論はできず、むしろ払い込まれた現金が企業経営にどのようなプラスをもたらすかとの比較において評価されるであろう。

また、18の案件で、筆頭引受投資家が増資後に50%以上を保有する支配株主となっており、このケースにおいても引受投資家は本来であればコントロールプレミアムを支払って株式を取得するところを、プレミアムを支払うことなく経営権を取得できた構図とも言える。他の一般投資家はコントロールプレミアムを得る機会を逸したことになるが、TOBと第三者割当増資の違いと同様、その解釈には注意を要する。

1.3.2 サンプルの記述統計

サンプル企業の自己資本比率は平均値、中央値ともに25%程度であり、必ずしも低いわけではない。第三者割当増資は、自己資本ベースの脆弱な企業が自己資本の増強のために行うとは限らないことを示唆する。これは、上述の通り、第三者割当増資案件の約3割がグループ企業間の持分上昇のために用いられていることと併せて考えると納得がいく。実際、サンプルを直前期の当期利益が黒字か赤字かでグループ分けすると、黒字サンプル(95件)の自己資本比率は中央値で29.0%に対して、赤字サンプル(72件)に限定すると同じく中央値で16.6%となる。財務基盤強化を目的とする第三者割当増資は主に赤字サンプルにおいてのみ当てはまるであろうことが推測される。

表 1-4 : 【サンプルの記述統計】

	自己資本比率	総資産営業利益率	当期利益率	総資産(百万円)	時価総額(百万円)	発行金額(百万円)	トービンQ	PBR	CAR [-1,1]
平均値	26.3%	2.0%	-2.9%	336,058	99,969	17,416	0.84	3.2	4.6%
中央値	25.4%	2.4%	0.2%	96,014	35,603	4,838	0.66	1.2	2.8%
最大値	86.2%	18.6%	8.8%	7,883,786	2,062,393	586,000	3.88	134.2	41.2%
最小値	-15.8%	-33.5%	-63.3%	1,528	1,160	280	-0.19	-77.3	-17.2%
標準偏差	19.7%	5.6%	10.6%	802,430	206,928	52,697	0.63	12.9	9.1%
観測数	168	168	168	168	168	168	168	168	168

	希釈化率 ¹	増資後発行済株数に対する発行割合 ²	筆頭引受投資家の案件後持分割合 ³	筆頭引受投資家の持分増加割合 ⁴	発行価格の対市場株価ディスカウント幅			
					対前日	対前20営業日平均	対前60営業日平均	対前120営業日平均
平均値	22.7%	16.5%	25.6%	13.4%	5.4%	5.6%	6.2%	7.2%
中央値	16.6%	14.3%	20.1%	10.0%	5.5%	5.1%	5.7%	8.2%
最大値	176.9%	63.9%	81.7%	80.0%	55.0%	58.3%	55.2%	57.6%
最小値	3.2%	3.1%	1.4%	-12.3%	-61.7%	-34.1%	-25.0%	-52.0%
標準偏差	22.8%	11.3%	19.8%	12.3%	13.1%	10.8%	10.7%	13.9%
観測数	168	168	168	168	168	168	168	168

- (注) 1) 増資前の発行済株数に対するの新株発行割合。東証の定義。
 2) 増資後発行済株式数割合。3%以上のもののみが分析対象ゆえに最小値は3%。事後の希釈化率。
 3) 増資後最初の事業年度終了時の四季報ベース。増資後、決算年度末までの間にTOBや既存株式

を追加取得した場合は、それを含む数値。

4) 増資前に上位 10 株主に入っていなかった投資家は、増資前の持分をゼロと仮定して計算。

中央値ベースで第三者割当増資を行う企業の規模感を捉えると、総資産ベースで 1,000 億円程度、時価総額で約 350 億円、増資金額が約 50 億円という状況である。規模のばらつきが非常に大きい、時価総額で 500 億円未満のケースが 103 件を占めており、第三者割当増資を実施する 6 割強の企業は機関投資家の投資対象とはならない中堅、小型銘柄であることが分かる。

増資前発行済株数に対する発行割合の数値を示す希釈化率は中央値ベースで 16.6%となっており、東証、大証、ジャスダックが 2009 年より新たに導入した希釈化率の基準値である 25%を超えている案件は 168 サンプル中 56 サンプルと約 3 分の 1 である。これらがもし 2009 年の取引所の上場規則の改定以降に実施されていたならば、株主総会による承認や第三者による意見書などを取得する必要があったということになる。筆頭引受投資家の案件後の持分割合は中央値で 20.1%であり、第三者割当増資後はおよそ半分の発行企業は筆頭引受投資家にとっての関連会社となることが分かる²¹。また筆頭引受投資家の持分の増加割合は中央値で 10.0%であり、約 1 割持分割合が増加している²²。

第三者割当増資における発行価格に関しては有利発行に該当しない範囲であれば市場株価に対して一定のディスカウント（10%）を適用できるが²³、ディスカウント幅は案件発表前 60 営業日前までであれば平均値ベースで 5%~6%程度で収まっている。もしこのディスカウント幅が、引受投資家と企業の関係において、引受投資家に対する何らかの対価（保証仮説の場合は保証料的意味合いであり、エントレンチメント仮説の場合は協力費の意味合いになる）として使われている場合は、この中身を検証すると違いが浮かび上がってくるはずである。全体としては、対前日株価に対してプレミアムで発行されている案件は 37 件、121 件がディスカウント、10 件が発表前日の株価と同じ価格での発行となっている。CAR に関しては、発表日を 0 日（日経新聞による報道が先じた場合は報道の前日を発表日とする）と設定し、主に日本の第三者割当増資に関する先行研究を参考にマイナス 200 日からマイナス 40 日の 160 日間を推定ウィンドウとする²⁴マーケットモデルのもと、計算された β 値をもとに、イベント日前後 1 営業日の累積での Abnormal Return (AR) を測定した。マーケットリターンには TOPIX を使用した。CAR[-1,1]の分析結果は、平均で 4.6%上

²¹ ただし上述の通り、サンプルの 3 割はもともと関係会社か親会社が引き受ける案件である。

²² 持分増加割合がマイナスとなっているものが存在するが、これは保有割合を増資後の直近の事業年度末の株主構成のデータから取っているため、増資時から事業年度末までの間に他の株主が増資に応じ、相対的に持分が低下したなどが含まれる。

²³ 日本証券業協会は、払込金額（発行価格）に関しては、取締役会決議の直前日の株価に 0.9 を乗じた額以上であることと定めているが、直近日または直前日までの価額又は売買高の状況等を勘案し、必要に応じて最長 6 カ月を遡った期間の平均株価に対して 0.9 を乗じた額以上を許容している（「第三者割当増資の取り扱いに関する指針」（平成 18 年 5 月 1 日））。

²⁴ 先行研究での推定ウィンドウは Wruck (1993) で[-200,-60]、Kato and Schallheim (1993) で[-200,-61]、阿萬 (2003) で[-279,-30]、Krishnamurthy et al. (2005) で[-250,-61]、Arena and Ferris (2007) で[-298,-46]、鈴木 (2008) で[-200,-40]となっている。

昇（1%水準で有意）となり、米国、日本の先行研究同様、有意にプラスの結果を得た。168 サンプルのうち、CAR がプラスとなったものが 112 件、マイナス値は 56 件であった。

1.4 CAR のカテゴリー別の分析

1.4.1 ディスカウント率を調整した CAR：情報効果を測定

本節では CAR のタイプ別分析を行うが、CAR を補足するものとして調整 CAR の紹介をしておきたい。Wruck（1989）は、第三者割当増資の場合は引受投資家が市場株価に対してディスカウント価格で引き受けることが多いため、一般株主にとっての CAR は2つのコンポーネントの複合物だとしている。一つは、市場で新たに公表された情報（第三者割当増資の発表）による企業に対する評価が変化すること（情報効果）、もう一方は第三者割当増資を引き受ける投資家に対する報酬（既存株主が支払うコスト）である。市場で観測される AR は前者から後者を案件コストとしてネットアウトしたものと理解することができる。したがって、そのコスト分（ディスカウント分）を AR に足し戻すことで第三者割当増資の発表がもたらす情報効果による CAR を測定することが可能である（Discount Adjusted AR：割引調整 AR）。そこで本章でも Wruck（1989）に倣って AR_{adj} を算出することにする。増資後の発行済株式数に対して増資時に発行される株数割合を α 、増資発表前の株価を P_{before} 、発行価格を P_{offer} とすると、 AR_{adj} は以下の数式（1）で表せる。

$$AR_{adj} = (1/(1-\alpha))(AR) + (\alpha/(1-\alpha))((P_{before} - P_{offer})/P_{before}) \quad (1)式$$

このように計算した AR_{adj} をベースとした CAR_{adj} は平均で 7.47%、中央値で 4.35%であった（ともに 1%水準で有意）。

1.4.2 カテゴリー別の分析

次にサンプルを様々なカテゴリーに分別し、それらの CAR、発行価格の市場株価に対するディスカウント率、および CAR_{adj} について見てみる。その後、それらの決定要因を第 3 節の仮説に基づいて重回帰分析によって検証し、市場から評価される第三者割当増資の類型の判別を行う。仮説に基づいて予測される分析結果は表 1-5 の通りである。主に業績不振企業群、発行規模、持分増加割合、内部者による引き受け効果、シナジーの有無を検証することになる。

表 1-5 : 【仮説と予測される分析結果での説明変数の反応】

仮説	株価に与える影響（回帰分析で検出されると予測される説明変数符号）
• レスキュー仮説	財務危機・業績不振企業の方が CAR が高い、あるいは収益率係数がマイナス
• 保証仮説（内部者引受による情報の非対称性解消効果）	内部者による引受の方が CAR が高い、または内部者引受ダミー変数がプラス
• モニタリング仮説（シナジー効果）	引受投資家の持分増加割合と CAR が正の関係、シナジーダミー変数がプラス

案件のタイプ別による CAR、対前日株価に対しての引受価格でのディスカウント率、およびディスカウント率調整後の CAR_{adj} の平均値の結果は表 1-6 のとおりである。

表 1-6 : 【案件のタイプ別 CAR、引受価格ディスカウント率、CAR_{adj} の平均値】

	観測数	CAR		Discount		CAR _{adj}	
		平均値	差の有意水準	平均値	差の有意水準	平均値	差の有意水準
全サンプル	168	4.58%	N/A	5.74%	N/A	7.29%	N/A
直前期赤字	72	4.39%	0.82	7.15%	0.13	8.56%	0.40
直前期黒字	96	4.72%		4.09%		6.65%	
内部者引受 ¹	63	3.98%	0.50	3.71%	0.20	6.22%	0.39
それ以外	105	4.95%		6.41%		8.21%	
支配権or拒否権獲得	43	7.72%	0.01 ***	4.34%	0.54	14.15%	0.00 ***
それ以外	125	3.50%		5.76%		5.17%	
株主以外が拒否権or支配権獲得	14	12.58%	0.05 **	9.60%	0.09 *	26.96%	0.01 ***
既存株主が拒否権or支配権獲得	29	5.37%		1.80%		7.97%	
シナジー	74	6.29%	0.03 **	4.15%	0.28	8.50%	0.41
それ以外	94	3.23%		6.38%		6.66%	
引受投資家1社	111	5.69%	0.03 **	3.55%	0.01 **	7.75%	0.72
引受投資家2社以上	57	2.42%		9.01%		6.91%	
増資後筆頭株主	116	5.51%	0.05 **	4.42%	0.15	9.18%	0.02 **
それ以外	52	2.51%		7.58%		3.64%	
外部から増資後筆頭株主 ²	43	8.36%	0.00 ***	5.45%	0.98	14.41%	0.00 ***
それ以外	125	3.28%		5.38%		5.08%	

(注) 差の有意水準はカテゴリー内での差検定 (t 検定) の結果で数値は p 値。***1%有意水準、**5%有意水準、*10%有意水準。

1) 内部者引受は、筆頭株主、経営者、親会社、関係会社による引受。

2) 外部から増資後筆頭株主は、上位 10 株主でなかった企業が引き受けて、増資後に筆頭株主となったケース。

まず、財務危機・業績不振の代理変数である純利益で見てみると、CAR、ディスカウント率、CAR_{adj} のいずれにおいても直前期赤字企業と直前期黒字企業の間で有意な差は見られない²⁵。これだけから判断するならばレスキュー仮説は成立していないように見える。デ

²⁵ この一連の状況は、増資直後の当期利益での赤字、黒字、あるいは直前期と当期の 2 期連続での赤字、黒字でのカテゴリー分けで分析しても同様の結果であった。

ディスカウント率は有意ではないが赤字企業の方が高くなっており、引受投資家は赤字企業に対しては、それなりの対価を求めているものと推察される。

内部者の引き受けについては、外部者が引き受けたケースと比べて特に株価反応が高いわけではない。むしろ有意差は確認できないものの、外部者が引き受けたほうが CAR は高くなっており、内部者が引き受けることによる情報の非対称性の解消効果は認められない。すなわち、保証仮説は成立していないようである。ディスカウント率は、有意ではないものの、内部者引受よりも外部者引受の方が高くなっており、外部者は情報面においてハンディがある分、内部者よりも高いディスカウント幅を要求する可能性がある。内部者が引き受ける案件の方がディスカウント率が高い場合は、エントレンチメントの可能性も考えられたが、今回の分析結果はそれには該当しない。

筆頭引受投資家が拒否権や支配権まで獲得するケースと、それら以外で比較してみたケースでは、前者のほうが高い CAR、CAR_{adj} が発生している。本分析結果からは第三者割当増資においては、大規模な第三者割当増資は高い情報効果を持ち、既存株主が TOB プレミアムやコントロールプレミアムを取り逃がすことよりも、モニタリングやシナジー創出による経営改善効果および新たな現金注入による企業価値増大の恩恵を共有できることをより評価していると理解するのが正しいであろう。

なお、中身を詳しく見てみると、サンプル数が少ない分析ではあるが、上位 10 株主に入っていなかった外部企業や投資家が第三者割当増資を引き受けて拒否権や支配権を獲得するケース（株主以外が拒否権 or 支配権獲得）の方が、既存株主の引き受けによって拒否権や支配権を獲得するケースより高い CAR_{adj}（5%有意水準）、CAR（10%有意水準）が発生している。外部者による拒否権や支配権の獲得は市場にとってはサプライズ M&A 的な要素が強く、その分情報効果が大きく CAR_{adj} が高くなっているものと想像できる。このケースでは、外部者は情報劣位にあるために、引き受けに際してはより高いディスカウント率を要求しているが（差検定では有意ではないが）、それを差し引いた CAR ベースでも依然として、外部者が拒否権や支配権を獲得するケースの方が、既存株主が拒否権や支配権を獲得するケースよりも高いことが分かる（10%有意水準）。

シナジーの有無でのカテゴリー分けを見てみると、シナジーがあると報道された案件の方がシナジーに関する言及のなかった案件よりも CAR が高くなっている（5%有意水準）。市場が第三者割当増資を単なる資金調達手段としてではなく、事業戦略的手段としても評価していることを表している。なお、シナジーの有無に関しては、あくまでも新聞記事に基づくため、断定的な解釈はできない。そこで、引受投資家の数で分けしたところ、引受投資家が 1 社の方が 2 社以上の場合よりも高い CAR となっている（5%有意水準）。引受投資家が 1 社の場合は発行体とのシナジー創出が見込みやすいため、市場からの評価が高いということになる。この引受投資家数に関する結果は、阿萬（2003）の結果とも整合的である。なお、引受投資家が 1 社のカテゴリーはディスカウント率が 2 社以上のカテゴリーよりも有意に低く（5%水準）半分以下であるが、これはシナジーを享受しうる分だけ引

受対価として受け取るディスカウント率が小さくてよいということであろう。加えて、引受投資家が増資後に筆頭株主になるかどうかで分けしてみたケースでは、CAR_{adj}、CARともに増資後に筆頭株主になるケースの方が有意に高く（それぞれ5%水準）、情報効果の高さとモニタリング強化、シナジー創出に対する既存株主の期待の高さの現れであると言えよう。一つ興味深いのは、増資前は上位10株主に入っていなかった投資家が、増資後に筆頭株主になるケース（外部から筆頭株主）において高いポジティブな反応を得ていることである。このケースではより高い情報効果が発生していることになる。

なお、発行規模や保有の集中度合いのレベルによってCAR、プレミアム、CAR_{adj}がどの程度影響を受けるかをまとめたものは表1-7である。これを見ても、おおむね引受投資家の増資後の持分割合や増分が大きいほど市場は高い評価をしている様子が分かる。

表 1-7：【発行規模、保有の集中度合いと CAR、引受価格プレミアム率、CAR_{adj} の関係】

	観測数	CAR	Discount	CAR _{Adj}
増資後の筆頭引受投資家保有割合				
5%未満	23	1.54%	7.98% ***	2.08% *
5%以上25%未満	76	4.26% ***	5.31% ***	5.95% ***
25%以上50%未満	41	5.67% ***	3.19%	9.35% ***
50%以上	28	6.34% ***	6.76% **	13.24% ***
参考：33.3%以上	63	6.40% ***	5.66% ***	11.62% ***
筆頭引受投資家の持分増加割合				
5%未満	44	2.83% **	7.12% ***	4.28% ***
5%以上25%未満	106	4.01% ***	4.21% ***	5.82% ***
25%以上	18	12.25% ***	8.22% *	24.96% ***
発行割合（対増資後株数）				
5%未満	17	1.03%	7.03% **	1.41%
5%以上25%未満	117	4.88% ***	4.92% ***	6.44% ***
25%以上	34	5.33% ***	6.22% **	14.04% ***
参考：33.3%以上	16	5.68% *	10.48% **	20.69% **

(注) ***1%有意水準、**5%有意水準、*10%有意水準。

1.4.3 クロスセクションによる回帰分析

次に、クロスセクションによる回帰分析の結果は表1-8の通りである。既存株主による案件の評価という観点で被説明変数をCARとした回帰式を中心に見ていく。まず、レスキュー仮説については、純利益率の変数がどの回帰式でも有意な結果は得られなかった。表5において赤字企業、黒字企業の間で有意な差も見られなかったことと合わせると、わが国においてはレスキュー仮説は成立していない。米国先行研究でもこのレスキュー仮説に関しては統一した見解がない状況であるが、わが国では阿萬（2003）、鈴木（2008）ともに純利益率については有意な結果ではなかったため、この点に関しては1つの結論を見たとも言えよう。次に内部者引き受けによる保証仮説については、保証仮説が成立している場合は内部者引受ダミー変数が正符号で有意になるはずである。しかし、回帰式1,3,4において

同変数は有意な結果ではなく、むしろ、回帰式 2 においてはマイナスに有意な結果となっており、保証仮説は成立していない。この回帰式 2 の他の説明変数の状況からは、筆頭引受投資家の増資後の持分割合が大きいほど CAR が高くなる（5%有意水準）。ここで、内部者ダミーがマイナスであるということは、内部者による引き受けの場合は筆頭引受投資家の増資後持分が大きすぎることが歓迎されないことが分かる。もともと企業への関与度合いが比較的高かった内部者が追加で株式を取得しても、その影響は限定的であり、企業業績にはあまりプラスの影響が発生しないだろうという見方や、内部者が持分を増加させる場合は、むしろよりフェアな取引（例えば TOB や市場買付け）を市場が期待している可能性もありえる。いずれにせよ、この結果は、保証仮説が成立していないことを意味する。

表 1-8 : 【クロスセクションによる重回帰分析結果】

回帰式	被説明変数: CAR				被説明変数: 発行価格対前日株価ディスカウント				被説明変数: CAR _{Adj}			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
純利益率 (直前期)	-0.02	0.00	0.01	-0.02	-0.07	-0.09	-0.09	-0.13	-0.05	-0.11	-0.07	-0.18
	-0.19	-0.01	0.12	-0.17	-0.44	-0.56	-0.56	-0.77	-0.27	-0.65	-0.43	-1.11
発行価格対前日株価ディスカウント	-0.07	-0.09	-0.08	-0.10								
	-1.34	-1.63	-1.56	-1.83 *								
発行済株数に対する発行割合	0.02				0.12				0.38			
	0.29				1.19				3.62 ***			
筆頭引受投資家の増資後持分割合		0.14				0.12				0.33		
		2.54 **				1.44				4.02 ***		
筆頭引受投資家の持分増分割合			0.21				0.11				0.53	
			2.79 ***				0.94				4.59 ***	
△Ownership1				0.14				0.57				-0.53
				0.32				0.88				-0.84
△Ownership2				0.05				-0.24				0.21
				0.43				-1.28				1.13
△Ownership3				0.41				0.48				1.02
				2.99 ***				2.35 **				5.09 ***
内部引受ダミー	-0.02	-0.05	0.00	0.00	-0.03	-0.05	-0.02	-0.01	-0.05	-0.12	0.00	0.00
	-1.23	-2.41 **	0.09	0.20	-1.11	-1.76 *	-0.64	-0.38	-1.89 *	-3.90 ***	0.12	0.18
引受投資家数1社ダミー	0.02	0.01	0.01	0.01	-0.04	-0.05	-0.05	-0.04	0.02	-0.02	-0.02	-0.01
	1.44	0.69	0.64	0.85	-1.62	-2.12 **	-1.98 **	-1.81 *	0.71	-0.85	-0.99	-0.22
シナジーダミー	0.02	0.03	0.02	0.03	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	0.01	0.02	0.02	0.04
	1.33	1.67 *	1.53	1.89 *	-0.98	-0.74	-0.87	-0.47	0.35	1.00	0.77	1.70 *
拒否権獲得ダミー	0.06	0.04	0.02	0.01	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03	0.06	0.06	0.00	-0.01
	2.62 ***	1.84 *	0.68	0.52	-0.64	-0.72	-0.73	-0.90	1.90 *	1.85 *	0.08	-0.17
支配権獲得ダミー	0.03	0.01	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.07	0.06	0.02	0.04
	1.21	0.39	-0.14	0.01	-0.04	-0.16	-0.11	0.00	1.71 *	1.50	0.56	0.92
定数項	0.02	0.01	0.00	0.01	0.08	0.09	0.09	0.08	0.00	0.02	0.01	0.04
	0.97	0.48	0.13	0.38	3.11	3.87 ***	3.82 ***	2.68 ***	-0.11	0.86	0.26	1.44
サンプル数	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167	167
調整後R ²	7.0%	10.6%	11.3%	11.9%	2.0%	2.4%	1.7%	3.7%	14.5%	16.0%	18.3%	23.0%

(注) 有意水準***1%、**5%、*10%。各説明変数の下段は t 値。△Ownership1 は引受投資家の持分上昇 5%未満、△Ownership2 は持分上昇 5%～25%、△Ownership3 は持分上昇 25%以上。

次にモニタリング仮説とシナジー仮説であるが、回帰式1と2~4の大きな違いは、規模の変数に単なる発行規模を用いているか（回帰式1）、筆頭引受投資家の保有割合に関する変数を用いているか（回帰式2~4）である。回帰式1において発行規模の係数そのものは有意ではなく、既存株主は表面上の規模で第三者割当増資を評価しているわけではないことが分かる。この点、鈴木（2008）とは異なる結果であるが、本分析のサンプル数は3倍弱であり、期間も長く捉えているので、その影響があるかもしれない。また、本分析では規模に関しては絶対規模よりもモニタリング仮説の観点から、筆頭引受投資家の持分の変化（回帰式2~4）をより重視している。その結果は以下である。

回帰式2では、筆頭引受投資家の増資後持分が増資後発行済株数の3分の1を超えるものに対して与える拒否権獲得ダミー変数もプラスで有意であるため、既存株主はTOBプレミアムを取り損なうことよりも、筆頭引受投資家によるモニタリングやシナジー効果の方により期待していることが見て取れる。

回帰式3では、筆頭引受投資家の持分増分割合を説明変数としており、1%水準で有意である。持分増分割合が高ければ高いほど、筆頭引受投資家によるコミットメントが高く、発行体に注入される現金の規模も大きくなるため、市場はそれによるプラス効果を評価しているということになる。回帰式2ではマイナスに有意であった内部引受ダミーは有意でなくなり、持分増分割合が大きい場合には市場はその引き受け手が内部者であっても、コミットメントの顕著な増加、あるいは、注入される現金量が大きいことによる経営の安定化などを評価するということだと想像される。

なお、Wruck（1989）はCARと筆頭引受投資家の持分増分割合が非線形関係にあるかもしれないことを検証するために、増分割合の説明変数を5%まで、5%~25%、25%以上の3つのカテゴリーに分けて分析した²⁶。本章でも同様の区分線形回帰式で分析を実施した結果が回帰式4である。回帰式4は回帰式3での持分増分割合の変数を分解したものとも言える。結果は筆頭引受投資家の持分増分割合が25%を超える Δ Ownership3が1%水準で有意、シナジー目的であると報道された案件に対して付与しているシナジーダミー変数が10%水準でプラスに有意であり、規模の大きい、シナジー創出効果が高いと見込まれる案件を、市場は評価しており、モニタリング仮説とシナジー仮説と整合的な結果となっている。ただ、Wruck（1989）でも Δ Ownership3はプラスに有意であったが、同時に Δ Ownership2がマイナスで有意であったため、その点では本分析結果は異なる。また、Wruck（1989）では支配権獲得ダミーがマイナスで有意であったが、本分析結果では支配権獲得ダミー変数は有意ではない。このように、非線形性の検証においては米国とは必ずしも同一の結果を得たわけではないが、総じては持分上昇割合が大きいほどCARは大きいというモニタリング仮説を支持するという主張は、Wruck（1989）と本章は認識を同一にするものである。

回帰式2~4においては、発行価格の株価に対するディスカウント率の変数が有意水準は

²⁶ これは、Morch, Shleifer and Vishny（1988）が1980年のFortune500企業を対象として、経営陣の保有割合の増加と企業価値の変化を分析したことを参考したものである。なお、Morch, Shleifer and Vishny（1988）では、保有の変化割合ではなく保有割合で行われたが、Wruck（1989）は、理論的にはどちらも同じであると説明している。

高くはないものの、マイナスとなっている。ディスカウント率が大きいほど、すなわち、引受投資家に対して支払う経済対価が大きいほど、既存株主にとってのプラス効果は小さいという結果となっており、直感的理解とも合う結果となっている。阿萬（2003）でも、ディスカウント率と CAR の相関関係は負であることが報告されており、本分析結果と整合的である。また、シナジーダミーは総じてプラスとなっており、シナジーの見込まれる案件ほど市場からの評価が高いことを伺わせるものである。これは、Barclay et al. (2007)とも整合的である。

次にディスカウント率についても軽く見ておくと、回帰式 8 からは筆頭引受投資家の持分上昇割合が 25%を上回る場合に、発行価格のディスカウント幅が大きくなることを見て取れる。通常 M&A においては、より多くの持分を獲得しようと思えば、プレミアムを高くするが、第三者割当増資ではその逆の現象が起こっているといえる。これについては、第三者割当増資がいくら M&A 的に用いられようが、最終的には資金調達手段であることを示唆している。M&A の場合はプレミアム価格での株式の買い取りが主流であるが、公募増資時には株価がディスカウントされて割り当てられることが一般的である。特に規模の大きい公募増資ほど、ディスカウントを大きくすることで、よりスムーズに資金調達をする。引受投資家がディスカウント価格で株式を引き受けることができるのは、今後の企業の体力を強化するためのキャッシュを注入することに対する対価であり、第三者割当増資の場合はそれに加えて引受投資家が発行体にもたらすシナジーやモニタリング効果に対する報酬だと言える。それゆえに持分上昇割合の大きい第三者割当増資では、ディスカウント幅が大きくなるのであろう。ただし、有意ではないものの拒否権獲得ダミー変数、支配権獲得ダミー変数がほとんどの回帰式でマイナスであり、拒否権や支配権という「お土産」を引受投資家が得る場合は、ディスカウントによる対価は正当化しにくくなるという姿が垣間見える。

同様に、回帰式 6~8 では引受投資家が 1 社のダミー変数においてマイナスで有意となっている。1 社で引き受ける場合は、引受投資家と発行体の間でシナジーが発揮しやすいため、引受投資家は引受価格をディスカウントすることで対価を受け取る必要性が低いということであろう。なお、回帰式 5~8 において、内部引受ダミー変数がどの回帰式でもプラスに有意となる状況ではないため、内部者が不当に低い株価で第三者割当増資を引き受けているかもしれないというエントレンチメントの懸念はここでは払拭できている。

以上の分析結果を要約すると、わが国の第三者割当増資ではレスキュー仮説（財務体質改善効果）と保証仮説（内部者引受による情報の非対称性解消効果）は成立していないが、筆頭引受投資家の持分が高まれば高まるほど CAR が高くなること、またシナジーの見込まれる案件ほど CAR が高く、モニタリング効果、シナジー効果を見ることができた。

1.5 結語

本章では 1990 年から 2008 年 3 月までの間に発表された東証 1 部上場企業による第三者割当増資に関する発表日前後の CAR をイベントスタディの手法にて検証した。結果は、発表日前後で 4.6%のプラスの CAR があり、筆頭引受投資家の引受割合や持分増分割合が高くモニタリング効果が期待できる企業や引受投資家との間でシナジーの存在する案件で

よりポジティブに反応することを見出した。実質的に M&A の様相を呈する第三者割当増資案件では、既存株主は TOB プレミアム、または支配権プレミアムを取り損なうが、本分析結果からは、収益状況の悪い企業の場合、そのマイナスよりも、第三者割当増資を引き受けた投資家が発行体にもたらすであろう付加価値への期待値のほうが大きいことが見て取れる。

なお、業績不振企業では株式投資収益率が高いというレスキュー仮説と内部者が引き受けることによる情報の非対称性の解消による保証仮説は成立しなかったが、一方で内部者が不当に低い株価で第三者割当増資を引き受けているというエントレンチメントが発生している状況でもないことを確認した。

第三者割当増資は、今回のサンプルでも見られたように、多くは中堅、中小企業によって用いられており、その性格上、企業にとって最後の資金調達手段と認識される傾向にあること、また、案件数の伸びた時期が不景気時と重なることもあり、財務体質改善を目的とするものがより評価されているような印象を受けがちであるが、実態としては、より M&A 的な案件を市場は評価していることが分かった。特に引受投資家種別で案件を分類してみると、これまで株主でなかった企業が筆頭投資家に躍り出る案件でより高い短期株式投資収益率を計測しており、新たな大株主出現というニュースに対しての情報効果が高いことも分かった。

第三者割当増資に関しては規制の対象となったことから悪玉的に語られることも多いが、今回の分析では明確に市場に歓迎されない第三者割当増資のカテゴリーを見つけることはなく、第三者割当増資悪玉論をサポートする材料はほとんどない。ただ、今回はあくまでも東証 1 部の案件での発表日前後の株価反応を見たにすぎない。日本で第三者割当増資については批判が多いのは、特に新興市場に対するものである。また、事後の企業パフォーマンスが低下し、中には上場廃止となる企業が存在するためである。したがって、第三者割当増資に関する包括的な分析を行うためには、東証 1 部以外の市場についても検証する必要があること、また、第三者割当増資実施後の業績推移および中長期の株価パフォーマンスを検証し、第三者割当増資が実際にどのような功罪をもたらしているかを確認する必要がある。そして、Wu (2004) によれば、より情報の非対称性の高い企業において公募増資よりも第三者割当増資が選択される傾向にあるとのことであるが、同様の分析を日本でも実施すれば日本企業におけるエクイティファイナンスの選択の意思決定やそれが既存株主にもたらす功罪についてより深い理解ができる。分析対象の新興市場への拡大、および事後のパフォーマンスの分析については今後の研究課題としたい。

2 章

第三者割当増資後の長期株価パフォーマンスと業績推移²⁷

～大株主によるシナジー効果の検証～

2.1 はじめに

わが国において新興市場を中心に既存株主の利益を棄損する悪質な第三者割当増資が横行したことをきっかけとして、わが国の主な証券取引所においては 2009 年に大規模な第三者割当増資に対する規制が導入された²⁸。また、引受価格の算定根拠の開示に対してもより透明性が求められるようになっている。第三者割当増資に限らず、公募増資も含めて、エクイティファイナンスにおいては、増資で獲得した資金が利益増加に結び付かないと一株当たり利益の希薄化を招くため、株主、市場はその資金使途や引受価格や規模の妥当性に関して厳しくチェックすることになる。

大企業であれば機関投資家の投資対象となるが、中堅以下の場合はその対象とならないため、公募増資はややハードルが高い。また、新興企業や中小企業は大企業に比べると有利子負債による資金調達環境が劣る。その分、リスク性の高いエクイティファイナンスに頼らざるを得ないが、公募増資が容易ではないため、おのずと第三者割当増資は有効な資金調達手段となる。

本章の目的は、このように一定割合の企業にとっては依然として有効である第三者割当増資に関して、その増資後のパフォーマンスを検証することで、第三者割当増資を客観的に評価することである。分析結果は主に以下の 3 点にまとめられる。一つ目は、第三者割当増資実施企業の増資後 3 年間の株価は未実施の類似企業をアンダーパフォームしない。そして二つ目は、中でも、引受投資家との間でシナジーが期待できる案件ではアンダーパフォーマンスは観察されず、それ以外の「中途半端な」案件においてアンダーパフォーマンスが発生している。そして最後は、第三者割当増資実施企業の業績は、増資実施年から翌々年までは類似の未実施企業と比べて劣るが、それ以降については顕著な差が見られず、第三者割当増資が業績の下支え効果のある一定程度有する可能性があることである。

本研究は、わが国において初めて第三者割当増資の増資後のパフォーマンスに関して検証を行うものであり、わが国のエクイティファイナンスの実態像の把握に少なからぬ貢献をするものである。本章の構成は以下の通りである。次節にて先行研究について説明し、3 節では、本研究で使用されるデータと分析手法の詳細を説明する。4 節では 3 節で行った分

²⁷ 本研究には、第 19 回日本ファイナンス学会での討論者の鈴木一功氏（早稲田大学）、早稲田大学企業法制と法創造研究所・ファイナンス総合研究所共催セミナーの出席者の方々から多くのコメントとアドバイスを頂いた。感謝申し上げます。また、野村財団および科学研究費補助金（課題番号：23730338）の助成を受けている。

²⁸ 増資前の発行済み株数に対して 25%を超える規模の第三者割当増資を実施する場合、または支配株主が異動する場合には、独立した者による第三者割当増資の必要性に関する意見書の取得、または、株主総会の承認など株主の意思確認の実施を発行体に課すというもの。

析結果とその解釈を、5 節で本章の総括を行う。

2.2 先行研究と本章での仮説と分析モデル

第三者割当増資における株価反応に関しては、大きく分けると発表前後についての検証と増資後のパフォーマンスについての研究の二つが存在する。発表前後の短期超過株式投資収益率に関しては、米日の先行研究ともに概ね 4~5%程度のプラスとなることが報告されている²⁹。一方、第三者割当増資実施企業の増資後のパフォーマンスを扱った先行研究には、Hertzel et al. (2002)、Krishnamurthy et al. (2005)、Barclay et al. (2007)、Chou et al. (2009) がある。それぞれ、第三者割当増資実施後の中長期の株価アンダーパフォーマンスを報告し、その要因や仮説を検証している。Hertzel et al. (2002)、Chou et al. (2009) では業績もアンダーパフォーマンスしていることを確認している。以下、それらを順番に見ていき、本章での仮説を提示する。

2.2.1 投資家による過度の楽観視

Hertzel et al. (2002) では、第三者割当増資後の株価アンダーパフォーマンスの要因として、投資家による過度の楽観性について検討している。投資家が増資時における企業の将来収益に対して過度に楽観的であるがゆえに、後でアンダーパフォーマンスを引き起こすというものであり、行動ファイナンス的視点に立脚する。Hertzel et al. (2002) も指摘するように Loughran and Ritter (1997) は公募増資に関する実証分析において、投資家は直近の業績をより重く評価する傾向にあるため、増資前の業績がいい企業ほど増資時の評価が高くなる傾向にあることを報告している。また公募増資企業の業績が増資時にピークアウトしていることも報告している。これは、経営陣と市場の間での情報の非対称性が存在し、経営陣がその情報優位性を活用し、自社の株価が最も高い時に増資を行うという「機会の窓」仮説も通じるものである。

ただ、Hertzel et al. (2002) によると、第三者割当増資実施企業では、増資前も増資後も業績が芳しくないため、公募増資と同じ理由での投資家の過度の楽観仮説を当てはめることはできないとしている。むしろ、今は業績が良くないが、増資後の業績が改善度合いの見通しに対して過度に楽観的すぎてアンダーパフォーマンスを引き起こすと結論付けている。その理由としては、第三者割当増資企業の増資前の状況について分析すると、業績がよくないのに、PBR は高く、株価も上昇傾向にあり、投資家が目先の業績の悪さを過小評価していることを報告している。また、その裏付けとして、資本的支出や研究開発費用が増資前後に多めに積み重なっていることを示し、これが投資家に将来業績の改善に過度の期待を持たせたとしている。また、増資後 3 年間の業績も業界中央値を下回るものであった。

²⁹ Wruck (1989)、Hertzel and Smith (1993)、Kato and Shallheim (1993)、馬場 (1997)、阿萬 (2003)、鈴木 (2008)。

また、Hertzel et al. (2002) では、サンプルを規模や BM 比率、上場後日数の浅い新規上場銘柄でカテゴリー分けし、どの企業群がこのアンダーパフォーマンスの主な要因かに関しての分析も行っている。結果、規模や上場後日数では差はなく、BM 比率の高いカテゴリーではややアンダーパフォーマンス度合い小さいことが観察された。

同じように投資家の過度の楽観視仮説を説いたものとして、Chou et al. (2009) の研究がある。Chou et al. (2009) によると、第三者割当増資後の企業のパフォーマンスは成長機会と密接に関係しているとのことであり、トービン Q の高い企業においてのみ、著しいアンダーパフォーマンス（株価および業績共に）が発生している。その潜在的な理由として、1、経営者による過剰投資、2、投資家の選好度合いの偏り、3、投資家の将来収益に対する過度の楽観視の 3 つを挙げて検証した結果、過度の楽観視がその要因だとしている。過度の楽観視の代理変数には、増資前の株価上昇率とアナリスト予測の修正を用い、Q の高い企業においては、著しい事前の株価上昇とアナリスト予測の上方修正が存在したことが分かった。Q の低い企業と比べてもその差は顕著であった。

Hertzel et al. (2002) と Chou et al. (2009) は、前者では簿価時価比率での区分わけしたサンプル間では増資後のアンダーパフォーマンス度合いに有意な違いはなかったと報告している一方、後者では、アンダーパフォーマンスは Q の高い企業においてのみ観察されるとの結果であり、その内容に関しては必ずしも一致するものではない。ただし、引受投資家が第三者割当増資実施企業の先行きに過度に期待しすぎていることがアンダーパフォーマンスを引き起こしていることを指摘する点では共通している。

2.2.2 投資家種別、企業属性による増資後パフォーマンスの違い

Krishnamurthy et al. (2005) でも同様に、株価反応について発表前後の短期のポジティブリターン、中長期のネガティブリターンを報告しているが、企業の特長や投資家の属性ごとにカテゴリー分けを行って中身を子細に分析した結果、長期株価のアンダーパフォーマンスは、業績不振ではない企業が外部者を引受投資家として実施した第三者割当増資を実施した企業群にのみ観察されることを明らかにした。そして、業績不振企業による第三者割当増資の場合は、中長期でのアンダーパフォーマンスは見られないことを報告している。その要因の一つとして業績不振企業にとっては公募増資が有効な選択肢ではないことが示唆されている。また、公募増資企業や IPO 企業との比較でも³⁰、第三者割当増資企業の増資後のパフォーマンスは特にそれらより優れているわけではなく、第三者割当増資企業の株価アンダーパフォーマンスの頑健性を確認している。

なお、第三者割当増資の引受投資家に関しては、引受価格がディスカウント価格であるため、最終的には損はしていないことも彼らの分析で分かったことである。これは引受投資家が一般株主よりも多くの情報を有し、企業価値を事前に見抜いている可能性をサポートするものである。

³⁰ ともに多くの先行研究により増資後の中長期アンダーパフォーマンスが報告されている。

引受投資家を経営陣や提携企業など企業と関係のある企業内部者と外部者に分けた場合、内部者は情報獲得コストも低く、企業に関してより正確な知識があるので、これが引き受け手となる場合は企業価値に対して保証となるという保証仮説が Krishnamurthy et al. (2005) では議論されている。実際、彼らの実証分析では、内部者引受案件の方が、外部者引受案件よりも短期の株価反応、および長期の株価パフォーマンスともによかったことが報告されている。また、第三者割当増資実際前に株価が上昇していることも報告されている。

