

機関投資家と株式リターン

——大口株主の存在と機関投資家の役割——

山 田 隆

要 旨

株式所有の機関化が進んだ米国においても機関投資家がどのような役割を果たしているかについて、実証研究の結果はまちまちであり、一致した結論は得られていない。従来の先行研究においては、機関投資家を主体とし、その投資行動（所有比率）のみに着目した研究が行われてきた。しかし、機関投資家によるモニタリング機能を中心としたガバナンス効果がどのように発現し企業価値に影響を与えているかを把握するためには、投資先企業の株式所有構造を考慮した分析、つまり、機関投資家以外の株主構成を考慮する必要がある。とりわけ我が国の場合、株式持ち合いに代表されるように、株式リターンを純粹に得ることを主目的としない安定株主が大口所有していることが少なくないため、日本固有の株主構成を考慮した検証を行う必要があると考えられる。

本研究の目的は、大口株主（ブロックホルダー）の存在に着目し、株式所有構造を類型化してその影響を考慮した上で、機関投資家の所有水準の大小および所有比率の変化が株式リターンにどのような影響を与えるかを実証的に明らかにすることである。検証の結果、機関投資家による所有は、企業のファンダメンタルズや経営者行動を通じて市場参加者の期待形成に影響を与え、超過リターンにプラスに作用するものの、大口株主の存在が超過リターンを引き下げる方向に作用している可能性が高いことを示した。

目 次

- | | |
|--------------|-----------|
| I. はじめに | (2) 変数の設定 |
| II. 先行研究と仮説 | (3) 記述統計量 |
| III. 実証分析 | 2. 単変量分析 |
| 1. リサーチデザイン | 3. 回帰分析 |
| (1) 大口株主の類型化 | IV. 結論 |

I. はじめに

世界各国で機関投資家の株式所有比率が高まっており、機関投資家の行動が市場における企業の評価を左右するようになってきている。このため、機関投資家がコーポレート・ガバナンスにおいてどのような役割を果たしているか、また果たすべきかについて、活発に議論されている。例えば、株式所有の機関化が進んでいる米国においては、McConnell and Servaes [1990] や Chung, Firth and Kim [2002] などの先行研究では、機関投資家は経営者の機会主義的行動を抑制し、経営者の裁量行動をモニタリングする機能を有することが示されている。かつて、我が国においてはメインバンクによるモニタリングが機能していたこともあり、機関投資家の行動が企業価値や株価パフォーマンスにどのような影響を与えるかについて議論されることは少なかった。1990年代以降、企業の資金調達が多様化や銀行の経営状態の悪化、金融規制強化に伴う資金供給能力の低下などからメインバンクの機能が低下しはじめ、株式所有の機関化現象が急速に進行している。企業をモニタリングする主体が変化し、アクティビストといわれる「モノ言う株主」が積極的に経営関与する姿勢をみせてきたことなどから、我が国においても企業のガバナンスに関与する機関投資家の存在が注目を集めるようになってきている。

米国において企業のガバナンスに大きな影響を与えてきた代表的な機関投資家として、カリフォルニア州公職員退職年金基金 (CalPERS, 以下カルパースとする) などの年金基金が挙げられる。主要な年金基金は独自のガバナンス原則 (議決権行使のガイドライン) を定め、株主

提案等を行うことにより株主重視の経営を行うよう企業側に経営改善を要求している。また、経営上、問題があるとされる企業をリストアップして公表したり、経営側の議案に反対票を投じたりするなどの行動をとっている。主要な年金基金によるこれらの活動は、当該企業の企業価値や株価パフォーマンスに影響を与えるものと期待された。これらの効果は、Nesbitt [1994]の研究以来「カルパース効果」と呼ばれている。先駆的な研究では機関投資家が投資先企業のコーポレート・ガバナンスにおいて一定の役割を果たしている可能性が示唆される一方で、Philip, Thomas and Chris [2004]や James [2006]らの研究では、「カルパース効果」は安定的に発現しているわけではなく、長期的な株価パフォーマンスをみるとその結果はまちまちであると指摘されており、必ずしも評価が定まっているわけではない。株式所有の機関化が進行した米国においてさえ、機関投資家の役割が企業価値や株価パフォーマンスに対して安定的に発現しない理由のひとつは、機関投資家以外の株主の存在を十分に考慮していないことにあると考えられる。

我が国の場合、取引先企業や系列企業などと株式を持ち合うといった所有構造が特徴的にみられる。そこで、本研究においては、株式リターンの獲得以外の所有目的を持った大口株主 (ブロックホルダー) が存在することを考慮して、機関投資家の所有が株価パフォーマンスにどのような影響を与えるかを分析する。

II. 先行研究と仮説

我が国の株式市場では機関化が急速に進展しており、機関投資家の行動が企業の株式市場で

の評価を左右する状況にある。大村・首藤・増子 [2001] は、機関投資家が外部者の立場から日本型ガバナンスシステムの変質をもたらさうる存在であるとし、機関投資家の役割として「市場からの規律付け」の主役となることを期待している。これは、運用パフォーマンス向上のためにモニタリング等を中心に積極的に投資先企業の経営に関与していくことを意図したものである。しかし、機関投資家によるガバナンス行動がコーポレート・ガバナンスを機能させ、結果として運用パフォーマンスを向上させるといったメカニズムは実証されなかった。この点は海外においても同様であり、Black [1992], Wohlstetter [1993], Romano [1993] らは、機関投資家が株主提案によって、企業の規律付けの役割を担っているという考えに疑問を呈している。

「カルパース効果」に関しても、見解が分かれている。肯定的な見方としては、Smith [1996], Del Guercio and Hawkins [1999] らが挙げられる。これらの先行研究では、カルパースのような機関投資家の所有が市場参加者の期待形成に影響を与え、正の超過収益をもたらすと結論づけており、一般にカルパースによる株主提案を受諾した企業は企業価値の向上が確認されている。否定的な見方としては、Karpoff, Malatesta and Walkling [1996] などが挙げられ、カルパースのような機関投資家の所有は、なら正の超過収益をもたらさないと結論づけている。Wahal [1996] によれば株主提案送付以前と以後で、株式の超過収益率に関して異なる結果も観察されている。カルパースのような代表的な年金基金の活動が株式の超過収益率に与える影響に関する研究では、サンプルやサンプル期間の違いもあって見解が分かれており、

一貫性がみられない。このように株式所有の機関化が進展している米国においてさえ、「カルパース効果」ひとつをとっていても評価が定まっていない。

日本の場合は米国よりも更に所有構造に特殊性があり、純粋な投資目的以外の動機を持った取引先企業や系列企業が安定株主として大口所有している、あるいは集団として大口所有している場合がみられる。新田 [2002] や西崎・倉澤 [2003] 等が指摘しているように、事業法人間の株式持ち合い、メインバンクによる株式所有、企業系列など、株式リターンを純粋に得ることを主目的としていない大口株主が所有している構造を無視することはできない。このような事業上の取引がある企業の株式を所有することにより、取引を通じて当該企業の情報が蓄積され、経営者との間の利害対立が相対的に緩和される。メインバンクによる所有に関しても同様のことが言える。このような効果がある一方で、株式持ち合いに代表される日本特有の株式所有構造は、経営者の規律付けを弱め、機関投資家のような厳密に株式リターンを追求する株主の経営関与を阻害する要因となり、企業価値向上に向けたコーポレート・ガバナンスを有効に機能させない可能性がある。このような「モノ言わぬ法人株主（サイレント・パートナー）」が大口株主として存在していることは、経営者への規律付けを弱める。また、大口株主は、分散所有している株主のようにフリーライダーではなく、経営に干渉しようとするインセンティブを持ち、その一方で、私的便益を獲得しようともする。さらに、安定株主による大口所有によってエントレンチメント（保身）効果¹⁾が作用すれば、事業上の取引関係を持たない純粋な投資家もつ利害と対立するような行動がとら

れる可能性は小さくない。このように、経営者が投資家の利害と一致しないような行動をとる可能性が増加するにつれ、エージェンシー・コストは増大し、超過リターンは小さくなると考えられる。よって、日本における機関投資家の役割および機能を考える際には、日本企業固有の株式所有構造を類型化した上で分析を行う必要がある。

本研究では、大口株主に着目して、その所有比率、所有形態によって類型化を行った上で、機関投資家による所有が企業価値に与える影響を分析する。機関投資家による所有の影響が、大口株主の「所有比率」によって異なる、ということ仮説1とし、機関投資家による所有の影響が、大口株主の「所有形態」によって異なる、ということ仮説2とする。大口株主による所有はエンタレチメント効果の作用によりエージェンシー・コストを発生させ、超過リターンにマイナスに作用することが予測される。一方で、機関投資家によるモニタリングが効果的に機能すれば、機関投資家の所有は投資家による期待エージェンシー・コストの削減をもたらす、超過リターンにプラスに作用することが予測される。

Ⅲ. 実証分析

1. リサーチデザイン

(1) 大口株主の類型化

分析にあたって、大口株主がどのような形態で経営権を掌握しているのかを特定し、株式所有構造を浮き彫りにするために、2つの軸を設定して類型化²⁾を行う。

第1に、「大口株主を特定するための所有比率」を設定する。これは株主総会における決議要件(会社法)に準拠して、「50%超所有」、「33.3%超50%以下所有」、「20%以上33.3%以下所有」、「20%未満(少数)」の計4つのカテゴリを設定する。

第2に、株主間の「資本関係の有無」を考慮した「大口株主の所有形態」の軸を設定する。所有形態に関しては、まず、「単独」所有と「複数」所有に分類する。「複数」所有に関しては、大口株主間の「資本関係の有無」を考慮して分類を行う。「単独」所有のケースの場合、創業者一族や親会社などが考えられる。「複数」所有のケースでは、集団所有に代表されるような、企業グループ、取引先企業などによる所有が考えられるが、このような大口株主は基本的に純投資者ではないと考える。このように、「単独」で所有しているのか、「資本関係あり」で複数所有しているのか、「資本関係なし」で複数所有しているのかの計3つのカテゴリを設定する。

上述した「2つの軸」を考慮した結果、株式所有構造として4つの「所有比率」と3つの「所有形態」に分割する。所有比率20%未満については区別せず、ベンチマークとし、 $3 \times 3 + 1$ の「10個のセル」を設定する。この「10個のセル」への分類にあたっては『東洋経済新報社 大株主データ』(上位第35位まで収録)を用いて、東証1部上場企業(金融業は除く)に対して分析対象期間(2003年4月から2007年3月)に該当する2003年3月末から2006年3月末の各年度末における各企業の株主データ合計7,421件を1社ごとに抽出・分類作業を行う。上述の類型化を行った結果、4年間所有構造に変化が見られず、必要なアブノーマルリターン

図表1 所有比率と所有形態による類型化

		所有形態			
		単独	資本関係あり	資本関係なし	
所有比率	50%超	セル1 銘柄数：115	セル2 銘柄数：102	セル3 銘柄数：74	小計 銘柄数：291
	33.3%超 50%以下	セル4 銘柄数：116	セル5 銘柄数：125	セル6 銘柄数：106	小計 銘柄数：347
	20%以上 33.3%以下	セル7 銘柄数：178	セル8 銘柄数：85	セル9 銘柄数：114	小計 銘柄数：377
		小計 銘柄数：409	小計 銘柄数：312	小計 銘柄数：294	ベンチマーク 銘柄数：613

(注) ベンチマークは、大口株主による所有が20%未満の銘柄

〔出所〕 筆者作成（以下の図表全て同じ）

(AR) および株主データ、財務指標等のデータが全て揃うサンプルは796銘柄であり、図表1のように各セルに分類された。なお、この類型化は相互排他的ではなく、重複を許容しているため、延べ1628銘柄が分類されることとなった³⁾。

(2) 変数の設定

まず個別銘柄のアブノーマルリターン ($AR_{i,t}$) を算出する。個別銘柄 i の月次実現リターン ($r_{i,t}$) と、マーケットモデルから推定される期待リターンとの差を計算し、12ヶ月累積したリターン (年率) を、ここでは $AR_{i,t}$ と定義する。マーケットモデルのベータには、分析対象期間直前の60ヶ月から推定されるベータを用いている。長期的な視点から効果を捉えるために、以下の分析で用いる AR は分析対象期間4年間の算術平均値である。本研究では、株式リターンに影響を与える経営者行動を反映する説明変数として、収益性の観点から総資産事業利益率 (ROA)、投資行動の観点から売上高設備投資比率 (CE) および売上高研究開発

費比率 (RD)、財務行動の観点から自己資本比率 (LEV)、配当行動の観点から株主配当還元率 (DIV) の5つを、2003年3月末時点のデータを用いて設定する。さらに、株式リターンに影響を与える要因としてFama-Frenchの3ファクターモデルに対応した簿価時価比率 ($BtoM$)、株式時価総額の対数値 ($LnCap$) に加え、機関投資家以外の所有が株式リターンに与える影響を排除する目的で、浮動株平均所有比率 ($FLOATa$)、浮動株所有比率の変化率 ($FLOATc$) の4つをコントロール変数として加えることにする。ここで、株主配当還元率 (DIV) は予想配当額に期末の発行済み株式総数を掛けた値を期末の株主資本で除したものであり、売上高設備投資比率 (CE) および売上高研究開発費比率 (RD) は各年度末における過去3年の算術平均値を用いている。これらの収益率や指標の算出には『Astra』のデータを用いている。機関投資家行動をみるにあたっては、説明変数として分析対象期間の機関投資家の平均所有水準 ($INSTa$)、所有比率の符号付きの変化率 ($INSTc$) を用いる。変数の符号は