他方、Barclay et al. (2007) でも同様に投資家種別によるアンダーパフォーマンスが検証されているが、その要因分析は Krishnamurthy et al. (2005) と異なる。Krishnamurthy et al. (2005) では内部者による保証仮説で展開されたが、Barclay et al. (2007) では、第三者割当増資はもっぱら経営陣によるエン trenchメントの側面が強いと主張されている。引受投資家を第三者割当後に経営にほとんど関与しないパッシブ投資家、経営に関与するアクティブ投資家、および経営陣の3つに分けて上場後120日までのCARを分析している。それによると、パッシブ投資家によって引き受けられた企業群でCARがネガティブになっている(1%有意水準)。パッシブ投資家は、増資後に経営に口出しをしない代わりにディスカウントで株式を引き受けているという議論を彼らは展開している。一方、アクティブ投資家や経営陣による引き受けの場合は、120日間のCARはポジティブ(有意ではないが)となっている。アクティブ投資家の場合は発行体とのシナジー効果とその理由であり、経営陣による引き受けは情報優位な彼らが自社株価の最も安い時期を知っており、そのタイミングで自分たちが株式を引き受けている(しかも、ディスカウント価格で)という議論を展開している。エン trenchメント仮説をより強固にするために、第三者割当増資を株式のブロックトレードと比較し、ブロック案件の方が増資後の被買収確率が高いことなどを示して主張をサポートしている。

2.2.3 本章での仮説

以上、米国の先行研究を見てきたが、今回我が国における第三者割当増資後のパフォーマンスの分析を行うにあたっては、上の米国の先行研究結果をもとにいくつかのカテゴリーに分けた分析を実施し、我が国においてはどのような仮説が成立しうるかを検証することとする。まずは、わが国でもアンダーパフォーマンスが発生しているかどうかを分析し、もし発生している場合は、Hertzel et al. (2002) や Chou et al. (2009) の指摘する投資家の過度の楽観視なるものが存在するかを主に事前の株価評価や業績を見ることで簡単に検証してみる。

次に、Krishnamurthy et al. (2005) や Barclay et al. (2007) に基づいて、投資家種別や企業特性による分析を試みる。具体的には日本で不景気の時期と重なる99年以降、第三者割当増資の件数が増加していること、および Krishnamurthy et al. (2005) で財務危機・業績不振(financial distressed)企業による第三者割当増資は市場から評価されていることを踏まえ、財務危機・業績不振企業ほど第三者割当増資後のパフォーマンスは高いという仮説を検証

する。これを本研究ではレスキュー仮説と名付ける。

そして、内部者効果の検証である。これについては、Krishnamurthy et al. (2005) に立脚する保証効果と、Barclay et al. (2007) に基づくエンブレチメント仮説の両方があり得る。内部者による保証仮説が正しければ外部者が引き受けた案件でのアンダーパフォーマンスが観察されるであろう。一方、エンブレチメント効果の影響が大きい場合は引受タイミングや引受価格においてより自らに有利な状況が形成されているであろう。特に、わが国の第三者割当増資の特徴として、関係会社による増資案件において親会社による引き受けが少なからず存在していることがある。これら案件は、本来であれば TOB を用いるべきところを第三者割当増資が実施されているケースも存在し、それに対する批判も存在するためこの検証は重要である。本分析では、内部者の定義としては親会社、関係会社、経営陣そして筆頭株主とする³¹。

なお、Barclay et al. (2007) では、シナジーを創出するアクティブ投資家による引き受けはプラスであるというシナジー効果が報告されており、これについても見ておく。

以上纏めると、投資家の過度の楽観視仮説、レスキュー仮説、内部者引受による保証効果あるいはエンブレチメント効果の検証、そしてシナジー効果の検証をすることになる。

2.3 本研究で使用されるデータと分析手法

本章の分析対象データは 1 章と同じものを用いる。そして、具体的な分析モデルとしては、以下の 2 つを行う。1 つは増資前後での株価パフォーマンスの検証であり、もうひとつは業績推移を分析である。ともに先行研究同様、第三者割当増資を実施していない類似企業を抽出し、それとの対比におけるパフォーマンスの検証を行っている。

まず、株価パフォーマンスの分析に関しては、第三者割当増資を実施した企業の実施直前年度末において、同じ業種の企業の中から最も規模（時価総額）の近い企業を類似未実施企業として抽出してコントロールサンプルを作成したものと、規模と PBR の二つの指標で最も近い企業を抽出したものの二つ用意した。その上で、第三者割当増資の発表日の前日を基準として、245 営業日後（約 1 年後）、490 営業日後（約 2 年後）、735 営業日後（約 3 年後）³²の間の Buy and hold abnormal return (BHAR) を計測した。なお、増資前 1 年間の期間についても BHAR を測定したが、その期間は発表日の 245 営業日前から 21 営業日前までである。BHAR については、Barber and Lyon (1997) に基づいて以下で定義される。

$$BHAR_i = \prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{benc\ mark,t})$$

なお、対象サンプルまたは類似未実施企業が上場廃止となった場合は、その期間までを

³¹ Krishnamurthy et al. (2005) での内部者の定義は、他に弁護士、コンサルタント、取引先も含まれていたが、日本企業の対外発表資料からそれらを抽出するのは困難なため、データ入手が可能なもののみ限定した。

³² 対象サンプルのうち、一つだけ第三者割当実施から 735 日を経過していないものがある。

分析対象とし、それ以降は分析の対象外としている。また、類似実施企業として抽出された企業が発表日から 735 日以内に上場廃止となっている場合は、2 番目に近い企業を抽出してそちらを用いている。

業績パフォーマンスの分析に関しては Chou et al. (2009) に倣い、各々の第三者割当増資実施企業について、増資の前年度ベースで同業種かつ前後 3 年間第三者割当増資を実施していない企業の中から、総資産営業利益率および ROA が最も近い企業を類似サンプルとし、それとの比較において実施した。計測したのは第三者割当増資の前後 3 カ年の間の ROA および総資産営業利益率である。総資産営業利益率と ROA でそれぞれ個別に類似未実施企業を抽出しているため、必ずしもこれら二つのカテゴリーでの未実施類似企業は同じにはならない。

2.4 分析結果

2.4.1 株価パフォーマンス

第三者割当増資実施前 1 年から実施後約 3 年までの期間の BHAR に関する結果は表 2-1 の通りである。

表 2-1：【第三者割当増資実施前後の株価パフォーマンス】

match1:規模、業種	pre lyr			735days		
	median	帰差	N	median	帰差	N
全サンプル	-2.70%	-	167	-7.75%	-	146
直前期赤字	-2.70%		71	11.25%	***	60
直前期黒字	-3.40%		96	-21.65%		84
内部者引受 ¹	-2.60%		62	0.00%		50
それ以外	-4.90%		105	-8.15%		96
支配権or拒否権獲得	-7.5%		42	12.20%		33
それ以外	-2.20%		125	-11.60%		113
シナジー	-1.75%		74	-6.95%		70
それ以外	-2.70%		93	-9.40%		76
引受投資家1社	0.40%		110	-1.10%		95
引受投資家2社以上	-9.35%		56	-17.90%		51
High Q	-4.60%		83	-0.85%		76
Low Q	-2.60%		84	-14.75%		70

match2:規模、PBR	pre lyr			735days		
	median	帰差	N	median	帰差	N
全サンプル	-2.40%	-	167	-6.40%	-	146
直前期赤字	-6.00%		71	-6.50%		62
直前期黒字	0.45%		96	-6.40%		84
内部者引受 ¹	-9.05%		62	-6.65%		50
それ以外	0.00%		105	-6.40%		96
支配権or拒否権獲得	-12.3% *		42	5.10%		33
それ以外	0.40%		125	-8.10%		113
シナジー	-8.90%		74	-2.15%		72
それ以外	0.30%		93	-9.00%		77
引受投資家1社	-5.20%		111	-1.90%		95
引受投資家2社以上	-0.30%		56	-15.70% *	*	51
High Q	-7.60%		83	-9.95% *		76
それ以外	0.45%		847	0.15%		70

(注) ***1%有意水準、**5%有意水準、*10%有意水準。帰はイコールゼロとする帰無仮説に対する結果、差は Wilcoxon/Mann-Whitney による差検定の結果。

1) 内部者引受は、筆頭株主、経営者、親会社、関係会社による引受。

まず、全サンプルについて見てみると、第三者割当増資実施前の1年間、および増資後の3年間での株価パフォーマンスともに、0%と異ならないという帰無仮説を棄却することはできない。Hertzel et al. (2002) では、増資後は有意にアンダーパフォームしていることが報告されているがそれとは異なる結果である。次にこれらを企業特性や引受投資家種別によってカテゴリー分けしてみていくと、第三者割当増資実施直前年度末の収益状況の違い（赤字か黒字か）では、Krishnamurthy et al. (2005) では、業績不振ではない企業群においてはアンダーパフォームし、業績不振企業群ではアンダーパフォームしないとのことであったが、業種と規模でマッチングサンプルを抽出したグループでは（図表5の上段）では同様の結果となっている。しかし、規模とPBRでマッチングしたグループでは、赤字企

業群、黒字企業群ともに増資後のパフォーマンスは変わらない。したがって、レスキュー仮説は一部成立しているようである。

次に内部者引受に関しては、Krishnamurthy et al. (2005) に立脚する保証効果と、Barclay et al. (2007) に基づくエントレンチメント仮説の両方があり得たが、本分析結果からは、あまり明確なことは見えない。

シナジーは、発表時点の新聞記事で何らかのシナジー創出の可能性が言及されているものをシナジー企業群としたが、シナジー有り、無し群ともに増資後の中長期株価パフォーマンスに関して 0%と異ならないという帰無仮説を棄却することはできず、目立ったアンダーパフォーマンスはなかった。しかし、引受投資家の持分割合が 3 分の 1 を超えるケースとそれ以外でカテゴリー分けをしたケースでは、支配権または拒否権の獲得がないグループのほうがアンダーパフォーマンスが発生している（有意ではない）。引受投資家による支配権または拒否権の獲得にはモニタリング効果もあるが、M&A を通じてシナジーが強化されるケースも少なくないことが想像され、この結果はシナジー仮説のサポート材料となりえるであろう。また、引受投資家 1 社と 2 社以上で分けたカテゴリーについては、10%有意水準ではあるが、規模、PBR でのマッチングカテゴリーでは引受投資家 2 社以上のケースでアンダーパフォーマンスが見られ、シナジーの創出しうる引受投資家 1 社のグループでは有意なアンダーパフォーマンスが発生していないことも、シナジー仮説のサポートとなりえる。

Chou et al. (2009) では、第三者割当増資を実施した企業群の中でも、Tobin Q が高い企業群においてのみアンダーパフォーマンスが発生しているとのことであつたが、本分析結果ではマッチングサンプルのカテゴリーによって異なる結果となっており、一致した解釈は見られない。

2.4.2 業績パフォーマンス

第三者割当増資実施前後 3 カ年ずつの実施企業とそのコントロールサンプルの総資産営業利益率、ROA の推移は表 2-2 の通りである。これによると、第三者割当増資を実施した年、およびその翌年度において、第三者割当増資実施企業群の方がコントロールサンプル企業群よりも総資産営業利益率は低いことが分かる（ともに 5%有意水準）。ROA でも、第三者割当増資を実施した年度は、実施企業群の方が低い（1%有意水準）。実施企業の増資後の業績パフォーマンスが悪いというのは Hertz et al. (2002) と同様の結果ではある一方、わが国の場合は第三者割当増資実施の翌々年度以降は、実施企業群と未実施企業群とでは業績パフォーマンスに差がなくなっており、この点は米国の先行研究と異なる。わが国の結果からは、企業が業績の落ち込みをカバーするために第三者割当増資を実施しており、それが一定の効果を持っているように見受けられることもできそうである。株価では規模、業種のマッチングカテゴリーにおいて、赤字グループのほうが黒字グループよりパフォーマンスが高かったことと合わせて考えると、一定のレスキュー効果はありそうである。

表 2-2 : 【第三者割当増資実施前後の業績パフォーマンス】

	t-3	t-2	t-1	t0	t1	t2	t3
営業利益率							
中央値							
未実施	3.42%	2.60%	2.35%	2.62%	3.34%	3.40%	3.51%
実施	2.49%	2.58%	2.18%	2.26%	2.52%	2.79%	3.13%
差検定	*			**	**	*	
N							
未実施	165	168	168	168	161	154	131
実施	167	167	168	168	168	154	134
ROA							
中央値							
未実施	0.89%	0.85%	0.25%	1.16%	0.79%	0.98%	1.16%
実施	0.55%	0.57%	0.19%	0.37%	0.70%	0.75%	1.17%
差検定				***			
N							
未実施	168	168	168	168	161	154	131
実施	167	167	168	168	161	154	134

(注) t0 が第三者割当増資実施年度、そこからそれぞれ前後 3 カ年度ずつの業績パフォーマンスを計測。第三者割当増資実施企業および未実施のコントロールサンプルの企業群における中央値ベース。差検定は Wilcoxon/Mann-Whitney による差検定の結果であり、***1%有意水準、**5%有意水準、*10%有意水準。

なお、Hertzel et al. (2002) では、第三者割当増資実施企業の増資前の業績も悪いことを報告していたが、本分析結果ではそのような状況は見られない。一つには、Hertzel et al. (2002) のサンプルの 79%が Nasdaq 上場企業である一方、本分析対象は東証 1 部上場企業のみを対象としている。Nasdaq をひとまとめに新興市場扱いするのは適切ではないが、わが国の第三者割当増資でも新興市場での案件の方が業績悪化企業によるものが多い印象であり、分析対象となった企業のもともとの収益状況の違いが米国と日本の結果の違いの原因かもしれない。また本分析の対象データのうち、約 30%は関係会社や親会社を引受先とするグループ企業間での案件であることも影響しているかもしれない。

なお、Hertzel et al. (2002) では、第三者割当増資実施企業の増資前の業績は悪いにも関わらず、株価は上昇基調、かつ、PBR も高かったことから投資家の過度の楽観視を、増資後の長期株価アンダーパフォーマンスの要因としたが、本分析結果では、増資前の業績は特に良くも悪くなく、また、株価は上昇していなかった。PBR については、増資直前年度末時点で規模と PBR で未実施の類似企業を抽出して検証したものが表 2-3 であるが³³、これを見ると第三者割当増資実施企業の事前の株価評価が高かったとも言えない。よって、わが国においては投資家の過度の楽観視仮説を単純に当てはめることはできなさそうである。

³³ 未実施企業のうち、第三者割当増資実施企業と時価総額が 70%~130%の企業の中から、もっとも PBR が近い企業を類似未実施企業とした。

表 2-3 : 【第三者割当増資実施前後の PBR】

	t-3	t-2	t-1	t0	t1	t2	t3
未実施	1.54	1.55	1.50	1.33	1.11	1.15	1.30
実施	1.33	1.21	1.49	1.42	1.35	1.30	1.55
差検定					*		**
N							
未実施	166	168	168	168	167	168	149
実施	166	166	168	168	159	152	134

(注) t0 が第三者割当増資実施年度、そこからそれぞれ前後 3 カ年度ずつの PBR を計測。第三者割当増資実施企業および未実施のコントロールサンプルの企業群における中央値ベース。差検定は Wilcoxon/Mann-Whitney による差検定の結果であり、***1%有意水準、**5%有意水準、*10%有意水準。

なお、第三者割当増資実施企業群の増資後の PBR は t3 で有意に高くなっているが、これは、一部は増資による業績の改善効果だと考えられ、ここでも一部レスキュー仮説が補強されると考える。

2.5 結語

本章では 1990 年から 2008 年 3 月までの間に発表された東証 1 部上場企業による第三者割当増資についての増資後の株価および業績パフォーマンスに関して分析を行った。結果、わが国では米国で確認されたような増資後の株価のアンダーパフォーマンスは発生していないことが分かった。第三者割当増資実施企業の増資後の業績については、増資後 2 年間は類似の未実施企業と比べて劣るが、3 年目については差が見られない。増資直前年度末に赤字だった企業群のほうが黒字だった企業群より株価のパフォーマンスがいいことと合わせて考えると、第三者割当増資が業績の下支え効果を有する可能性がある。

米国の先行研究では、第三者割当増資を実施する企業に対する投資家の過度の楽観視が長期株価アンダーパフォーマンスにつながっているとのことであったが、今回のわが国に関する分析では、第三者割当増資実施企業の事前の株価上昇や高い PBR という状況は見られず、それは当てはまらなかった。

また、カテゴリーに分けて見てみた結果は、シナジーの発生しうるカテゴリー（引受投資家の増資後持分割合が 3 分の 1 を超える、あるいは、引受投資家が 1 社）では株価アンダーパフォーマンスは発生しておらず、シナジーが期待できないグループでは株価アンダーパフォーマンスが発生している。

今回の分析結果からは、明確なシナジーやストーリーが見えない中途半端な第三者割当増資は市場から評価されていないことが分かった。全体で見た場合は、米国の先行研究でのアンダーパフォーマンスという結果とわが国でアンダーパフォーマンスしないという結果では違いはあるが、シナジーが期待できない案件でアンダーパフォーマンスが発生している今回の分析結果と、Barclay et al. (2007) で報告されたパッシブ投資家による引き受け案件では、

案件後 120 日間の CAR が有意にマイナスであるという内容とは整合的である。日米ともにシナジー創出が事後のパフォーマンスに影響を与えており、シナジーの定義を複数設けて追試することが今後は必要になる。

1 章と 2 章の分析結果から、わが国の第三者割当増資に関して、以下のことが指摘できる。一つは、引受投資家と発行体企業の間でのシナジーの創出について市場は注目しており、評価していること、もう一つは、発行体企業は市場に対して第三者割当増資の実施理由、目的について IR 活動などで積極的に説明していくことの重要性である。市場に対してきちんとした説明ができない案件は評価されにくく、説明責任を重くしたという意味では 2009 年に導入した規制も一定の評価ができる。今後は、そのうえで、個別案件の評価をより行っていくように規制当局も、市場側も第三者割当増資についてモニターしていくことが求められる。

第2部：ペイアウトと株式所有構造に関する実証分析

3章

自社株買いにおける流動性仮説の検証³⁴

～株主所有構造を含んだ流動性が自社株買いの実施に与える影響の分析～

3.1 はじめに

本章では、企業のペイアウト政策の選択における「流動性仮説」の検証を行なう。企業のペイアウトのレベルや手段が企業価値に影響を与えることはないという Miller and Modigliani (1961) の配当無関連命題が成立するための重要な仮定の一つは取引コストが存在しないことである。しかし、現実の世界では株主が配当を受け取るにはコストがかからないが、自社株買いの場合は証券会社への手数料やビッド・アスク・スプレッド³⁵が取引コストとして存在する。したがって Banerjee et al. (2007) が指摘するように、他の仮定が同一であれば、配当無関連命題からのインプリケーションは、流動性が低く取引コストの大きい銘柄ほど配当を支払う傾向にあるということになる。Banerjee et al. (2007)、Brockman et al. (2008) はペイアウトにおけるこの「流動性仮説」を主張し、実証分析によってそれを裏付けた。

近年、日本企業の株主還元に対する関心は外国人投資家の影響などを受けて高まりつつあるが、株主還元的手段（配当か自社株買いか）に関する実証的研究はあまり多くない。これは、畠田・相馬 (2009)、佐々木・花枝 (2010) のペイアウト実施状況のデータにあったように、ほとんどの企業が配当を実施し、一部の企業がその上乘せ的に自社株買いを行っており、自社株買いのみで株主還元している企業はほぼ存在しないという日本独特の事情もある。日本では自社株買いが実質的に解禁されてからまだ時期が浅いということの影響も否定できないが、自社株買いを行う上での何らかの制約要因が存在することも考えられ、配当と自社株買いが代替的に用いられている米国以上に流動性仮説の検証は意義深く、日本ではなぜペイアウトに占める自社株買いの比重が低いのか検証する必要性は高い。

また、日本では市場流動性に加えて株主構成も流動性仮説の検証を促す状況である。株主にとって、流動性とは保有株式の売却の容易さを表すものであるが、持合い株主のように長期保有の場合と短期保有の株主では、流動性の重要性は自ずと異なるはずである。長期保有では安定配当をより重視するであろう。したがって、持合い株主が存在する日本市

³⁴ 本研究は宇野淳氏（早稲田大学）との共同研究であり、同氏より本博士論文に所収することに許諾頂いている。また、以下の方々から貴重なコメント、アドバイスを頂いた。感謝申し上げます。第18回日本ファイナンス学会での討論者の坂和秀晃氏（市立名古屋大学）、蟻川靖浩氏、広田真一氏、宮島英昭氏（早稲田大学）、俊野雅司氏（成蹊大学）、大阪大学金融・保険教育研究センター大証寄附研究部門セミナーシリーズ第16回の参加者の方々、証券アナリストジャーナルの匿名のレフェリーの方々、編集委員長。

³⁵ 売り気配値と買い気配値の差。銘柄を1単位往復売買した際にかかるコスト。

場においては、より配当重視のペイアウトになることが想像され、日米の株主還元策の違いは、日本企業の保有構造の特徴と深く関わっている可能性がある。これは企業間においても同様で、配当を好む株主（投資期間の長い株主）を抱える企業では自社株買いに消極的となり、自社株買いに踏み切れる企業群と自社株買いを採用しにくい企業群が存在する。本研究では、株式の流動性と保有株主の流動性選好の度合いによって企業の還元政策が影響を受けている可能性を検証する。

花枝・芹田（2008）のわが国上場企業を対象にしたペイアウトに関するサーベイでは、企業が自社株買いの実施において考慮している点は、自社株式の市場価格、株式数減少による1株当たり利益の上昇、自社株式の浮動株比率や流動性、株式交換によるM&Aや子会社化に使う、との結果となっている³⁶。浮動株比率や流動性は自社株買いにおける制約要因として、それ以外のものは積極的に自社株買いを行う理由として理解できる。これはまさに、日本でも現場感覚ではペイアウトにおける流動性仮説が成立している可能性を示唆する³⁷。

そこで本章では、企業が自社株買いを開始する要因に流動性が存在することを検証し、わが国でペイアウトにおける流動性仮説が成立していることを示すものである。分析にあたっては、自社株買いを開始した企業と未実施のコントロールサンプルを抽出して行い、市場流動性や保有の集中度、そして株主の投資ホライズン（期間）で検証した。

本章の結果は、以下のように要約できる。流動性の高い企業ほど、また投資ホライズン（期間）の短い企業ほど市場での自社株買いを開始する傾向にある。自社株買い金額の規模やペイアウトに占める割合も高くなる。これらは流動性仮説と整合的な結果であり、花枝・芹田（2008）のサーベイを実証分析にて裏付ける結果である。

本研究の貢献は、以下の2点である。まずは、ペイアウトと流動性の関係に焦点を当てた研究としては、筆者らが知る限りわが国で初めてである。二つ目は、自社株買いの歴史が浅いわが国において、流動性および投資ホライズンが市場買付による自社株買いを実施する制約要因となっている可能性を示唆するものであり、ペイアウトにおいて自社株買いの選択肢を機能させるには流動性向上に取り組むべきという実務的な視点を提供したことである。

以下、2章にて流動性仮説と先行研究をレビューし、3章で本章の実証分析で用いるデータと実証分析手法について説明する。4章で分析結果と解釈を述べ、5章で結論をまとめる。

3.2 先行研究・仮説・検証方法

3.2.1 配当と自社株買いの選択についての仮説と先行研究

本研究は、企業のペイアウトの実施に流動性以外の指標がどう影響するのかを考慮した

³⁶ 回答において重要度の高かった順。

³⁷ 53.8%の経営者が自社株式の浮動株比率や流動性を重要だと回答。重要でないとの回答は10.5%のみ。

上で、これらとは独立に流動性が意思決定に作用しているかを検証することを目的としている。企業のペイアウトにおける配当と自社株買いの選択行動についてはいくつかの仮説が存在するが³⁸、配当より自社株買いを選好する仮説としては、成熟企業ほど自社株買いを行うという成熟仮説や、株式市場で過小評価されている企業や株価が下落している企業ほど自社株買いを実施し株価を下支えするというマーケットタイミング仮説が存在する。

これら仮説をもとに、日本市場についてのペイアウト手段を分析した先行研究としては上野・馬場（2005）、牧田（2006）が存在する。それらの中では配当と自社株買いは代替的に捉えられて分析されているとは言え、分析結果はわが国企業のペイアウト行動を理解する上で非常に有益であり、本章の分析はそれらで用いられた説明変数をコントロール変数として活用する。

3.2.2 流動性と自社株買いに関する仮説と先行研究

流動性が自社株買いの制約要因となる理由として、Barclay and Smith（1998）では、流動性が低い時には、経営者は自社株買いの実施によるビッド・アスク・スプレッドの拡大を通じた取引コストの増加を嫌がるため配当を好むと主張し、実際に自社株買いの発表によるスプレッドの拡大を実証研究で示した。そして、Amihud（2002）が示したように、市場流動性の低下は株式資本コストの上昇を招くため、流動性の低い企業では自社株買いを実施しにくい。また、流動性と市場買付による自社株買いの開始については Brockman et al.（2008）が、流動性と配当の関係については Banerjee et al.（2007）が分析している。彼らはともに流動性とペイアウトの関係を流動性仮説と呼び、事前の市場流動性の高い(低い)企業ほど自社株買い（配当）を選択する傾向があることを実証分析で示した。

流動性が近年の米国におけるペイアウトの研究で注目が高まった理由の1つは、近年の米国における自社株買い金額の増加が著しく、それが企業属性の変化だけでは説明がつかないことにある³⁹。そこで、市場全体の流動性が向上している中、流動性仮説が検証された。

わが国では米国と異なり、配当性向の高い企業ほど自社株買いを実施しており（佐々木、花枝[2010]）、自社株買いに踏み切ることができる要件としての流動性の検証は、上野・馬場（2005）、牧野（2006）の結果を大いに補完するものである。そこで一つ目の仮説は、以下とする。

仮説1：市場流動性が高い企業ほど市場買付による自社株買いを開始する傾向にある。

3.2.3 投資ホライズンと自社株買いの関係

³⁸ 自社株買いに関する諸仮説や動機付けに関しては畠田・相馬（2009）に詳しい。また、ペイアウト全体に対しての仮説などについては、上野・馬場（2005）に詳しい。

³⁹ Fama and French（2001）、Grullon and Michaely（2002）、Skinner（2008）など。

低流動性銘柄は長期保有の投資家に保有され（Amihud and Mendelson [1986]）、株主の保有期間が長いほどスプレッドが大きい（Atkins and Dyl [1997]）。そして、宇野・神山（2009）は、株主構成の平均投資ホライズン（期間）が長いほど流動性と企業価値が低いことを実証している。これらは、企業の株主はその投資ホライズンによって証券の流動性に対する選好が異なることを意味しており、企業の還元策にも異なる反応を示すことが予想される。企業が自社株買いを実施するかどうかは、どのような投資期間の株主が多いかによって左右される可能性がある。たとえば、投資ホライズンの長い投資家は、日本では持合い株主であることが多く、長期保有の間のリターンとしては配当を好むであろう。市場での売買を想定していない持合株主にとって、流動性の高低や自社株買いは関心が低いはずである。

一方、投資ホライズンが短い外国人投資家は企業が株主還元にあてる原資を効率的に使うことに注意を払うため、流動性が高い銘柄においてのみ自社株買いの実施を積極的に支持する可能性が高い。このように企業の主要株主が還元策に影響を与えることが予想され、その方向性は投資ホライズンの長短により異なるであろう。そこで二つ目の仮説は、以下のとおりである。

仮説 2：投資ホライズンが短い企業ほど市場買付による自社株買いを開始する傾向にある。

3.3 データと実証分析方法

3.3.1 日本における株主還元（配当および自社株買い）の実施状況

東証1部上場企業（金融業銘柄、REIT銘柄、途中で上場廃止となった企業は除外）の配当金額、および市場買付による自社株買い実施予定金額を集計すると表3-1の通りである。これによると、どの年においても8割以上の企業で配当が支払われている一方、市場買付による自社株買いはどの年も平均して2割にも満たず、そのみを実施する企業はほとんど存在しない。この姿は畠田・相馬（2009）、佐々木・花枝（2010）のデータとも整合的である。

表 3-1：【株主還元の実施状況】

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
純資産配当性向	1.52%	1.49%	1.33%	1.31%	1.35%	1.26%	1.32%	1.40%	1.59%	1.68%	1.81%	1.93%
ROE	4.14%	3.29%	2.20%	2.95%	3.49%	2.37%	3.65%	5.42%	6.55%	6.76%	7.19%	6.36%
対象サンプル企業数	910	953	976	1,038	1,120	1,168	1,224	1,291	1,391	1,464	1,524	1,564
配当実施%	88.7%	88.8%	82.9%	84.6%	85.4%	80.7%	84.2%	88.7%	91.7%	92.8%	93.6%	92.3%
自社株買い実施%	2.8%	11.2%	12.7%	15.5%	17.2%	16.0%	12.7%	10.2%	9.7%	12.0%	21.9%	21.4%
自社株買いのみ実施%	0.0%	0.3%	0.3%	0.5%	0.3%	1.1%	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%

出所：Quick Astra Manager、アイ・エヌ情報センターデータをもとに筆者作成。対象は東証1部上場銘柄。
注：自社株買いについては、市場買付による自社株買いを対象とする。数値は各年（暦年ベース）に発表された配当金額および自社株買い実施予定金額であり、サンプル企業の中央値ベース。

3.3.2 データと手法

本分析で使用するデータは、表 3-1 の中で決算期が 3 月末のもののみを対象とした。これら企業の 1997 年から 2009 年 3 月までの間に支払った配当金額および各社が発表した市場買付による自社株買い実施予定金額のデータをもとに分析を行う⁴⁰。配当のデータ、自社株買いの実施予定金額のデータは Quick Astra Manager およびアイ・エヌ情報センターより取得した。本分析で対象とする自社株買いは市場からの買付によるものであり、ToSTNeT などを通じた相対取引や、公開買付、および M&A の一環として実施されるものは含まない⁴¹。

実証分析手法は、Brockman et al. (2008) に倣って、ロジット分析と Tobit 分析により流動性が市場買付による自社株買いの開始、および金額やペイアウト総額に占める自社株買いの割合にどう影響するかを明らかにする。ただし、我々の分析では株式の保有の集中度合いや投資ホライズンのデータを加えることで、流動性を総合的に検証する。

まず、自社株買いを開始 (Initiate) した企業と未実施企業との比較をロジット分析によって行う。自社株買い開始企業の定義は、Brockman et al. (2008) を参考に 3 年間以上のブランク後に自社株買いを実施した企業、未実施企業は直近 3 年間および今期も自社株買いをしていない企業とした。日本のサンプルでは、開始企業数に対して未実施企業数が多く偏りが大きいため、開始企業に対する類似企業を未実施企業の中から 1 社ずつ探し出し、分析を実施した。

類似企業の抽出は、先行研究での分析結果を踏まえ、同業種企業の中から純資産配当性向⁴²、自己資本比率、営業利益率、総資産対数値⁴³の 4 指標において、開始企業と比較してそれら指標の差の自乗和を最小にする企業を抽出した⁴⁴。これにより、自社株買いを行う余力が同程度の 2 社において、1 社は自社株買いを開始しもう 1 社は開始しない理由として、流動性の違いを検証できる⁴⁵。

⁴⁰ 自社株買い実施予定金額を 100%消化しない企業も存在するが、前年度の状況が翌年度の企業のペイアウト戦略に与える影響を分析するために、企業が対外的に意思表示をした予定金額を元に分析した。

⁴¹ その理由は、相対取引や公開買付による自社株買いの場合は、それらに応じる法人株主はみなし配当課税の適用を受けることが可能であり、経済的インセンティブが市場買付の場合と大きく異なること、また、相対取引の場合は流動性を考慮する必要が低いことである。なお、自社株買いは買収防衛策として用いられる側面もあるため (蟻川 [2008])、敵対的買収のターゲットとなったサンプル 1 件も除いた。

⁴² わが国では配当性向の高い企業ほど自社株買いをしており、配当と自社株買いの代替性仮説が成立していない可能性があるため (佐々木・花枝 [2010])、類似企業の抽出に配当に関する指標を用いている。

⁴³ 花枝・芹田 (2008) でも規模の調整の必要性が言及されている。

⁴⁴ 各指標はそれぞれ基準化してある。なお、二つの異なる開始企業に対して、同一の企業が類似企業として 2 回抽出されるケースも存在するが、その場合はダブルカウントはせず、1 回のみのカウントとし、どちらかの開始企業に対して 2 番目に近い類似企業を分析対象に入れることはしていない。

⁴⁵ 東証 1 部上場銘柄間でも流動性は大きいに異なり、時価総額 5 分位で分けて流動性 (Illiq) を確認すると、第 1 分位 (規模大) とそれ以外のグループの間での流動性の格差が大きい (宇野 [2011])。

3.3.3 説明変数

Brockman et al. (2008)、Banerjee et al. (2007)、牧田 (2006)、および上野・馬場 (2005) を参考に説明変数を設定した。また、被説明変数と説明変数の間には、Brockman et al. (2008) 同様、内生性の問題を回避するために 1 期ラグを設けてある。収益指標、財務指標に関しては前年度末のものを用い、流動性指標、および株価リターンに関しては前年度 1 年間のもの (4 月から 3 月末まで) を使用している。各説明変数と想定符号は表 3-2 の通りである。

表 3-2 : 【説明変数と分析結果で想定される符号】

純資産 配当性 向	営業 利益率	自己資 本比率	規模 (総資 産)	PBR	株価 リター ン	手元流 動性比 率	株式 回転率	Illiq	ビッド アスク スプレッ ド	上位10 株主割合	投資 ホライズ ン
-	-	+	+	-	-	+	+	-	-	-	-

純資産配当性向、営業利益率、自己資本比率、総資産対数値は未実施の類似企業の抽出基準として用いているため、あまり有意な結果は出ないと予測されるが、上野・馬場(2005)や牧田(2006)の分析結果では営業利益率、成長性が低く、規模、自己資本比率の大きい企業で自社株買いが選択される傾向にある。PBR と株価リターンについては、経営者は自社株買いの実施に際して株価を気にしており(花枝・芹田[2008])、前年度の株価リターンが低い企業で自社株買いが実施されることが示唆されているが(上野・馬場 [2005]、Brockman et al. [2008])、本分析では上の 4 つの指標を用いて類似企業を抽出しているため、開始企業と類似企業の間ではあまり大きな株価推移の違いは見受けられないと想像される。また、配当がフローの手元資金の還元、自社株買いがストックの手元資金の還元として位置づけられている可能性を鑑みて、ストックの手元資金の指標として手元流動性比率を含めた⁴⁶。

株式回転率、Illiq⁴⁷、ビッド・アスク・スプレッド (VWAP で調整) は米国先行研究でも用いられて有意だった流動性指標である。残り二つの説明変数は、上位 10 大株主持分比率の高い企業ほど、自社株買いにおいて流動性を気にする状況(花枝・芹田 [2008])と、投資ホライズン⁴⁸が長いほど流動性が低いこと(宇野・神山 [2009])に対応している。なお、上位 10 株主の持分割合や投資ホライズンは、流動性の代理変数であると同時に、株主構成

⁴⁶ 手元流動性比率は現預金同等物から短期有利子負債をマイナスしたものを総資産で割ったもの。

⁴⁷ Amihud (2002) による非流動性指標 (Illiquidity Ratio)。日次株価変化額の絶対値を日次取引金額で除したものの期間平均。流動性の低い銘柄ほど取引単位当たりの値動きが大きくなるため、Illiq は大きい。

⁴⁸ 東証が発表する株式分布状況調査の投資部門別株式保有金額と投資部門別売買状況のデータから計算。平均投資ホライズン=保有主体別年度末時価総額合計÷主体別売買代金総額であり、それに各企業の主体別持株比率を掛けて算出。

が株主還元政策に与える影響をも見ることになる⁴⁹。そして、上位 10 株主割合や投資ホライズンの数値が高い企業では、買収防衛策目的の自社株買いをする必要はない。よって、回帰分析の結果、流動性代理変数のうち保有構造の指標しか有意とならない場合は、企業の自社株買い実施要因としては流動性よりも買収防衛により着目すべきということになる。したがって、これら保有構造の指標は二重の意味で流動性仮説の検証を可能とする。

3.3.4 記述統計データ

市場買付による自社株買い開始企業と類似未実施企業の記述統計データは表 3-3 である。純資産配当性向、自己資本比率、総資産対数値、営業利益率の 4 つは未実施類似企業抽出時に用いているが、一部有意差が存在する。流動性指標に関しては、自社株買い開始企業の方が Illiq 対数値、スプレッド、投資ホライズン、上位 10 株主比率、約定ナシ日割合⁵⁰において低く、株式回転率対数値、トレードサイズ、トレード回数、手元流動性比率が高い。これらは全て自社株買い開始企業のほうが流動性が高いことを示唆する。その他、株価リターンでは有意差が存在せず、自社株買い開始企業の方が外国人持株比率が高い。

表 3-3：【記述統計（開始企業 vs.類似未実施企業）】

	開始	未実施	差検定
純資産配当性向	1.6%	1.5%	**
営業利益率	5.4%	5.3%	
自己資本比率	48.5%	46.2%	**
総資産対数値	11.65	11.64	
営業利益率の標準偏差	1.40%	1.30%	
PBR	0.99	0.96	
手元流動性比率	6.8%	4.8%	**
ILLIQ対数値	-4.05	-3.74	***
株式回転率対数値	-1.83	-2.09	***
スプレッド	0.0052	0.0063	***
トレードサイズ	1,616	1,310	**
トレード回数	104	74	***
Depth	7,272	5,713	**
約定ナシ日割合	0.00	0.00	*
上位10株主比率	41.40%	45.06%	***
投資ホライズン	4.22	4.59	***
株価リターン対数値	-8.2%	-6.5%	
外国人株主比率	10.00%	7.70%	***

注：自社株買い未実施類似企業は同業種内企業の中から純資産配当性向、自己資本比率、総資産対数値、営業利益率で最も近い企業を選別。営業利益率の標準偏差は直近 5 カ年の標準偏差、Illiq は月間 10 日以上取引のある月の数値の年次平均で年間 9 か月以上数値がとれるもの、スプレッドはスプレッド金額÷VWAP、トレードサイズは取引量÷トレード回数、Depth は注文数、投資ホライズンは保有主体別年度末時価総額合計÷主体別売買代金総額であり、それに各企業の主体別持株比率を掛けて算出、株価リターン対数値は前年度の対 TOPIX 相対リターンの対数値。Depth のみ 1998 年度以降、他は 1997 年度以降 2008 年度の数値。Wilcoxon/Mann-Whitney にて差検定を実施し、***1%有意水

⁴⁹ 久保・齋藤（2006）は、コーポレートガバナンスと配当性向の関係について分析し、経営者持分比率の高い企業ほど、配当を増加する可能性が高いと報告している。

⁵⁰ 営業日のうち売買の成立しなかった日数の割合。数値が高いほど流動性は低い。

準、**5%有意水準、*10%有意水準。

3.4 回帰分析の結果と解釈

3.4.1 市場買付による自社株買いの開始と流動性の関係

市場買付による自社株買い開始企業と類似未実施企業との比較におけるロジット分析の推定結果は、表 3-4 である。結果はほぼ事前の予測通りの内容となっている。まず、類似企業抽出基準として用いた説明変数では、あまり有意な結果は想定していなかったが、すべての回帰式において純資産配当性向と自己資本比率が高いほど市場買付による自社株買いを開始していることが見て取れる。これは、有利子負債比率の削減が進んだ企業ほど自社株買いに積極的という報告（上野・馬場 [2005]）と合致し、ペッキング・オーダー仮説⁵¹、倒産仮説⁵²が成り立っていると見えよう。それら仮説は配当、自社株買いの両方に当てはまるが、自己資本比率や総資産はコントロールサンプルの抽出基準として用いたにもかかわらず有意な結果が得られたということは、分析結果は自社株買いにおいてよりそれら仮説が当てはまりやすい傾向にあることを示唆するものである。また、配当に積極的な企業ほど自社株買いを実施（佐々木・花枝 [2010]）するとの報告とも整合的である。

有意ではないものの株価関連説明変数（株価リターン、PBR）の符号が全て負となり、花枝・芹田（2008）のサーベイと整合的である。株価の下降局面またはバリュエーション上割安であると判断すれば翌年度に市場買付による自社株買いを開始する可能性がある。

⁵¹ 企業の資金調達の優先順位は内部資金、銀行借入、社債、エクイティファイナンスであり、予想外の資金調達の必要性が高い企業ほど内部留保を維持しようとするため、利益率が高く、有利子負債比率が低く、投資機会が少ない企業ほど株主還元をするという仮説。

⁵² 倒産確率の高い企業ほど内部留保を優先し株主還元を消極的であるという仮説。

表 3-4 : 【自社株買い開始企業のロジット分析結果（類似未実施企業との比較）】

説明変数	回帰式1		回帰式2		回帰式3	
	係数	z値	係数	z値	係数	z値
純資産配当性向	12.96	2.34 **	12.44	2.25 **	12.47	2.23 **
自己資本比率	0.99	2.60 ***	0.74	2.07 **	0.89	2.29 **
営業利益率	-0.13	-0.14	-0.47	-0.47	-0.17	-0.18
総資産対数値	0.09	1.88 *			0.06	1.08
PBR	-0.06	-1.25	-0.04	-0.81	-0.04	-0.93
株価リターン(相対)	-0.23	-1.59	-0.22	-1.49	-0.23	-1.57
手元流動性比率 ¹	0.47	1.23	0.41	1.06	0.38	1.01
投資ホライズン	-0.10	-2.27 **	-0.07	-1.71 *	-0.08	-1.83 **
上位10株主比率	-1.97	-4.36 ***	-2.18	-4.78 ***	-2.17	-4.85 ***
株式回転率対数値	0.17	3.74 ***				
Illiq対数値			-0.06	-2.21 **		
スプレッド					-21.79	-2.29 **
定数項	0.20	0.28	0.77	2.55 **	0.46	0.57
Log likelihood	-1007.4		-993.4		-1011.8	
McFadden R-squared	0.04		0.03		0.03	
未実施類似企業	690		675		690	
開始企業	832		815		832	