以下のように予測する。機関投資家の所有はモニタリング効果などから追加的にエージェンシー・コストが削減される可能性があることから、符号はプラスを予測する。一方で、大口株主の存在はエンブレチメント効果などからエージェンシー・コストを増大させる可能性があることから、大口株主ダミーを用いた交差項に関してはマイナスの符号を予測する。総資産事業利益率 (ROA) に関しては、収益性の高さは AR にプラスに作用すると考えられるため、プラスの符号を予測する。自己資本比率 (LEV) に関しては、企業の成長段階では負債の調達により財務レバレッジを効かせ、設備投資や研究開発投資を行う可能性が高いことから、マイナスの符号を、売上高設備投資比率 (CE) や売上高研究開発費比率 (RD) については、企業によってどちらの投資行動を重視するかは経営戦略などによって分かれるであろうが、基本的にプラスの符号を予測する。株主配当還元率 (DIV) に関しては、優良な投資案件がある場合には配当によりキャッシュを社外流出させるよりは内部留保し成長戦略にまわした方が AR にプラスになる可能性が高いことから、符号はマイナスを予測する。簿価時価比率 ($BtoM$) に関しては、割安株効果の発現可能性からプラスの符号を予測する。株式時価総額の対数値 ($LnCap$) に関しては、時価総額の小さい企業を保有することの経営リスクなどが負の方向に作用するケースと時価総額の大きい優良株を保有することによる安全性がもたらす正の効果の両方が考えられるため、符号に関しては、プラスとマイナスの両方が予測される。浮動株比率 ($FLOAT$) に関しては、個人投資家などが機関投資家の投資行動を模倣する場合は機関投資家の AR に与える効果を更に強める

ため正の効果がある一方で、個人投資家のフリーライダー問題が生じると機関投資家が AR に与える正の効果を弱めるため、プラスとマイナスの両方の符号が予測される。上述した経営行動を表す説明変数に機関投資家所有を掛けた交差項に関しては、機関投資家の所有は企業の収益性や成長性を高める方向に作用する可能性があることから、上述した説明変数の符号と同様の結果を予測する。機関投資家所有比率および浮動株比率については、『東洋経済新報社大株主データ』を用いている。ここでいう機関投資家は外国人投資家、投資信託、年金信託の合計である⁴⁾。

(3) 記述統計量

本研究における目的変数であるアブノーマルリターン (AR) および、上述した企業のファンダメンタルズや経営者行動、機関投資家および浮動株の所有水準の大小および所有比率の変化を表す説明変数の記述統計量は図表2の通りである。サンプル数は796銘柄である。 AR および各説明変数の分布は、全体的に左右対称の正規分布の形状というよりは、正の方向に若干の歪みが観察される。株主配当還元率 (DIV) および売上高研究開発費比率 (RD) は相対的に正の方向にわずかに歪んでいる。また、浮動株比率水準の変化 ($FLOATc$) についてのみ負の方向に歪んでいる。

2. 単変量分析

機関投資家の所有水準および所有比率の変化の大小に対して、 AR および各説明変数が統計的に有意に異なるかを、大口株主の所有比率 (仮説1) および所有形態 (仮説2) の視点から、それぞれ単変量分析 (t検定) を用いて検

図表2 記述統計量

	平均	メディアン	第1五分位	第2五分位	第3五分位	第4五分位	標準偏差
アブノーマルリターン (<i>AR</i>)	0.490	0.184	-0.625	-0.052	0.469	1.255	1.830
総資産事業利益率 (<i>ROA</i>)	0.040	0.036	0.016	0.029	0.043	0.065	0.048
自己資本比率 (<i>LEV</i>)	0.430	0.419	0.249	0.359	0.478	0.618	0.214
株主配当還元率 (<i>DIV</i>)	0.013	0.012	0.006	0.011	0.014	0.019	0.009
売上高設備投資比率 (<i>CE</i>)	0.047	0.038	0.016	0.032	0.047	0.067	0.041
売上高研究開発費比率 (<i>RD</i>)	0.026	0.018	0.005	0.013	0.025	0.041	0.029
機関投資家所有比率水準 (<i>INST a</i>)	0.211	0.190	0.078	0.147	0.234	0.325	0.141
機関投資家所有比率変化 (<i>INST c</i>)	0.218	0.131	0.034	0.099	0.166	0.326	0.436
浮動株比率水準 (<i>FLOATa</i>)	0.216	0.204	0.111	0.176	0.234	0.315	0.111
浮動株比率変化 (<i>FLOATc</i>)	-0.041	-0.040	-0.104	-0.055	-0.026	0.013	0.086
簿価時価比率 (<i>BtoM</i>)	1.473	1.303	0.782	1.100	1.506	2.054	0.836
株式時価総額の対数値 (<i>LnCap</i>)	24.458	24.212	23.091	23.764	24.735	25.710	1.548

証する。その際に、機関投資家の所有水準が高い方から5分位し、上位2/5をlarge、下位2/5をsmallとし、その差を検定する。機関投資家の所有比率の変化に関しても同様にグループを分ける。結果は図表3および図表4に示したとおりである。

図表3および図表4より、所有が十分に分散された「ベンチマーク」企業に関しては、機関投資家の所有水準および変化の大小いずれについても全ての変数で有意な差が確認される。よって、分散化された所有構造においては、機関投資家の所有水準が大きくなるにつれて、あるいは所有比率の変化が大きくなるにつれて、*AR*が大きくなっているという正の関係がみられる。また、機関投資家の所有水準が大きくなるにつれて、収益性や配当行動、投資行動、企業規模は大きくなっており、正の影響を、逆に簿価時価比率には負の影響を与えていることがわかる。一方で、機関投資家の所有比率の変化が大きくなるほど、収益性や配当行動、投

資行動、企業規模には負の影響があり、簿価時価比率には正の影響がある。

図表3パネルAでは、大口株主の所有比率が異なる下で、機関投資家の所有比率水準の大小が各変数にどのような影響を与えているかを示している。大口株主所有比率「50%超」の水準では、総資産事業利益率 (*ROA*)、売上高設備投資比率 (*CE*)、株式時価総額の対数値 (*LnCap*) において、機関投資家の所有比率の大小によって有意な差が確認される。よって、機関投資家の所有比率水準が大きくなるにつれて、収益性、設備投資、企業規模に正の影響がある。大口株主所有比率「33.3%超50%以下」の水準では、アブノーマルリターン (*AR*)、総資産事業利益率 (*ROA*)、自己資本比率 (*LEV*)、売上高設備投資比率 (*CE*)、売上高研究開発費比率 (*RD*)、簿価時価比率 (*BtoM*)、株式時価総額の対数値 (*LnCap*) において、機関投資家の所有比率の大小によって有意な差が確認される。よって、機関投資家の

図表3 所有比率による単変量分析

パネルA<水準>

	50%超		33.3%超		20%以上		ベンチマーク	
	small	large	small	large	small	large	small	large
機関投資家所有比率 (INSTa)								
アブノーマルリターン (AR)	-0.275	0.081	0.068	0.603 *	0.233	0.435	0.298	0.742 ***
総資産事業利益率 (ROA)	0.049	0.088 ***	0.041	0.094 ***	0.041	0.077 ***	0.026	0.054 ***
自己資本比率 (LEV)	0.421	0.473	0.425	0.590 ***	0.416	0.531 ***	0.332	0.430 ***
株主配当還元率 (DIV)	0.017	0.019	0.014	0.017	0.014	0.016	0.013	0.015 **
売上高設備投資比率 (CE)	0.037	0.072 ***	0.042	0.058 **	0.051	0.065	0.043	0.067 ***
売上高研究開発費比率 (RD)	0.025	0.035	0.015	0.031 ***	0.018	0.028 **	0.021	0.037 ***
簿価時価比率 (BtoM)	1.180	1.010	1.540	1.100 ***	1.460	1.150 ***	1.630	1.050 ***
株式時価総額の対数値 (LnCap)	23.390	24.810 ***	23.260	24.340 ***	23.270	24.610 ***	23.630	25.810 ***