注：1. 手元流動性比率は自己資本比率との相関が高いため、自己資本比率を説明変数とする単回帰の残差を利用。

***1%有意水準、**5%有意水準、*10%有意水準。

流動性指標に関しては、株式売買回転率対数値、Illiq 対数値およびスプレッドは各指標間の相関が高いため、これらは別個に挿入して回帰分析を行った。結果、株式売買回転率対数値で 1%水準の有意な結果となり、日本においても流動性の高い銘柄ほど市場買付による自社株買いを開始する傾向にある（回帰式 1）。次に、Illiq 対数値については、それと極めて相関の高い規模係数（総資産対数値）を回帰式に含めずに分析した。結果、5%水準の有意な結果となり、同じく流動性の高いほど市場買付による自社株買いを開始することを示唆する（回帰式 2）。スプレッドも 5%有意水準で、スプレッドの小さい、すなわち流動性の高い銘柄ほど市場買付による自社株買いを開始する傾向という結果となっている。これら結果はすべて、Brockman et al. (2008)、Banerjee et al. (2007) と整合的な結果であり、日本でもペイアウトにおける流動性仮説が成立していることを意味する。

次に、上位 10 株主割合に関しては 1%水準の有意な結果を得ており、その割合が低いほど企業は市場買付による自社株買いを開始する傾向にある。上位 10 株主割合の高い企業ほど、自社株買いを実施するに当たり流動性を気にしているという花枝・芹田 (2008) のサーベイを裏付ける結果である。また、投資ホライズンが短いほど自社株買いを開始する傾向を示しており、ペイアウトにおける流動性仮説を支持する。逆に言えば、配当を好む投資ホライズンの長い株主の比重が高い株主構成企業では自社株買いが開始されにくいということである。限界効果では市場流動性指標ではスプレッド、保有構造指標では上位 10 株主割合が大きい。

以上から、自社株買い余力が同程度の企業において、流動性が高いほど自社株買いに踏み切る傾向にあることが明らかとなり、本研究での仮説 1、仮説 2 は成立している。

なお、株式売買回転率や Illiq などの市場における流動性指標と安定株主を示す指標の両方が同時に有意であった結果からは、流動性は買収防衛意識とは区別される自社株買いの動機付けになっていると解釈でき、流動性仮説をより強固に示していると言える。

3.4.2 市場買付による自社株買いの金額、ペイアウト総額に占める割合と流動性の関係

次に、自社株買いの開始のみならず実施金額ベースでも確認してみることにする。表 3-5 は自社株買い実施金額（総資産で調整したもの）を被説明変数とする Tobit 分析である。

表 3-5：【総資産に占める市場買付による自社株買い実施予定金額の割合（Tobit 分析）】

説明変数	回帰式 1			回帰式 2			回帰式 3		
	係数	z値		係数	z値		係数	z値	
純資産配当性向	0.378	9.797 ***		0.329	8.333 ***		0.366	9.370 ***	
自己資本比率	0.076	19.442 ***		0.065	17.120 ***		0.074	18.422 ***	
営業利益率	0.002	0.190		0.001	0.081		0.000	0.033	
総資産対数値	0.004	7.993 ***					0.003	5.877 ***	
PBR	-0.002	-4.541 ***		-0.002	-4.194 ***		-0.002	-4.243 ***	
株価リターン	0.001	0.876		0.002	1.255		0.001	0.753	
手元流動性比率	0.006	1.844 *		0.007	2.000 **		0.005	1.683 *	
投資ホライズン	-0.002	-4.082 ***		-0.002	-3.965 ***		-0.002	-3.844 ***	
上位10株主比率	-0.028	-5.746 ***		-0.031	-6.237 ***		-0.031	-6.391 ***	
株式回転率対数値	0.002	4.775 ***							
IlliQ対数値				-0.002	-6.798 ***				
スプレッド							-0.413	-3.994 ***	
定数項	-0.095	-13.797 ***		-0.058	-17.168 ***		-0.087	-11.088 ***	
Log likelihood	710.5			710.3			707.5		
AIC	-0.12			-0.12			-0.12		
Left censored	9,980			9,502			9,980		
Right censored	0			0			0		
Uncensored	2,061			2,035			2,061		

***1%有意水準、**5%有意水準、*10%有意水準

その結果は、概ね先のロジット分析と同じであり、株式回転率が高いほど、そして Illiq とスプレッドが低いほど自社株買い金額は大きいという結果であり、流動性と自社株買い金額が正の相関にあることを示している。これらは金額ベースにおいても流動性仮説が成立していることを示唆している。また、すべての回帰式で投資ホライズンと上位 10 株主割合が負の符号で 1%水準で有意であり、これらが低いほど自社株買い金額は大きくなるという結果である。これら結果からは、株主構成、浮動株割合が自社株買い金額の決定要因になっている可能性が示唆される。ここでも流動性仮説が強化され、また、株主構成がペイアウトに影響を及ぼしていることが見て取れる。

なお、ロジット分析では有意な結果ではなかったが、PBR が低いほど自社株買い金額が

大きいという結果となっている。株価が割安であるほど大規模な自社株買いで市場評価を変えようとする企業の姿が想像される。総資産対数値、手元流動性比率も有意にプラスとなっていることと合わせて考えると、成長性の乏しい成熟企業やストックとしての手元流動性比率が高い企業ほど自社株買い金額を大きくするということが伺える。自己資本比率がプラスに有意であることも合わせて、金額ベースにおいてもペッキング・オーダー仮説、成熟仮説、倒産仮説が成立していることが分かる。以上より、収益面や財務面の特性が同様の企業において、株式の流動性や株主構成に由来する投資ホライズンなどが、自社株買い金額を相対的に大きくする要因として作用していることが確認された。

次に表 3-6 は、総株主還元金額に占める市場買付による自社株買い金額について同様に Tobit 分析を実施したものである。株主還元を実施している企業のみを分析対象としている。

この分析の目的はペイアウトに占める自社株買い割合をチェックすることであるため、ロジット分析の際に説明変数に含めていた配当性向は含めていない。推計結果は先程の自社株買い金額についてのトービット分析の結果とほぼ同じである。流動性指標、浮動株割合、投資ホライズンは、総株主還元金額に占める自社株買いの割合を大きくする要因として働いている。株式回転率が高いほど、Illiq、スプレッド、上位 10 株主割合、投資ホライズンが低いほど企業のペイアウトに占める自社株買い割合は高くなる傾向があり、流動性仮説が成立している。自己資本比率、総資産、PBR など有意な説明力が確認されており、規模が大きく、自己資本が厚い、成熟した企業ほどペイアウトに占める自社株買い金額の割合が高く、流動性が高い企業ほど、自社株買いに積極的であるということを示している。

表 3-6 : 【総株主還元金額に占める自社株買い実施金額の割合 (Tobit 分析)】

説明変数	回帰式 1			回帰式 2			回帰式 3		
	係数	z値		係数	z値		係数	z値	
自己資本比率	1.217	14.129 ***		1.049	12.784 ***		1.195	13.748 ***	
営業利益率	-0.474	-2.346 **		-0.456	-2.175 **		-0.477	-2.353 **	
総資産対数値	0.057	5.673 ***					0.051	4.655 ***	
PBR	-0.059	-5.019 ***		-0.056	-4.587 ***		-0.051	-4.420 ***	
株価リターン	-0.001	-0.038		0.010	0.264		-0.002	-0.066	
手元流動性比率	0.063	0.950		0.063	0.917		0.046	0.713	
投資ホライズン	-0.050	-4.885 ***		-0.045	-4.387 ***		-0.046	-4.500 ***	
上位10株主比率	-0.727	-6.751 ***		-0.767	-7.073 ***		-0.793	-7.371 ***	
株式回転率対数値	0.064	5.673 ***							
Illiq対数値				-0.035	-5.419 ***				
スプレッド							-6.270	-2.780 ***	
定数項	-1.215	-7.883 ***		-0.725	-10.183 ***		-1.212	-7.108 ***	
Log likelyhood	-5770.6			-5699.2			-5783.1		
AIC	1.09			1.09			1.09		
Left censored	8,585			8,432			8,585		
Right censored	49			42			49		
Uncensored	2,012			1,993			2,012		

***1%有意水準、**5%有意水準、*10%有意水準

3.5 結論

本章においては、流動性が企業のペイアウト戦略に影響を与えるというペイアウトにおける流動性仮説を検証した。まず、自社株買いを開始した企業と未実施の類似企業との間でロジット分析を行い、前年度の流動性の高い企業、投資ホライズンの短い企業ほど翌年度に自社株買いを開始する傾向にあることを明らかにした。その上で、自社株買いの金額やペイアウト総額に占める割合を Tobit 分析により分析し、金額ベースや割合ベースでも流動性仮説が成立していることを示した。これらは、企業の市場買付による自社株買い実施要因には事前の流動性、そして、株主構成に起因し流動性に影響を与える投資ホライズン（期間）が存在することを意味する。同時に、前年度の株価パフォーマンスが低い企業ほど翌年度に自社株買いを開始し、金額やペイアウト総額に占める割合も大きくなることを確認した。株価テコ入れのために経営者が自社株買いを活用している姿が想像できる。

花枝・芹田（2008）の企業経営者に対して行ったペイアウトに関するサーベイにおいては、企業は自社株買いの決定要因として、株価水準や自己株式の浮動株比率や流動性を重要視していることが明らかとされていたが、今回の分析結果はそのような経営陣の認識を実証分析で確認した。また、同サーベイでは、株主構成が自社株買いに影響を与えることが示唆されていたが、今回の分析ではそれも裏付けた。具体的には、上位 10 位株主割合および投資ホライズンの数値が低い企業ほど、市場買付による自社株買いに積極的な傾向にある。逆に言えば、それら数値が高いと浮動株割合が低下する、あるいは、株主の保有機関が長期化し過ぎることを懸念して自社株買いを実施しにくい状況にあると想像される。一方、投資ホライズンの短い企業ほど自社株買いを開始する姿からは、株主の安定化を企図する企業が積極的に自社株買いで足の短い株主持分を吸収している可能性もある。

米国でもかつては配当中心のペイアウトが続いたが、近年では自社株買いの割合が約半分にまで上昇し、その要因として市場全体の流動性向上が 1 つの可能性として指摘されているが、今回の分析結果は、わが国企業のペイアウトにおいて自社株買いが配当の上乗せ的にしか活用されていない 1 つの可能性として、流動性制約が存在することを示唆するものである。投資家によって自社株買いと配当のどちらをより好むかは異なるため、企業として株主還元策に柔軟性を持たせるためには配当のみならず自社株買いも随時実施できるようにしておいた方がよい。そのためには、株式の市場流動性を高めておくことも必要となることが今回の分析結果により明らかとなった。

4 章

機関投資家の株式保有比率がペイアウト政策に与える影響⁵³

～顧客効果の検証～

4.1 はじめに

本章では、わが国で近年存在感を増しつつある機関投資家の持分比率企業がペイアウト政策に与える影響について明らかにする。有名な Miller-Modigliani の配当無関連命題（以下、MM 配当無関連命題、Miller and Modigliani [1961]）では、配当政策は株主価値に影響しない。単に配当とキャピタルゲイン（株価の値上がり益）の割合を変化させるだけで、株主にとってのトータルリターンは変わらないという議論である。ただし、命題は情報の非対称性が存在しない、取引コストが存在しないなど、いくつかの強い仮定のもとで成立しており、現実世界ではそれら条件は満たさないため命題は成立していない。実際、企業は様々な思惑のもとペイアウトを実施し、市場もペイアウトから企業価値や株式価値に対する影響を読み取ろうとする。ペイアウトは、シグナリング仮説に依拠すれば企業が将来の収益性を市場に伝えるために行うものと言えるし、エージェンシー仮説（フリーキャッシュフロー仮説）では、株主は企業にペイアウトを通じて手持ち現金を少なくさせて、経営者が不要な投資や私的便益のためにお金を使う可能性を下げたい。また、投資家によって配当や自社株買いに対しての先行度合いが異なり、それに呼応する形で経営者がペイアウトを実施しているとする顧客効果仮説（*clientele* 仮説）も存在する。顧客効果仮説を議論する際は、配当と自社株買いで税率の異なる場合の *tax clientele* の観点で議論されることが多いが、税率が同じ状況でも株主（投資主体）によって、配当と自社株買いに対しての好みが変わることがある。定期的なキャッシュインを好む投資家は配当を、課税の繰り延べをしたい投資家は自社株買いを望む。また、情報の非対称性の議論とも関連するが、自社株買いでは逆選択の問題が存在する⁵⁴。それは、自社株買いに応じるか応じないかの判断には情報が必要なため、情報を持たない投資家は自社株買いより配当を好むというものである。このような株主の配当と自社株買いに対しての選好度合いを企業が察知して、柔軟にペイアウト政策を変更するという仮説が顧客効果仮説となる⁵⁵。実際、企業の経営陣

⁵³ 本研究には、以下の方々から貴重なコメント、アドバイスを頂いた。感謝申し上げます。第 37 回日本経営財務研究学会での討論者の畠田敬氏（神戸大学）、蟻川靖浩氏（早稲田大学）、俊野雅司氏（成蹊大学）、小川亮氏（早稲田大学大学院博士後期課程）、経済産業研究所（RIETI）「企業統治分析のフロンティア：企業成長・価値創造と企業統治」の参加メンバーの方々、経営財務研究の匿名のレフェリーの方々。また、科学研究費補助金（課題番号：26870020）の助成を受けている。

⁵⁴ Barclay and Smith（1988）、Brennan and Thakor（1990）。

⁵⁵ これに似た仮説にケイタリング仮説（*Catering* 仮説）がある。それは市場全体の配当への選好（配当プレミアム）が時期によって異なるという仮説であり、それに基づけば、経営者は市場全体の配当に対する需要変化に合わせて時期に応じて株主還元政策を変更、実施しているというものである。今回は次

に対してペイアウト政策に関してのサーベイ調査を行った花枝・芹田（2008）によると、企業の配当/自社株買いの決定要因として既存株主の要求を重要だと考えている状況が明らかになっている。

本章では、この顧客効果の影響を解明していく。宮島・新田（2011）や宮島・保田（2015）で示されているように、わが国企業の株式所有構造は従来の持ち合いが解消される中で逆に機関投資家（特に海外機関投資家）の持分比率が上昇してきており、内部者および利害関係者（以下、インサイダーと呼ぶ）株主と外部者株主の持分比率が逆転した⁵⁶。株式投資リターンの最大化を追求する外部株主の割合が増えたことにより、経営陣がそれら株主の要求や期待に応えることができなければ、企業の株式は売却される可能性が高くなる。経営陣にとっては自身の保身（株主総会での再任を得る）の観点からも、外部株主の意向を汲むことは重要にならざるを得ない。よって、ペイアウト政策においても顧客効果がより働きやすい状況が以前に比べると形成されている。

株主構成とペイアウト政策の関係性を解明する場合、経営陣や創業家というインサイダーが与える影響については広く研究されている。Jensen（1986）では、経営陣は利益をペイアウトとして支払うよりも内部留保として溜め込むことを好むと議論している。その理由は、経営陣は成長投資のお金が欲しいこと、また私的便益のために使うことができるから、ということである。実際、経営陣の持分とペイアウトの間に負の関係が存在することを報告している過去の実証分析は少なくない⁵⁷。しかし、株主と経営陣の対話の機会や必要性が増してきた最近の状況で考えると、経営陣の保身のためには株価の維持が以前にも増して重要となっている。ペイアウトをすることで、株価維持や上昇が図れるなら、あるいは少なくとも株主に配慮した経営を行っているというポジングになるのなら、経営陣はそのような選択を行う可能性がある。実際、Zwiebel（1996）、Fluck（1999）、Myers（2000）、Allen et al.（2000）などはその視点で実証分析を行っている。したがって、インサイダー株主がペイアウト政策に与える影響は一義的とは言えなくなっている。また最近では、インサイダーである個人（創業者やオーナー経営者など）が大株主である企業（ファミリー企業）において高い配当が支払われている、という研究も出てきている（Aoki [2014]）。その内容は、ファミリー企業のコーポレートガバナンスは優れており、それによって配当支払い額も大きいというものであるが、これは、近年ファミリー企業のパフォーマンスに焦点を当てた諸研究でもその収益面での優位性が指摘されつつあることと整合的である。このように概観するに、経営陣や創業家を中心とするインサイダー持分割合がペイアウト

期ではなく、株主の顔ぶれに応じて企業が株主還元政策を変化させているかを検証する。

⁵⁶ 宮島・新田（2011）では都銀・地銀等、生損保、その他金融機関、事業法人などの保有比率合計をインサイダー、外国人、個人、投資信託、年金信託の保有比率の合計をアウトサイダーと定義し、インサイダーの保有割合は80年代の60%前後から2000年代には30%台へ、アウトサイダーの保有割合は、80年代は30%前後だったものが2000年代には50%程度にまで上昇してきていると指摘している。

⁵⁷ Jensen et al.（1992）、Eckbo and Verma（1994）、Short et al.（2002）、Chen et al.（2005）、Truong and Heaney（2007）など。ただし、ペイアウト総額ではなく配当のみで検証しているものが多い。

に与える影響は mixed である。

他方、外部株主がペイアウトに与える影響を見た実証分析は、税率の違いによる顧客効果に着目したものでは先行研究がいくつか存在し、それらは税率で相対的に優位な投資家の意向を企業は汲むという結果（顧客効果）を報告している⁵⁸。これらは至極当然な結果であろう。しかし、tax clientele 以外の視点で、外部株主、特に機関投資家の持分比率とペイアウトの関係性を見た先行研究は海外を含めてもあまり多くない。米国では Grinstein and Michaely (2005)、英国では Short et al. (2002)、そして、大株主とペイアウト政策の関係性を見たものには Truong and Heaney (2007) がある。これら研究は、株主と経営陣の間のエージェンシー問題の解決のために、機関投資家や大株主がモニタリングを通じてペイアウトに影響を与えるという仮説のもと分析を行っている。企業に余剰資金をペイアウトの形で株主に還元させることができれば、経営陣が私的便益のために社内のお金を使う余地はなくなるため、エージェンシー問題の相当程度を解消することができるという議論である。しかし、これら先行研究の分析結果は整合的ではない。まず、米国のデータで分析を実施した Grinstein and Michaely (2005) の結果は、機関投資家の持分比率が高いからといって、企業が配当、自社株買い、あるいは総還元性向を高めることはない、というものである。それに対して、英国のデータをもとに分析をした Short et al. (2002) では、機関投資家の持分割合と配当性向には正の関係が、そして、経営陣持分と配当政策には負の関係があることを分析結果として報告している。Short et al. (2002) は、米国と英国では機関投資家と株主構成のフレームワークが異なると指摘し、特に機関投資家に関しては英国では配当課税が免除されていること、年金のアクチャリー上の価値は一部配当収入によって決められることなど、英国特有の事情を説明している。なお、日本については、佐々木(2010)において、機関投資家の保有割合がペイアウトに与える影響を、エージェンシー仮説を検証する形で分析している。結果は、機関投資家持分比率はペイアウト金額に対して正の効果を持つことが報告されており、Short et al. (2002) の報告と整合的となっている。

これらはいずれもエージェンシー仮説に依拠しているが、それに加えて顧客効果の影響を見ているのが韓国の Jeon et al. (2011) である。この事例は、わが国にとって非常に興味深い。その理由は韓国においても日本同様、近年における海外機関投資家の持分比率の上昇が現象として存在しているからである。日本や韓国で海外機関投資家として位置付けられる機関投資家は、米国籍のものが多いため、米国ではその多くが国内機関投資家となる。ゆえに、米国では機関投資家間で地理的ロケーションを原因とする情報格差が存在しにくく、顧客効果は発生しにくい。しかし、日本や韓国では事情が異なる。用いている言語も異なるため、国内投資家の方が情報優位になりえる。Jeon et al. (2011) では、韓国において機関投資家を国内系と海外系に分けてそれらの保有割合が企業のペイアウト政策に与える影響を見ているが、結果は、海外機関投資家の持分比率が高いと企業は配当に積極的と

⁵⁸ Desai and Jin (2011)、Korkeamaki et al. (2010)。

なるというものである。その理由としては、自社株買いにおける逆選択問題をあげている。海外機関投資家は国内機関投資家よりも情報劣位にあるため、自社株買いにおける逆選択問題を避けたいため、配当を好むというものである。もし、日本でも同様の現象が確認できるなら、ペイアウトにおける顧客効果をより強固なものとして提示することが可能である。米国の場合は、多くの機関投資家は国内機関投資家であるため、米国のデータで同様の分析を実施することは難しく、国際的な貢献にもなりうる。本研究のモチベーションの一つはここにある。

また、株主構成がペイアウトに与える影響という観点では、インサイダーvs.外部者という対比以外に、株主の投資期間が与える影響もある。これは取引コストに起因するペイアウトの選択問題である。MM 配当無関連命題ではペイアウトにおいて取引コストが存在しないと仮定されているが、Lucas and McDonald (1998) で議論されているように、自社株買いの実施はその買い取り金額が高すぎれば、株式を売却しない株主（自社株買い後も引き続き株式を保有する株主）から自社株買いに応じて株式を売却する株主への富の移転となる。これは、株式を売却しない株主にとっては希薄化コストになる。これを Gaspar et al. (2012) で議論されたように、投資ホライズンのコンテキストで考えると、起業が割高な株価で自社株買いをしてしまう可能性を考慮すれば、長期保有株主は自社株買いにおいては潜在的な希薄化コストに直面するため配当を好む。一方、投資ホライズンの短い株主はむしろ自社株買いを歓迎する。実際、Gaspar et al. (2012) による実証分析では、株主に占める投資ホライズン（投資期間）の短い投資家による保有割合が大きい企業ほど、配当を減らして自社株買いの頻度と額を増やすことが報告されている。この分析は米国のデータをもとに行われているが、米国では配当と自社株買いが代替的に用いられている。一方、日本の場合はそうではなく、配当を基本としつつ、一部企業でその上乘せ的に自社株買いが用いられている。その要因として保田・宇野 (2011) は、流動性が自社株買いを初めて実施する際の制約要因となっているとの仮説のもとそれを実証している。分析では、主に株式の市場流動性について分析しているが、株式の保有構造および株主の投資ホライズン（保有期間）をも流動性の代替指標として検証している。ただし、保田・宇野 (2011) も指摘するように、株式の保有構造や投資ホライズンは流動性要因として解釈することもできるが、株主の意向がペイアウトに影響を及ぼしている可能性もある。株主のうち、日々の株価に影響を与えるのは売買を行う株主、すなわち、外部株主でありその主体は機関投資家と個人投資家ということになる。したがって、自社株式が売却されにくいように（株価下落圧力の払拭）、経営陣がそれら外部株主の声をペイアウト政策に取り入れる可能性は高い。保田・宇野 (2011) で用いた投資ホライズンのデータは、インサイダー株主も含めた非常に簡便な仮定のもので計算した数値であったが、現在では後述する FactSet のデータを用いることで、日々の市場株価への影響度が大きい機関投資家の投資ホライズンの数値を個別銘柄単位で把握することが可能である。このデータをもとに分析を実施すること

ができれば、保田・宇野（2011）では推論にとどまっていた外部株主のボイスがペイアウト政策に影響を与えているか実証することができる。また、自社株買いに限定せず配当のデータも組み込むことで、その議論をペイアウトにおける顧客効果の検証に発展させることが可能である。

米国は配当と自社株買いの代替性が高いため、株主の意向に応じて柔軟に配当と自社株買いの中身、割合を変更することが比較的可能であるが、わが国では配当と自社株買いの代替性は相対的に低く、そのような状況でも顧客効果が存在しているかどうかを確認することができれば、当分野における国際的な貢献にもなる。

近年わが国企業における IR 活動は定着しつつあり、日本 IR 協議会の資料によると⁵⁹、企業の IR 活動実施比率は2014年度時点において実施比率は4年連続で95%を超えている。企業、株主双方で、コミュニケーションを通じた情報の非対称性の緩和や、エージェンシーコスト低下への欲望が IR 活動を活発化させているのであろう⁶⁰。また、同資料の中では企業がアプローチをしたい投資主体先として、国内機関投資家とする回答が最も多く63.5%となっている。次いで個人株主が53.8%、海外機関投資家も37.3%であった。これは、前回調査の2012年度からそれぞれ微増しており、企業がいわゆる外部株主の意向の意向により関心を高めていることがうかがえる。ペイアウトにおける顧客効果の有無の検証は、そのような企業の意思が財務戦略に実際に表れているかを確認することになる。

以上のような状況を踏まえ、本章ではわが国のデータをもとに、機関投資家の保有割合がペイアウト政策に与える影響を顧客効果仮説の観点で明らかにする。具体的には、機関投資家を国内系と海外系に分類したデータで、主に情報の非対称性に起因する自社株買いにおける逆選択問題の回避行動（海外機関投資家による配当選好）がわが国のペイアウトの現場で存在するのか、そして投資期間で分類したデータを活用することで、長期保有株主が自社株買いにおける希薄化懸念を回避するための行動を企業に要求しているか（長期保有株主による配当選好）を、実証分析を通じて明らかにする。分析の結果は、以下2点に要約できる。

第1に国内機関投資家の持分割合が高い企業では配当と自社株買いの両方に積極的だが、海外機関投資家の保有割合が高い企業、また、投資ホライズンの長い機関投資家の保有割合が高い企業では配当に積極的となる。これらは、海外機関投資家は情報の非対称性による自社株買いの逆選択問題を回避したい意向、投資ホライズンの長い機関投資家は自社株買いによる希薄化コストを避けたい意向が働いており、企業がそれに応えていることの示唆である。第2に、国内機関投資家および投資ホライズンの短い機関投資家は、総還元金額に占める自社株買い金額の割合が高くなっており、それぞれ情報優位にあること、希薄化コストの懸念がないことで、相対的に自社株買いへの選好度あるいは寛容度が高く、企

⁵⁹ 日本 IR 協議会、2014年度「IR活動の実態調査」。

⁶⁰ もっとも、一部は株主の要求でやむなく IR 活動を実施している企業も存在する。

業がそれに対応する形でペイアウトを実施していることが示唆される。

本研究の貢献は、著者の知る限り日本で初めて機関投資家の持分比率を国内系、海外系、および投資期間で分類したデータでそれらがペイアウト政策に及ぼす影響について分析したことである。これにより、特に近年存在感の高まりつつある機関投資家の持分比率とペイアウト政策の関係性がより深く理解できるようになった。そして、ペイアウトにおいて顧客効果の存在を確認したことにより、昨今のわが国における所有構造の劇的な変化に日本企業が財務戦略上どのように対応しているかをうかがい知る分析結果となった。これにより、他の財務戦略にも株主の意向が影響を及ぼしている可能性の検証が今後期待できる。

以下、2節にて仮説を設定し、3節で本章の実証分析で用いるデータと実証分析手法について説明する。4節で分析結果と解釈を述べ、5節で結論をまとめる。

4.2 本研究での仮説の設定

本章では、主に2つのペイアウト政策に影響を与えうる要因を検証する。ひとつは海外機関投資家と国内機関投資家の持分割合、もう一つは機関投資家の投資ホライズンの違いがペイアウト政策に与える影響についてである。

4.2.1 海外機関投資家と国内機関投資家の違いがペイアウト政策に与える影響：情報の非対称性

ペイアウトにおいて情報の非対称性は、自社株買いにおける逆選択の要因となる。自社株買いに応じるか応じないかの判断には情報が必要なため、情報を持つ投資家は自社株買いを好み、逆に情報を持たない投資家は自社株買いより配当を好む。よって、Brennan and Thakor (1990) で議論されるように情報を持たない投資家が多数を占める企業では配当が支払われる。これを海外機関投資家が直面する情報の非対称性と組み合わせて考えると、海外機関投資家は配当を好み、一方で、情報取得に優位性がある国内機関投資家は自社株買いを好む、または少なくとも自社株買いと配当を同様に好む。上で触れたが、韓国のデータをもとに分析した Jeon et al. (2011) では、海外機関投資家が直面する情報の非対称性による配当嗜好仮説を実証分析で示している。そこで一つ目の仮説として以下を設定する。

仮説 1：海外機関投資家の持分割合が高いと企業は配当に積極的になり、国内機関投資家の持分割合が高い企業ではその傾向は見られない。

4.2.2 機関投資家の投資ホライズンがペイアウト政策に与える影響：取引コスト

次に、取引コストに依拠するペイアウトの選択問題を考える。先に議論したように、投

投資ホライズンの長い機関投資家は、自社株買いにおいては希薄化コストに直面する可能性があり、その場合、その問題を避けられる配当を好む。一方、投資ホライズンの短い機関投資家はそのような懸念がないため、自社株買いを好むあるいは、少なくとも自社株買いと配当は無差別にとらえる。したがって、

仮説 2: 投資期間の長い機関投資家の保有割合が高いと、企業は配当に積極的となり、保有期間の短い機関投資家の保有割合が高いと、企業は自社株買いに積極的となる。

という仮説が立てられる。Gaspar et al. (2012) ではこの仮説が実証されており、保田・宇野 (2011) では株主全体で投資期間の短い株主が多いと企業が自社株買いに積極的になることが報告されている。ただし、保田・宇野 (2011) で用いられた投資ホライズンのデータは、東証が発表する市場全体のデータからの推計であり、各保有主体の保有期間の違いは捕えているが、各保有主体はどの企業に対しても保有期間が同じという強い仮定を置いており、市場の実際の状況とはかけ離れている⁶¹。本来は、各企業の株主リストを見て、それぞれの株主の保有期間を積み上げていくという手法を取るべきである。投資ホライズンを考える上で最も重要なのは、日々の株価に影響がある株式を売買する主体の投資ホライズンであり、その最たるものは機関投資家である。しかし、保田・宇野 (2011) の投資ホライズンのデータでは、株主全体での保有期間の違いを見ているため、特定株のように株式を売却しない株主も含まれている一方、機関投資家は区分けされていない。よって、分析結果が本当に保有期間の違いから発生したのか、あるいは、単に投資主体の違いによって得られた分析結果である可能性も否定できない。機関投資家間でも、足の長い年金からヘッジファンドまで多数存在することを考えるに、この投資ホライズンについては、企業ごとおよび機関投資家ごとにその違いを反映させてより丁寧に分析し、顧客効果の有無を検証する必要がある。この点に対応するため、本分析では、投資ホライズンのデータを各企業個別の機関投資家の保有期間の情報から構築した。本分析では機関投資家の投資ホライズンに絞っており、潜在的な株式の売却圧力がある株主に限定した分析となるため、投資主体の影響を除外し投資期間の影響による正確な分析が、特に顧客効果の視点から可能となる。

以上 2 つの仮説を検証していくが、機関投資家の保有割合とペイアウトの関係性については逆の因果関係、すなわち、ペイアウト政策が機関投資家の保有割合に与える影響も可能性としては考えられよう。しかし、機関投資家の多くはインデックス（例えば TOPIX）との相対パフォーマンスを競うパッシブ型が中心であるため、保有銘柄の多くはインデッ

⁶¹ 東証が発表する株式分布調査の投資部門別株式保有金額と投資部門別売買状況のデータから計算。平均投資ホライズン=保有主体別年度末時価総額合計÷主体別売買代金総額を計算し、それに各企業の主体別持株比率を掛けて算出している。

クスに含まれるがゆえに保有せざるを得ずして保有しているものが多い。彼らはキャピタルゲインとインカムゲイン（配当）のトータルリターンを最大化することを求めており、企業による配当か自社株買いの選択は理論的には株式のトータルリターンに対しては中立であるため⁶²、ペイアウト手段をもとにポートフォリオのウェイト付けを変更することはあまり考えられない⁶³。実際、佐々木（2010）では、企業のペイアウト手法の選択（配当優先、または自社株買い優先）が翌期の機関投資家の持分比率の増加に与える影響について分析しているが、配当、自社株買いともに有意な結果は出ていない。また、機関投資家の銘柄選択基準を分析した Ferreira and Matos（2008）や宮島・保田（2015）でも、機関投資家の保有割合には収益性、成長性、ガバナンスなど他の要因が主な影響を与えており、配当は大きな構成要素とはなっていない。したがって、ペイアウト政策が機関投資家の持分比率に与える影響はあまり考えられない。ただし、分析においては保有割合に関しては1期ラグの数値を用いることで手当てを行い、また、頑健性の確認のために GMM も実施する。

なお、今回用いるデータには、インサイダー持分も含めており、経営陣および創業家、銀行・生保、そして事業法人の3つに分類することが可能である。これらに関しては、経営陣および創業家持分については、上で議論したようにペイアウトに対してはプラス、マイナス両方の働きかけを取りうるので、今回は特に仮説は設定しない。銀行・生保、事業法人についても、それらペイアウトに対しての選好については様々であるため、同様に仮説は設定しない⁶⁴。

4.3 使用するデータとリサーチデザイン

分析で使用するデータは、東証1部上場企業のうち決算期が3月末のもののみを対象とした（金融、REITは除かれている）。分析期間は2004年3月期～2012年3月期の9か年である。サンプル数は累計で10,816となった。各社の支払った配当金額、自社株買い金額、財務データは Quick Astra Manager から、株式の保有データは FactSet より取得した。

企業はペイアウトの金額を決定するに当たり、いくつかの指標を用いている。主なものは配当利回り（一株当たり配当÷株価）、配当性向（配当総額÷純利益）、株主資本配当率（配

⁶² この点を指摘して頂いた俊野雅司氏（成蹊大学）に感謝する。

⁶³ 筆者による国内外数社の機関投資家に対するヒアリングでも同様の意見を得た。

⁶⁴ 銀行・生保、事業法人の場合は、受け取る配当額の半分しか課税対象とならない一方、キャピタルゲインでは全額が課税対象となるため、配当の方が税金面ではメリットが存在する。ただし、配当の場合は課税の繰り延べはできない。これら株式の多くは政策保有であるため、そもそも売却することが考えられておらず、売却できないならば、配当とキャピタルゲインでの税金面でのメリットを比較してもあまり意味はない。また、保有株式を売買目的有価証券かその他有価証券で保有しているかによって決算時の処理は異なるが、配当を支払えばその分理論的には株価は下がるため、保有サイドの減損リスクを回避するという意味では配当に対して消極的である局面もある。ちなみに、日本企業のペイアウトに関して投資家へのサーベイ調査を行った芹田・花枝・佐々木（2011）では、銀行・生損保は配当と自社株買いの比較では、配当に強い嗜好を有することが報告されている。Short et al.（2002）では、年金や保険を契約者たちに支払う投資家は定期的な現金収入を求めると指摘している。

当総額÷純資産)、総還元性向(株主還元総額÷純利益)などがある。分母となる数値が時価ベース(株価)、損益計算書ベース(純利益)、貸借対照表ベース(純資産や総資産)と多岐にわたる一方、現場では、企業はこれら指標を複合的に、また、時期によって重視するものを変えながら、判断している⁶⁵。したがって、今回のような実証分析をする際に配当、自社株買い、ペイアウト(総還元金額)の数値として何を用いるかの判断は難しいが、収益と規模の両方を反映しうるという意味で対売上高の比率を採用した⁶⁶。これだと、配当性向と配当純資産性向の両方にもっとも対応しうる。

各外部株主の保有割合の中身は後で説明するが、海外機関投資家保有比率、国内機関投資家保有比率、数値はそのまま用いた。コントロール変数は先行研究を参考にして設定し、レバレッジ(デットエクイティレシオ)、収益性(経常ベースROE)、収益の安定性(直近5年間の営業利益率の標準偏差)、バリュー株効果(PBR)、規模(時価総額対数値)、成長性(売上高成長率)を用いている。また、佐々木(2010)が指摘するように機関投資家の保有割合がペイアウト政策に影響を与えるにはある程度の時間がかかるため、本章でも保有割合の数値は1期前のものを用いている。これは逆の因果関係への手当てともなる。また、各変数の1%未満及び99%超のデータは異常値とし除外してある。各説明変数の定義、および記述統計は表4-1、各変数間の相関係数は表4-2の通りである。相関係数表を見ると、海外機関投資家の保有割合は、回転率が低い機関投資家の保有割合と相関係数が高いことが分かる。本章での分析においては、この二つの違いを明確にすることを留意する必要がある⁶⁷。なお、保田・宇野(2011)では、株式の流動性が自社株買い実施の制約要因になっていると実証分析で報告しているが、本章の分析においては機関投資家の保有期間が流動性の代替指標となる。

⁶⁵ たとえば、資生堂は以前は総還元性向で60%を目指すとして発表していたものが、事業投資を優先するために、2010年にペイアウトの目標を配当性向40%に変更した。その他、配当性向の数値の引き上げや、逆に配当から自社株買い重視への転換など、多くの事例がある。

⁶⁶ なお、純資産で除したものでも分析を行ったが、結果に分析結果に大きな差は見られなかった。

⁶⁷ 海外機関投資家は、一般的には国内機関投資家に比べると短期保有のイメージが強く、本分析のデータにおいて海外機関投資家の保有割合が回転率の低い機関投資家の保有割合と相関係数が高いことはやや違和感がある。これについては、短期保有の海外機関投資家のメインプレーヤーはヘッジファンドであるが、FactSet収録データの機関投資家に占めるヘッジファンドの割合は3.6%にすぎず、その影響が小さいことが理由であると考えられる。海外機関投資家でもマジョリティは投資顧問、投資信託である。

表 4-1 : 【記述統計】

	平均値	中央値	最大値	最小値	標準偏差	観測数
配当割合	1.1%	0.7%	24.2%	0.0%	1.3%	10,811
自社株買い割合	0.5%	0.0%	69.6%	0.0%	2.1%	10,811
総還元割合	1.5%	0.8%	81.7%	0.0%	2.7%	10,811
配当対総還元割合	85.2%	99.5%	100.0%	0.0%	26.9%	10,166
純有利子負債比率	5.5%	4.6%	64.6%	-61.0%	23.8%	10,625
ROE	13.3%	11.5%	72.2%	-21.6%	11.4%	10,493
営業利益率の標準偏差	2.4%	1.6%	22.4%	0.1%	2.6%	10,581
PBR	1.39	1.09	8.81	0.28	1.03	10,499
売上高成長率	3.4%	2.8%	74.4%	-34.2%	13.0%	10,447
時価総額(百万円)	169,811	43,497	2,731,254	3,021	346,637	10,482
時価総額対数値	10.91	10.69	14.83	8.01	1.53	10,668
海外機関投資家保有%	5.1%	2.8%	56.9%	0.0%	6.2%	10,659
国内機関投資家保有%	4.6%	3.1%	40.4%	0.0%	4.4%	10,658
長期保有機関投資家%	5.6%	3.5%	59.7%	0.0%	5.7%	10,650
中期保有機関投資家%	0.8%	0.2%	27.7%	0.0%	1.7%	10,659
短期保有機関投資家%	0.1%	0.0%	8.8%	0.0%	0.3%	10,659
経営陣、創業家保有%	7.5%	0.3%	84.5%	0.0%	14.0%	10,649
事業法人保有%	18.1%	11.9%	89.6%	0.0%	17.7%	10,649
銀行・保険保有%	6.2%	5.0%	44.9%	0.0%	5.9%	10,649

出所：Quick Astra Manager および FactSet より著者作成。

注：配当割合は配当金額÷売上高、自社株買い割合は自社株買い金額÷売上高（もし金庫部の放出による資金調達をしている場合はそれをネットアウトした金額。もし自社株買い金額よりも金庫株放出による資金調達金額の方が大きい場合は、佐々木（2010）の処理同様、自社株買い金額をゼロとする）、総還元割合は総還元金額（配当+自社株買い）÷売上高、配当対総還元割合は総還元金額に占める配当金額割合、純有利子負債比率は対総資産純有利子負債比率（純有利子負債＝有利子負債－現預金同等物）、ROEは経常利益ベースの ROE、営業利益率の標準偏差は過去 5 年間の営業利益率の標準偏差、PBR は株価純資産倍率、売上高成長率は売上高対前年度成長率、長期保有機関投資家保有%はポートフォリオの年次売買取転率が 0.5 倍以下（保有期間 2 年超）機関投資家の持分割合、中期保有機関投資家保有%はポートフォリオの年次売買取転率が 0.5-1 倍（保有期間 1 年-2 年）機関投資家の持分割合、短期保有機関投資家保有%はポートフォリオの年次売買取転率が 1 倍を超える（保有期間 1 年未満）機関投資家の持分割合。