(注) 1) *** 1%有意水準, ** 5%有意水準, *10%有意水準

2) 数値は平均値

パネルB<変化>

	50%超		33.3%超		20%以上		ベンチマーク	
	small	large	small	large	small	large	small	large
機関投資家所有比率 (INSTc)								
アブノーマルリターン (AR)	-0.522	0.531 ***	-0.382	0.630 ***	-0.298	0.772 ***	0.057	1.395 ***
総資産事業利益率 (ROA)	0.085	0.051 ***	0.083	0.054 ***	0.078	0.041 ***	0.051	0.030 ***
自己資本比率 (LEV)	0.488	0.427 *	0.550	0.457 ***	0.528	0.420 ***	0.457	0.314 ***
株主配当還元率 (DIV)	0.023	0.014 ***	0.020	0.014 ***	0.018	0.013 **	0.015	0.012 ***
売上高設備投資比率 (CE)	0.057	0.049	0.059	0.048	0.062	0.055	0.062	0.047 *
売上高研究開発費比率 (RD)	0.031	0.020 *	0.026	0.021	0.027	0.021	0.037	0.022 ***
簿価時価比率 (BtoM)	0.970	1.310 ***	0.980	1.530 ***	1.070	1.590 ***	1.080	1.780 ***
株式時価総額の対数値 (LnCap)	24.040	23.860	24.150	23.350 ***	24.250	23.500 ***	25.380	23.800 ***

(注) 1) *** 1%有意水準, ** 5%有意水準, *10%有意水準

2) 数値は平均値

所有比率水準が大きくなるにつれて、株式リターンおよび収益性、財務行動、投資行動、企業規模に正の影響があり、簿価時価比率には負の影響がある。大口株主所有比率「20%以上33.3%以下」の水準では、総資産事業利益率 (ROA)、自己資本比率 (LEV)、売上高研究開発費比率 (RD)、簿価時価比率 (BtoM)、株式時価総額の対数値 (LnCap) において、機関投資家の所有比率の大小によって有意な差が確認される。よって、機関投資家の所有比率水準が大きくなるにつれて、収益性、財務行動、研究開発投資、企業規模に正の影響があり、簿価時

価比率には負の影響がある。

図表3パネルBでは、大口株主の所有比率が異なる下で、機関投資家の所有比率の変化の大小が各変数にどのような影響を与えているかを示している。アブノーマルリターン (AR)、総資産事業利益率 (ROA)、自己資本比率 (LEV)、株主配当還元率 (DIV)、簿価時価比率 (BtoM) について、大口株主所有比率の全てのカテゴリにおいて、機関投資家の所有比率の変化の大小によって有意な差が確認される。よって、機関投資家の所有比率の変化が大きく増加するほど、大口株主の所有比率の水準

図表4 所有形態による単変量分析

パネルA<水準>

	単独		資本関係あり		資本関係なし		ベンチマーク	
	small	large	small	large	small	large	small	large
機関投資家所有比率 (INSTa)								
アブノーマルリターン (AR)	0.168	0.592	-0.154	0.275	-0.001	0.550 *	0.298	0.742 ***
総資産事業利益率 (ROA)	0.044	0.086 ***	0.049	0.096 ***	0.041	0.066 ***	0.026	0.054 ***
自己資本比率 (LEV)	0.425	0.497 ***	0.460	0.610 ***	0.389	0.499 ***	0.332	0.430 ***
株主配当還元率 (DIV)	0.016	0.018	0.015	0.017	0.015	0.014	0.013	0.015 **
売上高設備投資比率 (CE)	0.048	0.068 **	0.041	0.069 ***	0.040	0.058 **	0.043	0.067 ***
売上高研究開発費比率 (RD)	0.020	0.029 **	0.021	0.031 *	0.017	0.022	0.021	0.037 ***
簿価時価比率 (BtoM)	1.330	1.050 ***	1.360	1.060 ***	1.430	1.390	1.630	1.050 ***
株式時価総額の対数値 (LnCap)	23.340	24.730 ***	23.780	24.470 ***	23.310	24.040 ***	23.630	25.810 ***

(注) 1) *** 1%有意水準, ** 5%有意水準, *10%有意水準

2) 数値は平均値

パネルB<変化>

	単独		資本関係あり		資本関係なし		ベンチマーク	
	small	large	small	large	small	large	small	large
機関投資家所有比率 (INSTc)								
アブノーマルリターン (AR)	-0.430	0.804 ***	-0.545	0.476 ***	-0.213	0.684 ***	0.057	1.395 ***
総資産事業利益率 (ROA)	0.083	0.046 ***	0.094	0.057 ***	0.064	0.038 ***	0.051	0.030 ***
自己資本比率 (LEV)	0.507	0.426 ***	0.566	0.505 **	0.489	0.407 ***	0.457	0.314 ***
株主配当還元率 (DIV)	0.021	0.013 ***	0.018	0.015	0.017	0.012 **	0.015	0.012 ***
売上高設備投資比率 (CE)	0.062	0.058	0.064	0.048	0.060	0.045	0.062	0.047 *
売上高研究開発費比率 (RD)	0.027	0.025	0.032	0.024	0.022	0.015	0.037	0.022 ***
簿価時価比率 (BtoM)	0.950	1.460 ***	0.920	1.540 ***	1.230	1.680 ***	1.080	1.780 ***
株式時価総額の対数値 (LnCap)	24.200	23.750 ***	24.190	23.630 ***	23.960	23.260 ***	25.380	23.800 ***

(注) 1) *** 1%有意水準, ** 5%有意水準, *10%有意水準

2) 数値は平均値

に関わらず、株式リターンおよび簿価時価比率には正の影響があり、逆に収益性、財務行動、配当行動には負の影響を与えていることがわかる。売上高研究開発費比率 (RD) については、大口株主所有比率「50%超」の水準で、機関投資家の所有比率の変化の大小によって有意な差が確認される。よって、大口株主が50%超所有する状況で、機関投資家の所有比率の変化が大きく増加するほど研究開発投資に負の影響がある。株式時価総額の対数値 (LnCap) については、大口株主所有比率「33.3%超50%以下」および「20%以上33.3%以下」の水準で、

機関投資家の所有比率の変化の大小によって有意な差が確認される。よって、大口株主が50%以下の比率で所有している企業に対して機関投資家の所有比率の変化が大きく増加するほど、企業規模に負の影響がある。

図表4パネルAでは、大口株主の所有形態が異なる下で、機関投資家の所有比率水準の大小が各変数にどのような影響を与えているかを示している。総資産事業利益率 (ROA)、自己資本比率 (LEV)、売上高設備投資比率 (CE)、株式時価総額の対数値 (LnCap) について、大口株主の所有形態の全てのカテゴリー