表 4-2 : 【各変数間の相関係数表】

	1)	2)	3)	4)	5)	6)	7)	8)	9)	10)	11)	12)	13)	14)	15)	16)	17)	18)	
1)配当割合	1.00																		
2)自社株買い割合	0.30	1.00																	
3)総還元割合	0.68	0.90	1.00																
4)配当対総還元割合	0.01	-0.47	-0.35	1.00															
5)純有利子負債比率	-0.35	-0.13	-0.25	0.03	1.00														
6)ROE	0.07	0.01	0.04	0.07	0.05	1.00													
7)営業利益率標準偏差	0.29	0.07	0.19	-0.03	-0.13	-0.04	1.00												
8)PBR	0.15	0.06	0.11	-0.01	0.00	0.60	0.10	1.00											
9)売上高成長率	0.00	-0.04	-0.03	0.08	-0.01	0.38	0.06	0.30	1.00										
10)時価総額対数値	0.18	0.08	0.14	0.00	0.10	0.20	0.02	0.35	0.09	1.00									
11)海外機関投資家保有%	0.27	0.09	0.19	-0.01	-0.17	0.06	0.12	0.11	0.01	0.49	1.00								
12)国内機関投資家保有%	0.09	0.01	0.05	0.03	-0.06	0.17	0.12	0.18	0.10	0.26	0.34	1.00							
13)長期保有機関投資家%	0.25	0.07	0.17	0.01	-0.17	0.07	0.11	0.10	0.02	0.45	0.88	0.52	1.00						
14)中期保有機関投資家%	0.09	0.04	0.07	-0.02	-0.05	0.13	0.06	0.13	0.07	0.28	0.43	0.42	0.30	1.00					
15)短期保有機関投資家%	0.05	0.01	0.03	0.00	-0.01	0.04	0.04	0.04	0.01	0.17	0.19	0.23	0.19	0.16	1.00				
16)経営陣、創業家保有%	0.15	0.05	0.11	0.01	-0.26	0.11	0.10	0.10	0.09	-0.22	-0.05	0.00	-0.05	0.00	-0.04	1.00			
17)事業法人保有%	-0.07	-0.06	-0.08	0.10	0.00	0.02	-0.06	-0.05	-0.02	-0.09	-0.21	-0.19	-0.23	-0.11	-0.08	-0.32	1.00		
18)銀行・保険保有%	-0.09	-0.04	-0.07	0.00	0.26	-0.15	-0.09	-0.12	-0.09	0.07	-0.07	-0.07	-0.06	-0.08	0.02	-0.34	-0.18	1.00	

注：各変数の定義は表 4-1 に同じ。

次に、持分割合のデータに関して詳しく説明していく。わが国ではペイアウトとの関係

性に限らず、株式の所有構造に関連した実証分析はあまり多くない。その理由の一つは利用可能なデータが限られていることにある。いくつかの国内系情報機関がデータを提供しているものの、それらは基本的には各企業が有価証券報告書で開示をする株主分類をもとにしたものにすぎない。その分類は、金融機関、証券会社、その他の法人、外国法人等（個人、個人以外で分類）、個人・その他、政府・地方公共団体、という大枠のくくりになっており、宮島・新田（2011）、宮島・保田（2015）でも指摘されているように株主特性と企業の財務戦略の関係性を分析するには十分なものではない。たとえば、「外国法人等」の中には海外の事業法人与海外の機関投資家の両方が含まれてしまっているが、事業法人与機関投資家ではおのずと投資行動や投資目的は異なる。また、「金融機関」の中には受託者責任の下で運用収益の最大化を目的とする機関投資家と、インサイダー株主としての銀行や生命保険会社などが一緒に含まれている。銀行、生命保険会社の場合は、口座や契約の獲得など企業の株式保有に別の目的を有するため、機関投資家とは明確に性質が違う種別である。このようなデータ状況では、所有構造が企業の財務分析に与える影響を分析するのは実質的に不可能である。

一方、海外の場合は FactSet、OSIRS (Bureau van Dijk)、Thomson Reuters (CDA Spectrum) などのデータベンダーが株主データを網羅しており、株式の所有構造が関係する海外の先行研究ではこれら 3 つのどれかが用いられていることが多い⁶⁸。これらデータベンダーも近年は日本企業のデータも補足するようになってきており、各企業の株式の保有情報、株主構成を有価証券報告書で開示されるものよりも詳細かつ網羅的にとらえている。そこで、本章では FactSet のデータベースを用いて分析を行う⁶⁹。なぜ FactSet を用いるかと言うと、まず一つは実務上同データベースが広く用いられており、企業の IR 戦略の現場で活用されていることである。FactSet は世界中の主要な投資銀行、証券会社で軒並み採用されており、企業が IR 活動を行う際はこのデータが用いられることが非常に多い。企業は IR 活動を効果的に行うために、自社と取引のある投資銀行や証券会社が FactSet から抽出した自社の既存株主および潜在株主リストをもとに、スモールミーティング（決算発表時以外に機関投資家数社との個別 IR ミーティング）や、IR ロードショーで面談を行う機関投資家を選別している。企業が機関投資家と面談をする段階では、証券会社が企業に対して面談をする相手の機関投資家および担当ファンドマネージャーの財務戦略に対する好みに関する情報を事前に伝達する。もし、前年度までに企業が会ったことのある機関投資家であれば、

⁶⁸ たとえば、Grinstein and Michaely (2005) および Gasper et.al. (2012) が CDA Spectrum、Ferreira and Matos (2008) が FactSet、Truong and Heaney (2007) が OSIRIS をそれぞれ用いて分析している。どれも米国の所有データに関しては SEC にファイルする 13F などから情報を入手している。

⁶⁹ FactSet のデータに関して Ferreira and Matos (2008) による説明を引用すると、Bank of New York や J.P.Morgan など世界的金融機関も機関投資家の ADR 保有情報を入手するのに用いているとのこと。また、米国以外の地域の所有情報に関しては規制当局や証券取引所への届け出や報告情報、現地及びオフショアのミューチュアルファンド、投信および投資顧問などの協会、企業のディスクロージャーなどから情報を集めてデータベースを構築している。

前回までの面談の会話内容も要約して伝えておく。証券会社は企業と機関投資家との面談に同席することも多く、証券会社は面談の場で議論された内容から、各機関投資家の好みを情報として社内データベースに蓄積していく。もちろんその中には、自社株買いや増配の要求があったなどの情報も含まれる。したがって、このような IR の現場の様子からは、ペイアウトにおける顧客効果を検証する今回の分析の場合、実際に企業が用いている FactSet のデータベースを用いることが最適なアプローチである。

また、FactSet を用いるもう一つの理由は、その機関投資家保有比率のデータに対しての網羅性である。ペイアウトにおける顧客効果の確認のためには、株式保有の目的が同一の 2 者間にて行う必要がある。銀行や保険会社あるいは持ち合いの事業会社のように投資収益最大化以外にも株式保有の目的が存在する株主の場合、企業は様々な方法でそれら株主の意向を満たすことが可能である。しかし、機関投資家の場合は、投資収益最大化が唯一無二の株式保有目的である。したがって、今回の分析では、情報の非対称性が異なる海外機関投資家と国内機関投資家、取引コストが異なる長期保有の機関投資家と短期保有の機関投資家、これらで分析を実施する必要がある。FactSet では機関投資家をそのように区分けしたデータが取得可能である。佐々木（2010）で用いていた日経 NEEDS-Cges のデータでは入手不可能である。これまでわが国においては FactSet を用いた実証分析は著者の知る限り存在しない。データのダウンロードと構築に時間がかかることがその最大の理由であろう。

機関投資家持分割合に関しては日経 NEEDS-Cges から取得することも可能であるが⁷⁰、その中身は外国人株式保有比率（除く外国法人判明分）と信託勘定株式保有比率と生保特別勘定株式保有比率の合計の数値となっており、機関投資家持分割合にある程度近い数値になるとは想像するものの、機関投資家の保有割合を直接合計したものではない。また、機関投資家の国内系、海外系の区分、投資期間（売買回転率）、投資スタイルなどの詳細を知ることはできない。したがって、機関投資家全体としての保有割合を分析対象とする場合は日経 NEEDS-Cges のデータでもある程度対応可能であるが、機関投資家をタイプ別に分けたい場合は不十分である。その他、機関投資家を国内系と海外系に分けたデータベースを用いた分析としては宮島・新田（2011）、宮島・保田（2015）があるが、それらは『大株主データ』（東洋経済新報社）、有価証券に記載されている有価証券明細表および日経 NEEDS の所有者別状況のデータを組み合わせ、各企業のより詳細な株主名簿を再構成し、独自に国内機関投資家と海外機関投資家を割り出している。しかし、それらは、著者らが独自に作ったものであり、一般的に入手可能なものではない。

以上の理由から、FactSet のデータを用いることにした⁷¹。同データでは、各機関投資家

⁷⁰ 佐々木（2010）では日経 NEEDS-Cges の提供する機関投資家持分割合のデータを用いている。

⁷¹ ただし、FactSet のデータはあくまで FactSet 社が独自に収集したデータを独自の定義づけのもと提供しているものであり、その優位性については議論の余地は残る。

や各インサイダー株主が、個別銘柄についてどの程度の株式を保有しているかという具体的なデータを積み上げている。たとえば、同データによると、2012年3月時点でソニーの株主には国内外の機関投資家が360、インサイダーの株主としては43存在することが確認でき、それぞれの株主についての保有株数が分かる。機関投資家は、回転率、投資スタイル（バリュー型、グロース型など）、ファンドマネージャーのタイプ、属性（年金、生保、ヘッジファンド、プライベートバンキングなど）などの情報が付されている。なお、インサイダー株主のうち、データベース上は金融法人と事業法人がひとくくりに「法人」とされているため、これを分ける作業は目視で行った。その際、自社（金庫株保有分）も株主リストに含まれてしまっているため、これは取り除いた。そのうえで、各企業の株主を属性ごとに集計しデータを再構築した。そのデータによるわが国東証1部上場企業の機関投資家の株式の保有割合推移を以下順に見ていく⁷²。まず、表4-3は機関投資家の持分比率の変遷である⁷³。

表4-3：【機関投資家の持分割合推移】

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
国内機関投資家	2.52%	3.46%	5.39%	6.27%	5.77%	4.96%	4.44%	4.06%	4.18%
海外機関投資家	2.22%	2.77%	4.39%	5.95%	6.26%	5.42%	5.42%	6.07%	6.20%
合計	4.74%	6.23%	9.78%	12.22%	12.03%	10.38%	9.86%	10.13%	10.37%
観測企業数	1,445	1,489	1,517	1,540	1,547	1,554	1,563	1,567	1,566

注：平均値ベース。東証1部上場企業。銀行、証券、保険、REITは含まない。各年6月末時点のデータ。

これを見てみると、機関投資家の持分割合は持ち合いの解消と並行するかたちで2000年代前半から徐々に上昇してきたことがわかる。リーマンショックを機に一旦落ち込みを見せるが、近年は増加に転じつつある。国内機関投資家と海外機関投資家の保有割合の経年推移を見てみると、2004年～2007年までは国内機関投資家の方が海外機関投資家よりもやや保有割合が高い一方、2008年以降は海外機関投資家の保有割合の方が優勢となっている。なお、機関投資家は時価総額がある一定以上の銘柄にしか投資をしないという内規を設けているところが多く、海外機関投資家でよりその色合いが強い。そこで、各年において企業を時価総額別に5分位に分類し、分位ごとの機関投資家持分変遷を見たものが表4-4である。これを見ると2007年までの国内機関投資家の保有割合の優勢は、第1分位から第

⁷² FactSetのデータベース自体は1999年より存在するが、最初の数年間はデータの補足率が高くないので、本稿では2004年以降のデータを利用する。

⁷³ FactSetのデータでは年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)による運用分および信託口座名義になっていて最終株主が不明な保有分に関してはカバーできていないため、カバー率は6割程度(FactSet社へのヒアリングによる)である。その分、本稿での機関投資家保有割合の数値は、新聞などで報道される東証発表ベースの機関投資家保有割合の数値に比べて低くなる。ただ、GPIF保有分、信託名義分に関してはほかのデータベースでも補足はできていないため、FactSetのデータは機関投資家の保有割合の内訳データとしてはbest availableなデータである。

4 分位で起こっていたことであり、最も規模の大きい第 5 分位においては一貫して海外機関投資家の方が保有割合は高い。また、2009 年までは規模の小さな企業群（第 1 分位～第 3 分位）での保有割合は国内機関投資家のほうが海外機関投資家よりも高くなっているが、第 3 分位では 2010 年に、第 2 分位では 2011 年に海外機関投資家の保有割合が国内機関投資家の保有割合を超えてきており、国内機関投資家が投資ユニバースを中小規模銘柄に拡大してきていることが見て取れる。

表 4-4：【時価総額分位別での機関投資家の持分割合推移】

		国内機関投資家保有割合								
分位	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
1	1.35%	1.87%	2.52%	3.23%	2.99%	2.67%	1.96%	1.92%	2.03%	
2	1.98%	3.29%	5.06%	5.76%	5.18%	3.87%	3.34%	2.95%	3.02%	
3	2.70%	3.67%	5.64%	6.87%	6.36%	5.33%	4.43%	3.96%	4.31%	
4	3.47%	4.61%	7.72%	8.41%	7.66%	6.61%	6.27%	5.72%	5.74%	
5	3.17%	3.97%	6.21%	7.32%	6.81%	6.45%	6.30%	5.81%	5.81%	
全体	2.55%	3.49%	5.44%	6.32%	5.80%	4.99%	4.46%	4.07%	4.18%	

		海外機関投資家保有割合								
分位	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
1	0.51%	0.71%	0.99%	1.62%	1.84%	1.53%	1.33%	1.58%	1.57%	
2	0.86%	1.33%	2.18%	3.00%	3.13%	3.08%	2.77%	3.32%	3.39%	
3	1.75%	2.00%	3.42%	5.43%	5.11%	4.70%	4.86%	5.53%	6.21%	
4	2.82%	3.56%	5.98%	8.05%	8.95%	7.49%	7.38%	8.32%	8.47%	
5	5.12%	6.32%	9.40%	11.82%	12.45%	10.43%	10.88%	11.65%	11.34%	
全体	2.24%	2.79%	4.41%	5.99%	6.30%	5.45%	5.44%	6.07%	6.20%	

注：平均値ベース、単位％。時価総額 5 分位は 1 が最も時価総額の小さいグループ、5 が最も大きいグループ。東証 1 部上場企業。銀行、証券、保険、REIT は含まない。各年 6 月末時点のデータ。

次に機関投資家の保有分の売買回転率を見ていく。FactSet では、機関投資家保有分に関して、平均取引金額をポートフォリオの時価総額で割ってポートフォリオ売買回転率を計算している。これはいわゆる Turnover であり短期売買中心（高い回転率）か長期保有中心（低い回転率）かがわかる。FactSet のデータでは、回転率の数値そのものは提供されておらず、High, Medium, Low という表記がなされており、それぞれ年次ベースの回転率が 100% より大きいポートフォリオ（保有期間は 1 年以下）、回転率が 50%～100%（保有期間は 1 年から 2 年）、回転率が 50%未満（保有期間は 2 年以上）という定義になっている。データベースに含まれる機関投資家を、この売買回転率をもとに 3 つに分類して、機関投資家全体に占める割合を計算したものが表 4-5 である。これを見ると全体の 8 割以上は売買回転率が 50%未満（保有期間 2 年以上）の比較的保有期間の長いもので占められていることがわかる。

表 4-5 : 【売買回転率による機関投資家分類：保有株数ベース】

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
短期保有機関投資家	0.6%	0.5%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%
中期保有機関投資家	13.0%	13.5%	14.0%	14.4%	14.7%	13.2%	11.9%	10.4%	10.3%
長期保有機関投資家	86.5%	86.0%	85.0%	84.4%	84.1%	85.7%	87.1%	88.6%	88.8%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

注：短期保有機関投資家は年次ベースの回転率が 100%より大きいポートフォリオ（保有期間は 1 年以下：高回転率）、中期保有機関投資家は回転率が 50%～100%（保有期間は 1 年から 2 年：中回転率）、長期保有機関投資家は回転率が 50%未満（保有期間は 2 年以上：低回転率）のポートフォリオ。数値は機関投資家全体に占める割合。なお、ファイリング情報が不十分なため、回転率の計算ができないものが全体の 3 割程度を占めるが、それは除外している。銀行、証券、保険、REIT は含まない。各年 6 月末時点のデータ。

以上、機関投資家の保有割合の変遷のデータを見て来たが、次に、それら保有割合とペイアウトの関係性を見ておく。まず、内外の機関投資家および参考までにインサイダー株主の保有割合（1 期前）と自社株買い比率（対売上高）の関係を見たものが、表 4-6 である。これを見ると、国内系、海外系ともに機関投資家の保有割合が高いほど自社株買いが大きくなっていることが分かる。これは、表の掲載は省略するが配当や総還元金額で見た場合も同様であり、Short et al. (2002) および佐々木 (2010) で報告されていることと整合的で、国内外問わず機関投資家がエージェンシー問題の解消のためにペイアウトの積極的活用を企業に促している姿を表す。次に、同様の保有割合の分位別に自社株買い金額が総還元金額に占める割合を表 4-7 に示す。この割合が高いほど、ペイアウトにおいて自社株買いをより活用しているということになる。これを見ると、国内系、海外系ともに、最も保有割合の高い 4 分位でその数値は高く、自社株買いに積極的だと言える。これについては、国内機関投資家、海外機関投資家ともに流動性の高い銘柄を選別して銘柄選択を行っていることが宮島・保田 (2015) で示されていることと、保田・宇野 (2011) で流動性の高い銘柄ほど自社株買いを行っていることと併せて考えると整合的である。つまり、流動性の高い銘柄で自社株買いが積極的に行われていることが、表 4-7 に反映されている。なお、本章の仮定では、海外機関投資家は自社株買いよりも配当を、国内機関投資家は配当を好むとしているが、これについては流動性も加味した上で行う回帰分析によって後で検証する必要がある。

表 4-6 : 【各保有主体の保有割合の分位別での自社株買い比率】

1期前の国内機関投資家保有割合による分位				
	1	2	3	4
平均	0.29%	0.49%	0.48%	0.61%
標準偏差	1.86%	2.72%	1.92%	2.10%

1期前の海外機関投資家保有割合による分位				
	1	2	3	4
平均	0.26%	0.37%	0.49%	0.76%
標準偏差	1.59%	1.92%	2.43%	2.62%

1期前のインサイダー株主保有割合による分位				
	1	2	3	4
平均	0.59%	0.44%	0.48%	0.35%
標準偏差	2.42%	1.79%	2.10%	2.33%

注：4分位は1が最も小さいグループ、4が最も大きいグループ。東証1部上場企業。銀行、証券、保険、REITは含まない。自社株比率は自社株買い金額対売上高。

表 4-7 : 【各保有主体の保有割合の分位別での自社株買いが総還元金額に占める比率】

1期前の国内機関投資家保有割合による分位				
	1	2	3	4
平均	14.7%	14.1%	13.6%	14.9%
標準偏差	29.1%	26.0%	25.0%	26.0%

1期前の海外機関投資家保有割合による分位				
	1	2	3	4
平均	14.2%	14.0%	13.8%	15.4%
標準偏差	28.8%	25.7%	25.3%	26.3%

1期前のインサイダー株主保有割合による分位				
	1	2	3	4
平均	17.0%	16.0%	14.5%	9.7%
標準偏差	29.0%	27.6%	25.1%	23.4%

注：4分位は1が最も小さいグループ、4が最も大きいグループ。東証1部上場企業。銀行、証券、保険、REITは含まない。

次に保有期間別で同様のデータを確認しておく。表 4-1 および 4-5 で見たように、今回のデータでは、機関投資家をその保有期間に応じて3つに分けることができる。保有期間1年未満の短期保有、1～2年の中期保有、2年以上の長期保有である。このうち、長期保有の機関投資家の保有割合（1期前）と自社株買い比率（対売上高）の関係性を見たものが表 4-8 である。これによると、先の国内機関投資家、海外機関投資家の保有比率との関係性（表 4-6）同様、機関投資家による保有比率が高いとエージェンシー効果にて企業が自社株買いの金額を大きくしている様子が分かる。これは、配当金額、総株主還元金額で見た場合も同様の結果である。表 4-2 で確認したように、長期保有機関投資家と海外機関投資家は相関が高いため、表 4-8 は表 4-6 での海外機関投資家保有比率と似た動きとなっている。あとで実施する回帰分析では、この点の手当てを行う必要がある。次に、短期保有機関投資家の持分割合と自社株買い比率を確認する。短期保有機関投資家については、

サンプルのうち半数以上の銘柄において保有比率がゼロ、つまり、株主に短期保有機関投資家が登場しない。したがって、4分位を作ることができないので、短期保有機関投資家が株主に登場する企業とそうでない企業に分けて、自社株買い比率の数値を見たものが表4-9である。これを見ると、短期保有機関投資家が保有する銘柄において積極的に自社株買いが実施されている様子が分かる。ただし、総株主還元額に占める自社株買い金額の比率で分析してみると、短期保有機関投資家が保有する銘柄群と保有しない銘柄群で、その数値に有意差は存在しないという結果であった。

表 4-8 : 【長期保有機関投資家の保有割合の分位別での自社株買い比率】

	1期前の長期機関投資家保有割合による分位			
	1	2	3	4
平均	0.31%	0.43%	0.41%	0.73%
標準偏差	2.19%	2.27%	1.95%	2.25%

注：4分位は1が最も小さいグループ、4が最も大きいグループ。東証1部上場企業。銀行、証券、保険、REITは含まない。自社株比率は自社株買い金額対売上高。長期保有機関投資家は、保有期間が2年以上の機関投資家。

表 4-9 : 【株主に短期保有機関投資家を有する企業と有しない企業での自社株買い比率】

	短期機関投資家保有ダミー		
	0	1	
平均値	0.36%	0.60%	***
標準偏差	1.90%	2.48%	
観測数	5,331	4,086	

注：短期機関投資家保有ダミーは、1が株主に短期保有機関投資家（ポートフォリオの保有期間が1年未満の機関投資家）が存在するグループ、0が存在しないグループ。東証1部上場企業。銀行、証券、保険、REITは含まない。自社株比率は自社株買い金額対売上高。***はカテゴリー間での差が1%水準で有意であることを示す。

以上を踏まえて、以下では回帰分析を行っていくが、実証分析手法は、被説明変数のペイアウトの数値は負の値を取ることはなく、また1を超えることもないため、Tobitを基本に考える。Tobit分析では業界ダミー変数と年次ダミー変数でコントロールしているが、ペイアウトでは時系列での硬直性が高いこと、企業ごとの個別効果が存在する可能性も考慮して、パネル分析も実施しておく。説明変数においては、海外機関投資家保有割合、国内機関投資家保有割合ともに長期保有機関投資家の持分割合との相関が高いため、それらの交差項を説明変数に加え、どちらの要素がより影響を及ぼしているのかを分別することにする。そして、3章では流動性比率が自社株買いの実施に影響を及ぼしていることを確認したが、今回は機関投資家の保有期間のデータが流動性指標の代理変数の役割を果たす。また、上で議論したように、ペイアウト政策の時系列間での自己相関、および機関投資家の持分比率がペイアウト政策に影響を受けている可能性も考慮して、頑健性の担保のためにダイナミックパネル分析も行う。

4.4 分析の結果と解釈

配当割合、自社株買い割合、総還元金額に占める配当の割合、総還元割合を被説明変数とした Tobit 分析の結果は表 4-10 のとおりである。まずコントロール変数を結果に違和感はない。有利子負債割合が低く、収益性（ROE）が高く、PBR が低く、成長性が低く、規模の大きい企業で配当、自社株買いともに行われており、ペイアウト全体で見た場合でも同様である。これは収益率、成長性の安定した、比較的成熟企業でペイアウトが行われていることを示すものであり、これまでのわが国で行われたペイアウト関連の先行研究結果と比べて整合的である。

次に仮説 1,2 の検証であるが、配当割合を被説明変数とする回帰式 1-4 によると、海外機関投資家保有割合が高い企業、また、長期保有機関投資家の持分割合が高い企業において、翌期に配当に積極的となることが見て取れる。これは、それら二つの変数を交差項として回帰式に入れ込んだ回帰式 3,4 においても安定して観測できる現象である。一方、国内機関投資家の保有割合に関しては、回帰式 3,4 において、長期保有機関投資家の持分割合との交差項でマイナスに有意となる。配当を好む長期保有の機関投資家の中でも、国内機関投資家に関してはその影響は弱いということを意味する。国内機関投資家の方が情報優位にあるため、配当ではなく自社株買いを好む、あるいは、配当と自社株買いを無差別に考えるという仮説をサポートする結果となっている。なお、インサイダーについては、経営陣、創業家の保有割合と銀行・生保の保有割合はプラスで有意となっている。銀行・生保の結果は、芹田・花枝・佐々木（2011）のサーベイでのこれら主体が配当を好むという結果と同じ、ということになる。

自社株買い割合を被説明変数とする回帰式 5-8 では、あまり明確な結果は出てこないが、海外機関投資家の保有割合が高い企業において自社株買いに積極的という結果が示唆される。仮説 1 とはやや相反する結果である。この点については、次の総還元金額に占める配当の割合の分析で更に検証する。回帰式 9-12 によると、回帰式 9,11 において、国内機関投資家保有割合の係数が有意にマイナスとなっている。これは、国内機関投資家の保有割合が高いほど、総還元金額に占める配当の割合が低い（自社株買いの割合が高い）ことを意味し、仮説 1 と整合的な結果となる。保有期間については明確な結果は出ていない。

総還元割合については回帰式 13-16 で検証しているが、これによると海外機関投資家および長期保有の機関投資家の持分割合が高い企業でペイアウトに積極的であることが分かる。佐々木（2010）では、機関投資家の持分割合が高いと企業はペイアウトに積極的になることが報告されており、その要因としてはエージェンシー仮説が採用されていた。本分析では、機関投資家を国内外、および、保有期間に分けて検証しており、すべての機関投資家において一律にペイアウトにプラスの影響を及ぼすものではないという結果である。解釈としては、海外機関投資家と長期保有の機関投資家がペイアウトを通じてエージェン

シー問題の緩和を図ろうとしていると見ることもできなくはないが、先の回帰式 1-4 で見たそれら投資家の顧客効果による配当高が影響している可能性もある。機関投資家によるエージェンシー仮説に依拠したペイアウト説を否定するものではないが、海外機関投資家と回転率の低い機関投資家の顧客効果である可能性も示唆する結果である。これは、日本市場での機関投資家保有割合とペイアウトが、エージェンシー仮説のみで議論されてきたことに対する新たな発見になりうる。

以上、仮説 1,2 は概ね支持され、海外機関投資家および長期保有の機関投資家では配当が好まれることが明らかとなった。なお、回帰式 13-16 において、経営陣および創業家の保有割合でプラス、事業法人でマイナスとなっている。これは、Aoki (2014) においてファミリー企業でペイアウトに積極的である一方、事業法人が大株主の企業ではそうではないことと似た結果となっている。

また、パネル分析の結果も見ておくと(表 4-11)、ほぼ Tobit と同様の結果となっている。海外機関投資家保有割合が高い企業で配当金額が高く、保有期間の短い機関投資家の持分割合が高い企業および国内機関投資家保有割合の高い企業で自社株買いに積極的である。なお、回帰式 13-16 の総還元金額の結果は、Tobit とは異なり、今度は保有期間の短い機関投資家の持分割合が高いとペイアウトに積極的という結果で、この点は安定しない。しかし、仮説で設定した他の分析はほぼ Tobit と同様の結果を得た。

続いてダイナミックパネルの分析結果を確認する(表 4-12)。分析結果を見てみると、Tobit の結果同様、ほぼ仮説と整合的な結果である。回帰式 1-4 では、海外機関投資家の保有割合が高い企業、長期保有の機関投資家の持分割合が高い企業で配当に積極的であり、仮説 1,2 と整合的である。回帰式 5-8 で見た自社株買い割合については、国内機関投資家の保有割合が高いと自社株買いに積極的であることが分かる。また、国内機関投資家の保有割合と長期保有の機関投資家の持分割合の交差項の数値がマイナスで有意なため、長期保有の機関投資家の場合は、企業は自社株買いを避けることが分かる。これらも仮説 1,2 に沿う。回帰式 9-12 の総還元金に占める配当の割合を被説明変数とするものでは、回帰式 10,12 において、長期保有の機関投資家の係数は有意ではないが、中期保有(保有期間 1 年~2 年)の機関投資家でマイナスに有意となっており、自社株買いを好むことが分かる。また、短期保有(保有期間 1 年未満)の機関投資家の係数は有意ではないが大幅なマイナスの値となっている。これらは、保有期間が短いと自社株買いを好むという仮説 2 と整合的な結果と言えよう。最後に、総還元金額を検証した回帰式 13-16 については、Tobit の結果とはやや異なっており、国内機関投資家の保有割合が高い企業においてペイアウトが積極的になされていることを示唆する。なお、インサイダー保有割合については、Tobit 分析で見られたような明確な結果は見られない。

以上の分析結果からは、仮説 1,2 は概ね支持されるが、総還元金額やインサイダー保有割合については統一した結果は見なかった。

表 4-10 : 【ペイアウト比率 (対売上高) の決定要因 (Tobit 分析)】

	配当割合				自社株割合				配当対総還元額割合				総還元割合			
	回帰式1	回帰式2	回帰式3	回帰式4	回帰式5	回帰式6	回帰式7	回帰式8	回帰式9	回帰式10	回帰式11	回帰式12	回帰式13	回帰式14	回帰式15	回帰式16
純有利子負債比率	-0.015	-0.015	-0.015	-0.015	-0.015	-0.015	-0.013	-0.015	0.085	0.088	0.086	0.089	-0.025	-0.025	-0.025	-0.025
	[-25.07]***	[-25.23]***	[-24.94]***	[-25.03]***	[-9.95]***	[-10.12]***	[-9.59]***	[-10.05]***	[6.94]***	[7.10]***	[7.02]***	[7.21]***	[-19.43]***	[-19.54]***	[-19.32]***	[-19.34]***
ROE	0.011	0.011	0.011	0.011	-0.001	-0.002	-0.003	-0.002	0.199	0.197	0.203	0.199	0.016	0.015	0.015	0.016
	[7.69]***	[7.50]***	[7.53]***	[7.75]***	[-0.41]	[-0.51]	[-1.00]	[-0.44]	[5.39]***	[5.36]***	[5.49]***	[5.40]***	[5.85]***	[5.58]***	[5.59]***	[5.81]***
営業利益率標準偏差	0.001	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
	[12.05]***	[12.04]***	[12.06]***	[12.18]***	[1.70]*	[1.76]*	[-1.00]	[1.80]*	[0.97]	[0.90]	[1.05]	[0.93]	[8.18]***	[8.24]***	[8.18]***	[8.36]***
PBR	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	0	-0.001	0.007	0.007	0.007	0.007	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
	[-2.74]***	[-2.65]***	[-2.83]***	[-2.59]***	[-1.77]*	[-1.78]*	[0.89]	[-1.90]*	[1.54]	[1.56]	[1.63]	[1.62]	[-1.16]	[-1.11]	[-1.27]	[-1.21]
売上高成長率	-0.005	-0.005	-0.005	-0.005	-0.011	-0.011	-0.007	-0.011	0.072	0.072	0.072	0.072	-0.014	-0.014	-0.014	-0.014
	[-4.22]***	[-4.15]***	[-4.23]***	[-4.20]***	[-3.46]***	[-3.46]***	[-2.35]**	[-3.44]***	[2.82]***	[2.82]***	[2.82]***	[2.79]***	[-5.14]***	[-5.12]***	[-5.17]***	[-5.12]***
時価総額対数値	0.002	0.002	0.002	0.002	0.003	0.004	-0.001	0.004	-0.024	-0.025	-0.025	-0.025	0.003	0.003	0.003	0.003
	[16.70]***	[17.59]***	[16.51]***	[16.63]***	[7.72]***	[7.90]***	[-4.34]***	[7.67]***	[-11.27]***	[-11.49]***	[-11.00]***	[-11.38]***	[10.22]***	[10.73]***	[10.56]***	[10.11]***
海外機関投資家保有割合(-1)	0.021		0.014		0.011		0.052		0.06		0.093		0.033		0.012	
	[6.43]***		[2.67]***		[1.44]		[4.57]***		[1.06]		[0.84]		[4.21]***		[1.01]	
国内機関投資家保有割合(-1)	-0.004		0.007		-0.001		0.008		-0.118		-0.235		-0.011		0.023	
	[-1.26]		[1.40]		[-0.14]		[0.51]		[-1.76]*		[-1.96]**		[-1.57]		[1.67]*	
長期保有機関投資家割合(-1)		0.022		0.032		0.003		-0.019		0.068		0.175		0.026		0.019
		[6.71]***		[5.41]***		[0.40]		[-1.17]		[1.16]		[1.36]		[3.13]***		[1.30]
中期保有機関投資家割合(-1)		-0.008		0.001		0.002		0.001		-0.095		-0.046		0.003		0.012
		[-0.96]		[0.11]		[0.12]		[0.05]		[-0.54]		[-0.25]		[0.16]		[0.67]
短期保有機関投資家割合(-1)		-0.067		-0.037		-0.033		-0.002		-1.079		-0.931		-0.107		-0.039
		[-1.54]		[-0.89]		[-0.33]		[-0.02]		[-0.81]		[-0.68]		[-1.14]		[-0.45]
海外機関投資家保有割合(-1)x 長期保有機関投資家割合(-1)			0.05	0.018			-0.026	0.111				-0.348	-0.115		0.156	0.124
			[2.01]**	[1.00]			[-0.43]	[2.48]**				[-0.67]	[-0.29]		[2.52]**	[2.64]***
国内機関投資家保有割合(-1)x 長期保有機関投資家割合(-1)			-0.1	-0.149			-0.166	-0.048			1.056	-0.786		-0.32	-0.239	
			[-2.40]**	[-4.52]***			[-1.47]	[-0.63]			[1.17]	[-1.24]		[-2.89]***	[-3.12]***	
役員、創業家保有割合(-1)	0.008	0.009	0.008	0.008	-0.003	-0.003	-0.020	-0.003	0.155	0.158	0.156	0.157	0.012	0.012	0.012	0.012
	[6.23]***	[6.41]***	[6.13]***	[6.22]***	[-0.68]	[-0.78]	[-5.37]***	[-0.81]	[5.81]***	[5.95]***	[5.83]***	[5.88]***	[3.15]***	[3.19]***	[3.05]***	[3.08]***
事業法人保有割合(-1)	0.001	0.001	0.001	0.001	-0.011	-0.011	-0.021	-0.012	0.159	0.160	0.156	0.160	-0.003	-0.003	-0.003	-0.003
	[1.21]	[1.53]	[1.13]	[1.28]	[-5.16]***	[-5.32]***	[-8.29]***	[-5.47]***	[8.83]***	[8.93]***	[8.66]***	[8.89]***	[-1.83]*	[-1.80]*	[-1.94]**	[-2.16]**
銀行・生保有割合(-1)	0.014	0.014	0.013	0.013	0.019	0.018	0.002	0.018	-0.179	-0.173	-0.178	-0.175	0.016	0.016	0.015	0.015
	[7.55]***	[7.51]***	[7.36]***	[7.21]***	[4.20]***	[3.99]***	[0.59]	[3.89]***	[-3.99]***	[-3.86]***	[-3.95]***	[-3.91]***	[4.40]***	[4.28]***	[4.12]***	[3.99]***
業界平均値	0.824	0.824	0.822	0.821	1.554	1.549	1.552	1.548	0.208	0.208	0.208	0.208	0.928	0.927	0.924	0.923
	[13.58]***	[13.55]***	[13.52]***	[13.59]***	[7.84]***	[7.82]***	[8.66]***	[7.82]***	[8.54]***	[8.55]***	[8.56]***	[8.55]***	[11.89]***	[11.83]***	[11.84]***	[11.85]***
Left Censored	687	687	687	687	3,812	3,803	3,803	3,803	251	251	251	251	436	436	436	436
Uncensored	9,041	9,033	9,032	9,032	5,916	5,917	5,916	5,916	5,665	5,666	5,665	5,665	9,292	9,284	9,283	9,283
Right Censored	0	0	0	0	0	0	0	0	3,376	3,367	3,367	3,367	0	0	0	0
Log Likelihood	28,062	28,034	28,034	28,047	11,242	11,249	11,051	11,251	-4,157	-4,148	-4,148	-4,148	21,193	21,163	21,177	21,175
AIC	-5.76	-5.76	-5.76	-5.77	-2.31	-2.31	-2.27	-2.31	0.90	0.90	0.90	0.90	-4.35	-4.35	-4.35	-4.35

注：年次ダミー変数含む。(−1)は前期。上段係数、下段t値。t値は企業ごとにクラスタリングした Robust Standard Error。***、**、*は各々1%、5%、10%有意水準

準。

表 4-11 : 【ペイアウト比率（対売上高）の決定要因（パネル分析）】

	配当割合				自社株割合				配当対総還元額割合				総還元割合			
	回帰式1	回帰式2	回帰式4	回帰式3	回帰式5	回帰式6	回帰式7	回帰式8	回帰式9	回帰式10	回帰式11	回帰式12	回帰式13	回帰式14	回帰式15	回帰式16
純有利子負債比率	-0.006 [-3.43]***	-0.006 [-3.37]***	-0.006 [-5.73]***	-0.006 [-3.39]***	0.002 [0.36]	0.002 [0.38]	0.002 [0.35]	0.002 [0.36]	-0.073 [-1.40]	-0.075 [-1.44]	-0.073 [-1.41]	-0.074 [-1.42]	-0.006 [-1.54]	-0.004 [-0.85]	-0.005 [-0.91]	-0.005 [-0.87]
ROE	0.008 [6.22]***	0.008 [6.18]***	0.008 [6.94]***	0.008 [6.18]***	0.002 [0.93]	0.002 [0.92]	0.002 [0.94]	0.002 [0.88]	0.172 [2.44]**	0.169 [2.39]**	0.173 [2.46]**	0.174 [2.46]**	0.009 [3.53]***	0.01 [3.38]***	0.01 [3.43]***	0.01 [3.33]***
営業利益率標準偏差	0.000 [-1.21]	0.000 [-1.13]	0.000 [-1.85]*	0.000 [-1.18]	0.000 [-1.31]	0.000 [-1.29]	0.000 [-1.31]	0.000 [-1.32]	0.003 [0.97]	0.003 [1.00]	0.003 [0.97]	0.003 [0.97]	0.000 [-1.94]*	0.000 [-1.54]	0.000 [-1.59]	0.000 [-1.58]
PBR	-0.001 [-6.06]***	-0.001 [-6.16]***	-0.001 [-7.25]***	-0.001 [-6.13]***	0.000 [0.62]	0.000 [0.55]	0.000 [0.62]	0.000 [0.57]	-0.027 [-2.94]***	-0.027 [-2.85]***	-0.027 [-2.96]***	-0.027 [-2.93]***	-0.001 [-1.99]**	-0.001 [-1.27]	-0.001 [-1.18]	-0.001 [-1.24]
売上高成長率	-0.004 [-6.63]***	-0.004 [-6.69]***	-0.004 [-8.17]***	-0.004 [-6.65]***	-0.010 [-3.68]***	-0.010 [-3.75]***	-0.010 [-3.68]***	-0.010 [-3.71]***	0.124 [4.15]***	0.129 [4.30]***	0.124 [4.13]***	0.125 [4.19]***	-0.012 [-4.92]***	-0.014 [-4.87]***	-0.014 [-4.80]***	-0.014 [-4.83]***
時価総額対数値	0.004 [11.26]***	0.004 [11.64]***	0.004 [12.24]***	0.004 [11.61]***	0.001 [1.58]	0.002 [1.78]*	0.001 [1.57]	0.002 [1.77]*	0.056 [3.32]***	0.053 [3.19]**	0.056 [3.29]**	0.054 [3.22]**	0.005 [6.22]***	0.006 [6.10]***	0.006 [5.81]***	0.006 [6.04]***
海外機関投資家保有割合(-1)	0.011 [3.06]***	0.008	0.008 [1.93]*	0.010	0.010 [1.19]	0.011 [0.80]	0.011	0.011	-0.120 [-1.12]	-0.047 [-0.23]	-0.047	-0.047	0.022 [2.07]**	0.018	0.018	0.018
国内機関投資家保有割合(-1)	0.006 [1.86]*	0.008	0.008 [2.06]**	0.014	0.014 [1.57]	0.019 [1.15]	0.019	0.019	-0.391 [-3.17]***	-0.278 [-1.44]	-0.278	-0.278	0.013 [1.46]	0.026	0.026	0.026
長期保有機関投資家割合(-1)	0.011 [3.38]***	0.008	0.008 [1.32]	0.008	0.008	0.008	0.008	-0.002 [-0.16]	-0.189 [-1.81]*	-0.189	-0.189	-0.054 [-0.10]	0.019 [1.84]*	0.019	0.019	0.006 [0.33]
中期保有機関投資家割合(-1)	0.005 [0.55]	0.005	0.004 [0.51]	0.006	0.006	0.006	0.006	0.002 [0.09]	-0.31 [-0.97]	-0.31	-0.31	-2.445 [-2.31]**	0.011 [0.46]	0.011	0.011	0.006 [0.26]
短期保有機関投資家割合(-1)	0.019 [0.98]	0.019	0.021 [1.06]	0.106	0.106	0.106	0.106	0.101 [1.74]*	-3.147 [-2.44]**	-3.147	-3.147	0.07 [0.33]	0.125 [2.17]**	0.125	0.125	0.122 [2.10]**
海外機関投資家保有割合(-1)x 長期保有機関投資家割合(-1)		0.018 [1.14]	0.014 [0.54]	0.008	0.008	0.008	0.021 [0.34]	0.021 [0.34]				-0.072 [-0.10]	-0.162 [-0.49]		0.025 [0.25]	0.035 [0.44]
国内機関投資家保有割合(-1)x 長期保有機関投資家割合(-1)		-0.018 [-0.64]	-0.004 [-0.12]	-0.047	-0.047	-0.047	0.053 [0.74]	0.053 [0.74]				-1.025 [-0.79]	-2.818 [-2.18]**		-0.065 [-0.48]	0.05 [0.56]
役員・創業家保有割合(-1)	-0.001 [-0.56]	-0.001 [-0.64]	-0.001 [-0.69]	-0.001 [-0.65]	0.007 [0.80]	0.007 [0.77]	0.007 [0.80]	0.007 [0.77]	-0.109 [-1.74]	-0.106 [-1.68]*	-0.11 [-1.75]*	-0.11 [-1.75]*	0.004 [0.64]	0.006 [0.53]	0.006 [0.57]	0.006 [0.54]
事業法人保有割合(-1)	-0.001 [-0.80]	-0.001 [-1.05]	-0.001 [-0.71]	-0.001 [-1.08]	0.000 [0.16]	0.000 [-0.06]	0.000 [0.18]	0.000 [-0.08]	-0.01 [-0.22]	-0.005 [-0.11]	-0.009 [-0.19]	-0.005 [-0.11]	0.000 [0.02]	-0.001 [-0.37]	0.000 [-0.10]	-0.001 [-0.40]
銀行・生保有割合(-1)	-2.60]***	-2.73]***	-3.47]***	-2.73]***	-1.56]	-1.67]	-1.55]	-1.66]	0.93]	1.01]	0.94]	0.99]	-3.81]***	-2.75]***	-2.62]***	-2.74]***
N	9,728	9,720	9,719	9,719	9,728	9,720	9,719	9,719	9,292	9,284	9,283	9,283	11,550	9,720	9,719	9,719
修正R ²	0.877	0.877	0.877	0.877	0.290	0.290	0.290	0.290	0.357	0.356	0.357	0.357	0.533	0.545	0.546	0.545