において、機関投資家の所有比率水準の大小によって有意な差が確認される。よって、機関投資家の所有比率水準が大きくなるにつれて、収益性、財務行動、設備投資、企業規模に正の影響がある。アブノーマルリターン (AR) については、大口株主が複数所有で「資本関係なし」の場合、機関投資家の所有比率水準の大小によって有意な差が確認される。よって、機関投資家の所有比率水準が大きくなるにつれて、複数の大口株主間に資本関係がない場合に、株式リターンに正の影響がある。売上高研究開発費比率 (RD) および簿価時価比率 ($BtoM$) については、大口株主が「単独」および複数所有で「資本関係あり」の場合に、機関投資家の所有比率水準の大小によって有意な差が確認される。よって、機関投資家の所有比率水準が大きくなるにつれて、大口株主が「単独」および「資本関係あり」で複数存在している場合に、研究開発投資には正の影響を、逆に簿価時価比率には負の影響を与えていることがわかる。

図表4 パネルBでは、大口株主の所有形態が異なる下で、機関投資家の所有比率の変化の大小が各変数にどのような影響を与えているかを示している。アブノーマルリターン (AR)、総資産事業利益率 (ROA)、自己資本比率 (LEV)、簿価時価比率 ($BtoM$)、株式時価総額の対数値 ($LnCap$) について、大口株主の所有形態の全ての 카테고리において、機関投資家の所有比率の変化の大小によって有意な差が確認される。よって、機関投資家の所有比率の変化が大きく増加するほど、大口株主の所有形態に関わらず、株式リターンおよび簿価時価比率に正の影響を与え、逆に収益性、財務行動、企業規模に負の影響を与えていることがわかる。株主配当還元率 (DIV) については、大口

株主が「単独」および複数所有で「資本関係なし」の場合に、機関投資家の所有比率の変化の大小によって有意な差が確認される。よって、機関投資家の所有比率の変化が大きく増加するほど、大口株主が「単独」および複数所有で「資本関係なし」の場合に、配当行動に負の影響がある。

以上の結果をまとめると、機関投資家の所有比率水準が大きい企業は、所有比率水準が小さい企業よりも収益性が高く、財務体質が健全であり、設備投資や研究開発投資を積極的に行う企業であることが示唆される。また、PBR (株価純資産倍率) が高く時価総額の大きい企業を機関投資家は所有していることが示唆される。一方で、機関投資家の所有比率の変化が大きく増加している企業は、所有比率の変化が減少、あるいはわずかしか増加していない企業よりも収益性が低く、財務体質や配当水準が見劣りする企業であり、PBR (株価純資産倍率) が低く、時価総額が比較的小さい企業であることが示唆される。よって、機関投資家は比較的規模の大きい優良企業を所有しており、また、割安感のある、ファンダメンタルズが将来的に改善していくような、比較的規模の小さい企業の所有を大幅に増加させている。

3. 回帰分析

大口株主が存在するときに、機関投資家の所有が AR にどのような影響を与えているかについて回帰分析を用いて検証する。ここでは、所有構造の直接的効果⁵⁾ および間接的効果⁶⁾ を探るために、大口株主に関して所有比率ダミー、所有形態ダミーという2種類のダミー変数を設定する。まず、大口株主の異なる所有構造の下で、機関投資家の所有による AR に与

える影響がどのように異なるかをみるために、機関投資家所有比率水準 ($INSTa$) および機関投資家所有比率の変化 ($INSTc$) に大口株主所有比率ダミー、大口株主所有形態ダミーを掛けた変数を作成する。これは、大口株主による特定の所有構造の下で、機関投資家の所有によって影響を受ける超過リターンの大きさを推計するためである。分析対象期間4年間の AR の平均値を被説明変数とし、総資産事業利益率 (ROA)、自己資本比率 (LEV)、株主配当還元率 (DIV)、売上高設備投資比率 (CE)、売上高研究開発費比率 (RD)、簿価時価比率 ($BtoM$)、株式時価総額の対数値 ($LnCap$)、機関投資家比率の水準 ($INSTa$)、機関投資家比率の変化 ($INSTc$)、機関投資家比率の水準 ($INSTa$) および機関投資家比率の変化 ($INSTc$) に所有比率ダミー、所有形態ダミーをそれぞれ掛けたもの、浮動株比率の水準 ($FLOATa$)、浮動株比率の変化 ($FLOATc$) をそれぞれ説明変数とする回帰分析を行う。回帰式は以下の通りである。

$$AR_i = \alpha + \beta INST_i + \sum_j \gamma_j X_{i,j} + \sum_k \delta_k INST_{i,k} D_k + \sum_l \eta_l Y_{i,l} + \varepsilon$$

ここで、 AR_i は企業*i*のアブノーマルリターン、 $INST_i$ は企業*i*の機関投資家所有比率、 $X_{i,j}$ は企業*i*の経営行動を表す変数*j*、 D_k はダミー変数、 $Y_{i,l}$ は企業*i*のコントロール変数*l*、 α 、 β 、 γ_j 、 δ_k 、 η_l はそれぞれ回帰係数を表す。仮説1、仮説2を検証するために、セルダミーをそれぞれ3つに統合して、それぞれ大口株主所有比率ダミー、大口株主所有形態ダミーを次のように設定する。

仮説1：

セル1、2、3のとき、 $D(1,2,3) = 1$ 、それ以外のとき0

セル4、5、6のとき、 $D(4,5,6) = 1$ 、それ以外のとき0
セル7、8、9のとき、 $D(7,8,9) = 1$ 、それ以外のとき0
仮説2：

セル1、4、7のとき、 $D(1,4,7) = 1$ 、それ以外のとき0

セル2、5、8のとき、 $D(2,5,8) = 1$ 、それ以外のとき0

セル3、6、9のとき、 $D(3,6,9) = 1$ 、それ以外のとき0

回帰結果は図表5に示した通りである。パネルAおよびBでは、大口株主の異なる所有構造の下で、機関投資家の所有比率水準および所有比率の変化が AR に与える影響がどのように異なるかをみるために、大口株主所有比率ダミーを用いて示している。機関投資家の所有水準 ($INSTa$) および所有比率の変化 ($INSTc$) は AR に有意にプラスに作用しているが、大口株主の所有の影響を考慮した、パネルAの $INSTa * 大口株主所有比率ダミー$ およびパネルBの $INSTc * 大口株主所有比率ダミー$ をみると、双方で係数の符号は全てマイナスとなっている。統計上有意にマイナスとなっているのはパネルBの大口株主所有比率ダミーである。機関投資家の所有比率の変化は AR に有意にプラスとなっているのに対して、大口株主の存在が AR に有意にマイナスに作用することを示している。よって、機関投資家の投資対象企業に大口株主が存在する場合は、超過リターンが小さくなる。

パネルCおよびDでは、大口株主の異なる所有構造の下で、機関投資家の所有比率水準および所有比率の変化が AR に与える影響がどのように異なるかをみるために、大口株主所有形態ダミーを用いて示している。機関投資家の所有水準 ($INSTa$) および所有比率の変化 ($INSTc$) は AR に有意にプラスに作用しているが、大口株主の所有の影響を考慮した、パネ