注：上段係数、下段 t 値。(-1) は前期。t 値は企業ごとにクラスタリングした Robust Standard Error。***、**、*は各々1%、5%、10%有意水準。

表 4-12 : 【ペイアウト比率（対売上高）の決定要因（ダイナミックパネル分析）】

	配当割合				自社株割合				配当対総還元額割合				総還元割合			
	回帰式1	回帰式2	回帰式3	回帰式4	回帰式5	回帰式6	回帰式7	回帰式8	回帰式9	回帰式10	回帰式11	回帰式12	回帰式13	回帰式14	回帰式15	回帰式16
被説明変数の前期数値	0.315	0.299	0.353	0.32	-0.066	-0.061	-0.053	-0.058	0.19	0.184	0.182	0.178	-0.099	-0.046	-0.087	-0.065
	[7.29]***	[6.07]***	[7.53]***	[5.90]***	[-3.03]***	[-3.10]***	[-2.38]**	[-2.40]**	[9.14]***	[8.01]***	[8.10]***	[7.10]***	[-3.78]***	[-1.91]*	[-3.14]***	[-2.19]**
純有利子負債比率	-0.044	-0.047	-0.045	-0.047	-0.137	-0.125	-0.142	-0.108	-0.239	-0.006	-0.322	-0.198	-0.192	-0.219	-0.2	-0.214
	[-4.70]***	[-5.01]***	[-4.59]***	[-4.96]***	[-2.36]**	[-2.13]**	[-2.36]**	[-1.72]*	[-0.54]	[-0.01]	[-0.66]	[-0.36]	[-3.02]***	[-3.99]***	[-3.14]***	[-3.61]***
ROE	0.008	0.013	0.006	0.012	0.185	0.150	0.123	0.121	-0.348	-0.165	-0.047	-0.08	0.211	0.235	0.187	0.191
	[0.91]	[1.35]	[0.62]	[1.21]	[1.83]*	[1.09]	[1.10]	[0.79]	[-0.75]	[-0.32]	[-0.09]	[-0.14]	[2.18]**	[2.26]**	[1.96]**	[1.55]
営業利益率標準偏差	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.007	-0.008	-0.007	-0.008	-0.012	-0.005	-0.013	-0.009	0.002	-0.002	0.001	0.000
	[-10.58]***	[-10.59]***	[-8.36]***	[-10.93]***	[-2.01]**	[-2.29]**	[-1.97]**	[-2.18]**	[-0.71]	[-0.28]	[-0.70]	[-0.44]	[1.31]	[-1.03]	[0.87]	[0.17]
PBR	0	-0.001	0.001	-0.001	-0.001	0.001	0.001	0.002	0.029	-0.03	-0.027	-0.095	-0.005	-0.021	-0.007	-0.016
	[0.04]	[-0.87]	[0.50]	[-0.45]	[-0.10]	[0.09]	[0.04]	[0.13]	[0.45]	[-0.42]	[-0.36]	[-1.05]	[-0.45]	[-1.85]*	[-0.68]	[-1.37]
売上高成長率	0.005	0.002	0.004	0.002	-0.167	-0.161	-0.152	-0.162	0.329	0.233	0.406	0.232	-0.153	-0.138	-0.158	-0.129
	[1.15]	[0.48]	[0.88]	[0.39]	[-3.49]***	[-3.35]***	[-3.05]***	[-3.27]***	[1.12]	[0.72]	[1.31]	[0.67]	[-3.54]***	[-3.45]***	[-3.73]***	[-3.09]***
時価総額対数値	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	0.011	0.034	0.000	0.030	-0.048	0.055	-0.118	0.117	0.002	0.036	0.012	0.023
	[-0.19]	[-0.20]	[-0.40]	[-0.28]	[0.39]	[1.02]	[0.00]	[0.86]	[-0.33]	[0.33]	[-0.70]	[0.64]	[0.09]	[1.71]*	[0.55]	[1.02]
海外機関投資家保有割合(-1)	0.08		0.069		0.173		0.416		-0.342		-2.973		0.071		0.020	
	[3.55]***		[2.31]**		[1.30]		[1.75]*		[-0.30]		[-1.06]		[0.53]		[0.11]	
国内機関投資家保有割合(-1)	0.019		0.056		0.329		0.692		-0.926		0.522		0.668		0.643	
	[0.78]		[1.08]		[1.88]*		[2.33]**		[-0.85]		[0.27]		[4.08]***		[2.40]**	
長期保有機関投資家割合(-1)		0.077		0.076		0.191		0.345		0.439		-4.312		0.304		0.451
		[3.75]***		[2.27]**		[1.51]		[1.18]		[0.28]		[-1.23]		[2.30]**		[1.61]
中期保有機関投資家割合(-1)		0.034		0.064		0.298		0.326		-7.51		-10.298		0.297		0.143
		[0.66]		[1.22]		[1.05]		[1.09]		[-1.75]*		[-1.81]*		[0.89]		[0.36]
短期保有機関投資家割合(-1)		0.306		0.354		-0.422		0.389		-29.503		-39.276		-0.462		2.810
		[1.07]		[1.18]		[-0.16]		[0.12]		[-1.41]		[-1.55]		[-0.17]		[0.70]
海外機関投資家保有割合(-1)x 長期保有機関投資家割合(-1)			0.089	0.072		-0.104	-0.033				14.418	16.276			0.480	-0.395
			[0.56]	[0.46]		[-0.19]	[-0.06]				[1.32]	[1.72]*			[0.80]	[-0.59]
国内機関投資家保有割合(-1)x 長期保有機関投資家割合(-1)			-0.261	-0.122		-2.342	-0.914				-24.299	6.949			-0.562	0.433
			[-0.98]	[-0.80]		[-1.72]*	[-0.67]				[-1.29]	[0.35]			[-0.34]	[0.37]
役員、創業家保有割合(-1)	0.011	0.014	0.006	0.012	0.111	0.157	0.029	0.133	-1.434	-1.539	-1.581	-1.363	-0.002	0.013	0.012	-0.057
	[0.84]	[1.00]	[0.45]	[0.84]	[0.66]	[0.86]	[0.17]	[0.68]	[-1.56]	[-1.57]	[-1.67]*	[-1.39]	[-0.02]	[0.09]	[0.09]	[-0.39]
事業法人保有割合(-1)	-0.07	-0.081	-0.074	-0.081	0.183	0.192	0.178	0.170	-0.912	-0.929	-0.941	-1.087	0.007	-0.106	-0.031	-0.111
	[-7.46]***	[-7.12]***	[-4.75]***	[-7.17]***	[1.93]*	[2.38]*	[1.92]*	[1.80]*	[-1.43]	[-1.27]	[-1.35]	[-1.38]	[0.07]	[-1.27]	[-0.30]	[-1.05]
銀行・生保保有割合(-1)	0.062	0.067	0.054	0.057	0.801	0.658	0.729	0.727	-0.24	-2.135	-0.184	-1.275	0.251	0.284	0.326	0.295
	[0.91]	[0.95]	[0.79]	[0.81]	[2.03]**	[1.65]	[1.88]*	[1.62]	[-0.10]	[-0.81]	[-0.07]	[-0.43]	[0.65]	[0.73]	[0.83]	[0.72]
N	9,434	9,426	9,425	9,425	9,434	9,426	9,425	9,425	8,731	8,723	8,722	8,722	9,434	9,426	9,425	9,425

注：上段係数、下段 t 値。(-1) は前期。t 値は white の修正 t 値。***、**、* は各々 1%、5%、10% 有意水準。

4.5 結論

本章においては、わが国企業の機関投資家の保有割合がペイアウト政策に与える影響に関して分析した。結果は主に以下の2点である。ひとつは、海外機関投資家保有割合が高い企業、および、保有期間の長い（ポートフォリオの回転率の低い）機関投資家の持分割合が高い企業は、配当に積極的である。海外機関投資家については、それが直面する情報の非対称性に起因する自社株買いの逆選択問題ゆえのものである可能性が高い。投資ホライズンが長い機関投資家については、自社株買いが割高な株価で実施される際に希薄化コストを負担することになるため、投資先企業に配当を要求することを示唆する。また、総還元金額に占める配当の割合で分析した場合は、国内機関投資家および保有期間が比較的短い機関投資家において自社株買いの割合が相対的に高くなっている。情報優位にある国内機関投資家、そして、希薄化コストに直面しない短期保有の機関投資家は自社株買いを好むことが示唆される。これらは、機関投資家の株式保有とペイアウト政策の関係性において、従来のエージェンシー仮説に加えて顧客効果が存在すると理解できる。

わが国のペイアウト政策に関しては、自社株買いが解禁されてからまだ15年程度であり、各社最適なペイアウト政策に関しては模索段階である。一方で、この20年ほどの間にわが国企業の株式の保有状況は大きく変化し、機関投資家など外部株主の保有割合が上昇した。それは、企業が従来以上に既存株主からの潜在的な売却圧力を懸念せざるを得ない状況に直面しつつあることを意味する。IR活動を通じて、ますます企業と株主の対話が増加していく中で、既存株主のペイアウトに対する選好に答えようとする経営者が一定数存在する、あるいは、増加していくことは不思議ではない。今回の分析は、ペイアウトでのそのような顧客効果をとらえるものであるが、他の財務戦略においても同様の顧客効果が影響している可能性がある。例えば、資金調達手段、ガバナンス体制、リスクプロファイルの選択などで影響を受けている可能性がある。既存株主によるそのような嗜好が、中長期的な企業価値および株主価値の向上に資する場合は問題ないが、もし短視眼的なバイアスが強い場合、企業にとってはそのような顧客志向をどの程度反映させるかの問題に直面することになる。今後、これらを解明していくことが、本研究からの発展的課題である。

第3部：株式所有構造と企業パフォーマンス

5章

株式所有構造と企業統治⁷⁴

～機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか～

5.1 はじめに

20世紀末から21世紀初頭にかけて、株式所有構造の急激な変化は、メインバンクの後退と並ぶ、日本の企業統治におけるもっとも重要な変化の一つであった。1970年初頭から90年代半ばまで、日本企業の株式所有構造は、銀行・事業法人などの法人株主の優位によって特徴づけられた。しかし、この法人優位の所有構造は、1997年の銀行危機以降、劇的に変化した。企業・銀行間の持ち合いが急速に解消する一方、内外、とくに海外機関投資家保有が増加した⁷⁵。2000年代半ばには機関投資家の保有比率が過半を占めるケースも稀ではない。

では、こうした機関投資家の増加は、日本における新たな経営の規律のメカニズムの形成を意味するのだろうか、本章は、内外機関投資家、金融機関（銀行・保険会社）の銘柄選択行動と、その株価、企業パフォーマンスへのインパクトを解明することを通じて、この問題に接近する⁷⁶。

企業統治の観点から見れば、投資収益の最大化を目的とする海外機関投資家の増加は、国内の機関投資家に比べて投資対象企業からの独立性が高いため（Ferreira and Matos [2008]）、かつてのメインバンクに代わる新たな経営の規律の中心となる可能性がある⁷⁷。実際、機関投資家の保有比率、あるいは、その増加と株価の上昇との間には、正の相関がしばしば指摘される。しかし、反面、海外機関投資家による投資は、深刻な非対称情報に直面し、そのため、スクリーニング能力を十分もたないかもしれない。また、集計された合

⁷⁴ 本研究は、宮島英昭氏（早稲田大学）との共同研究であり、同氏より本博士論文に所収することに許諾頂いている。また、以下の方々から貴重なコメント、アドバイスを頂いた。感謝申し上げます。日本経済学会2012年度春季大会での討論者の芹田敏夫氏（青山学院大学）、第20回日本ファイナンス学会での討論者の渡辺直樹氏（立命館大学）、蟻川靖浩氏（早稲田大学）、新井亮一氏（アライ・キャピタル・マネジメント、早稲田大学大学院博士後期課程）、小川亮氏（早稲田大学大学院博士後期課程）、経済産業研究所（RIETI）「企業統治分析のフロンティア：企業成長・価値創造と企業統治」、東京証券取引所主催シンポジウム、財務省財務総合政策研究所の論文討論会議の参加メンバーの方々。また、科学研究費補助金（19203017および26870020）の助成を受けている。本章のデータは、宮島・新田（2011）で構築したデータベースに基づく。同データの利用を快諾された新田敬祐氏（日本生命）に感謝申し上げます。

⁷⁵ このうち持ち合いの解消の過程については、Miyajima and Kuroki（2007）、宮島・黒木（2002）、宮島・新田（2011）などに詳しい。

⁷⁶ 本稿では、所有構造の変化が企業パフォーマンスに与える影響に焦点を当てたが、株式所有構造の変化の影響としては、経営者の交代、配当政策、事業再組織化、経営権市場の機能などへの影響を検討する必要がある。また、投資家の銘柄選択が、取締役会の選択を介して、上記の企業行動に影響する経路も重要である。

⁷⁷ Aoki（2010）もこの可能性を指摘し、その鍵を機関投資家がビジネスモデルの優劣を評価できるか否かに求めている。

算値としての保有比率は高いとしても、それぞれの主体の保有比率が低いため、事後的なモニタリングに対する十分なインセンティブを持たない可能性もある。しかも、海外機関投資家の投資行動にはよく知られている強い行動バイアスがあり、上記の機関投資家の保有比率の増加と株価の上昇との間の正の相関も、事前・事後のモニタリングの結果ではなく、むしろ、上記の投資バイアスが需要ショックとなって株価を引き上げているだけの可能性も高い。

他方、1990年代末から増加の著しかった国内機関投資家は、海外機関投資家に比べて非対称情報に直面する程度が低いから、海外機関投資家と並んで、あるいは、それ以上に企業の経営の規律付けの主体としてふさわしいかもしれない。通常、機関投資家の代表とされるのは、投資信託、年金基金を運用する国内機関投資家である。その保有比率は、国内年金の株式による運用が本格化した2000年以降上昇した。しかも、年金資金の運用委託の本格化と並行して、機関投資家に対して受託者責任が強調されたことにより、事後的なモニターとしての役割を強めた可能性も高い。しかし、反面、これまで国内機関投資家は大手金融機関（銀行・保険会社）のグループ会社であるケースも（例えば保険会社の子会社の投資顧問会社や銀行系列の信託銀行など）少なくない。そのため親会社や関連会社である銀行・保険会社の利害に沿った投資スタイルをとることが指摘されてきた（grey investors）⁷⁸。銀行・保険会社が、経済的なパフォーマンスのみでなく、他の取引上の動機から投資する傾向は、日本のみに限定される問題にとどまらず、米国等でも観察されるから、機関投資家の増加が単線的に企業統治の向上に繋がると考えるのはナイーブにすぎるかもしれない⁷⁹。

最後に、1999年以降、大きく保有比率を低下させた銀行・保険会社の投資行動は、これまで、経済的なパフォーマンス以外の要因に従って決定されると理解されてきた。例えば、銀行による顧客企業の株式所有は債権確保に動機づけられ、生命保険会社の株式投資は保険契約の獲得・維持に主要な関心があった。このため、銀行・保険会社の株式所有の機能は、企業統治の立場からすれば、経営者を資本市場の圧力から守るエンタレチメントの側面に求められてきた（Morck and Nakamura [2000]）。しかし、不良債権処理が不可欠となった銀行部門や、規制緩和により深刻な競争に直面した生命保険会社は2000年代に入ると、保有株式を大幅に圧縮した。その過程で、銀行・保険会社の銘柄選択行動は変化した可能性がある。例えば、保有株式の圧縮を求められた銀行部門は、銘柄選択において投資先のパフォーマンスを重視し、同様に、保険会社の投資行動も受託者責任をより強く意識し始

⁷⁸ Flath (1993)、Hiraki et al. (2003)、Ahmadjian (2007)。また2004年時点の見方であるが、当時厚生年金基金連合会専務理事の矢野朝水氏は、日本の機関投資家は、系列や企業グループに属しているため、「独立性に乏しい」と指摘している（商事法務[2004]）。

⁷⁹ 米国の実証研究では、独立系機関投資家と非独立系機関投資家間（independent vs. grey investors）の投資基準の差の問題として取り扱われてきた（Brickley et al. [1988]、Borokhovichi et al. [2006]、Chen et al. [2007]、Ferreira and Matos [2008]）。例えば、Ferreira and Matos (2008)では独立系機関投資家のほうが非独立系機関投資家に比べて、より純粋な投資収益最大化を目指した銘柄選択をしていることを示した。

めた可能性は高いが、この点はこれまでの研究でいまだ十分に検証されていない。

本章の課題は、宮島・新田（2011）と同様に、大株主名簿に遡及して、可能な限り株主の属性を特定した長期的・包括的なデータベースに基づき、内外機関投資家、および金融機関（銀行・保険会社）に関する以上の対立的な見方のいずれが正しいかを解明する点にある。

この点を明らかにするために次のステップを取る。第 1 に、保有主体別の銘柄選択行動の特性を分析する。分析によれば、内外機関投資家は、単に規模、流動性のみでなく、収益性、安定性、財務健全性の点で Del Guercio (1996) の言う質の高い株式 (high quality stock) を選択する傾向があり、この点で両者の間に差はない。他方、金融機関（銀行・保険会社）の投資行動は、2008 年まで内外の機関投資家と対照的に、流動性が低く、上記の意味で質の低い企業への投資を継続している。日本の銀行・保険会社の株式の保有動機はいぜん投資収益の最大化ではなく、取引関係の維持にある。

内外機関投資家の中の銘柄選択基準における違いとしては、海外機関投資家が、海外売上比率の高く、MSCI Japan インデックスに組み入れられた認知度、知名度の高い銘柄を愛好する強い一貫したバイアスがある。それに対して、国内機関投資家は比較的規模の小さな企業も投資ユニバースに含めており、この点で、内外の機関投資家の間には国内株に対して緩やかな棲み分けが確認できる。また、海外機関投資家には、2000 年代初頭までは、取締役会規模、2000 年以降は、社外取締役会の導入などガバナンス特性に対する選好が確認されるのに対して、国内投資家はそうした傾向は確認できない。海外機関投資家が、統治制度改革の一つの機動力であるという見方と整合的である。

第 2 のステップは、内外の機関投資家の投資行動が株価に与えた実質的な影響とその要因を解明することである。海外機関投資家の保有比率が上昇すると株価投資収益率に一貫してプラスの影響があり、また、国内機関投資家の保有比率の変化も、規制緩和が進展した 90 年代末以降は同様に正のインパクトがあることが確認された。その規模は大きく、2000 年代では、海外機関投資家の 1 標準偏差 (4.4%) の増加は、平均して投資収益率を 10.7% 引き上げる。同様に国内機関投資家の保有比率の増加は、1 標準偏差 (3.1%) の増加は、平均して投資収益率を 11.4% 引き上げる。

もともと、この投資収益率の保有比率の変化に対する正の感応は、Gompers and Metrick (2001) が指摘するように、内外の機関投資家が成長可能性の高い銘柄を発掘する能力をもつスマートインベスターである結果として発生するだけでなく、自らの保有比率の上昇が需要ショック（市場での買い需要）となって株価上昇圧力となっている可能性もある。そこで、サンプルを大幅な資金流入（買い越し）期とそれ以外に区分することによって、この点を確認すると、海外機関投資家の場合、その売り越しの時期と買い越しの時期の間に、投資収益率の保有比率の変化に対する感応度 (2.4%前後) に大きな差がない。それに対して、国内機関投資の場合には、買い越しの時期に投資収益率は、保有比率の変化に対

してより大きな感応度を示し、また、売り越しの時期には有意な感応を示していない。つまり、海外機関投資家は、割安な銘柄を発掘する能力に長けているスマートインベスターである可能性があるのに対して、国内機関投資家にはそうした機能が十分に確認されない。

最後に、急速に変化した株式所有構造が、モニターとして経営者の努力水準の引き上げ、企業業績の向上に寄与しているか否かをテストする。保有比率の増加の理由の如何にかかわらず、いったん機関投資家の保有比率が増加すれば、その退出や発言の圧力が新たな経営の規律付けの役割を果たすか否かが焦点である。分析によれば、業績の高い企業を機関投資家が選好するという逆の因果関係を慎重に考慮しても、トービンの Q で測った企業価値も財務的な企業業績（ROA）も、海外機関投資家、国内機関投資家の保有比率の水準に対して正の関係にあった。この効果は、海外機関投資家が採用するベンチマークである MSCI Japan インデックス採用銘柄、および、非 MSCI 銘柄のいずれについても確認でき、時期的には、特に国内機関投資家に関しては 1990 年代に比して内外機関投資家の所有比率の上昇が顕著な 2000 年代により明確に確認できる。その経路の解明は今後の分析課題であるが、内外の機関投資家の保有は、その増加がバイアスをともなう投資行動の結果であるとしても、いったん増加すれば退出と発言の圧力を介して、ガバナンス効果を果たしている可能性が高い。それに対して、銀行・保険会社の保有比率はいずれのパフォーマンス指標に対して有意に負の影響を与え、この結果もまた 2000 年代においてより顕著であり、銀行・生命保険会社が株式保有を通じて経営の規律付けを開始したという見方は支持されず、その機能は、いぜん経営者の株式市場の圧力から遮断するというエントレンチメントにあった⁸⁰。

以下、本章は次のように構成される。第 2 節では、1990 年以降のわが国の株式所有構造の変化を概観する。第 3 節は、機関投資家および銀行・保険会社の銘柄選択行動を分析する。第 4 節の課題は機関投資家の保有比率の変化が、株式投資収益率に与える影響の分析である。第 5 節は所有構造の変化が、企業価値、そして業績パフォーマンスに与えた影響を分析する。第 6 節は結論である。

5.2 わが国企業の株式所有構造の変化およびその背景：事実の様式化

5.2.1 持ち合いの解消と機関投資家の増加

日本の上場企業の所有構造は、1990 年代に入って大きく変化した。国内金融機関（銀行・保険会社）の保有比率が急速に低下する一方、それに代わって内外の機関投資家の保有比率が顕著に増加した。もっとも、この点でしばしば引用される、東京証券取引所の公表するデータは、時価総額加重のため、時価総額の大きな企業の動向によって全体の動向が規

⁸⁰ 例えば、橘木・長久保（1997）、砂川（2003）などでは、安定株主である金融機関が収益最大化行動を起こさないことが企業の経営規律付け強化の阻害要因となっている、あるいは長期的な株主価値を損なうと指摘されている。

定され、各企業の所有構造の多様化の実態を反映していない。

そこで、個々の企業の所有構造の動向を捉えることが不可欠となるが、その際、有価証券報告書記載の「保有主体別分布」の利用にあたっては、注意が必要である。宮島・新田（2011）でも指摘されるように、「保有主体別分布」の分類は形式的であり、属性や投資目的の違いが厳密に区別されていない。例えば、外国人の中には海外の事業法人と海外の機関投資家の両方が含まれるが、事業法人と機関投資家では投資行動や目的は異なる。さらに、より深刻な問題はその金融機関という分類である。ここでは、投資信託・年金運用分など投資収益の最大化を目的とする機関投資家の保有分と、銀行・保険会社などそれ以外の目的から株式を保有する主体の保有分とが区別されないまま一括計上されている⁸¹。

本章では、以上の点を考慮し、1990年以降について、各社の公表する株式保有主体別分布のデータ、大株主データ、それに企業間の相互保有関係を識別したデータベースを組み合わせ、本章の対象とする海外機関投資家、国内機関投資家、金融機関（銀行・保険会社）の所有構造について、より厳密な独自の所有構造のデータを作成した⁸²。

ここで、海外機関投資家保有分については、各社の有価証券報告書で報告されている外国人保有比率から、外国籍の事業会社および3%以上を保有する大口外国籍個人の保有分を除いて算出した。したがって、このカテゴリーには、海外年金基金、大口投資家を受益者とする投資ファンドが中心を占める。

国内機関投資家保有分は投資信託、年金信託、生保特別勘定（生命保険会社の運用受託分）の保有比率の合計であり、大株主名簿から集計して作成した。なお、信託銀行の保護預かり分のうち、公的・私的年金を資金の出し手（受益者）とする投資顧問会社の運用分については、データ取得および判別が困難なため、この国内機関投資家保有分には含まれていない⁸³。最後に、銀行・保険会社の保有部分は、銀行の保有分（除く信託勘定）、生命保険会社の保有分（特別勘定）、損害保険会社保有分を合計して算出されている。

表 5-1 には、基準として枚数ベースの東京証券取引所の投資部門別株式保有比率の動向を掲げた。表 5-2 は、1 部上場企業の上記の機関別保有比率の単純平均と標準偏差を整理した。なお、この表 5-2 のうち国内機関投資家、銀行・保険会社は、大株主名簿を積算して作

⁸¹ 東証のデータは、銀行と信託銀行の保有割合の合計値のうち、投資信託と年金信託の内数は公表しているが、それらを控除した銀行と信託銀行それぞれのデータを公表していないため、持ち合いの中心であった銀行自身の保有割合を捉えることができない。

⁸² 具体的には以下の要領で作成されている。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）、および有価証券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）を組み合わせ、各企業の株主名簿を再構成している。その株主名簿から海外機関投資家、国内機関投資家、銀行・保険会社を判別している。データは宮島・新田（2011）で用いているものと同じである。同データの利用を快諾された新田敬祐氏に感謝申し上げます。

⁸³ 信託銀行の保有部分について、信託勘定と自己勘定を区分することができるが、信託勘定の内部構成を確認することはできない。ごく大雑把に言えば、80 年代後半から 90 年代後半までは、特金（特定金銭信託）、ファントラ（ファンド・トラスト）と呼ばれた証券信託部分が信託銀行保有分の過半を占めたが、2000 年以降は、投資顧問の組成するファンドの保護預かり分が中心となったとみられる。

成されているため、実際の保有比率を完全にカバーしている訳ではなく、表 5-1 に比べてカバレッジが小さい点はあらかじめ注意を要する。近年の上場企業の株式所有構造の変化の特徴として、次の点を確認しておこう。

表 5-1：【投資部門別株式保有比率の推移】

年度	金融機関(銀行・保険)	信託銀	事業法人	外国人	個人	その他
1987	36.2	8.4	24.9	3.6	23.6	3.3
1991	35.1	9.7	24.5	5.4	23.2	2.1
1996	30.4	10.8	23.8	9.8	23.6	1.6
2001	19.5	16.6	23.2	13.7	25.9	1.2
2006	9.7	13.6	23.8	24.6	26.4	2.0
2011	7.6	15.3	22.5	22.8	29.5	2.2

(出所) 東京証券取引所 株式分布状況調査データから著者作成。

(注) 単位 (%)。単元株数ベース。平成 16 年度から平成 21 年度までは、ジャスダック証券取引所上場会社分を含む。それ以外の年度はジャスダックを除いた全国の証券取引所上場会社分。それぞれ年度末時点の数値。

表 5-2：【機関別保有比率の平均と標準偏差】

年度	海外機関投資家		国内機関投資家		金融機関	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差
1987	3.1%	4.0%	3.1%	3.6%	12.8%	9.0%
1988	3.1%	3.4%	3.9%	3.7%	12.7%	8.8%
1989	3.2%	3.2%	5.2%	4.3%	12.5%	8.7%
1990	3.3%	3.5%	5.4%	4.3%	12.9%	8.7%
1991	4.1%	4.3%	5.3%	4.0%	12.8%	8.8%
1992	4.0%	4.5%	5.3%	4.0%	12.7%	8.8%
1993	5.3%	5.4%	5.6%	3.7%	12.6%	8.8%
1994	5.9%	5.3%	5.3%	3.6%	12.5%	8.7%
1995	6.9%	6.4%	4.7%	3.3%	12.0%	8.6%
1996	7.1%	6.8%	5.0%	3.4%	11.7%	8.6%
1997	6.6%	7.0%	4.9%	3.6%	11.1%	8.4%
1998	6.1%	6.9%	4.9%	4.0%	10.6%	8.2%
1999	7.0%	8.1%	4.6%	4.1%	9.9%	8.1%
2000	7.0%	8.0%	5.5%	5.0%	8.9%	8.0%
2001	6.6%	8.0%	6.9%	5.5%	8.2%	7.7%
2002	6.5%	8.0%	7.8%	6.0%	7.3%	7.4%
2003	9.4%	9.8%	7.3%	5.0%	6.2%	6.9%
2004	11.3%	10.4%	7.7%	5.1%	5.3%	6.5%
2005	14.0%	11.2%	7.6%	5.1%	5.0%	6.3%
2006	14.6%	11.8%	7.4%	4.8%	4.9%	6.2%
2007	14.2%	12.1%	7.1%	4.9%	4.9%	6.2%
2008	11.8%	10.6%	7.1%	5.1%	4.9%	6.2%

(出所) 東洋経済新報社「大株主データ」、各社の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状況(日経 NEEDS)による。

(注) 集計対象は三市場 1 部上場企業(除く金融銘柄)。データは表 1 同様保有株数ベースの単純平均の数値。自己株式は保有比率算出における分母から控除してある。海外機関投資家は、各社の有価証券報告書で報告されている外国人保有比率から、外国籍の事業会社および 3% 以上を

保有する大口外国籍個人の保有分を除いたもの、国内機関投資家持分は年金信託、投資信託、生保特別勘定の保有比率の合計、銀行・保険会社の持分については、銀行、生命保険会社の保有比率から信託勘定を除いたものに、損害保険、国内証券保有分を足したものである。なお、国内機関投資家、銀行・保険会社は、大株主名簿を積算して作成されているため、実際の保有比率を完全にカバーしている訳ではなく、表1に比べてカバレッジが小さい点はあらかじめ注意を要する。

① 1990年代半ばまで株式所有構造は安定的であり、金融機関・事業法人の優位によって特徴づけられていた。東証一部上場企業平均では、両者の合計は60%を越えていた。この構造が大きく変化したのは、1997年の銀行危機からであった。もっとも、1997年以降も、事業法人の保有比率に大きな変化はなく、持ち合いの解消の中心は、企業・銀行間の持ち合いの解消と、生保の保有株式の売却であった。東証全体の銀行・生命保険の保有比率は、1996年度の30.4%から2006年度には9.7%まで低下した（表1）。企業・銀行間の持ち合いの解消では、企業の銀行株の売却が2002年前後に一段落したのに対して、銀行の売却（いわゆる持ち合い解消売り）はなお継続した。表2によれば銀行・保険会社の保有比率は、1996年度から2004年度までほぼ毎年0.5%~1.0%低下した

② この解消過程については、次の2点を確認しておく必要がある。第1に、急速な売却の背景には、2001年の「銀行等の株式等保有の制限等に関する法律」の影響が重要であった。それまで、銀行の株式保有に対する政府の姿勢は中立的であったから、大きな政策転換であった。同法は、2004年9月まで保有株式を総資産の8%まで圧縮することを求め、銀行にとって保有株の圧縮は避けられない選択となった。

第2に、大量の持ち合い解消株が株式市場に与える影響を緩和するために、株式買い取り機関や、日銀による解消株の買い取りがはじまったが、その条件は、信用格付でBBB格以上であったことである。このため、銀行・保険会社の保有株の売却は、自己の保有株のうち流動性が高く、上記の買い取り条件を満たす企業に偏り、その結果、銀行の保有株式ポートフォリオは、信用リスクの高い企業に偏ることとなった（宮島・新田 [2011]:表2-4）。

③ この持ち合い解消株を主として購入したのは海外の機関投資家である。表2によると海外機関投資家の保有比率は、80年代には5%以下にとどまったが、1990年代を通じて緩慢に上昇し、1997年3月には7.1%まで増加した。この上昇には、米国、欧州の年金基金の規模拡大と、中東のオイルマネーの増加を背景とした米英の機関投資家の日本市場への投資拡大があった（代田 [2002]）⁸⁴。その後、金融危機が起こった1990年代後半には一旦横ばいとなるものの、その後2002年度から急激に上昇し2006年度にかけての4年間で海外機関投資家の保有比率は単純平均で見て8.1%上昇した。

持ち合い解消株を購入した第2の主体は、年金基金を資金的基盤とする国内機関投資家である。この背景には、年金の運用環境が緩和され、機関投資家による株式での年金運用

⁸⁴ たとえば、Jacoby (2009)によると、米国最大の公的年金であるカルパース（カルフォルニア公務員退職年金基金 CalPERS）は、1990年代初頭から海外投資への関心を強め、投資国として英国と並んで日本市場を重視し、1993年には同機関の海外株のうち日本株の組み入れ比率は45%に達し、同年の株主総会では300社で反対票を行使するという状況であったと報告している。

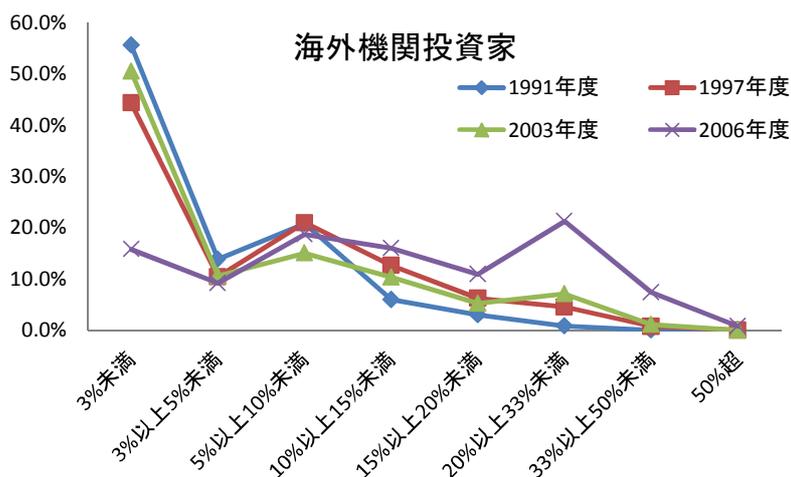
が本格化したことが重要であった。1997年12月には厚生年金基金の運用に関する「5・3・3・2 規制」が撤廃され、すべての基金で自己責任に基づく自由な資産配分が可能となった。また、2000年の年金制度改正によって、厚生年金・国民年金の積立金は、それまでの資金運用部への預託から市場運用に抜本的に変更され、2001年には年金資金運用基金（現、年金積立金管理運用独立行政法人：GPIF）が設立され、国内株への運用が本格化した。その投資には、海外機関投資家と弱い代替関係があり、1999年度から2002年度には合計3.2%増加した。

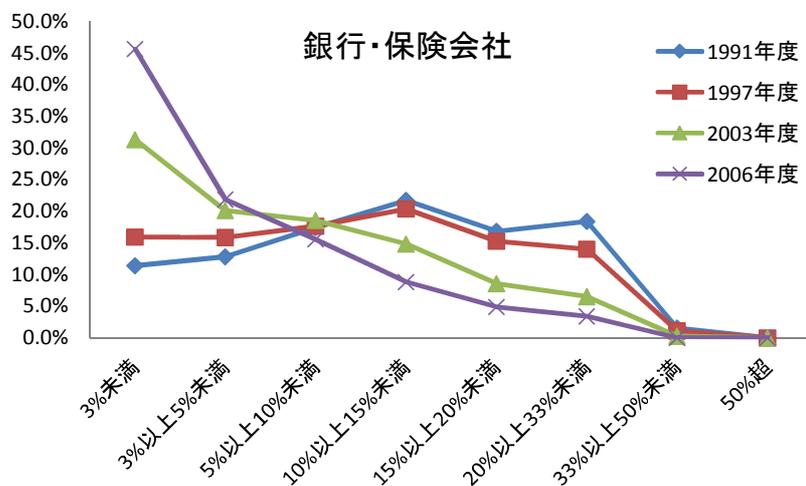
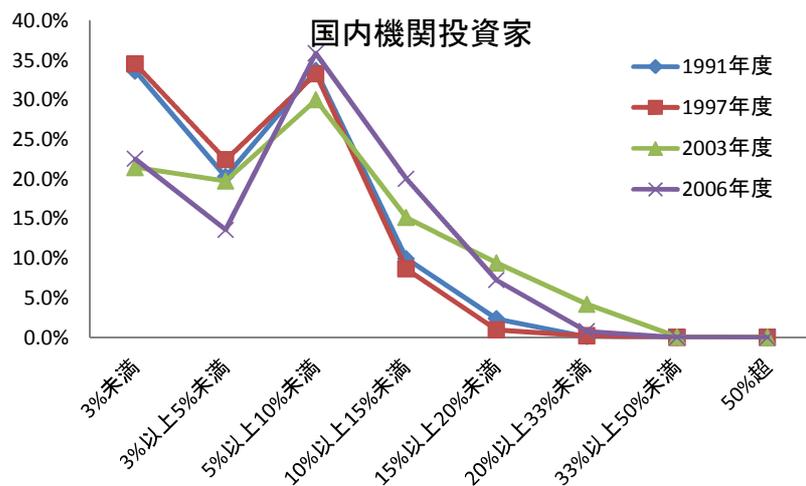
5.2.2 株式所有構造の多様化

もっとも、以上の1990年代から2000年代の株式所有構造の変化は上場企業間で均等に進んだわけではない。海外機関投資家、国内機関投資家、銀行・保険会社の株式保有割合の分布の4時点、1991年度、1997年度、2003年度、2006年度末時点の変化を、図5-1を利用して確認しておこう。

第1に、海外機関投資家は、1991年度末には3%未満であったが、10%以上の層が拡大する形で分化し、2003年度末には、20%～33%の層に小さな山が出現し、2006年度末にはこの層が最頻値となった。第2に、国内機関投資家は、2003年末に0%～10%の最頻値の比重が低下し、10%以上の層が急速に拡大する形で分散が拡大した。最後に、10%以上の層が最頻値であった銀行・保険会社は、2003年度末にこの層が大幅に縮小する一方、2006年度末には3%未満の層が全上場企業45%を占めた。反面10%以上の層も12.2%に達する。以上から、各機関の投資行動には何らかの選好ないしは偏りのあることが予想される。

図5-1：【内外機関投資家、銀行・保険会社の株式保有割合の分布（頻度）、4時点比較】





(出所) 東洋経済新報社「大株主データ」、各社の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状況(日経NEEDS)を組み合わせ作成。

(注) 集計対象は三市場1部上場企業(除く金融)。データは表1同様保有株数ベースの単純平均の数値。自己株式は保有比率算出における分母から控除してある。それぞれ年度末時点の数値。それぞれ年度末時点の数値。海外機関投資家は、各社の有価証券報告書で報告されている外国人保有比率から、外国籍の事業会社および3%以上を保有する大口外国籍個人の保有分を除いたもの、国内機関投資家持分は年金信託、投資信託、生保特別勘定の保有比率の合計、銀行・保険会社の持分については、銀行、生命保険会社の保有比率から信託勘定を除いたものに、損害保険、国内証券保有分を足したものである。

通常、機関投資家は、規模に対する強い選好があると言われる。そこで、最後に、時価総額規模別に確認しておく、表5-3の通りである。パネル1によれば、1990年代初頭から海外機関投資家の保有比率の増加は主に時価総額の大きいグループ(第4V分位、第5V分位)で起こり、この傾向は2000年代に入っても継続した。時価総額が最も小さいグループである第1V分位の海外機関投資家の保有比率は2006年度末時点で4.8%にとどまり、他方、規模が最大の第5V分位の企業群の保有比率は26.0%に達した。海外機関投資家の銘柄選別基準として規模への選好度合いが一貫して高いことがうかがえる。これは海外機関投資家が日本株に投資をする際はMSCI Japanインデックス銘柄を中心に運用することが多い

ことを反映している⁸⁵。

他方、国内機関投資家は第4・第5V分位での保有割合が2000年前後に大きく上昇している。既述の年金受託ビジネスの拡大は当初、規模の大きな企業に集中した。しかし、2000年代後半に入ってから、中小型株（第1、第2V分位）の保有割合の上昇がみられ、対照的に第4・5V分位のシェアが低下した。その結果、2008年度末には規模間格差は縮小した。

最後に、同期間の銀行・保険会社の保有比率の規模別動向を確認すると（パネル2）、1996年度末から2006年度末の持ち合いの解消局面では、第4・第5V分位の低下が相対的に急速である。この動向は、持ち合いの解消局面では、銀行・保険会社が流動性の高く時価総額の大きな企業（売却のしやすい銘柄、あるいは、売却をしても当該企業の株価への影響度の低い銘柄）の売却を優先していたことを示唆する。銀行・保険会社の保有株処分が一段落した2006年度末以降には、これら大企業の銀行・保険会社保有比率が下げ止まる一方、第1・第2V分位の企業の保有比率の低下が進展して、企業規模間の格差が縮小した。

では、こうした大きな規模別格差をともなう銀行・保険会社間の保有比率の変化を規定した要因は何か、次節ではこの点を解明する。

5.3 機関投資家および銀行・保険会社の銘柄選択

5.3.1 銘柄選択基準

本章の関心は、1990年代から2000年代の企業間の多様化をともなう株式所有構造の急激な変化が、日本の企業統治に実質的に影響を与えたか否かである。まず、事前のモニタリング（スクリーニング）に注目しよう、保有比率を急速に増大させた機関投資家が、企業のビジネスモデルを的確に評価し、効率性の向上が期待され、成長可能性の高い企業の株式に投資し、収益性の向上が望めず、成長可能性を失った企業の株式を売却すれば、事前のガバナンス効果を発揮したと見ることができる。もっとも、この事前のモニタリングを直接測定する方法はない。そこで、まず、各保有主体の銘柄選択行動からこの問題に接近する。

⁸⁵ MSCI Japan インデックスは2000年以降はほぼ300~400社の時価総額の大きい銘柄から構成されている。なお、われわれが2011年7-12月に実施した海外機関投資家からのヒアリングによると、流動性の観点から時価総額1,000億円程度を投資する際の規模の下限に設定しているところが多い。これは、時価総額が小さいと自身の売買が株価に影響を与えてしまうことや、持分を売却する際に時間がかかってしまうなどの不具合があるためとのことであり、投資対象としたくともできないという面もある。

表 5-3：【時価総額 5 分位での株式保有比率の推移】

パネル 1：海外機関投資家と国内機関投資家の時価総額 5 分位での株式保有比率の推移

年度	第1V分位			第2V分位			第3V分位			第4V分位			第5V分位		
	海外	国内	計	海外	国内	計	海外	国内	計	海外	国内	計	海外	国内	計
1987	1.3%	0.7%	2.0%	2.4%	1.7%	4.1%	3.1%	2.4%	5.5%	4.3%	4.5%	8.7%	5.2%	5.7%	10.9%
1991	1.7%	2.0%	3.7%	2.5%	3.9%	6.3%	4.0%	5.6%	9.6%	5.1%	7.5%	12.5%	7.3%	6.6%	13.8%
1996	2.1%	2.6%	4.6%	4.3%	4.2%	8.5%	6.6%	5.6%	12.2%	9.4%	6.6%	16.0%	13.0%	5.4%	18.4%
2001	1.4%	2.3%	3.7%	2.8%	3.8%	6.7%	4.7%	6.6%	11.4%	8.0%	10.0%	17.9%	15.2%	10.9%	26.1%
2006	4.8%	4.0%	8.8%	9.0%	6.4%	15.4%	12.9%	8.1%	21.0%	18.3%	9.2%	27.5%	26.0%	9.0%	34.9%
2008	4.5%	3.7%	8.1%	7.5%	5.8%	13.3%	9.4%	6.9%	16.3%	15.0%	8.8%	23.8%	21.8%	9.8%	31.6%

パネル 2：銀行・保険会社の株式保有比率の時価総額 5 分位での推移

年度	第1V分位	第2V分位	第3V分位	第4V分位	第5V分位
1987	12.3%	12.1%	11.9%	12.2%	13.3%
1991	11.6%	11.9%	12.2%	12.3%	13.4%
1996	11.1%	11.1%	11.1%	11.2%	12.2%
2001	8.8%	8.2%	7.4%	7.4%	7.4%
2006	5.1%	5.0%	4.3%	4.2%	4.3%
2008	4.0%	5.1%	4.9%	4.4%	4.5%

(出所) 表 2 と同じ。

(注) 集計対象は三市場 1 部上場企業 (除く金融銘柄)。データは表 1 同様保有株数ベースの単純平均の数値。自己株式は保有比率算出における分母から控除してある。海外は海外機関投資家、国内は国内機関投資家を意味する。計は二つの合計値。それぞれ年度末時点の数値。それぞれ年度末時点の数値。東証 1 部上場企業を対象に、各年度末の時価総額で 5 分位を作成した上 (第 5V 分位が最も時価総額の高いグループ)、各分位での平均保有比率を集計した。なお、最も機関投資家持分比率の高い時期である 2006 年度で見た各分位の時価総額の中央値は、第 5V 分位 5、615 億円、第 4V 分位 1、317 億円、第 3V 分位 523 億円、第 2V 分位 273 億円、第 1V 分位 122 億円、それぞれの分位の閾値は、第 4 から 5V 分位が 2、292 億円、第 3 から 4V 分位が 812 億円、第 2 から 3V 分位が 374 億円、第 1 から 2V 分位が 192 億円である。海外機関投資家は、各社の有価証券報告書で報告されている外国人保有比率から、外国籍の事業会社および 3% 以上を保有する大口外国籍個人の保有分を除いたもの、国内機関投資家持分は年金信託、投資信託、生保特別勘定の保有比率の合計、銀行・保険会社の持分については、銀行、生命保険会社の保有比率から信託勘定を除いたものに、損害保険、国内証券保有分を足したものである。

機関投資家バイアスとプルーデントマンルール

投資家に対する善管注意義務のもとに収益最大化を目指す機関投資家の銘柄選択には、株価バリュエーションに基づいた定量的な基準と、企業経営陣による企業統治への取り組みなどの定性的な基準の二つの基準が存在する。もっとも、前者の定量的な基準に関して、機関投資家が一義的なバリュエーションの基準をもっているわけではない。例えば、基本的な指標である PER (株価収益率) や PBR (株価純資産倍率、あるいは、その逆数である Book to Market Ratio) についても、高い PER、PBR と低い PER、PBR のいずれが、的確な事前のモニタリングの基準を代理するかを一義的に特定できない。しかし、実証分析を通じて、どういう銘柄を機関投資家が好むかに関してはいくつかの見方が提示されている。例えば、スウェーデン企業のデータを用いた Dahlquist and Robertsson (2001) は、機関投資家が、規模が大きく、配当支払いが少なく、保有現金ポジションが大きく、株式の市場流動性が高い銘柄に対する選好を持つことを示し、これを機関投資家バイアスと呼んでいる。

1980年から1996年までの米国企業を分析対象とした Gompers and Metrick (2001) では、機関投資家は大型株、流動性の高い株、前年の株式リターンが低い銘柄を好み、他の投資家とは好みの株式タイプが異なることを明らかにした⁸⁶。筆者らがヒアリングを行った機関投資家からも、以上の認識には大きな違和感はないとのことである。

他方、機関投資家は最終的な投資家から資金の委託を受けている以上、受託者責任に沿った投資行動を要請される。そのため、これまでの研究によれば、機関投資家は、収益性、安定性、財務健全性の点で質の高い企業の株式 (high quality stock) を選択する傾向がある。Del Guercio (1996) は、これを受託者動機 (fiduciary motives as prudence) と呼び、受託者として、細心の注意を払うことを要請される機関投資家は、リスクが低く、確実な利益の得られる株式を選好するとの見方を示した。

ガバナンスの選好

機関投資家は、定性面の基準として、投資対象の企業統治を重視する傾向がある。また、受託者責任を課された国内機関投資家も、2000年代初頭には、議決権行使のガイドライン等を設定し、情報公開の充実、社外取締役の選任などについて投資姿勢を明確としている。これまでの実証研究でも、Ferreira and Matos (2008) は、機関投資家の銘柄選択に関して、機関投資家は規模のみでなく、統治制度の整った企業 (所有が分散している銘柄、情報公開の進んだ国の企業) を選好することを指摘している⁸⁷。また、Leuz et al. (2009) は、情報の非対称性とモニタリングコストが投資の際の制約となっている海外投資家では、ディスクロージャーが乏しい企業や、ガバナンス上の問題を引き起こしそうな株主構成を持つ企業への投資には消極的であることを示した。Giannetti and Simonov (2006) は、投資収益の最大化のみを目的とするアウトサイダー (内外機関投資家と一般個人投資家) は、統治制度の整った企業への投資を好むことを報告している⁸⁸。

非対称情報とホームバイアス

海外機関投資家は、投資対象から独立した存在として、投資収益最大化原則と受託者責任に動機づけられたとしても、そのことが (事前の) モニタリングとしての役割を保障す

⁸⁶ 彼らの研究動機は、小型株の方が大型株よりも株式投資収益率が高いという小型株プレミアムが米国市場で消滅した理由は何かという問いに対し答えることであったが、機関投資家の保有比率が株式市場で占める割合が増えて大型株の投資収益率が上昇したことが一つの要因であることを明らかにした。

⁸⁷ 具体的には、機関投資家が運用する資産規模が世界的に大きくなっていることを背景に、機関投資家が企業経営のモニタリングに果たす役割を世界 27 カ国のデータ (2000 年 1 月から 2005 年 12 月まで 6 年間) をもとに分析している。なお、分析時点で世界の時価総額の 4 割弱、浮動株の半分を機関投資家が保有していると試算している。

⁸⁸ また、Aggarwal et al. (2005) では、米国の投資信託を運用する機関投資家の発展途上国への投資を分析し、それら機関投資家が会計基準、株主主権、法規制が整った国を好み、企業レベルでは会計ディスクロージャーの透明性が高く、ADR 発行をしている企業を好むことを報告し、国レベルと企業レベルの両方において統治制度の整備を行えば、より多くの海外投資家の投資を誘致すると主張している。

るわけではない。もっとも深刻な制約は、海外機関投資家が日本企業についての情報を十分に持たないという非対称情報の問題である。海外機関投資家が、日本企業の収益性や、リスクを十分に評価することができなければ、最終的な資金の提供者（公的年金・投資家）によく知られた企業、例えば、海外売上比率が高い、あるいは、ADR を発行しているといった指標から銘柄が選択されることになる。既述の企業統治制度の指標も、社外取締役の機能は企業の事業特性に依存し常に効果をもつと限らないから、この外形的指標に過度に依存するとすれば、的確な事前のモニタリングの役割を果たしていないこととなる。

こうした海外投資家のホームバイアスに関しては多くの先行研究が存在する。例えば Dahlquist and Robertsson (2001) では、スウェーデン企業のデータでその存在を示した。また、Ahearne et al. (2004) では、米国投資家の国外銘柄の保有を分析し、情報の非対称性による情報コストが国外銘柄の保有を妨げる一つの要因であると分析した⁸⁹。海外機関投資家によるホームバイアスは日本株でも該当することが指摘されている。1975年から1991年を対象とした Kang and Stulz (1997) は、日本では流動性（株式回転率）の高い企業、ADR 上場をする企業で海外投資家の持分比率が高いことを報告している。1985年から1998年を対象とした Hiraki et al. (2003) では、日本株に投資をする海外機関投資家は輸出比率の高い企業を選好する傾向が強く、海外機関投資家による銘柄選択は認知度、知名度が大きく影響していると主張している。さらに、1990年から2008年をサンプル期間としている宮島・新田 (2011) でも海外機関投資家が規模や海外売上高比率を重視して銘柄選択をしている点という意味でホームバイアス傾向を確認している。

しかし、日本に関する従来の研究で、十分に気づかれていないのは、投資ユニバースの決定における MSCI Japan インデックスの存在である。海外機関投資家からのヒアリングでは、オフショアで運用指示がなされるファンドでは、MSCI Japan インデックスの組み入れ銘柄以外は原則として投資対象とはならないという⁹⁰。海外機関投資家の増加は、MSCI Japan インデックスの組み入れ銘柄に限られる可能性が強く、この要因がどの程度海外機関投資家の銘柄選択を規定しているかが解明される必要がある。

銀行・保険会社：スマート vs 灰色

⁸⁹ そのほかにも Merton (1987)、French and Poterba (1991)、Brennan and Cao (1997) などがホームバイアスの存在を確認している。

⁹⁰ 海外投資家の保有分の構成を厳密に示すことはできないが、その保有部分には、完全なパッシブ運用の部分は少なく、①日本国内およびオフショアで運用指示がなされる、MSCI Japan インデックス銘柄（2000年以降はほぼ300～400銘柄からなる）中心のファンドと、②日本の現地法人が日本株として組成するファンド・運用委託部分から成る。このうち、①は、可能な限りMSCI 組み入れ銘柄の時価総額比重に連動させるパッシブ類似の部分①-A と、このMSCI の銘柄の範囲で、50～100銘柄程度を選択するアクティブ運用①-B に分かれる。他方、②は、海外年金・大口顧客向けのファンドやその運用委託部分であり、投資対象には時価総額・流動性に下限がある。時系列的には、当初①-A から出発し、1999年の増加の局面では、①-B や②が増加し、2003年からの増加局面では、①と②が並行して増加した可能性が高い。

海外機関投資家が、深刻な非対称情報に直面する可能性が高いのに対して、国内機関投資家はそうした問題から自由である。国内機関投資家は、投資銘柄を海外市場に上場されているとか、MSCIの構成銘柄といった認知度や知名度から独立に、成長可能性の高い銘柄を選択できる。もし、国内機関投資家が、ホームバイアス要因から自由に銘柄選択を進めているとすれば、スマートインベスターとしての側面が強いということになる。しかし、国内銀行・保険会社は、既述の通り銘柄選択にあたって取引関係（負債契約、保険契約、系列関係）に制約されているとすれば、いぜん灰色投資家の側面が強いということになる。いずれの側面が強いのかを分析する必要がある。

5.3.2 分析モデル

各保有主体（海外機関投資家、国内機関投資家、銀行・保険会社）の持分比率の決定要因を分析する。分析対象企業は、三市場1部上場の非金融事業法人のうち3月末決算の企業群とし、分析期間は1990年度（1991年3月期）～2008年度（2009年3月期）の19期間である。企業の収益、財務データ、および株価関連データはQuick Astra Managerを利用した。

推計モデルとしては、Gompers and Metrick（2001）、Ferreira and Matos（2008）、宮島・新田（2011）を参考にして、以下のモデルを採用した。

$$SH_{jit} = F (INSB_{it}, QS_{it}, GOV_{it}, HB_{it}, GOV_{it}, CONT_{it}, YEAR) \quad (1)$$

被説明変数の SH_{jit} は各保有主体jの企業iの株式保有比率であり、浮動株割合で除して調整した⁹¹。説明変数のうち $INSB_{it}$ は、機関投資家の基本的な選好（機関投資家バイアス）を示す変数であり、機関投資家が規模と流動性の高い企業を好む傾向があるかをテストする⁹²。それぞれの代理変数として時価総額対数値と株式売買回転率を用いる。いずれの変数の係数も機関投資家の保有割合に対しては正の符号が期待される。また、先行研究にならって純資産株価倍率を導入した。割安株に選好を持てば（バリュー株を好む場合）、正の符号が予想される。

QS_{it} は、各主体が受託者責任をどの程度意識しているかを示す変数である。Del Guercio（1996）によれば、受託者責任動機（fiduciary motives as prudence）の強い機関は、収益性、

⁹¹ Gompers and Metrick（2001）、Ferreira and Matos（2008）、宮島・新田（2011）は、すべて機関投資家の株式保有比率をそのまま被説明変数に用いて、説明変数に浮動株割合を入れて分析している。日本は特に持ち合いによる特定株の存在が大きく、機関投資家や銀行・保険会社持ち合いによる株式保有比率は浮動株割合にある程度の影響を受けるため、各保有主体の株式保有比率をそのまま用いるよりも、浮動株割合で調整した保有比率を用いて分析の方が適切である。なお、頑健性の確認のため、浮動株割合で調整しない保有比率でも分析は行ったが、分析結果に大きな違いはない。浮動株割合の内生性については青山学院大学の芹田敏夫氏に指摘いただいた。

⁹² Gompers and Metrick（2001）。この点は、著者らの国内外の機関投資家へのヒアリングでも確認された。

安定性、財務健全性などの点で質の高い企業（high quality stock）を選好する。本章では、この代理変数として株価のボラティリティ、配当利回り、ROA、投資機会（過去 2 年間の売上高成長率）、負債比率および ADR ダミー（米国で ADR を発行する銘柄）を導入した。機関投資家が、細心の注意を払って受託者責任を履行すれば、リスクが低く、確実な利益の得られる株式を選好することが予想される。ゆえに、株価ボラティリティ、負債比率は負、ROA、投資機会、配当利回り、ADR ダミーは正の符号が予想される。 HB_{it} はホームバイアス要因を捉える変数であり、具体的には、海外売上高比率を導入した。Kang and Stulz（1997）や Hiraki, Ito and Kuroki（2003）、宮島・新田（2011）が日本でもホームバイアスが存在することを報告しており、海外売上高比率は正符号が予測される。さらに、既述の通り、海外機関投資家へのヒアリングによると MSCI Japan インデックスは投資対象のユニバースを確定する上で、非常に重要な指標となっており、その影響力は大きいことが予測される。そこで、この MSCI Japan インデックスに組み入れられている銘柄に 1 を与えるダミー変数を導入した⁹³。

GOV_{it} は、企業統治・ガバナンスを表す変数であり、ここでは、外部から観察可能な指標を導入した。具体的には、役員数、銀行・親会社以外の社外取締役比率を導入した⁹⁴。内外機関投資家が、「小さな」取締役会への選好があれば、取締役人数の係数は負の符号が予想される。独立色の高い社外取締役への選好が強ければ、銀行、親会社以外からの社外取締役比率については正の符号が予測される。さらに、親会社による少数株主の収奪の可能性が銘柄選択に影響をしているか否かをテストするために、保有割合 33% 基準で親会社ダミーを導入した。また、国内機関投資家の銘柄選択が、系列関係の影響をうけているかをテストするために六大企業集団ダミーを導入した。以上の変数の記述統計量は表 5-4 に要約されている。

さらに推計モデルには、これまでの研究に倣って、コントロール変数 $CONT_{it}$ として株価トレンドなどを導入した。また、産業特有の影響をコントロールするために、東証 33 業種分類に基づく産業ダミーが導入されている。

推計は、各投資主体の持分比率を被説明変数としたプール推計と、Fama and MacBeth（1973）の手法による。後者は、各年のクロスセクションの回帰分析を実行し、係数の時系列平均を取る手法である。このメリットは、推計期間の銘柄選択要因の時系列変化を捉えられると同時に、クロスセクションでの相関の問題に対処できる点にある。

⁹³ 過去のわが国を対象とした海外機関投資家によるホームバイアスの分析では MSCI Japan インデックス銘柄が含まれたことは、筆者らの知る限り存在しない。

⁹⁴ 上で受託者責任に含めた ADR ダミーは、外部から観察可能な企業統治・ガバナンス変数と捉えることも可能である。

表 5-4 : 【記述統計】

	1990-2008年度			1990-1997年度			1998-2008年度		
	平均値	中央値	標準偏差	平均値	中央値	標準偏差	平均値	中央値	標準偏差
時価総額(百万円)	227,160	51,451	824,145	218,923	70,408	631,889	232,089	39,753	920,155
簿価時価割合	0.92	0.74	0.75	0.61	0.55	0.35	1.10	0.95	0.86
株式回転率	0.64	0.41	0.82	0.49	0.37	0.42	0.74	0.44	0.98
投資機会	0.03	0.02	0.10	0.03	0.03	0.09	0.03	0.01	0.11
配当利回り	0.04	0.01	0.25	0.02	0.01	0.08	0.04	0.00	0.30
ROA	4.22	3.63	4.63	3.56	3.26	3.52	4.62	3.93	5.14
株価ボラティリティ	0.11	0.10	0.05	0.11	0.11	0.04	0.11	0.10	0.05
有利子負債比率	0.26	0.24	0.19	0.30	0.29	0.19	0.24	0.21	0.19
現金同等物比率	0.15	0.12	0.10	0.17	0.14	0.10	0.14	0.11	0.10
株価トレンド	0.01	0.00	0.02	0.00	0.00	0.02	0.01	0.01	0.02
海外売上高比率	0.16	0.05	0.21	0.13	0.04	0.19	0.17	0.06	0.22
MSCI Japan銘柄ダミー	0.21	0.00	0.41	0.22	0.00	0.41	0.21	0.00	0.41
ADR上場ダミー	0.01	0.00	0.12	0.01	0.00	0.12	0.02	0.00	0.12
取締役人数	14.20	13.00	7.39	18.14	16.00	7.86	11.83	10.00	5.94
社外役員割合	0.13	0.08	0.17	0.11	0.07	0.14	0.15	0.09	0.18
六大企業集団ダミー	0.29	0.00	0.45	0.32	0.00	0.47	0.27	0.00	0.45
親会社ダミー	0.07	0.00	0.26	0.04	0.00	0.19	0.09	0.00	0.29

(注) 各説明変数の定義は以下のとおり。簿価時価比率＝純資産/株式時価総額、株式回転率は決算期の期初を終点とする過去3年の売買回転率(売買高/発行済株式数、年率換算値)、投資機会は直近2年間の売上高成長率、株価トレンドは直近1年間の対TOPIX相対株価リターン、配当利回りは一株当たり配当額/株価、ROAは総資産営業利益率、株価ボラティリティは決算期の期初を終点とする36ヶ月の株価ボラティリティ、MSCIダミーは各年度末時点でMSCI Japanインデックスに含まれる銘柄に1を与えるダミー変数、ADRダミーは米国でADR上場をしている銘柄に1を与えるダミー変数(米国基準での財務諸表)、有利子負債比率は(短期借入金+コマーシャル・ペーパー+長期借入金+社債・転換社債)/総資産、現金同等物比率は(現預金+短期保有の有価証券)/総資産、社外役員比率は取締役数に占める社外取締役のうち、銀行や支配企業(15%以上の株式保有)の出身ではない人数の割合(独立性の高い社外取締役割合)、親会社ダミーは分析対象企業の株式の33%以上を保有する実質的親会社が存在する場合に1を与えるダミー変数、六大企業集団ダミーは分析対象企業が六大企業集団に属している場合に1を与えるダミー変数。

5.3.3 分析結果

分析結果は表5-5パネル1、パネル2の通りである⁹⁵。パネル1では1990年度から2008年度の全期間を対象としたプール推計(年次ダミー)を行った。なお、機関投資家の銘柄選択行動が、株式所有構造が急激に変化する銀行危機前後に変化したか否かをテストするために、サンプル期間を1990-1997年度(以下前期)と1998-2008年度(以下後期)の2期に分割したのもでも分析を実施した。パネル2は、Fama and MacBethの手法による分析を実施し全期間の結果を集約している⁹⁶。分析結果はパネル1、2ともにほぼ整合的であり、以下、主にパネル1の分析結果についてその解釈を行う。

⁹⁵ 被説明変数を浮動株割合で調整しない海外機関投資家、国内機関投資家、銀行・保険会社それぞれの保有比率の数値を用いても、分析結果に大きな違いはなかった。

⁹⁶ 結果の報告は省略しているが、パネル2に関しても、パネル1同様前期と後期の期間別の分析を実施したが、結果はほぼ変わらない。19年度それぞれ、および期間別の分析結果はリクエストに応じて提供可能である。

まず、全期間についての分析結果から見ていく。機関投資家の行動を表す変数 *INSB* に関しては、内外機関投資家ともに、規模（時価総額）、流動性（株式回転率）の高い銘柄へ投資していることが確認できる。国内機関投資家については Gompers and Metrick（2001）、海外機関投資家については、Dahlquist and Robertsson（2001）と同様の結果である。また、国内系、海外系の両方の機関投資家ともに簿価時価比率の高い銘柄を選好しており、機関投資家は割安株に投資をするバリュー株投資のタイプが比較的多く、この点でも内外機関投資家の銘柄選択行動に差はない。*QS* の受託者責任を代理する変数に関しても、内外機関投資家ともに収益率（ROA）は正、有利子負債比率の係数は有意に負である。収益性、安定性、財務健全性などの点で質の高い企業（high quality stock）を選好する点で、Del Guercio（1996）が主張する受託者責任動機（fiduciary motives as prudence）に順じた投資スタイルを内外の機関投資家がとっていることを示唆する。もっとも、配当利回りの係数はマイナスで有意となっており、受託者責任動機の見方とは対立する結果である。しかし、投資機会と配当利回りにはトレードオフがあり、実際、Del Guercio（1996）、Dahlquist and Robertsson（2001）では配当利回りの係数は負であり、この変数自身が強力な受託者責任動機の強力な代理変数とは言えないのかもしれない。重要な点は、これら受託者責任動機の面では、国内外の機関投資家の銘柄選択行動は大きな差はないことである。

表 5-5：【各保有主体の保有比率の決定要因】（巻末）

他方、以上の *INSB*、*QS* に関する変数について、金融機関（銀行・保険会社）の銘柄選択基準は、内外の機関投資家のそれとは大きく異なる。まず、銀行・保険会社は、規模、流動性の低い銘柄を保有する傾向にある。また、投資機会および ROA の変数が共にマイナスとなっていることから成長性、収益性において劣る銘柄を保有していることになる。また、負債比率が高い株式の保有を維持している。さらに、簿価時価比率の低い銘柄に投資しており、投資先の収益性が高くないことを考慮するとやや割高な銘柄を保有している可能性が高い。これらは、収益最大化を目的とする機関投資家の投資スタイルとは大きく異なる。

次にホームバイアス要因 *HB* について見ると、海外機関投資家は海外売上比率が高く、宮島・新田（2011）などの先行研究と整合的である。その規模は大きく、2 標準偏差の海外売上比率の上昇（42%）は、3.5%程度の海外機関投資家の保有比率の上昇をともなう。また、海外投資家における ADR ダミーに関しては、全期間では有意ではないものの、MSCI ダミーは全期間を通じて有意にプラスである。この規模も大きく、企業が MSCI Japan インデックスに組み入れられている場合、海外機関投資家の保有比率は、他の事情を一定として平均して 4%高い。

他方、国内機関投資家の保有割合を被説明変数とする分析では MSCI ダミーや ADR ダミ

一の係数が有意に負であることは興味深い。これは、海外機関投資家と国内機関投資家が規模や回転率を重視する点で共通の投資特性を有する一方、国内機関投資家が MSCI 組み入れ銘柄や ADR 上場銘柄以外の銘柄に意図的に投資している可能性を示唆する。海外機関投資家に比べて、国内機関投資家の方が投資ユニバースが広い（時価総額の下限が低い、または、MSCI や ADR などの形式要件に縛られない）という推計結果は、国内機関投資家の方が情報獲得において海外機関投資家よりも優位にあるという理解と整合的である⁹⁷。

GOV の企業統治・ガバナンス要因については、海外機関投資家保有比率を被説明変数とする推計では、役員数の係数が有意に負、逆に社外取締役の係数は有意に正であり、海外機関投資家は銘柄選択にあたって、「小さな」取締役会、独立性の高い社外取締役に強い選考を持っている。他方、近年の実証研究は、海外機関投資家の保有比率が高いほど、取締役会の相対的規模が小さく、社外取締役の選任確率が高いという結果を示しているから⁹⁸、海外機関投資家が、取締役改革の一つの機動力となっていると見ることができよう。

しかし、国内機関投資家は取締役会の規模や独立取締役に選好を示さない。もともと、この結果は、必ずしも銘柄選択が取引関係に制約されたためと解釈することはできない。海外機関投資家は、非対称情報に直面し、観察容易な外形的基準に依存するのに対して、情報能力の高い国内機関投資家は、選択的に判断したかもしれないからである。なお、銀行・保険会社の保有割合の推計では、親会社ダミーと六大企業集団ダミーの係数が共に負で有意となっているが、これはバブル崩壊後の持ち合い解消の過程、あるいは、益出しのための株式売却のプロセスにおいて、銀行・保険会社が売却しやすい銘柄を優先してきたことの反映とみられる。また、銀行・保険会社に関する推計では、役員数の係数がプラスで有意、逆に社外取締役の係数は有意に負であり、銀行・生命保険会社は、役員規模の大きな企業、あるいは、社外取締役の割合が高い企業への投資をシステムティックに圧縮していることになる。

期間別の差

次に期間別の差を見ていく。前期と後期の比較から注目すべき点は、第 1 に、海外機関投資家のホームバイアスについては、規模や海外売上比率や MSCI ダミー変数などは有意性について前期と後期で差はないが、係数を見る限りむしろ後期の方がやや大きい。例えば、MSCI ダミーの効果は、90 年代 3.1%、2000 年代 4.6%である。一方、前期に有意に正であった ADR の係数が、後期には負に転じている。これは、2000 年代に入って海外機関投資家は ADR 銘柄のオーバーウェイトを解消したからであろう⁹⁹。

⁹⁷ 国内外の機関投資家へのヒアリングでも、海外機関投資家の方が投資基準における時価総額の下限が国内機関投資家のそれよりも高いという意見を得た。

⁹⁸ 齋藤 (2011)、宮島・小川 (2012) 参照。

⁹⁹ なお、前期で ADR ダミーで有意にプラスとなるのは Kang and Stulz (1997) の結果と整合的である。

第 2 に、国内機関投資家の銘柄選択では、期間別に大きな差はない。係数を見る限り、MSCI 組み入れ銘柄を回避する傾向、高い海外売上比率や、低い負債比率の企業を選好する傾向が係数を見る限りは後期で強まっている。注目されるのは、現金同等物比率の係数が前期はプラスだったものが後期にはマイナスになることだが、後期には必要以上の現金を保有しない企業を選好しているのかもしれない。また、六大企業集団ダミー変数の係数が、3 分の 1 程度に低下している。

同様に、銀行・保険会社が、規模の小さい企業、簿価時価比率の低い企業、売買回転率の低い企業を選好する傾向に前・後期を通じて大きな変化はない。特徴的な点は、海外売上高比率の係数が、前期の 0.019 に対して後期の係数はマイナス 0.024 となり、有利子負債比率の係数は、前期が非有意であるのに対して、後期は 0.065 である。後期には、機関投資家がよりグローバル的な銘柄や有利子負債比率の低い銘柄を指向する一方、銀行・保険会社はまったく逆に内需型銘柄、有利子負債の高い銘柄にオーバーウェイトしたことになる。

以上、各投資主体の銘柄選択基準の分析結果から次の 3 点が明らかである。第 1 に、国内系、海外系問わず、機関投資家は、単に規模、流動性のみでなく、収益性、安定性、財務健全性の点で質の高い企業 (high quality stock) の株式を選択する点は共通し、この点で両者に差はない。他方、銀行・保険会社は、規模、流動性に劣るばかりでなく、収益性、安定性、財務健全性の点で質の劣る企業の保有を維持する傾向にある。第 2 に、海外機関投資家のホームバイアスはいぜん強い。第 3 に、投資先のガバナンス志向に関しては、海外機関投資家は積極的、国内機関投資家はニュートラルである。

5.4 機関投資家と株式投資収益率

5.4.1 株式保有が株式収益率に与える影響

以上の投資バイアスをともなう機関投資家の保有比率の変化は、経営の規律付け効果を通じて日本企業の企業価値やパフォーマンスに影響を与えたのであろうか。次に、この点について、まず機関投資家の株式保有の変化と株式投資収益率の関係から接近する。

機関投資家が、成長可能性を持つ企業を識別する能力を持ち、成長可能性を失った場合売却するという Wall Street Rule に従って行動するとすれば、経営者はそれを読み込んで経営行動を選択する (事前のモニター)。さらに、機関投資家は、投資後は収益最大化のために、積極的に企業に対するモニタリング活動に関与することが想定される (事後のモニター)。例えば、Ferreira and Matos (2008) では機関投資家はモニタリングを通じて業績改善、および企業価値の上昇に寄与するとの仮説を検証した。同分析は、機関投資家を国内と海外、独立系と非独立系に分け、海外機関投資家および独立系機関投資家の持分が高い企業は、相対的にバリュエーションが高く、業績もよいことを明らかとした。同じく機関投資家の株式保有が企業に対してガバナンス効果を有するという研究として、Aggarwal et al. (2011) があり、機関投資家の持分が上昇するとガバナンス状況が改善され、株価評価にも

プラスの影響を与えることを報告している。また、日本に関する分析としては、光定・蜂谷（2009）が先駆的に 2000 年から 2006 年について株主構成と株式投資収益率の関係を検討し、市場志向的ガバナンスの働きやすい株主構成の企業（外国人株主比率が高くて、事業法人株主比率が低い企業）では有意な株式超過収益率が存在することを示した。ただし、光定・蜂谷（2009）の用いた外国人株主のデータには外国法人も含まれており、海外機関投資家のみが取り上げられているわけではない。また、ここでは、外国人株主比率で 4 分位に分けたポートフォリオに基づき分析しており、各個別銘柄ベースで分析しているわけではない。

5.4.2 機関投資家による株式保有と株式収益率の関係

このように、これまで日本企業について、機関投資家の保有の増加が株式投資収益率に実質的な影響を与えたのか否かについては、筆者らの知る限り十分システマティックな分析は行われていない。そこで、機関投資家による株式保有が企業の株式投資収益率にどのような影響を及ぼしているかを、Gompers and Metrick（2001）を参考にし、以下のモデルを用いて検証する。

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

ここで、 R_{it} は、投資収益率であり、企業 i の各年の配当込みの投資収益率と TOPIX に基づく配当込みの投資収益率の差をとった超過収益率である。説明変数の $CONT_{it}$ は、 R_{it} に影響を与える変数である。 SH_{it-1} は、各保有主体（海外機関投資家、国内機関投資家、銀行・保険会社）の期初（前期末）の保有比率の水準、 ΔSH_{it} は当期のその変化である。以下で注目するのはこの SH_{it-1} と ΔSH_{it} である。企業の投資収益率が、期初の機関投資家の保有比率 SH_{it-1} に正の感応するのであれば、機関投資家が、投資後収益最大化のために、積極的に企業に対してモニタリング活動したか、あるいは、経営者が機関投資家の株式保有の継続を促す経営戦略をとったことを示唆する。また、投資収益率が、期中の機関投資家の保有割合の変化率 ΔSH_{it} に正に感応するならば、機関投資家は、成長可能性の高い株式を選別し、投資したという意味で事前のモニタリング能力を示したものと見ることができる。以上の推論から、まず株式保有（水準と変化）が株式投資収益率を引き上げる効果があるか、あるとすれば、どの程度の規模かを推計する。

表 5-6 パネル A には、先の保有主体の保有割合の分析同様、Fama and Macbeth 手法により 1990 年度から 2008 年度の各年をサンプルとした (2) 式の推計結果が要約されている。同表では、各変数の推計係数の 19 年間の平均と t 値を報告している。

表 5-6 : 【超過株式収益率と機関投資家の保有比率の変化の関係】（巻末）

まず、期初の各主体の保有比率 SH_{it} の効果を見ると、どの保有主体の期初の保有比率の係数は観測期間を通しては有意にはならず、これら保有主体の事前のモニタリング効果ははっきりしない¹⁰⁰。

それに対して、 ΔSH_{it} は海外機関投資家、国内機関投資家ともに統計的に1%水準で有意であり、経済的にも実質的な効果をもった。表では省略しているが、海外機関投資家に関しては19年中18年において、国内機関投資家においては19年中14年において、株式投資収益率は、それぞれの保有割合の増減に有意に正に感応し、機関投資家の保有割合の増加（減少）した企業の株価は上昇（低下）する。この結果は米国の機関投資家に関する Gompers and Metrick (2001) の推計結果と同様である。他方、銀行・保険会社による保有の増加は、係数が有意ではないものの、マイナスの効果を与えている。分析結果からは銀行・保険会社による保有の増減は株式投資収益率に対して僅かに負、少なくとも正の効果は与えていないことが分かる。

以上によって、機関投資家の保有割合の変化が株式投資収益率に対して正の効果を持つことは確認できたが、この正の効果は、Gompers and Metrick (2001) も指摘するように、機関投資家が企業*i*の当期の株価の上昇を的確に予想した結果であるばかりでなく（スマートインベスター）、機関投資家の投資の増大が自ら需要ショックとなって株価の上昇をもたらしたために発生した可能性もある（需要ショック）。そこで、この需要ショックの可能性について検証するために、推計期間（1990-2008年度）を機関投資家への資金流入額の大小で二つの期間に区分する¹⁰¹。機関投資家の持分増加による株価へのプラスインパクトが機関投資家への資金流入が大きい期間のみに起こっている場合は、需要ショックの影響が大きいと考えられ、逆に、流入が小さい期間でも起こっている場合は、需要ショックよりもモニタリング効果やスマートインベスターの要因が大きい。機関投資家への資金流入量の計算は Gompers and Metrick (2001) にならい、以下の(3)式を利用して計算する。

$$\text{Inflows}_t = \frac{\sum_i (\text{size}_{i, t-1} * \Delta SH_{it})}{\sum_i \text{size}_{i, t-1}} \quad (3)$$

ここで、 $\text{Size}_{i, t-1}$ は各企業の前期末時点の時価総額であり、 ΔSH_{it} は各機関投資家の当期

¹⁰⁰ 光定・蜂谷(2009)は外国人持株比率の水準が株価にプラスの影響を与えているという結果を報告している。本分析結果との違いは上記の通り、外国の事業法人を株主に含むか含まないか（本分析は含んでいない）、あるいは、4分位ポートフォリオで検証しているが、個別銘柄で検証するかの違いに基づくと推測される。

¹⁰¹ 光定・蜂谷(2009)でも外国人株主の保有増加と株価の間の需要ショックの可能性を検証しているが、検証手法は、持分の増分のみならず水準も有意になるということから需要ショックのみではなくガバナンス要因も存在すると議論している。本分析ではパネル1で示したように水準は有意ではなかったため、資金フローの大小で分けて分析することで検証した。

の保有割合の変化率である。両者を掛け合わせたものの合計金額を、前期末のすべての企業の時価総額合計で除して調整したものをインフローの金額と定義する¹⁰²。 ΔSH_{it} として海外（国内）機関投資家の数値を用いる場合は、海外（国内）機関投資家への投資資金インフロー合計額が計算される。これによって海外機関投資家および国内機関投資家への投資資金インフローが大きい9期と小さい9期に分けて、あらためて（2）式を推計した結果が表6パネルBである。

これによれば、海外機関投資家の保有割合の変化が株式投資収益率に与える影響は、海外機関投資家への資金インフローの高い時期と低い時期の間で、大きな差はない。それに対して、国内機関投資家の保有割合の変化が株式投資収益率に与える影響は、国内機関投資家への資金インフローが高い時期には有意であるが、インフローが低い時期は有意ではない。したがって、国内機関投資家の保有割合の変化が株式投資収益率に与えるインパクトは需要ショックに基づく可能性が強い¹⁰³。他方、海外機関投資家に関しては需要ショックのみならず、スマートインベスターやモニタリングの解釈と整合的な分析結果である。

なお、日本においては、東証が発表する投資主体別売買状況のデータからも海外機関投資家と国内機関投資家への資金流入量を概算で推計することができる。前者については、投資主体別売買状況の海外投資家のカテゴリーで、後者については投信と信託銀行のカテゴリーがそれぞれある程度海外機関投資家と国内機関投資家とオーバーラップするので、それをもとに資金インフローの大きさを9期ずつに分けて、同様の分析を実施した¹⁰⁴。結果はほぼ同様であり、国内機関投資家の場合は需要ショックのみによる可能性が高く、海外機関投資家の場合はモニタリングに基づく、またはスマートインベスターである側面も確認できる。

以上要するに、期初の各投資主体と保有割合の水準と投資収益率の間には有意な関係を見出すことはできない。しかし、海外機関投資家および国内機関投資家の場合は、それらの保有割合の変化は株式投資収益率に対して統計的にも、経済的にも有意な正の影響を与える。そのインパクトは、1990年代後半以降は国内機関投資家、海外機関投資家との間でほぼ同程度と推計される。また、機関投資家の持分の変化が投資収益率に影響を与える要因としては、国内機関投資家の場合は自身の買いが株価の押し上げ要因になるという需要ショックの側面が強いと推測されるのに対して、海外機関投資家の場合は、投資収益率の高い企業を事前に探し出すことができるスマートインベスターやモニタリングの可能性が、需要ショックの可能性と並んで存在する。

¹⁰² マイナスの場合はアウトフロー。

¹⁰³ もっとも、この結果をもってして国内機関投資家には投資先に対するモニタリング効果がない、あるいは、スマートインベスターではないと結論付けることはできない。あくまでも需要ショックの影響度合いを測るのみである。