図表5 回帰分析結果(1)

大口株主所有比率と機関投資家所有比率の回帰結果(仮説1)

<パネル A: 機関投資家の平均所有比率水準>

	係数	t 値	prob
総資産事業利益率 (ROA)	6.265	3.961	***
自己資本比率 (LEV)	-2.315	-6.801	***
株主配当還元率 (DIV)	-6.668	-0.905	
売上高設備投資比率 (CE)	0.872	0.572	
売上高研究開発費比率 (RD)	-1.648	-0.701	
簿価時価比率 (BtoM)	0.803	8.672	***
株式時価総額の対数値 (LnCap)	-0.078	-1.245	
機関投資家比率 (INSTa)	2.878	4.722	***
INSTa*D(1,2,3)	-1.272	-1.349	
INSTa*D(4,5,6)	-0.858	-1.054	
INSTa*D(7,8,9)	-1.018	-1.369	
浮動株比率 (FLOATa)	-1.458	-1.892	*
切片	1.831	1.163	
標本数		796	
調整済み R ²		15.02%	
Durbin-Watson stat		1.731	
F-statistic		12.711	
Prob (F-statistic)		0.000	

(注) *** 1%有意水準, ** 5%有意水準, *10%有意水準

<パネル B: 機関投資家所有比率の変化率>

	係数	t 値	prob
総資産事業利益率 (ROA)	4.844	3.311	***
自己資本比率 (LEV)	-1.429	-4.439	***
株主配当還元率 (DIV)	-2.654	-0.387	
売上高設備投資比率 (CE)	-0.002	-0.001	
売上高研究開発費比率 (RD)	-2.437	-1.136	
簿価時価比率 (BtoM)	0.612	6.987	***
株式時価総額の対数値 (LnCap)	0.159	3.416	***
機関投資家比率 (INSTc)	2.020	6.985	***
INSTc*D(1,2,3)	-1.587	-2.372	**
INSTc*D(4,5,6)	-1.596	-4.246	***
INSTc*D(7,8,9)	-1.933	-6.218	***
浮動株比率 (FLOATc)	-6.151	-9.131	***
切片	-4.289	-3.675	***
標本数		796	
調整済み R ²		26.48%	
Durbin-Watson stat		1.735	
F-statistic		24.866	
Prob (F-statistic)		0.000	

(注) *** 1%有意水準, ** 5%有意水準, *10%有意水準

大口株主所有形態と機関投資家所有比率の回帰結果(仮説2)

<パネル C: 機関投資家の平均所有比率水準>

	係数	t 値	prob
総資産事業利益率 (ROA)	6.273	3.969	***
自己資本比率 (LEV)	-2.272	-6.597	***
株主配当還元率 (DIV)	-6.969	-0.948	
売上高設備投資比率 (CE)	0.916	0.604	
売上高研究開発費比率 (RD)	-1.932	-0.819	
簿価時価比率 (BtoM)	0.802	8.663	***
株式時価総額の対数値 (LnCap)	-0.080	-1.282	
機関投資家比率 (INSTa)	2.909	4.770	***
INSTa*D(1,4,7)	-0.661	-0.927	
INSTa*D(2,5,8)	-1.515	-1.705	*
INSTa*D(3,6,9)	-1.187	-1.296	
浮動株比率 (FLOATa)	-1.420	-1.846	*
切片	1.867	1.185	
標本数		796	
調整済み R ²		15.09%	
Durbin-Watson stat		1.734	
F-statistic		12.771	
Prob (F-statistic)		0.000	

(注) *** 1%有意水準, ** 5%有意水準, *10%有意水準

<パネル D: 機関投資家所有比率の変化率>

	係数	t 値	prob
総資産事業利益率 (ROA)	4.721	3.229	***
自己資本比率 (LEV)	-1.410	-4.390	***
株主配当還元率 (DIV)	-2.716	-0.398	
売上高設備投資比率 (CE)	0.027	0.019	
売上高研究開発費比率 (RD)	-2.515	-1.177	
簿価時価比率 (BtoM)	0.607	6.954	***
株式時価総額の対数値 (LnCap)	0.171	3.620	***
機関投資家比率 (INSTc)	2.119	7.254	***
INSTc*D(1,4,7)	-0.947	-1.998	**
INSTc*D(2,5,8)	-2.104	-6.424	***
INSTc*D(3,6,9)	-1.845	-5.226	***
浮動株比率 (FLOATc)	-6.031	-8.946	***
切片	-4.597	-3.890	***
標本数		796	
調整済み R ²		26.95%	
Durbin-Watson stat		1.740	
F-statistic		25.438	
Prob (F-statistic)		0.000	

(注) *** 1%有意水準, ** 5%有意水準, *10%有意水準

ル C の $INSTa*$ 大口株主所有形態ダミーおよびパネル D の $INSTc*$ 大口株主所有形態ダミーをみると、双方で係数の符号は全てマイナスとなっている。統計上有意にマイナスとなっているのは、パネル C における $INSTa*D(2,5,8)$ であり、これは複数の大口株主が「資本関係あり」で存在する場合に、機関投資家の所有が AR に与える影響を示している。よって、資本関係がある複数の大口株主が存在する場合は、超過リターンが小さくなる。パネル D では、機関投資家所有比率の変化は大口株主の所有形態全てのカテゴリーにおいて統計上有意にマイナスとなっており、大口株主が「単独」あるいは「複数」存在する場合、超過リターンが小さくなる。

以上の回帰結果から、平均的に機関投資家の所有や所有比率の変化は正の AR を生み出す。しかし、機関投資家が所有比率を高めようとする企業に大口株主が存在する場合には、超過リターンが小さくなることが示唆される。とりわけ、機関投資家が所有している企業に、資本関係のある大口株主が複数存在すると、超過リターンが小さくなる。

次に、機関投資家が所有することによって、企業の経営行動がどのように変化して株式リターンに影響を与えると市場参加者が期待しているかを考慮して検証を行う。これにより、機関投資家の所有が経営行動を通して AR に与える間接的経路と、それ以外の直接的経路に分けて捉えることができる。大口株主の所有比率(仮説 1)については「50%超」, 「33.3%超50%未満」, 「20%以上33.3%以下」それぞれについて、大口株主の所有形態(仮説 2)については「単独」, 複数所有で「資本関係あり」, 複数所有で「資本関係なし」それぞれについて回

帰分析を行う。その際に、経営者行動を反映する、収益性、財務行動、配当行動、投資行動を表す説明変数に機関投資家所有比率 ($INSTa$ および $INSTc$) を掛けることにより、ある特定の大口株主の所有の下で、機関投資家による所有と経営行動の相互作用を推計し、機関投資家の所有水準やその変化がどのような経路を通じて AR に影響を与えているかを検証する。回帰式は以下の通りである。

$$AR_i = \alpha + \beta INST_i + \sum_j \gamma_j X_{i,j} + \sum_k \delta_k X_{i,k} INST_{i,k} + \sum_l \eta_l Y_{i,l} + \varepsilon$$

ここで、 AR_i は企業 i のアブノーマルリターン、 $INST_i$ は企業 i の機関投資家所有比率、 $X_{i,j}$ は企業 i の経営行動を表す変数 j 、 $Y_{i,l}$ は企業 i のコントロール変数 l 、 $\alpha, \beta, \gamma_j, \delta_k, \eta_l$ はそれぞれ回帰係数を表す。

機関投資家所有と大口株主の所有比率(仮説 1) に関しての回帰結果は図表 6-1 のパネル A および図表 6-2 のパネル B に示されている。

パネル A より、大口株主の所有比率が「20%以上33.3%以下」の場合にのみ、機関投資家の所有水準 ($INSTa$) が AR にプラスで有意となっている。それ以外のカテゴリーでは機関投資家の所有は市場評価に直接的な影響を与えない。大口株主が「50%超」所有の場合には、 $CE*INSTa$ の符号がマイナスで有意なことから、機関投資家の所有水準が高いほど設備投資が市場では低く評価されている。一方で、大口株主が「33.3%超50%以下」の比率で所有する場合には、 $CE*INSTa$ の符号がプラスで有意なことから、機関投資家の所有水準が高いほど設備投資が市場では高く評価されている。大口株主が「20%以上33.3%以下」の比率で所

有する場合には、 $LEV*INSTa$ の符号がマイナスで有意なことから、機関投資家の所有水準が高いほど負債を調達する企業を市場では高く評価している。以上のことから、大口株主が33.3%超所有している状況では機関投資家の所有水準が高いほど設備投資の増減を通じて AR に影響を与え、大口株主の所有比率が33.3%以下の場合においては、財務行動を通じて AR に影響を与えていることが示唆される。

パネル B より、機関投資家の所有比率の変化に関しては、大口株主が「50%超」所有している場合には、機関投資家が所有比率を高める ($INSTc$) ことは市場評価に影響を与えない。大口株主の所有比率が50%以下の水準の場合に、機関投資家が所有比率を高める ($INSTc$) ことは AR に有意にプラスとなる。大口株主の所有比率が「33.3%超50%以下」の水準では、 $RD*INSTc$ の符号がプラスで有意なことから、機関投資家が所有比率を高めるほど研究開発投資が市場では高く評価されている。大口株主の所有比率が「20%以上33.3%以下」の水準では、 $DIV*INSTc$ および $RD*INSTc$ の符号がマイナスで有意なことから、機関投資家が所有比率を高めるほど配当や研究開発を行う企業が市場では低く評価されている。一方で、 $ROA*INSTc$ の符号がプラスで有意なことから、機関投資家が所有比率を高めるほど、資産効率を高め収益性を上げる企業が市場では高く評価されている。以上のことから、大口株主が既に過半数を所有している企業に対し機関投資家が投資比率を高めることは市場評価に影響を与えないが、大口株主の所有比率が「33.3%超50%以下」の水準では研究開発投資を積極的に行う企業を市場は高く評価し、大口株主の所有比率が「20%以上33.3%以下」の水準では配当

や研究開発投資に資金を使うよりも資産効率を高め収益性を上げる企業を市場は高く評価している。

機関投資家所有と大口株主の所有形態（仮説2）に関しての回帰結果は図表6-3のパネルCおよび図表6-4のパネルDに示されている。

パネル C より、機関投資家の所有水準 ($INSTa$) に関しては、大口株主が「資本関係なし」で複数所有している場合にプラスで有意となる。大口株主が「単独」で存在する場合は、 $DIV*INSTa$ の符号がマイナスで有意なことから、機関投資家の所有水準が高いほど、配当を行う企業を市場は低く評価している。大口株主が複数所有で「資本関係あり」の場合は、 $CE*INSTa$ の符号がプラスで有意なことから、機関投資家の所有水準が高いほど、設備投資を行う企業が市場では高く評価されている。大口株主が複数所有で「資本関係なし」の場合は、 $ROA*INSTa$ の符号がプラスで有意、 $DIV*INSTa$ および $CE*INSTa$ の符号がマイナスで有意なことから、機関投資家の所有水準が高いほど、配当や設備投資を行う企業が市場では低く評価されている一方で、資産効率を高め収益性を上げる企業を市場は高く評価している。以上のことから、大口株主が「単独」あるいは「資本関係あり」で複数所有している場合、機関投資家の所有水準が高いほど、配当行動や設備投資を通じて AR に影響を与えていることが示唆される。一方、大口株主が「資本関係なし」で複数所有している場合には、機関投資家の所有水準が高いほど、収益性が高く、配当や設備投資を積極的に行わないことが市場評価を高めていることが示唆される。

パネル D より、機関投資家の所有比率の変

図表6-1 回帰分析結果(2)

大口株主所有比率と機関投資家所有比率の回帰結果 (仮説1)

<パネルA: 機関投資家の平均所有比率水準>

	50%超			33.3%超			20%以上			ベンチマーク		
	係数	t 値	prob	係数	t 値	prob	係数	t 値	prob	係数	t 値	prob
総資産事業利益率 (ROA)	-13.277	-1.523		2.026	0.269		4.818	0.689		11.054	1.938 *	
自己資本比率 (LEV)	-1.382	-0.710		-2.162	-1.625		-0.266	-0.217		-2.204	-2.229 **	
株主配当還元率 (DIV)	20.928	0.974		40.257	1.321		0.333	0.011		-4.667	-0.238	
売上高設備投資比率 (CE)	23.864	1.834 *		-19.874	-2.246 **		-0.242	-0.033		9.586	2.103 **	
売上高研究開発費比率 (RD)	-17.353	-1.697 *		14.273	0.946		2.795	0.274		1.352	0.188	
機関投資家比率 (INSTa)	6.010	1.337		-0.311	-0.079		6.683	1.815 *		5.847	2.773 ***	
ROA*INSTa	87.349	1.387		-6.985	-0.216		38.971	1.365		-22.364	-1.265	
LEV*INSTa	-4.004	-0.421		-0.321	-0.057		-11.882	-2.065 **		0.335	0.094	
DIV*INSTa	-163.938	-1.583		-138.745	-1.171		-124.099	-0.957		-29.236	-0.394	
CE*INSTa	-157.276	-1.816 *		130.986	2.887 ***		-7.132	-0.227		-33.576	-1.995 **	
RD*INSTa	48.383	1.481		-15.635	-0.233		-25.459	-0.484		-19.101	-0.817	
浮動株比率 (FLOATa)	-4.797	-1.124		-2.495	-1.085		-3.310	-1.679 *		-1.969	-1.591	
簿価時価比率 (BtoM)	0.381	1.091		0.696	3.316 ***		0.750	3.710 ***		0.806	5.496 ***	
株式時価総額の対数値 (LnCap)	-0.055	-0.262		-0.133	-0.849		-0.139	-0.843		-0.141	-1.546	
切片	1.745	0.317		3.292	0.817		3.022	0.708		2.976	1.278	
標本数	68			112			140			441		
調整済み R ²	2.09%			20.80%			16.80%			14.72%		
Durbin-Watson stat	1.683			2.301			1.867			1.631		
F-statistic	1.102			3.082			3.003			6.427		
Prob (F-statistic)	0.378			0.001			0.001			0.000		