¹⁰⁴ この手法と先の（3）式の手法での資金インフローの期間の違いは、海外機関投資家では1990年度、1993年度、1994年度、2007年度の4期、国内機関投資家では1993年度、2007年度の2期で資金インフローの大小の分類が反対になっている。リクエストに応じて推計結果は提供可能。

最後に、機関投資家による保有割合の変化はどの程度株式投資収益率に影響を与えたのかに関する試算結果を示しておく。表 5-7 の 5-6 列のインパクトは、(2) 式を各年度について推計して得た海外機関投資家および国内機関投資家の保有割合の増分 ΔSH_{it} の回帰係数に、 ΔSH_{it} の各年の標準偏差を乗じることによって求めた。

これによると、海外機関投資家による 1σ の保有比率の上昇は、株式投資収益率 8.7% の上昇と、国内機関投資家によるそれは株式投資収益率 6.5% の上昇と対応している。特に、海外機関投資家の保有割合の増分は、19 年の推計期間中 18 年においてコンスタントに株価にプラスのインパクトを与えている。期間を分割すると、前期(1990-1997 年度)の平均が 6.3%、後期(1998-2008 年度)の平均が 10.4% と試算される。他方、国内機関投資家の保有比率の変化と投資収益率との関係は、期間別に見ると前期の平均の効果はわずかである(0.8%)。しかし、金融ビッグバンによって機関投資家の年金運用方針が変化した後期には各年度とも回帰係数は有意にプラスであり、平均の効果は 10.7% と試算される。国内機関投資家の保有の増大の効果は、海外機関投資家とほぼ同程度インパクトがあり、1990 年代末以降、内外の機関投資家の銘柄選択基準が接近するのと並行して、その株価に対する影響も概ね同一となったとみることができよう。

表 5-7:【内外機関投資家の保有比率の変化が株式投資収益率に与えるインパクト】(巻末)

5.5 機関投資家の株式保有によるモニタリング効果

5.5.1 企業価値への影響

前節では、内外の機関投資家の株式保有の増加が、株式投資収益率に与える影響の分析を通じて、事前のモニタリングの可能性を検討した。本節では、増加した機関投資家の株式保有が事後的なモニターとしての機能を持つか否かを検討する。株式保有の増加が機関投資家バイアスやホームバイアスに基づくとしても、Ferreira and Matos (2008) も指摘するように、保有を増加させた機関投資家が発言(voice)や退出(exit)を通じて投資先企業に対して適切なモニタリングを行えば企業価値にプラスの影響を与えるはずである。推計モデルとしては、以下の企業価値を、それを規定するファンダメンタルな要因と所有構造に回帰する標準的なモデルを用いる。

$$Q_{it} = F(SH_{ijt}, Q_{ij}, X_{it}, YEAR) \quad (4)$$

ここで、被説明変数 Q_{it} は、企業価値を示すトービンの Q である。 Q の計算方法としては先行研究同様、総資産の簿価に時価総額を加え、株主資本の簿価を差し引いたものを総資産で除したものとした。説明変数には、トービンの Q の産業中央値(業界中央値)、規模(総資産対数値)、負債比率、投資機会を導入した。これらの変数でコントロールした上で、各

投資主体 j の保有比率 SH_{jt} が企業価値に対して有意な効果を持つか否かがここでの焦点である¹⁰⁵。この分析では、議決権割合に基づく経営に対するモニタリング効果が重要であるため、 SH_{jt} に関して、これまでの分析のように浮動株割合で調整したものは使用せず、現数値を利用している。(4) 式には、さらに各年のマクロ環境の変動に対応するために年次ダミーを加えている。サンプルは、これまでと同じく、東証1部上場非金融事業法人であり、分析期間は1990-2008年度の19年である。また、2・3節で確認したように、日本企業の株式所有構造は1997年の銀行危機以降に大きく変貌し、各保有主体の投資行動に変化があった。そこで、全期間を対象とした推計に加えて、1990-97年度の前期と、1998-2008年度の後期のサブグループに区分した推計を実施した。

ところで、3節で見た通り、海外機関投資家の投資行動には強いバイアスがあった。特に注目されるのは、MSCI Japan インデックスへの組み入れ銘柄か否かが、銘柄選択のユニバースを決定するにあたって、重要な決定要因になっていたことである。ここから当然の疑問として、海外機関投資家もっぱら投資対象とする MSCI Japan インデックス銘柄の中でも、その保有比率の上昇は十分な経営の規律付け効果をもつのか、逆に、MSCI 非組み入れ銘柄でも、機関投資家の保有比率が上昇すれば、規律付け効果があるのか、という問題が生ずる。そこで、MSCI Japan インデックスに組み入れられているか否かでもサンプルを2分して分析を実施した。

推計は Ferreira and Matos (2008) と同様にトービンの Q の計測エラーに対応するために Median Regression で行い、結果は表 5-8 に要約されている¹⁰⁶。

表 5-8 : 【機関投資家の保有割合と企業価値の関係】 (巻末)

同表によれば、海外機関投資家、国内機関投資家共にそれらの保有比率は企業価値に対してプラスの影響を与えている。この点は、全期間について、また、前期後期に分割しても概ね確認でき、海外機関投資家、国内機関投資家ともにモニタリングを通じて企業価値の向上に寄与している。興味深いのは、前・後期で分けたサブグループで見た場合、すべての保有主体の持分比率を説明変数に入れた回帰式において、前期は国内機関投資家の係数がマイナスで有意であったのに対して、後期ではそれが逆転してプラスに有意になっていることである。この結果は、国内機関投資家が受託者責任を徹底し始めた 1990 年代後半からは、海外機関投資家と同様にモニタリングを通じた企業価値の向上に貢献し始めたこ

¹⁰⁵ 我が国上場企業に関して、これまで海外機関投資家のパフォーマンス効果を分析したものは多いが(岩壺・外木 [2007]、宮島・新田 [2011])、国内機関投資家、銀行・生命保険の保有比率の効果の分析をした研究は、著者らの知る限り存在しない。

¹⁰⁶ 他にもパネルデータでの固定効果モデル、Q の対数値および $1/Q$ を被説明変数とする最小二乗法による推計も行い、分析結果に変わりはないことを確認している。また、説明変数に Q の産業中央値が導入されているが、被説明変数を、直接、産業の中央値との差をとった値に代えても結果に基本的な変化はない。

とを示唆する。

また、海外機関投資家の保有割合について、MSCI 銘柄群と非 MSCI 銘柄群で効果に違いがあるかをテストした。表 5-8 のパネル 3 によれば、いずれのグループでも海外機関投資家の保有比率の係数は有意に正である。海外機関投資家の選好が強い MSCI 銘柄の中でも、海外機関投資家の保有比率が高ければ高いほど、その企業価値も高い。例えば、海外機関投資家の保有比率の 1 標準偏差 (11.1%) の上昇は Q を 0.069 引き上げ、Q のサンプル平均の 5.1%にあたり、その効果は実質的と評価できよう。

他方、非 MSCI 銘柄でも、海外機関投資家の保有比率の上昇した企業の企業価値は高い。非 MSCI 銘柄への海外機関投資家、国内機関投資家の保有比率の中央値は、それぞれ 3.3%、4.5%と、MSCI 構成銘柄の 14.4%、8.1%に比べて著しく低いが、こうした企業で、機関投資家の保有比率が上昇すれば(例えば、1 標準偏差 7.5%)、事後的なモニタリング効果(0.0278 のトービンの Q の引き上げ効果)を持つことが確認される。要するに、以上の結果は、MSCI に組み入れられているか否かにかかわらず、海外機関投資家の保有が投資先に対しては経営の規律付けに貢献している。

以上に対して、銀行・保険会社の株式保有の影響は全期間で見ると概ねマイナスである。前・後期で分けたサブグループでは、前期はプラスで有意だったものが、後期の係数はマイナスで有意である。上で見た銀行・保険会社の銘柄選択は、後期は成長機会に乏しい企業、内需型企業、そして有利子負債の高い企業に投資をしていたことが分かっているが、それら企業の企業価値に対して銀行・保険会社による株式保有は企業価値にネガティブな影響を与えている。銀行・保険会社による株式保有は十分なモニタリング効果を持たないと評価できよう。

なお、以上の分析結果は説明変数に 1 期ラグを設けて実施しても概ね同じ傾向であった。

同時推定

これらの、機関投資家による株式保有割合と企業価値に関する関係を分析する場合、最大の問題は、企業価値と、所有構造が同時に決定されている可能性があり、そのため因果関係は必ずしも一方向ではないことである。上の分析モデルでは、内外の機関投資家が企業価値の高い企業に投資する傾向を完全にはコントロールできていない。そこで、Ferreira and Matos (2008) に倣って、以下の三段階最小二乗法を利用し同時方程式を推計する。

$$Q_{it} = F(SH_{ijt}, Q_{ij}, CONT_{it}, Year) \quad (4-1)$$

$$SH_{ijt} = F(Q_{it}, CONT_{it}) \quad (4-2)$$

(4-2) 式の被説明変数 SH_{ijt} は、各保有主体 j の企業 i の株式保有比率。他方、説明変数にはトービンの Q と、トービンの Q から独立で、 SH_{ijt} に影響を与える (1) 式と同じ変数が選

扱われている。推計結果を整理した表 5-9 によれば、海外機関投資家の持分の高い企業ほど、また、国内機関投資家の持分が高い企業ほど、逆の因果関係を考慮しても、トービンの Q が高いという関係が確認できる。他方、銀行・保険会社による保有分の係数は、マイナスに有意である。以上の結果は分析期間を前・後期で分けた場合、MSCI 銘柄群と非 MSCI 銘柄群で分けた場合も同じであり、先のパネルデータでの分析結果と同様である。海外および国内機関投資家の株式保有はモニタリング効果を持つ反面、銀行・保険会社の高い株式保有はマイナスの効果を持つことが確認できる¹⁰⁷。

表 5-9 : 【三段階最小二乗法による機関投資家の保有割合と企業価値の関係】 (巻末)

5.5.2 業績および将来投資への影響

次に各保有主体の保有比率と業績 ROA の関係を検討する。それによって、先の内外の機関投資家の保有による企業価値の向上が、業績の向上を通じてもたらされたものかどうかを確認することになる¹⁰⁸。また、Ferreira and Matos (2008) に倣って、各保有主体の保有比率の設備投資支出 (Capex) への影響も分析した。Ferreira and Matos (2008) では、機関投資家がモニタリングを通じて企業の過剰投資を抑制する効果があることを報告しているが、そうした関係が日本のデータでも当てはまるかが焦点である。

先の (4) 式におけるトービンの Q の代わりに営業利益ベースの ROA を用いて分析した結果が表 5-10 パネル 1 である¹⁰⁹。結果は先のトービンの Q とほぼ同じである。

海外機関投資家の保有比率の係数は、全期間、前・後期のいずれの期間でも、また、MSCI 銘柄群、非 MSCI 銘柄群を問わず 1%水準で有意に正である。国内機関投資家の係数は、そのみを単独に回帰式に加えた場合はすべてにおいてプラスの有意な結果となっている。また、海外機関投資家、銀行・保険会社の持分比率を同時に導入したモデルでは、国内機関投資家の係数は、前期ではマイナスを示しているものの、後期には有意にプラスに転じている。前節 V-2 でも検討した通り、2000 年代に入ってから受託者責任を意識する国内機関投資家が投資先企業に対するモニタリングを徐々に強め、これが業績向上に貢献したと理解することができる。

他方、銀行・保険会社の保有割合の係数は、トービンの Q による分析結果同様、概ねマ

¹⁰⁷ Ferreira and Matos (2008) が指摘するように、MSCI Japan インデックスに組み入れられることで海外機関投資家の保有比率は高くなるかもしれないが、企業価値およびトービンの Q への影響は理論的にはゼロである。

¹⁰⁸ 海外機関投資家の保有割合が業績 (ROA) に与える影響については宮島・新田 (2011) でも分析しているが、本分析では国内機関投資家、国内金融機関をも含めて分析した。また、機関投資家によるモニタリングを通じた企業業績への影響は 1 期間のみではなく、将来にわたってもたらされる可能性がある。その意味では機関投資家の保有比率のインパクトを検証するには、単年の ROA のみで検証するのではなく、将来キャッシュフローがすべて反映される企業価値 (トービンの Q) の分析とセットで実施することで全体的な理解が可能となる。

¹⁰⁹ なお、同様の分析を被説明変数に売上高営業利益率を用いて行った場合も結果に違いはなかった。

イナスに有意な結果となっている。銀行・保険会社による株式保有は、モニタリング効果は持たず、業績向上には繋がらないという結果が改めて確認できる。¹¹⁰

表 5-10：【機関投資家の保有割合と業績の関係】（巻末）

他方、資本支出（Capex）を被説明変数とする推計結果を見ると（パネル B）、海外機関投資家も国内機関投資家の係数はいずれも正であり、概ね投資を促進する方向に働いている。この結果は、Ferreira and Matos（2008）とはまったく逆であり、日本企業では、機関投資家は事業再組織化を促進すること（資産を圧縮すること）によって、パフォーマンス（ROA）を引き上げているわけではない¹¹¹。むしろ、海外機関投資家、国内機関投資家ともに、企業に将来投資を促し、それが企業価値の上昇につながっている。他方、銀行・保険会社の持分比率は、Capex に対しては負に有意である。銀行・保険会社保有比率が高い企業ほど、投資を抑制（資産を圧縮）する傾向にあるが、ROA が銀行・保険会社の持分比率に負に感応していることを考慮すれば、この抑制（資産圧縮）は業績の向上につながっていないことになる。

以上、要するに、保有比率の増加が機関投資家バイアスやホームバイアスに基づくとしても、いったん内外の機関投資家の保有比率が上昇すれば、退出や発言のメカニズムを通じて、経営を規律付けているとみることができる¹¹²。他方、銀行・保険会社の保有の効果は、機関投資家の分析結果とは反対に、1990 年以降、一貫して株価や企業価値、そして業績に対してマイナスの影響を及ぼしていた。銀行・保険会社は、その銘柄選択が投資収益の最大化を必ずしも目的としていないことと照応して、投資先の経営に対するモニタリング効果を発揮していない。

5.6 結論と展望

1990 年代から 2000 年代には、内外の機関投資家の株式保有が急速に増加した。本章の課題は、この変化が日本の企業統治に及ぼす影響を解明する点にあった。一連の分析から明らかになった点は、以下の通りである。

¹¹⁰ トービンの Q と同様に、ROA に関しても内生性を考慮する必要がある。そこで、宮島・新田（2011）同様に、パネルデータにおける固定効果の二段階推定（Within-2sls）を実施し、分析結果を確認したが、結果は先の分析と同様である。同時性を考慮しても、海外および国内機関投資家による株式保有は ROA に対してプラスの効果がある一方、銀行・保険会社による株式保有ではマイナスの影響があると判断できる。

¹¹¹ 他方、銀行・保険会社の保有の効果は、機関投資家の分析結果とは反対に、株価や企業価値、そして業績に対してはシステムティックにマイナスの影響を及ぼしていた。

¹¹² 宮島・新田（2011）でも、海外機関投資家については、その持分あるいは持分の増分と ROA あるいは ROA の変化幅に正の関係があることは報告されており、本分析の結果は整合的である。本研究では、宮島・新田（2011）では分析されていなかった国内機関投資家と銀行・保険会社の保有分についても分析を行った。

- 内外機関投資家の銘柄選択は、単に規模、流動性のみでなく、収益性、安定性、財務健全性の点で質の高い株式（high quality stock）を選択する強い傾向があり、この点で両者の間に差はない。しばしば国内機関投資家に関して、銘柄選択が取引関係・系列関係に制約されるという灰色の側面が指摘されるが、2000年以降そうした特徴づけはもはや妥当しない。他方、銀行・保険会社（金融機関）の投資行動は、内外の機関投資家と対照的に、流動性が低く、上記の意味で質の低い企業への投資を継続している。少なくとも2000年代まで、日本の銀行・保険会社の株式の保有動機はいぜん投資収益の最大化ではなく、取引関係の維持にあった。
- 海外機関投資家が、海外売上比率の高く、MSCI Japan インデックスに組み入れられた認知度、知名度の高い銘柄を選好する強い一貫したバイアスがあった。それに対して、国内機関投資家は比較的規模の小さな企業も投資ユニバースに含めており、内外の機関投資家の間には国内株に対して緩やかな棲み分けが確認できる。
- 海外機関投資家には、2000年代初頭までは取締役会規模、2000年以降は社外取締役会の導入に対する選好が確認される。この結果は、海外機関投資家の保有の増加が、日本企業における執行役員制や、社外取締役の導入などの内部統治構造改革を促すドライバーとなったという見方と整合的である。
- 1990年から2008年に、内外の機関投資家の投資行動が株式投資収益率に与えた影響は、実質的であった。海外機関投資家の保有比率の変化は、株式投資収益率に一貫して有意な影響を与え、同様に、国内機関投資家の保有比率の変化も、規制緩和が進展した90年代末以降は実質的なインパクトがあった。
- もっとも、この投資収益率の変化の保有比率の変化に対する正の感応は、内外の機関投資家が成長可能性の高い銘柄を発掘する能力をもつため（スマートインベスター）に発生するだけでなく、自らの保有比率の上昇が需要ショックとなって株価上昇をもたらす可能性もある。この点のテストによると、海外機関投資家はスマートインベスターである可能性があるのに対して、国内機関投資家の保有の上昇は、もっぱら需要ショックとして作用した。
- 最大の論点である、急速に変化した株式所有構造が、企業業績の向上に寄与しているかという点に関しては、業績の高い企業を機関投資家が選好するという逆の因果関係を慎重に考慮しても、トービンのQで測った企業価値も財務的な企業業績（ROA）も、海外機関投資家、国内機関投資家の保有比率の水準に対して正の関係にあった。この効果は、海外機関投資家が採用するベンチマークであるMSCI Japan インデックス採用銘柄、および、非MSCI銘柄のいずれについても確認でき、時期的には、特に国内機関投資家に関しては2000年代により明確に確認できる。内外の機関投資家の保有は、その増加がバイアスをとまなう投資行動の結果であったとしても、いったん増加すれば退出と発言の圧力を介して、ガバナンス効果を果たしている可能性が高い。

- それに対して、銀行・保険会社の保有比率はいずれのパフォーマンス指標に対しても有意に負の影響を与え、この結果は、2000年代に入ってより顕著であった。不良債権問題を克服した銀行・生命保険会社が株式保有を通じて経営の規律付けを開始したという見方は支持されず、その機能は、いぜん経営者の株式市場の圧力から遮断するというエントレンチメントに求められる。
- 投資行動に大きなバイアスがあり、その結果、投資対象が時価総額の大きく、海外売上比率の高い企業に偏る傾向があるとしても、少なくとも日本のリーディング企業に関しては、内外機関投資家株式は日本の企業における新たな経営の規律付けのメカニズムとして定着しつつあるというのが、本章の結論である。

残された課題として、次の2点が指摘できる。第1に、本章では、高い機関投資家保有比率は、退出と発言の圧力を通じて業績や企業価値の向上に寄与する可能性があることを強調した。このうち退出のメカニズムに関しては、株価が、海外機関投資家のみならず国内機関投資家の売却に対してシステムティックにマイナスに感応することから、その圧力が実質的に作用している点を確認できた。株価下落を回避するために、経営者は新たに台頭してきた機関投資家の意向を深刻に考慮し始め、それが企業価値、業績向上に結び付いたと理解できる。ただし、この点についてはあくまでもそういう事実をデータ分析を通じて認めたというにとどまっており、今後さらなる分析が必要である。具体的には、機関投資家の発言によるガバナンス効果の程度や、そのメカニズムはまだ十分には解明されていない。①投資先企業との対話や関与を通じて直接的に企業になんらか働きかけた結果なのか（エンゲージメント）、それとも、②株主総会にける議決権行使が影響を与えたのか、あるいは、③経営権市場の作用に影響を与えたのか、また、④役員会構成の変化などを通じて間接的に働きかけた結果なのか、そのルートの特定は今後の課題となる。

第2に機関投資家のコミットメントの程度を考慮に入れる必要がある。コミットメントの程度に関しては、機関投資家の株式保有の規模、期間が注目されるべきである（Mayer [2013]）。海外機関投資家の集計された保有比率は高いとしても、それぞれの主体の保有比率が低いため、事後的なモニタリングに対するインセンティブや能力に限界がある可能性もある。実際に、2節の通り、海外機関投資家の保有比率は大規模群の第5V分位では3割に達しているが、Franks et al. (2014) の報告によれば、最大100社の10大株主に占める海外機関投資家の保有比率は、80年2.8%、90年1.8%、00年3.0%、09年3.1%とほとんど変わっていない¹¹³。また、機関投資家の保有期間の影響も今後考慮されるべきである。機関投資家は、アクティブファンド、パッシブファンド、さらにヘッジファンドなど保有期間の異なる主体からなり、それぞれのガバナンスに対する効果は異なる可能性がある。この

¹¹³ サンプルは、1937年から1955年に鉱工業総資産上位100社を占めた企業のうち、1980年以降も存続する企業。そのため成熟企業が多い。

点を明示的に分析することが今後の課題である。

表 5-5 : 【各保有主体の保有比率の決定要因】

パネル 1 プール推計 (OLS モデル)

	海外機関投資家			国内機関投資家			銀行・保険会社		
	全期間	前期	後期	全期間	前期	後期	全期間	前期	後期
	91/3-09/3	91/3-98/3	99/3-09/3	91/3-09/3	91/3-98/3	99/3-09/3	91/3-09/3	91/3-98/3	99/3-09/3
時価総額対数値	0.044	0.031	0.049	0.018	0.013	0.021	-0.014	-0.013	-0.011
BM(簿価時価比率)	0.019	0.019	0.034	0.018	0.021	0.021	-0.032	-0.066	-0.020
株式回転率	0.010	0.017	0.007	0.023	0.035	0.016	-0.029	-0.033	-0.026
投資機会	-0.004	0.000	-0.008	0.016	0.021	0.017	-0.032	-0.052	-0.025
株価トレンド	0.000	0.022	0.000	0.002	0.004	0.003	-0.001	-0.011	-0.001
配当利回り	-0.071	-0.065	-0.061	-0.039	-0.099	-0.020	0.001	0.051	-0.016
ROA	0.002	0.003	0.002	0.003	0.001	0.003	-0.001	-0.001	-0.001
株価ボラティリティ	-0.007	-0.043	0.005	-0.025	-0.059	-0.007	-0.006	-0.008	-0.007
MSCIダミー	0.039	0.031	0.047	-0.021	-0.015	-0.026	0.018	0.022	0.008
海外売上高比率	0.083	0.069	0.089	0.017	-0.001	0.026	-0.013	0.019	-0.024
ADRダミー	-0.007	0.025	-0.025	-0.047	-0.038	-0.048	0.029	0.027	0.025
有利子負債比率	-0.094	-0.070	-0.091	-0.053	-0.030	-0.068	0.037	-0.017	0.065
現金同等物比率	0.094	0.048	0.132	-0.008	0.015	-0.037	-0.040	-0.021	-0.043
役員数	-0.028	-0.034	-0.019	0.003	0.000	0.004	0.016	0.017	0.017
社外役員比率	0.015	0.005	0.018	-0.007	-0.032	-0.002	-0.041	-0.014	-0.046
親会社ダミー	0.005	0.017	0.004	0.026	0.036	0.021	-0.113	-0.185	-0.096
六大企業集団ダミー	-0.004	0.002	-0.007	0.010	0.016	0.005	-0.027	-0.030	-0.026
Adj. R2	0.606	0.494	0.628	0.328	0.313	0.368	0.276	0.160	0.248
N	19,455	7,483	11,972	19,456	7,483	11,973	19,456	7,483	11,973

パネル 2 : Fama and Macbeth 法

	海外機関投資家					国内機関投資家					銀行・保険会社				
	係数平均	正	有意	負	有意	係数平均	正	有意	負	有意	係数平均	正	有意	負	有意
時価総額対数値	0.041	19	(19)	0	(0)	0.016	19	(18)	0	(0)	-0.012	0	(0)	19	(8)
BM(簿価時価比率)	0.033	13	(10)	6	(0)	0.025	16	(12)	3	(1)	-0.037	2	(0)	17	(6)
投資機会	0.005	7	(0)	12	(1)	0.029	16	(4)	3	(0)	-0.041	5	(0)	14	(2)
株価トレンド	0.012	12	(5)	7	(2)	0.011	13	(6)	6	(2)	0.001	11	(0)	8	(1)
配当利回り	-0.048	0	(0)	19	(11)	-0.042	2	(0)	17	(10)	0.010	6	(0)	13	(0)
ROA	0.002	19	(13)	0	(0)	0.002	17	(12)	2	(0)	-0.001	3	(0)	16	(2)
株価ボラティリティ	-0.017	5	(0)	14	(6)	-0.032	5	(0)	14	(11)	-0.007	6	(0)	13	(0)
株式回転率	0.015	19	(14)	0	(0)	0.026	19	(17)	0	(0)	-0.031	0	(0)	19	(16)
MSCIダミー	0.035	18	(17)	1	(0)	-0.022	0	(0)	19	(16)	0.015	17	(0)	2	(0)
海外売上高比率	0.071	19	(16)	0	(0)	0.011	15	(2)	4	(0)	0.002	9	(0)	10	(0)
ADRダミー	-0.002	11	(1)	8	(4)	-0.042	0	(0)	19	(15)	0.025	19	(0)	0	(0)
有利子負債比率	-0.084	0	(0)	19	(19)	-0.047	0	(0)	19	(15)	0.035	13	(8)	6	(0)
現金同等物比率	0.094	19	(14)	0	(0)	-0.018	7	(0)	12	(4)	-0.023	7	(0)	12	(5)
役員数	-0.023	0	(0)	19	(12)	0.002	12	(1)	7	(0)	0.016	17	(4)	2	(0)
社外役員比率	0.010	13	(0)	6	(0)	-0.015	6	(1)	13	(7)	-0.028	2	(0)	17	(5)
親会社ダミー	0.010	11	(6)	8	(1)	0.029	19	(16)	0	(0)	-0.137	0	(0)	19	(19)
六大企業集団ダミー	-0.003	6	(2)	13	(2)	0.010	19	(10)	0	(0)	-0.029	0	(0)	19	(19)
Adj. R2	0.56					0.35					0.16				
N	1,035					1,035					1,035				

(注) 東証1部、大証1部、名証1部上場企業のうち3月期決算の企業(非金融法人)を対象とし、分析対象期間は1990年度から2008年度。各説明変数の定義は表5-4と同じ。その他、年次ダミーおよび東証33業種分類に基づく業種ダミーも含む。有意水準5%以下のモノは太字。Whiteの標準誤差についてはクロスセクションでの相関に対応するためにクラスタリング修正したものを用いた。なお、被説明変数は浮動株割合で調整しているが、浮動株割合で調整せずそのままの数値を用いて、説明変数に浮動株割合を投入した分析モデルでも分析結果に大きな変化は見られない。

表 5-6 : 【超過株式収益率と機関投資家の保有比率の変化の関係】

	パネルA		パネルB							
	平均係数	t値	海外機関投資家へのマネーインフロー				国内機関投資家へのマネーインフロー			
			高い期間		低い期間		高い期間		低い期間	
	平均係数	t値	平均係数	t値	平均係数	t値	平均係数	t値	平均係数	t値
時価総額対数値	0.041	4.973	0.044	2.804	0.036	4.307	0.048	4.373	0.033	2.398
BM(簿価時価比率)	-0.230	-4.961	-0.322	-4.057	-0.150	-3.407	-0.198	-3.383	-0.272	-3.407
投資機会	0.220	5.070	0.324	5.101	0.116	2.461	0.139	2.920	0.316	4.728
配当利回り	-0.081	-2.744	-0.116	-2.359	-0.044	-1.194	-0.101	-3.778	-0.075	-1.353
ROA	0.004	2.827	0.002	0.982	0.004	3.174	0.006	3.019	0.002	1.114
株価ボラティリティ	0.033	0.836	0.094	1.270	-0.018	-0.531	0.010	0.203	0.063	0.898
株式回転率	-0.040	-5.414	-0.039	-3.267	-0.040	-3.674	-0.044	-3.905	-0.037	-3.258
MSCIダミー	-0.068	-4.906	-0.091	-3.884	-0.050	-3.272	-0.071	-3.421	-0.070	-3.236
海外売上高比率	-0.028	-1.163	-0.058	-1.594	-0.013	-0.416	-0.010	-0.301	-0.048	-1.281
ADRダミー	-0.035	-2.123	-0.045	-1.836	-0.038	-1.863	-0.041	-1.646	-0.032	-1.308
有利子負債比率	-0.110	-3.085	-0.128	-1.808	-0.088	-3.002	-0.144	-2.833	-0.084	-1.514
現金同等物比率	-0.040	-1.026	-0.057	-0.715	-0.030	-1.300	0.004	0.110	-0.088	-1.212
役員数	-0.044	-4.243	-0.054	-2.842	-0.032	-2.908	-0.044	-4.558	-0.040	-2.006
社外役員比率	-0.042	-1.820	-0.063	-2.663	-0.025	-0.580	-0.040	-0.998	-0.058	-2.348
親会社社ダミー	-0.022	-1.387	-0.025	-0.885	-0.016	-0.864	-0.041	-2.927	-0.015	-0.569
六大企業集団ダミー	0.015	2.325	0.024	2.228	0.007	0.990	0.004	0.580	0.023	2.163
海外機関投資家保有割合(t-1)	-0.116	-1.108	0.045	0.232	-0.309	-4.089	-0.313	-3.664	0.061	0.322
海外機関投資家保有割合の増分	2.373	9.244	2.488	5.601	2.354	7.308	2.237	7.531	2.307	5.495
国内機関投資家保有割合(t-1)	-0.158	-0.935	-0.280	-0.870	-0.051	-0.299	-0.028	-0.148	-0.309	-1.002
国内機関投資家保有割合の増分	2.235	3.806	2.070	1.732	2.557	6.263	3.284	4.744	1.239	1.310
金融機関持分(t-1)	0.049	1.229	0.061	0.747	0.037	1.278	0.007	0.153	0.093	1.330
金融機関持分増分	-0.119	-1.006	0.114	0.715	-0.326	-1.921	-0.096	-0.578	-0.063	-0.352
浮動株割合	0.059	1.842	0.104	1.698	0.025	0.998	0.022	0.812	0.102	1.661

(注) 各保有主体の保有割合の変化分は、前期末から当期末にかけての各保有主体の保有割合の変化分を意味し、それ以外の各説明変数の定義、分析対象企業、分析対象期間は表 5-4、5-5 と同じ。分析結果は、Fama-Macbeth 手法により 1990 年度～2008 年度の 19 年度についての回帰分析結果 (OLS) を要約したものであり、係数平均は 19 期間の回帰係数の平均値、5%有意水準のものは太字、また、t 値は White 修正済みのもの。なお、本分析では各保有主体 (海外機関投資家、国内機関投資家、銀行・保険会社) の持分の変化が株価に与える影響を直接見たいため、各保有主体の持分に関する説明変数は浮動株割合で調整せず、浮動株割合を説明変数に加えている。また、海外機関投資家および国内機関投資家へのマネーインフローの大小 9 年度ずつによるサブグループに分けての分析 (パネル B) は、マネーインフローの金額は式 (3) にて計算。

表 5-7：【内外機関投資家の保有比率の変化が株式投資収益率に与えるインパクト】

	海外機関投資家保有割合の変化分の係数	国内機関投資家保有割合の変化分の係数	海外機関投資家保有割合の変化分の標準偏差	国内機関投資家保有割合の増分の標準偏差	海外機関投資家のインパクト (1σ*係数)	国内機関投資家のインパクト (1σ*係数)	機関投資家計 (海外・国内機関投資家保有分) の1σ効果
1990年度	1.090 ***	0.527	2.55%	2.19%	2.78%	1.15%	3.93%
1991年度	3.072 ***	0.038	3.03%	2.10%	9.30%	0.08%	9.39%
1992年度	4.185 ***	1.754 ***	2.24%	1.82%	9.36%	3.19%	12.55%
1993年度	3.907 ***	0.852	2.54%	1.69%	9.93%	1.44%	11.38%
1994年度	2.049 ***	0.485	2.59%	1.49%	5.30%	0.72%	6.02%
1995年度	0.508	-4.638 ***	3.08%	1.67%	1.57%	-7.74%	-6.17%
1996年度	1.512 ***	0.821 ***	3.42%	1.65%	5.17%	1.36%	6.53%
1997年度	2.048 ***	3.001 ***	3.23%	2.04%	6.62%	6.12%	12.74%
1998年度	2.628 ***	2.227 ***	2.80%	1.87%	7.36%	4.16%	11.51%
1999年度	3.674 ***	7.958 ***	4.13%	2.72%	15.17%	21.63%	36.80%
2000年度	2.906 ***	3.860 ***	4.17%	2.86%	12.12%	11.02%	23.14%
2001年度	2.085 ***	3.688 ***	3.30%	3.05%	6.88%	11.24%	18.13%
2002年度	3.032 ***	4.240 ***	3.87%	3.17%	11.74%	13.43%	25.17%
2003年度	4.371 ***	5.660 ***	5.25%	3.23%	22.95%	18.26%	41.21%
2004年度	1.730 ***	2.463 ***	5.24%	3.22%	9.06%	7.93%	16.99%
2005年度	2.078 ***	3.494 ***	5.12%	3.27%	10.64%	11.42%	22.06%
2006年度	1.962 ***	2.275 ***	4.72%	3.26%	9.25%	7.41%	16.66%
2007年度	1.157 ***	1.749 ***	4.22%	2.97%	4.88%	5.20%	10.08%
2008年度	1.094 ***	2.011 ***	4.23%	3.03%	4.62%	6.09%	10.71%
期間平均	2.373	2.235	3.67%	2.49%	8.67%	6.53%	15.20%
1990-97年度	2.296	0.355	2.83%	1.83%	6.25%	0.79%	7.04%
1998-2008年度	2.429	3.602	4.42%	3.08%	10.73%	11.36%	21.13%

(注) 有意水準***1%、**5%。

表 5-8 : 【機関投資家の保有割合と企業価値の関係 (Median Regression)】

	Q																			
	パネル1				パネル2								パネル3							
	1990-2008年度				1990-1997年度				1998-2008年度				MSC銘柄				Non-MSC銘柄			
海外機関投資家比率	0.84	0.79	0.82	0.86	0.77	0.69	0.60	0.62	0.46	0.37	22.97	20.33	10.21	9.98	18.76	15.58	10.11	9.73	10.02	7.12
国内機関投資家比率	0.65	0.16	0.14	-0.18	0.77	0.34	0.28	-0.15	0.49	0.29	14.09	3.41	2.03	-2.38	13.85	5.69	2.52	-1.16	9.78	5.16
金融機関比率	-0.04	-0.03	0.07	0.07	-0.09	-0.06	0.03	0.09	-0.07	-0.07	-2.08	-1.28	2.33	2.24	-3.71	-2.55	0.54	1.53	-3.42	-3.26
総資産対数値	-0.02	0.00	0.01	-0.02	-0.04	-0.02	-0.03	0.00	0.02	0.03	0.00	-0.03	-0.01	-0.02	-0.03	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	-0.02
	-10.21	2.55	8.31	-10.73	-13.32	-9.04	-8.83	-13.39	-1.27	9.69	17.52	-2.29	-6.91	-3.89	-4.64	-6.78	-10.64	-10.86	-7.92	-12.07
有利子負債比率	0.18	0.12	0.09	0.19	0.05	0.00	-0.01	0.05	0.27	0.21	0.17	0.28	-0.05	-0.16	-0.16	-0.04	0.23	0.23	0.20	0.25
	19.59	13.22	9.95	20.37	3.34	-0.02	-0.72	3.18	22.73	18.27	15.66	22.90	-1.85	-6.44	-6.50	-1.52	22.01	22.49	20.00	22.81
投資機会	0.38	0.36	0.38	0.37	0.42	0.43	0.42	0.42	0.38	0.34	0.37	0.36	0.62	0.62	0.62	0.62	0.36	0.36	0.38	0.36
	16.58	13.03	15.59	15.94	10.93	9.02	9.17	11.81	11.88	10.24	12.14	11.61	8.70	8.42	8.37	8.75	12.37	13.49	14.65	11.59
業界Q中央値	0.80	0.88	0.90	0.80	0.82	0.91	0.90	0.82	0.72	0.79	0.82	0.72	0.83	0.89	0.89	0.83	0.75	0.76	0.78	0.75
	36.93	41.45	45.50	37.18	25.92	28.75	28.78	26.11	28.06	29.12	29.59	27.88	18.02	19.95	20.02	17.68	34.09	32.15	33.25	34.73
Adj. R2	0.24	0.23	0.22	0.24	0.21	0.20	0.20	0.22	0.18	0.17	0.16	0.18	0.18	0.17	0.17	0.18	0.27	0.26	0.26	0.27
N	19,664	19,665	19,665	19,664	7,523	7,523	7,523	7,523	12,141	12,142	12,142	12,141	4,410	4,410	4,410	4,410	15,254	15,255	15,255	15,254
業種ダミー	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
年ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes

(注) 被説明変数をトービンの Q とする Median Regression の推計結果。上段が係数で有意水準 5%以下のものは太字、下段は t 値。各説明変数の定義は表 5-5、表 5-6 と同じ。

表 5-9 : 【三段階最小二乗法による機関投資家の保有割合と企業価値の関係】

	パネル1(全期間)					
	1990-2008年度					
	海外機関投資家		国内機関投資家		銀行・保険会社	
保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	
海外機関投資家比率	0.61					
	10.92					
国内機関投資家比率			1.59			
			14.94			
銀行・保険会社比率					-1.00	
					-15.65	
Log(Q)	-0.03		-0.01		0.02	
	-4.04		-2.22		1.78	
時価総額対数値	0.03	0.04	0.01	0.04	-0.01	0.06
	31.76	15.28	20.93	20.27	-9.25	47.45
投資機会	0.03	0.36	0.03	0.32	-0.02	0.33
	5.62	21.32	8.34	18.34	-3.72	18.49
株価トレンド	0.01		0.01		-0.01	
	3.12		8.68		-5.87	
配当利回り	-0.06		-0.03		0.01	
	-10.28		-9.90		2.01	
株価ボラティリティ	0.01		-0.01		-0.03	
	4.08		-8.54		-15.57	
株式回転率	0.01		0.02		0.00	
	6.54		35.31		-2.89	
海外売上高比率	0.05		0.01		0.03	
	21.89		9.71		10.40	
ADR	0.01		-0.03		0.02	
	2.83		-11.83		4.64	
有利子負債比率	-0.07	0.15	-0.04	0.18	0.02	0.15
	-24.50	16.02	-24.89	17.69	6.44	15.44
現金同等物比率	0.08	0.30	0.00	0.35	-0.03	0.35
	16.21	15.69	-1.42	19.34	-4.73	19.29
役員数	-0.03		-0.01		0.02	
	-14.29		-6.89		7.90	
社外役員比率	0.03		0.00		-0.06	
	9.21		1.25		-17.12	
親会社ダミー	0.00		0.00		-0.08	
	-2.05		-1.20		-33.60	
六大企業集団ダミー	0.00		0.00		-0.02	
	0.54		2.53		-13.68	
業界Q中央値		0.75		0.74		0.73
		43.05		41.92		40.30
浮動株割合	0.12		0.03		-0.04	
	30.36		13.42		-7.85	
業種ダミー	no	no	no	no	no	no
年ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes
R2	0.607	0.434	0.359	0.407	0.232	0.391
N	19,605	19,605	19,606	19,606	19,606	19,606

パネル2(期間別)

	1990-1997年度						1998-2008年度					
	海外機関投資家		国内機関投資家		銀行・保険会社		海外機関投資家		国内機関投資家		銀行・保険会社	
	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)
海外機関投資家比率	0.80						0.29					
	7.16						4.65					
国内機関投資家比率			0.26						1.76			
			2.10						12.39			
銀行・保険会社比率					-0.15						-1.45	
					-1.87						-16.46	
Log(Q)	-0.07		-0.01		0.04		-0.01		-0.01		-0.02	
	-6.55		-1.39		1.96		-1.33		-1.22		-1.45	
時価総額対数値	0.02	0.00	0.01	0.02	-0.01	0.02	0.03	0.06	0.01	0.05	-0.01	0.07
	16.40	1.37	6.62	9.56	-2.74	12.79	22.01	20.40	16.72	18.94	-4.49	46.42
投資機会	0.05	0.32	0.01	0.35	-0.06	0.34	0.02	0.38	0.03	0.32	-0.01	0.32
	6.52	10.89	2.53	11.84	-4.35	11.58	3.50	18.49	7.40	14.75	-1.33	14.86
株価トレンド	0.03		0.01		0.00		0.00		0.01		-0.01	
	7.63		3.41		-0.22		1.24		6.84		-5.37	
配当利回り	-0.06		-0.06		0.04		-0.04		-0.02		0.00	
	-5.63		-8.47		2.35		-6.56		-5.29		-0.54	
株価ボラティリティ	-0.02		-0.03		-0.02		0.01		0.00		-0.03	
	-9.14		-20.53		-4.34		6.31		-0.02		-13.16	
株式回転率	0.01		0.02		0.00		0.00		0.01		0.00	
	14.90		41.17		-0.35		0.33		17.53		-3.23	
海外売上高比率	0.04		0.00		0.04		0.05		0.02		0.02	
	12.05		-0.37		6.39		18.08		10.77		8.10	
ADR	0.03		-0.01		0.01		0.00		-0.03		0.02	
	7.61		-4.52		1.10		-0.07		-10.05		3.91	
有利子負債比率	-0.06	-0.03	-0.02	-0.06	0.01	-0.07	-0.07	0.30	-0.05	0.35	0.04	0.33
	-18.25	-2.06	-9.81	-4.93	1.78	-5.45	-14.38	23.05	-18.47	25.10	8.52	24.40
現金同等物比率	0.05	0.06	0.01	0.11	-0.04	0.11	0.11	0.57	-0.02	0.60	-0.01	0.59
	8.60	2.37	1.83	4.94	-4.15	5.11	12.12	21.17	-2.76	23.78	-1.28	22.52
役員数	-0.03		0.00		0.00		-0.02		-0.01		0.01	
	-8.61		-0.66		-0.47		-7.18		-3.78		6.60	
社外役員比率	0.02		-0.01		-0.05		0.02		0.00		-0.05	
	4.95		-3.26		-6.56		6.63		1.74		-14.94	
親会社ダミー	0.00		0.00		-0.12		0.00		0.00		-0.07	
	-0.71		-0.54		-21.47		0.19		0.32		-27.01	
六大企業集団ダミー	0.00		0.01		-0.02		0.00		0.00		-0.01	
	-0.25		7.00		-10.62		0.33		-1.51		-9.45	
業界Q中央値		0.90		0.90		0.90		0.64		0.64		0.58
		30.47		30.35		30.35		30.04		29.40		25.57
浮動株割合	0.06		0.02		-0.04		0.16		0.04		-0.04	
	11.63		5.52		-4.29		28.24		13.12		-6.78	
業種ダミー	no	no	no	no	no	no	yes	no	yes	no	yes	no
年ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes						
R2	0.428	0.346	0.339	0.350	0.103	0.352	0.637	0.425	0.375	0.393	0.200	0.354
N	7,516	7,516	7,516	7,516	7,516	7,516	12,089	12,089	12,090	12,090	12,090	12,090

パネル3(MSCI銘柄別:全期間)

	MSCI銘柄(1990-2008年度)						Non-MSCI銘柄(1990-2008年度)					
	海外機関投資家		国内機関投資家		銀行・保険会社		海外機関投資家		国内機関投資家		銀行・保険会社	
	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)	保有%	Log(Q)
海外機関投資家比率	0.62 7.73						1.04 11.23					
国内機関投資家比率							1.06 8.26					
銀行・保険会社比率							-0.68 -5.76					
Log(Q)	-0.03	-0.01	0.08		-0.04	-0.01	0.00					
時価総額対数値	0.03	0.05	0.00	0.08	-0.02	0.06	0.03	0.03	0.02	0.04	-0.01	0.06
投資機会	0.02	0.45	0.02	0.38	-0.07	0.45	0.02	0.31	0.03	0.31	-0.02	0.30
株価トレンド	0.01		0.02		-0.01		0.01		0.00		-0.01	
配当利回り	-0.06	-0.04	0.03		-0.03	-0.02	-0.01	-0.02	-0.02	-0.01	-0.03	-0.03
株価ボラティリティ	0.00	-0.01	-0.04		-0.04	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.03	-0.03
株式回転率	0.03	0.03	-0.01		0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00
海外売上高比率	0.05	0.01	0.04		0.03	0.03	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02
ADR	-0.01	-0.01	0.02		0.04	-0.02	0.02	-0.02	-0.02	0.02	0.02	0.02
有利子負債比率	-0.15	-0.10	-0.05	-0.08	0.01	-0.19	-0.04	0.25	-0.04	0.24	0.03	0.24
現金同等物比率	0.12	0.40	-0.03	0.53	-0.09	0.48	0.07	0.18	0.00	0.26	-0.02	0.27
役員数	-0.03	-0.01	0.01		-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.01	0.01	0.01
社外役員比率	-0.01		0.00		-0.07	0.03	0.00	0.00	0.00	-0.05	-0.05	-0.05
親会社ダミー	-0.03		0.00		-0.11	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.07	-0.07	-0.07
六大企業集団ダミー	-0.01		0.00		0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.03	-0.03	-0.03
業界Q中央値		0.74		0.72		0.74		0.71		0.71		0.69
浮動株割合	0.23	21.24	0.05	20.41	-0.17	20.84	0.09	35.35	0.04	36.06	-0.02	34.15
	21.45		8.85		-15.45		23.98		13.72		-4.42	
業種ダミー	yes	no	yes	no	yes	no	yes	no	yes	no	yes	no
年ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
R2	0.682	0.398	0.369	0.380	0.389	0.372	0.429	0.420	0.351	0.439	0.215	0.417
N	4,395	4,395	4,395	4,395	4,395	4,395	15,210	15,210	15,211	15,211	15,211	15,211

(注) 各説明変数の定義は表 5-5、表 5-6、表 5-8 と同じ。上段は係数、下段は white 修正済みの t 値。太字は 5%水準で有意だったもの。

表 5-10 : 【Median Regression による機関投資家の保有割合と企業の業績および成長投資の関係】

	パネルA: ROA																			
	全期間				期間別								MSCI Japanインデックスによるサブグループ							
	1990-2008年度				1990-1997年度				1998-2008年度				MSCI銘柄				Non-MSCI銘柄			
海外機関投資家比率	9.68	7.84	10.44	10.87	9.46	6.79	7.15	7.29	10.60	7.40	23.14	17.69	14.21	13.40	17.14	11.88	9.71	9.72	16.53	10.31
国内機関投資家比率	11.96	7.89	3.50	-1.66	16.15	12.50	4.14	0.36	14.02	10.10	21.18	12.51	4.19	-1.74	20.40	14.68	3.28	0.26	19.35	13.22
金融機関比率	-0.56	-0.63	-0.25	-0.24	-0.75	-0.95	-0.31	0.22	-0.83	-0.85	-2.22	-2.47	-0.72	-0.68	-1.99	-2.55	-0.50	0.37	-2.89	-3.03
総資産対数値	-0.10	0.06	0.19	-0.14	-0.11	0.04	0.07	-0.11	-0.09	0.05	0.29	-0.18	-0.26	-0.10	-0.13	-0.26	-0.02	-0.02	0.14	-0.12
有利子負債比率	-2.66	-2.95	-3.65	-2.37	-2.91	-3.41	-3.56	-2.92	-2.49	-2.68	-3.82	-1.98	-2.97	-4.05	-4.21	-2.94	-2.54	-2.48	-3.20	-2.11
投資機会	9.27	9.33	9.99	8.81	9.34	10.69	10.67	9.32	9.18	8.53	9.38	8.37	9.28	9.83	9.94	9.06	9.01	8.99	9.62	8.62
業界ROA中央値	0.67	0.71	0.74	0.66	0.68	0.70	0.70	0.69	0.66	0.69	0.76	0.64	0.81	0.86	0.87	0.81	0.62	0.63	0.67	0.59
	34.48	38.22	37.92	34.44	20.99	20.87	21.15	21.31	28.16	29.57	31.97	27.59	22.00	22.98	22.11	21.89	27.70	27.97	29.29	28.55
Adj. R2	0.20	0.19	0.18	0.21	0.20	0.18	0.18	0.20	0.20	0.20	0.18	0.21	0.28	0.27	0.27	0.29	0.17	0.17	0.16	0.18
N	19,678	19,679	19,679	19,645	7,525	7,525	7,525	7,521	12,153	12,154	12,154	12,124	4,417	4,417	4,417	4,411	15,261	15,262	15,262	15,234
業種ダミー	no	no	no	no	no	no	no	no												
年ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes												

パネルB: CAPEX

	パネルB: CAPEX																				
	全期間				期間別								MSCI Japanインデックスによるサブグループ								
	1990-2008年度				1990-1997年度				1998-2008年度				MSCI銘柄				Non-MSCI銘柄				
海外機関投資家比率	2.81 10.74	1.55 5.10	1.86 3.67		1.38 2.41	2.68 8.31			1.04 3.05	2.57 5.15			1.92 4.07	1.42 3.89						0.13 0.34	
国内機関投資家比率	6.17 14.77	5.01 10.98	2.58 3.77		1.57 2.17	8.16 14.47			7.18 12.10	8.29 8.14			7.51 7.35	5.05 9.20						4.66 8.15	
金融機関比率		-0.89 -4.90	-1.02 -5.46		-1.16 -4.69	-1.30 -5.14			-0.69 -2.51	-0.57 -2.12			0.29 0.73	0.42 1.07						-1.31 -6.28	-1.41 -6.65
総資産対数値	0.08 6.02	0.10 7.91	0.17 13.19	0.06 4.34	0.01 0.79	0.03 1.71	0.03 2.74	0.05 0.73	0.01 7.64	0.15 9.51	0.16 14.78	0.26 6.86	0.13 -2.51	-0.08 0.80	0.02 -1.34	-0.04 -0.40	-0.01 6.80	0.12 4.98	0.09 8.55	0.15 8.55	0.07 3.98
有利子負債比率	-0.64 -7.48	-0.65 -7.74	-0.94 -11.35	-0.48 -5.34	-0.77 -5.99	-0.87 -6.95	-0.93 -7.22	-0.78 -5.78	-0.53 -4.48	-0.42 -3.67	-0.91 -7.96	-0.29 -2.43	-0.30 -1.60	-0.56 -3.25	-0.79 -4.61	-0.15 -0.81	-0.15 -7.88	-0.76 -6.40	-0.63 -8.41	-0.79 -8.41	-0.54 -5.36
投資機会	2.84 12.88	2.64 10.79	2.99 13.55	2.44 10.86	2.64 7.73	2.60 7.54	2.62 7.72	2.52 7.35	3.04 10.97	2.46 10.34	3.15 11.16	2.49 10.55	2.85 5.29	2.64 5.57	3.18 6.33	2.14 4.80	2.87 11.38	2.63 9.91	2.95 11.67	2.57 10.03	
業界CAPEX中央値	0.96 89.88	0.95 78.99	0.97 88.98	0.96 83.19	0.99 62.26	0.99 59.85	0.99 61.08	0.99 58.26	0.94 64.50	0.91 53.08	0.95 60.37	0.91 52.55	0.94 40.24	0.94 39.27	0.93 40.14	0.94 37.99	0.97 80.28	0.95 61.76	0.96 78.82	0.96 68.26	
Adj. R2	0.20	0.20	0.20	0.20	0.21	0.21	0.21	0.21	0.19	0.20	0.19	0.20	0.23	0.23	0.22	0.23	0.18	0.19	0.18	0.19	
N	19,038	19,038	19,038	19,903	7,186	7,186	7,186	7,186	11,852	11,852	11,852	11,852	4,319	4,319	4,319	4,501	14,719	14,719	14,719	15,402	
業種ダミー	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	
年ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	

(注) パネル A は、被説明変数を ROA とする Median Regression の推計結果。パネル B は、被説明変数を設備投資金額とする Median Regression の推計結果。上段が係数で有意水準 5%以下のものは太字、下段は t 値。各説明変数の定義は表 5-5、表 5-6、表 5-8 と同じ。

終章：まとめ

序章で書いたように、本論文の問題意識は、日本企業における株主利益に配慮した最適な財務戦略の模索である。そのためには、企業と株主の関係は、建設的かつサステイナブルなものとなっている必要がある。具体的には、企業は適切な事業投資、企業経営を通じて、株主が満足するような株式リターンを実現し、財務戦略においてもある程度は株主の意向に沿い、そして一方の株主は、有益なモニタリング活動を通じて企業の成長をサポートするという関係である。

本論文で行った各分析に着手する前は、企業と株主はそのような関係は構築できていないだろうという予測を抱いていた。それはメディアで登場する企業および株主の行動が、企業の場合は株主利益の毀損、株主の場合は自らの短期的利益の模索という類のものが多いような印象を受けていたからである。しかし、本論文の1章から5章までの分析を通じて認識したことは、多くの企業と株主の関係は健全かつ発展的であるということである。もっとも、お互いがお互いに対して求めるレベルに差が存在する可能性はある。そのような差を少なくしていくことができれば、わが国企業のさらなる成長、収益向上につながり、株主利益は上昇し、ひいては国民利益の増加につながっていく。最近のシュワードシップコードおよびコーポレートガバナンスコードの制定などは、そういう企業と株主間の意識や認識のすり合わせという意味で重要な役割を果たしていくであろう。本論文での分析結果は、そのような企業と株主の日々のたゆまない努力の結果を浮き彫りにする結果でもあり、日本企業の最適な財務戦略の遂行に少しでも貢献ができれば幸いである。以下、本論文の各分析結果をまとめておく。

1章、2章からは、第三者割当増資では、株主によるモニタリング効果、および、株主と企業間でのシナジー創出が市場から歓迎されることが明らかとなった。逆に言えば、明確なシナジーやストーリーが見えない中途半端な第三者割当増資は市場から評価されない。第三者割当増資は、多くは中堅、中小企業によって用いられており、その性格上、企業にとって最後の資金調達手段と認識される傾向にある。したがって、財務体質改善を目的とするものが多い印象を受けがちであるが、M&A的な案件を市場は評価していることが分かった。特に引受投資家種別で案件を分類してみると、これまで株主でなかった企業が筆頭投資家に躍り出る案件でより高い短期株式投資収益率を計測しており、短期的には新株主登場に対しての期待感が株価に大きく影響する。第三者割当増資後の中長期パフォーマンスの推計では、明確にアウトパフォームするカテゴリーを見出すことはできなかったが、少なくとも全体では米国のように明確にアンダーパフォームするわけではない。

第三者割当増資についての国内外の先行研究は、依拠する仮説も分析結果もまちまちであり、市場から評価される案件に関しての統一した見解を見ることができなかった。しかし、今回の分析では分析期間を長期に渡りカバーし、案件をタイプ別に分別したことで、少なくとも国内については一つの結論を見たと言える。

第三者割当増資は規制の対象となったことから悪玉的に語られることも多いが、分析では悪玉論をサポートする材料はほとんどなく、規制の是非に関しての議論を一つ提供したことは大きな貢献である。大規模な第三者割当増資に対する規制が導入されて5年以上経過し、その間に代替的資金調達手段として導入されたライツ・イシューについては、発行数が限定的な状況である。第三者割当増資に対する規制は適切なものであったのか一度検討する必要がある。一方、最近ではトヨタ自動車が長期株主向けの特殊な株式を発行するような案件も発生しており、エクイティファイナンスを所有構造と結びつけてとらえようとする企業の財務戦略は今後も増えてくる可能性がある。

3章では、流動性が企業のペイアウト戦略に影響を与えるというペイアウトにおける流動性仮説を検証した。結果は、前年度の流動性の高い企業、株主の投資ホライズン（期間）の短い企業ほど翌年度に自社株買いを開始する傾向にあることを明らかにし、また、金額ベースや割合ベースでも同様であることを示した。これらは、企業の市場買付による自社株買い実施要因には事前の流動性、そして、株主構成に起因し流動性に影響を与える投資ホライズン（期間）が存在することを意味する。同時に、前年度の株価パフォーマンスが低い企業ほど翌年度に自社株買いを開始し、金額やペイアウト総額に占める割合も大きくなることを確認した。これより、株価テコ入れのために経営者が自社株買いを活用している姿が想像できる。

花枝・芹田（2008）の企業経営者に対して行ったペイアウトに関するサーベイにおいては、企業は自社株買いの決定要因として、株価水準や自己株式の浮動株比率や流動性を重要視していることが明らかとされていたが、今回の分析結果はそのような経営陣の認識を実証分析で確認した。また、同サーベイでは、株主構成が自社株買いに影響を与えることが示唆されていたが、今回の分析ではそれも裏付けた。具体的には、上位10位株主割合が低い、および、投資ホライズンが短い企業ほど、市場買付による自社株買いに積極的な傾向にある。逆に言えば、それら値が高いと浮動株割合が低下する、あるいは、株主の保有機関が長期化し過ぎることを懸念して自社株買いを実施しにくい可能性がある。一方、投資ホライズンの短い企業ほど自社株買いを開始する姿からは、株主の安定化を企図する企業が積極的に自社株買いで足の短い株主持分を吸収している可能性もある。

米国でもかつては配当中心のペイアウトが続いたが、近年では自社株買いの割合が約半分にまで上昇し、その要因として市場全体の流動性向上があることが先行研究で

示されている。今回の分析結果は、わが国企業のペイアウトが配当偏重となっている1つの理由として、流動性制約が存在することを示唆する。それはまさに以前の米国の状況に近いと言える。投資家によって自社株買いと配当のどちらをより好むかは異なるため、企業として株主還元策に柔軟性を持たせるためには配当のみならず自社株買いも随時実施できるようにしておいた方がよい。つまり、株式の市場流動性を高めしておくことも必要となることが分析結果により明らかとなった。わが国のペイアウトにおける配当偏重の実態の解明に加えて、企業のペイアウト政策におけるこのような実務的な示唆を提供したことは3章の大きな貢献であった。

4章では、3章に引き続きペイアウトの配当偏重の要因の解明を試みた。ここでは、投資家によって自社株買いと配当の選好が異なり、企業はそれに柔軟に対応するという顧客効果仮説を検証した。結果は主に以下の2点である。ひとつは、海外機関投資家保有割合が高い企業、および、保有期間の長い（ポートフォリオの回転率の低い）機関投資家の持分割合が高い企業は、配当に積極的である。海外機関投資家については、それが直面する情報の非対称性に起因する自社株買いの逆選択問題ゆえのものであると示唆される。投資ホライズンが長い機関投資家については、自社株買いが割高な株価で実施される際に希薄化コストを負担することになるため、投資先企業に配当を要求することを示唆する。ふたつめは、総還元金額に占める配当の割合で分析した場合は、国内機関投資家および保有期間が比較的短い機関投資家において自社株買いの割合が相対的に高くなっている。情報優位にある国内機関投資家、そして、希薄化コストに直面しない短期保有の機関投資家は自社株買いを好むことが示唆される。これらは、機関投資家の株式保有とペイアウト政策の関係において、従来のエージェンシー仮説に加えて顧客効果が存在することを示した。

今回の分析は、経営陣が既存株主の意向に応えようとする姿をとらえるものであるが、例えば、資金調達手段、ガバナンス体制、リスクプロファイルの選択など他の財務戦略においても同様の顧客効果が影響している可能性がある。

なお、そのような研究を行っていくに当たっては、株主データの整備が重要である。4章の分析で用いた株主データは日本では充実しておらず、米国の13Fのような機関投資家のポートフォリオの開示義務制度を日本にも導入することができれば、この分野の研究はさらに前進するはずである。所有構造が大幅に変化したわが国において、そのようなデータ面での整備も重要である。

5章では、株主がガバナンス行動を通じて企業パフォーマンス向上に寄与しているかを確認すべく、主に2つを分析した。ひとつは、保有主体別の銘柄選択行動の解明である。分析によれば、金融機関（銀行・保険会社）の投資行動は、流動性が低く、質の低い企業への投資を継続している。日本の銀行・保険会社の株式の保有動機はいぜん投資収益の最大化ではなく、取引関係の維持にある。一方、機関投資家に関して

は、投資収益の最大化を目的としていることが確認できた。国内外の機関投資家間の銘柄選択基準における違いとしては、海外機関投資家は、海外売上比率が高く、MSCI Japan インデックスに組み入れられた認知度、知名度の高い銘柄を選好するという、強い一貫したバイアス（ホームバイアス）を有する。それに対して、国内機関投資家は、比較的規模の小さな企業も投資ユニバースに含めており、この点で、内外の機関投資家の間には国内株に対して緩やかな棲み分けが確認できる。また、海外機関投資家には、2000年代初頭までは、取締役会規模、2000年以降は、社外取締役会の導入などガバナンス特性に対する選好が確認されるのに対して、国内投資家はそうした傾向は確認できない。海外機関投資家が、統治制度改革の一つの原動力であるという見方と整合的であるが、情報の非対称性ゆえにそういう形式的要件に頼らざるを得ない可能性も否定できない。

第2は、機関投資家の株式保有が企業パフォーマンスに与える実質的な影響とその要因を解明である。結果は、機関投資家の保有比率が上昇すると株価投資収益率に一貫してプラスの影響があることが確認された。また、業績の高い企業を機関投資家が選好するという逆の因果関係を慎重に考慮しても、トービンのQで測った企業価値も財務的な企業業績（ROA）も、海外機関投資家、国内機関投資家の保有比率の水準に対して正の関係にあった。この効果は、時期的には特に国内機関投資家に関しては、1990年代よりも内外機関投資家の所有比率の上昇が顕著な2000年代により明確に確認できる。その経路の解明は今後の分析課題であるが、内外の機関投資家の保有は、その増加がバイアスをとまなう投資行動の結果であるとしても、いったん増加すれば退出（株式の売却）と発言の圧力を介して、ガバナンス効果を果たしている可能性が高い。それに対して、銀行・保険会社の保有比率はいずれのパフォーマンス指標に対して有意に負の影響を与え、この結果もまた2000年代においてより顕著であり、銀行・生命保険会社が株式保有を通じて経営の規律付けを行っているという見方は支持されず、その機能は、いぜん経営者を株式市場の圧力から遮断するというエントレンチメントにあった。

本論文の問題意識は企業と株主の持続可能な関係の構築であり、実証分析を通じて実際の姿を検証することであった。持続可能な関係の構築には、企業あるいは株主からの一方向のコミュニケーションやアクションでは十分ではなく、双方向の関係構築に向けてそれぞれがどのような行動をとっているのか（あるいは、いないのか）まで明らかにする必要がある。本論文では全体を通じてその双方向の仕組みまでを解明することはできなかったが、それぞれの分析においてそのヒントとなるものは提示できた。具体的には、第三者割当増資の分析からは、通説で言われているほどには企業経営者は安易な株主利益の毀損は行っていないことが判明し、ペイアウトの分析からは企業は株主の有形無形の意向に沿った行動を取っていること、そ

して、所有構造とパフォーマンスの分析からは、株主によるガバナンス効果が確認された。株主から企業への具体的な働きかけの具体的な内容や経路については今後の検証が必要であるが、いずれの分析からも企業が株主と建設的な関係を構築しようとしている姿を確認することができ、中長期的な株主価値の向上を意識した企業経営がある程度は日本企業でも実施されていると言える。

参考文献

- 阿萬弘行 (2003) 「第三者割当増資と株式市場の反応について」、『金融経済研究』19、56-71 ページ。
- 蟻川靖浩 (2008) 「アクティビストファンドの自社株買いへの影響」、『M&A 時代のファンドと株主利益：効率的で公平な資本市場を求めて 第2章』M&A と資本市場研究会報告書、日本経済研究センター、37-53 ページ。
- 井上光太郎・加藤英明 (2006) 『M&A と株価』、東洋経済新報社。
- 砂川伸幸 (2003)、「株式持ち合い解消のシグナリング・モデル」、『現代ファイナンス』15、23-34 ページ。
- 砂川信幸・畠田敬・山口聖 (2006) 「ペイアウトと現金保有」、『証券アナリストジャーナル』44 (7)、6-20 ページ。
- 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」、『経済研究』一橋大学、58 (1)、47-60 ページ。
- 橋本俊詔・長久保僚太郎 (1997) 「株式持ち合いと企業行動」、『フィナンシャル・レビュー』財務省財務総合政策研究所、43、158-173 ページ。
- 石川博行 (2007) 『配当政策の実証分析』、中央経済社。
- 石川博行 (2010) 『株価を動かす配当政策 コロボレーション効果の実証分析』、中央経済社。
- 上野陽一・馬場直彦 (2005) 「わが国企業による株主還元策の決定要因」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.05-J-6。
- 宇野淳 (2011) 「ティックデータによる流動性指標の計測」、『株式市場の流動性と投資家行動 第7章』早稲田大学大学院ファイナンス研究科編、中央経済社、167-191 ページ。
- 宇野淳・神山直樹 (2009) 「株主保有構造と流動性コスト：投資ホライズンの影響」、Waseda University Institute of Financial Studies、Working Paper Series、WIF-09-002 April 2009。
- 久保克行・齋藤卓爾 (2006) 「コーポレートガバナンスと配当性向」、『早稲田商学』408、25-43 ページ。
- 齋藤卓爾 (2011) 「日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果」、『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて 第4章』宮島英昭編、東洋経済新報社、181-213 ページ。
- 佐々木寿記・花枝英樹 (2010) 「わが国企業の配当行動のマクロ分析」、『経営財務研究』29 (1/2)、2-31 ページ。
- 佐々木寿記 (2010) 「ペイアウト政策と機関投資家持分比率の相互関係」、『証券アナリストジャーナル』48 (12)、102-112 ページ。
- 佐々木寿記 (2013) 「企業の現金保有とペイアウト政策の関係」、『証券アナリストジャーナル』51 (6)、26-35 ページ。
- 商事法務 (2004) 「我が国のコーポレートガバナンス革命に向けて」、『株主が目覚める日：コーポレート・ガバナンスが日本を変える 第1章』(財) 資本市場研究会編、商事法務、1-45 ページ。
- 鈴木一功 (2008) 「M&A 取引としての第三者割当増資」、『M&A 時代のファンドと株主利益：効率的で公平な資本市場を求めて 第7章』M&A と資本市場研究会報告書、日本経済研究センター、141-154 ページ。
- 芹田敏夫・花枝英樹 (2007) 「わが国企業の株価認識と財務行動－サーベイ・データにもとづく実証分析－」、『現代ファイナンス』21、55-79 ページ。
- 芹田敏夫・花枝英樹・佐々木隆文 (2011) 「日本企業のペイアウト政策と株式分割：機関投資家へのサーベイ調査による実証分析」、『経営財務研究』31 (1)、2-25 ページ。
- 代田純 (2002) 『日本の株式市場と外国人投資家』東洋経済新報社。
- 畠田敬 (2009) 「自社株買い」、『資本調達・ペイアウト政策 第10章』花枝英樹・榊原茂樹編、中央経済社、253-283 ページ。
- 畠田敬・相馬利行 (2009) 「自社株買いに関する展望」、神戸大学ディスカッションペーパーシリ

- ーズ 16、 1-26 ページ。
- 花枝英樹・芹田敏夫 (2008) 「日本企業の配当政策・自社株買い —サーベイ・データによる検証—」、『現代ファイナンス』 24、 129-160 ページ。
- 花枝英樹・芹田敏夫 (2009) 「ペイアウト政策のサーベイ調査：日米比較を中心に」、『証券アナリストジャーナル』 47 (8)、 11-22 ページ。
- 広瀬純夫・大木良子 (2009) 「日本におけるエクイティファイナンスの実情」、『商事法務』 1874、 23-34 ページ。
- 畠田敬・相馬利行 (2009) 「自社株買いに関する展望」、神戸大学ディスカッションペーパーシリーズ 16、 1-26 ページ。
- 馬場大治 (1997) 「公募増資の情報に対する我が国の資本市場の反応」、『証券経済学会年報』 32、 62-70 ページ。
- 保田隆明・宇野淳 (2011) 「自社株買いにおける流動性仮説の実証分析」、『証券アナリストジャーナル』 49 (10)、 76-87 ページ。
- 牧田修治 (2006) 「わが国上場企業の配当政策変更の決定要因に関する実証分析」、『証券経済研究』 54、 85-104 ページ。
- 光定洋介・蜂谷豊彦 (2009) 「株主構成と株式超過収益率の検証：市場志向的ガバナンスのわが国における有効性」、『証券アナリストジャーナル』 47 (1)、 51-65 ページ。
- 宮川壽夫 (2008) 「日本企業の配当政策における経営者の自己抑制的行動に関する研究」、『経営財務研究』 28 (1)、 56-75 ページ。
- 宮川壽夫 (2013) 『配当政策とコーポレート・ガバナンス』、中央経済社。
- 宮島英昭・小川亮 (2012) 「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか? : 取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果」、RIETI Policy Discussion Paper、 12-P-013。
- 宮島英昭・黒木文明 (2002) 「株式持ち合い解消の計量分析：複数均衡とポートフォリオの劣化」、『証券アナリストジャーナル』 40 (12)、 30-46 ページ。
- 宮島英昭・新田敬祐 (2011) 「株式所有構造の多様化とその帰結」、『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて 第 2 章』 宮島英昭編、東洋経済新報社、 105-149 ページ。
- 宮島英昭・保田隆明 (2015) 「株式所有構造と企業統治」、『フィナンシャル・レビュー』 121、 3-36 ページ。
- 山口聖 (2007) 「わが国企業における配当と自社株買いの関係」、『証券アナリストジャーナル』 45 (12)、 104-113 ページ。
- Ahearne, A.G., W.L. Grier, and F.E. Warnock (2004), “Information Costs and Home Bias: An Analysis of US Holdings of Foreign Equities”, *Journal of International Economics*, 62 (2), 313-336.
- Aggarwal, R., L. Klapper and P.D. Wysocki (2005), “Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, Issue 12, 2919-2946.
- 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 (1), 154-181.
- Ahearne, A.G., W.L. Grier, and F.E. Warnock (2004), “Information Costs and Home Bias: An Analysis of US Holdings of Foreign Equities”, *Journal of International Economics*, 62 (2), 313-336.
- 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, 125-150.
- Amihud, Y. (2002), “Illiquidity and Stock Returns: Cross Section and Time Series Effects”, *Journal of Financial Markets* 5, 31-56.
- Allen, F., A.E. Bernaldo, and I. Welch (2000), “A Theory of Dividends based on Tax Clienteles”, *The Journal of Finance*, 55, 2499-2536.
- Allen, F. and R. Michaely (2002), “Payout Policy (Handbook of the Economics of Finance 1A) ”, Elsevier, 337-429 (砂川信幸訳 (2006) 「ペイアウト政策」 『金融経済ハンドブック I』 加藤英明監訳, 丸善, 367-457 ページ) .

- Al-Shubiri, F., G. Al Taleb, and A.A. Al-Zoued (2012) , “The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: An Empirical Investigation”, *Review of International Comparative Management*, 13, 644-657.
- Aoki, M. (2010) , *Corporations in Evolving Diversity: Cognition, Governance, and Institutions*, Oxford University Press (谷口和弘訳『コーポレーションの進化多様性：集合認知・ガバナンス・制度』NTT 出版, 2011 年) .
- Aoki, Y. (2014) , “How Does the Largest Shareholder Affect Dividends?”, *International Review of Finance*, 14 (4) , 613-645.
- Arena, M.P. and S.P. Ferris (2007) , “When Managers bypass Shareholder Approval of Board Appointments: Evidence from the Private Security Market”, *Journal of Corporate Finance*, 13, 485-510.
- Atkins, A.B. and E.A. Dyl (1997) , “Transactions Costs and Holding Periods for Common Stocks”, *Journal of Finance*, 52 (1) , 309-326.
- Baker, M., and J. Wurgler (2004a) , “A Catering Theory of Dividends”, *Journal of Finance*, 59 (3) , 1125-1165.
- Banerjee, S., V.A. Gatchev, and P.A. Spindt (2007) , “Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42 (2) , 369-398.
- Barclay, M.J., C.G. Holderness, and D.P. Sheehan (2007) , “Private Placements and Managerial Entrenchment”, *Journal of Corporate Finance*, 13, 461-484.
- Barclay, M.J., C.G. Holderness, and D. P. Sheehan (2009) , “Dividends and Corporate Shareholders”, *Review of Financial Studies*, 22, 2423-2455.
- Barclay, M.J. and C.W. Smith, Jr. (1998) , “Corporate Payout Policy”, *Journal of Financial Economics*, 22, 61-82.
- Brav, A., J. Graham, C. Harvey, and R. Michaely (2005) , “Payout Policy in the 21st Century”, *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
- Brennan, M. J. and H. Cao (1997) , “International Portfolio Investment Flows”, *Journal of Finance*, 52, 1851-1880.
- Brennan, M.J. and A.V. Thakor (1990) , “Shareholder Preference and Dividend Policy”, *Journal of Finance*, 45, 993-1018.
- Brickley, J.A., R.C. Lease and C.W. Smith (1988) , “Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments”, *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.
- Brockman, P., J.S. Howe, and S. Mortal (2008) , “Stock Market Liquidity and the Decision to Repurchase”, *Journal of Corporate Finance*, 14, 446-459.
- Borokhovichi, K.A., K. Brunarski, Y.S. Harman and R. Parrino (2006) , “Variation in the Monitoring Incentives of Outside Stockholders”, *Journal of Law and Economics*, 49 (2) , 651-680.
- Chen, X., J. Harford and K. Li (2007) , “Monitoring: Which Institutions Matter?”, *Journal of Financial Economics*, 86 (2) , 279-305.
- Chou, D., M. Gombola, and F. Liu (2009) , “Long-run Underperformance Following Private Equity Placements: The Role of Growth Opportunities”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, 1113-1128.
- Crutchley, C.E., M.R. Jensen, J.S. Jahera, and J.E. Raymond (1999) , “Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making: The Role of Institutional Ownership”, *International Review of Financial Analysis*, 8, 177-197.
- Dahlquist, M. and G. Robertsson (2001) , “Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics”, *Journal of Financial Economics*, 59 (3) , 413-440.
- Dann, L.Y., and H. DeAngelo (1988) , “Corporate Finance Policy and Corporate Control: a Study of Defensive Adjustment in Asset and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 20, 87-127.
- Del Guercio, D. (1996) , “The Distorting Effect of the Prudent-man Laws on Institutional Equity Investments”, *Journal of Financial Economics*, 40 (1) , 31-62.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D.J. Skinner (2004) , “Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings”, *Journal of Financial Economics*, 72, 425-456.
- Demsetz, H. and B. Villalonga (2001) , “Ownership Structure and Corporate Performance”, *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-223.
- Desai, M.A. and L. Jin (2011) , “Institutional Tax Clienteles and Payout Policy”, *Journal of Financial Economics*, 100, 68-84.

- Fama, E.F., and J.D. Macbeth (1973) , “Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests”, *Journal of Political Economy*, 81 (3) , 607-636.
- Fama, E. and K. French (2001) , “Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay”, *Journal of Financial Economics*, 60 (1) , 3-43.
- Ferreira, M.A. and P. Matos (2008) , “The Colors of Investors’ Money: The Role of Institutional Investors around the World”, *Journal of Financial Economics*, 88, 499-533.
- Flath, D. (1993) , “Shareholding in the Keiretsu, Japan’s Financial Groups”, *Review of Economics and Statistics*, 75 (2) , 249-257
- Franks, J., C. Mayer, and H. Miyajima (2014) , “The Ownership of Japanese Corporations in the 20th Century”, *Review of Financial Studies*, 27 (9) , 2580-2625.
- Frankfurter, G.M. and B.G. Wood (2003) , *Dividend Policy: Theory and Practice*, Academic Press, San Diego.
- French, K. and J. Poterba (1991) , “Investor Diversification and International Equity Markets”, *American Economic Review*, 81, 222-226.
- Gaspar, J., M. Massa, P. Matos, R. Patgiri, and Z. Rehman (2013) , “Payout Policy Choices and Shareholder Investment Horizons”, *Review of Finance*, 17, 261-320.
- Giannetti, M. and A. Simonov (2006) , “Which Investors Fear Expropriation? Evidence from Investors’ Portfolio Choices”, *Journal of Finance*, 61 (3) , 1507-1547
- Gompers, P.A. and A. Metrick (2001) , “Institutional Investors and Equity Prices”, *Journal of Quantitative Economics*, 116, 229-259.
- Grinstein, Y. and R. Michaely (2005) , “Institutional Holdings and Payout Policy”, *Journal of Finance*, 60, 1389-1426.
- Grullon, G. and R. Michaely (2002) , “Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis”, *Journal of Finance*, 57, 1649-1684.
- Gugler, K. (2003) , “Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment”, *Journal of Banking and Finance*, 27, 1297-1321.
- Grullon, G. and R. Michaely (2002) , “Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis”, *Journal of Finance* 57, 1649-1684.
- Hertzel, M., M. Lemmon, J.S. Linck, and L. Rees (2002) , “Long-run Performance Following Private Placements of Equity”, *Journal of Finance*, 57, 2595-2617.
- Hertzel, M. and R.L. Smith (1993) , “Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately”, *Journal of Finance*, 48, 2, 459-485.
- 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 (3) , 239-265.
- Hiraki, T., A. Ito, and F. Kuroki (2003) , “Investor Familiarity and Home Bias: Japanese Evidence”, *Asia-Pacific Financial Markets*, 10, 281-300.
- Inoue, K., H.K. Kato and M. Bremer (2008) , “Corporate Restructuring in Japan: Who Monitors the Monitor? ”, *Journal of Banking and Finance*, 32, 2628-2635.
- Jacoby, S.M. (2009) , “Foreign Investors and Corporate Governance in Japan: The Case of CalPERS”, in Whittaker, D. H. and S. F. Deakin (eds) , *Corporate Governance and Managerial Reform in Japan*, Oxford University Press, 99-133.
- Jagannathan, M., C.P. Clifford, and M.S. Weisbach (2000) , “Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases”, *Journal of Financial Economics*, 57, 355-384.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976) , “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 5-360.
- Jensen, M. (1986) , “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, 76 (2) , 323-329.
- Jensen, R., D. Solberg, and T. Zorn (1992) , “Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27 (2) , 247-263.
- Jeon, J., C. Lee, and C.M. Moffett (2011) , “Effects of Foreign Ownership on Payout Policy: Evidence from the Korean Market”, *Journal of Financial Markets*, 14, 344-375.
- Jiang, Z., K.A. Kim, E. Lie, and S. Yang (2013) , “Share Repurchases, Catering, and Dividend Substitution”, *Journal of Corporate Finance*, 21, 36-50.
- Kang, J and R. Stulz (1996) , “How Different is Japanese Corporate Finance? An Investigation of the

- Information Content of New Securities Issues”, *Review of Financial Studies*, 9 (1), 109-139.
- 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, 3-28.
- Khan, T. (2006), “Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data”, *The Economic Journal*, 116, 172-189.
- Korkeamaki, T., E. Liljeblom, and D. Pasternack (2010), “Tax Reform and Payout Policy: Do Shareholder Clienteles or Payout Policy Adjust?”, *Journal of Corporate Finance*, 16, 572-587.
- Kato, K and J.S. Shallheim (1993), “Private Equity Financings in Japan and Corporate Grouping (*Keiretsu*)”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 1, 287-307.
- Krishnamurthy, S., P. Spindt, V. Subramaniam, and T. Woidtke (2005), “Does Investor Identity Matter in Equity Issues? Evidence from Private Placements”, *Journal of Intermediation*, 14, 210-238.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny (2000), “Agency Problems and Dividend Policies around the World”, *Journal of Finance*, 55, 1-33.
- Leuz, C., K.V. Lins and F.E. Warnock (2009), “Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms?”, *Review of Financial Studies*, 22 (8), 3245-3285
- Leland, H.E., and D.H. Pyle (1977), “Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation”, *Journal of Finance*, 32, 371-387.
- Lucas, D.J. and R.L. McDonald (1998), “Shareholder Heterogeneity, Adverse Selection, and Payout Policy”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33 (2), 233-253.
- Mayer, C. (2013), *Firm Commitment: Why the Corporation is Failing us and How to Restore Trust in it*, Oxford University Press (宮島英昭監訳, 清水真人・河西卓弥訳『ファームコミットメント：信頼できる株式会社をつくる』NTT出版, 2014年) .
- McConnell, J.J. and H. Servaes (1990), “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Merton, R., (1987), “A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information”, *Journal of Finance*, 42, 483-510.
- Miller, M.H. and F. Modigliani (1961), “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”, *Journal of Business*, 34, 411-33.
- Morck, R. and M. Nakamura (2000), “Japanese Corporate Governance and Macroeconomic Problems”, *Working Papers (Harvard Institute of Economic Research)*, Number 1893.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny (1988), “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- 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, 79-124.
- Myers, S.C. and N. Majluf (1984), “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Rubin, A. and D.R. Smith (2009), “Institutional Ownership, Volatility and Dividends”, *Journal of Banking & Finance*, 33, 627-639.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny (1986), “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, 94 (3), 461-488.
- Short, H., H. Zhang, and K. Keasey (2002), “The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership”, *Journal of Corporate Finance*, 8, 105-122.
- Skinner, D.J. (2008), “The Evolving Relation between Earnings, Dividends, and Stock Repurchases”, *Journal of Financial Economics*, 87, 582-609.
- Truong, T. and R. Heaney (2007), “Largest Shareholder and Dividend Policy around the World”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47, 667-687.
- Wruck, K.H. (1989), “Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Finance”, *Journal of Financial Economics*, 23, 1, pp.3-28.
- Wruck, K.H. and Y. Wu (2009), “Relationships, Corporate Governance, and Performance: Evidence from Private Placements of Common Stock”, *Journal of Corporate Finance*, 15, pp.30-47.
- Wu, Y. (2004), “The Choice of Equity Selling Mechanisms”, *Journal of Financial Economics*, 74, 93-119.

謝辞

本博士論文の執筆にあたり、宮島英昭氏（早稲田大学）、井上光太郎氏（東京工業大学）、鈴木一功氏（早稲田大学）、広田真一氏（早稲田大学）から大変貴重な指導を頂いた。皆様に感謝申し上げます。