(注) 1) ベンチマークは大口株主所有比率20%未満

2) *** 1%有意水準, ** 5%有意水準, *10%有意水準

化 (INSTc) に関しては、大口株主が「単独」所有している場合にのみ、プラスで有意となる。経営行動を表す変数についても統計上有意となっているのは大口株主が「単独」所有している場合のみである。大口株主が「単独」所有の場合、ROA*INSTc および RD*INSTc の符号がプラスで有意である。一方で、LEV*INSTc の符号はマイナスで有意となっている。以上のことから、大口株主が「単独」所有している場合、機関投資家が所有比率を高め

るほど、収益性が高く、研究開発投資を行い、負債による資金調達を行う企業を市場は高く評価していることが示唆される。一方で、複数の大口株主が所有している企業に対して機関投資家が投資比率を高めることは得策ではないことが示唆される。

最後に、「ベンチマーク」である十分に分散化された企業に関してしてみると、機関投資家の所有 (INSTa) および機関投資家の所有比率の変化 (INSTc) はいずれも符号がプラスで

図表6-2 回帰分析結果(2)

大口株主所有比率と機関投資家所有比率の回帰結果 (仮説1)

<パネルB: 機関投資家所有比率の変化率>

	50%超			33.3%超			20%以上			ベンチマーク		
	係数	t 値	prob	係数	t 値	prob	係数	t 値	prob	係数	t 値	prob
総資産事業利益率 (ROA)	-4.149	-0.75		11.339	2.597 **		1.014	0.196		2.379	0.633	
自己資本比率 (LEV)	-1.149	-0.89		-1.301	-1.472		-1.927	-2.678 ***		-0.745	-1.383	
株主配当還元率 (DIV)	16.581	1.04		1.588	0.066		11.375	0.587		20.393	1.581	
売上高設備投資比率 (CE)	-1.474	-0.15		6.133	1.351		-3.759	-0.799		0.806	0.258	
売上高研究開発費比率 (RD)	-3.604	-0.59		-11.281	-1.335		8.639	1.426		-3.094	-0.884	
機関投資家比率 (INSTc)	0.017	0.01		2.098	1.912 *		1.123	2.469 **		2.849	5.541 ***	
ROA*INSTc	20.759	0.71		-19.035	-1.327		47.495	2.634 ***		10.212	0.899	
LEV*INSTc	-2.202	-0.55		-5.001	-1.647		1.337	0.570		2.184	1.876 *	
DIV*INSTc	97.554	1.06		90.967	1.016		-151.069	-2.859 ***		-111.373	-2.751 ***	
CE*INSTc	0.389	0.01		-14.803	-0.737		10.894	0.679		1.881	0.172	
RD*INSTc	45.230	0.86		107.226	3.716 ***		-54.364	-3.117 ***		-31.311	-1.654 *	
浮動株比率 (FLOATc)	-4.943	-2.13 **		-5.048	-2.802 ***		-4.584	-3.225 ***		-6.720	-6.435 ***	
簿価時価比率 (BtoM)	0.093	0.24		0.646	3.402 ***		0.496	2.467 **		0.617	4.459 ***	
株式時価総額の対数値 (LnCap)	0.067	0.40		0.121	0.978		0.170	1.545		0.185	2.637 ***	
切片	-1.500	-0.37		-4.160	-1.411		-4.217	-1.579		-5.533	-3.103 ***	
標本数		68			112			140			441	
調整済み R ²		3.81%			35.19%			26.82%			27.90%	
Durbin-Watson stat		1.306			2.061			1.649			1.682	
F-statistic		1.190			5.304			4.639			13.160	
Prob (F-statistic)		0.310			0.000			0.000			0.000	

(注) 1) ベンチマークは大口株主所有比率20%未満

2) *** 1%有意水準, ** 5%有意水準, *10%有意水準

有意となっている。機関投資家の所有水準に関してはパネル A より、CE*INSTa で符号がマイナスで有意となっている。機関投資家の所有比率の変化に関してはパネル B より、LEV*INSTc で符号がプラスで有意、DIV*INSTc、CE*INSTc および RD*INSTc で符合がマイナスで有意となっている。以上のことから、十分に分散化された企業に対して機関投資家の所有水準が高いことや投資比率を高

めることは市場から高く評価される。また、機関投資家の所有水準が高いほど設備投資を行う企業が市場から低く評価され、機関投資家の所有比率が高まると、配当や設備投資、研究開発投資で資金を外部流出させず、かつ財務体質が健全な企業が市場から高く評価されている。第Ⅲ章「変数の設定」で予測した説明変数の符号と検証結果は概ね一致している。

図表6-3 回帰分析結果(2)

大口株主所有形態と機関投資家所有比率の回帰結果 (仮説2)

<パネルC: 機関投資家の平均所有比率水準>

	単独			資本関係あり			資本関係なし			ベンチマーク		
	係数	t 値	prob	係数	t 値	prob	係数	t 値	prob	係数	t 値	prob
総資産事業利益率 (ROA)	-1.966	-0.304		-2.330	-0.328		1.106	0.142		11.054	1.938 *	
自己資本比率 (LEV)	-1.804	-1.384		-1.533	-1.179		-1.002	-0.717		-2.204	-2.229 **	
株主配当還元率 (DIV)	36.366	1.764 *		-20.691	-0.527		-11.452	-0.529		-4.667	-0.238	
売上高設備投資比率 (CE)	2.889	0.354		-19.264	-2.461 **		14.024	1.686 *		9.586	2.103 **	
売上高研究開発費比率 (RD)	0.216	0.031		16.936	1.580		3.748	0.302		1.352	0.188	
機関投資家比率 (INSTa)	4.115	1.247		-1.569	-0.508		10.886	2.784 ***		5.847	2.773 ***	
ROA*INSTa	31.119	0.963		3.872	0.143		65.909	1.952 *		-22.364	-1.265	
LEV*INSTa	-2.405	-0.389		-2.936	-0.491		-4.118	-0.509		0.335	0.094	
DIV*INSTa	-193.955	-1.698 *		111.395	0.751		-257.636	-2.627 **		-29.236	-0.394	
CE*INSTa	-26.802	-0.577		100.972	3.168 ***		-81.149	-1.758 *		-33.576	-1.995 **	
RD*INSTa	24.339	1.177		-39.129	-0.811		-88.465	-1.329		-19.101	-0.817	
浮動株比率 (FLOATa)	-3.931	-2.026 **		-4.467	-1.918 *		1.581	0.900		-1.969	-1.591	
簿価時価比率 (BtoM)	0.623	3.069 ***		0.817	3.903 ***		0.524	2.684 ***		0.806	5.496 ***	
株式時価総額の対数値 (LnCap)	-0.191	-1.345		0.135	0.721		0.130	0.826		-0.141	-1.546	
切片	4.804	1.322		-2.446	-0.517		-4.619	-1.159		2.976	1.278	
標本数		151			85			115			441	
調整済み R ²		10.88%			29.97%			22.47%			14.72%	
Durbin-Watson stat		1.673			2.200			1.914			1.631	
F-statistic		2.309			3.567			3.360			6.427	
Prob (F-statistic)		0.007			0.000			0.000			0.000	

(注) 1) ベンチマークは大口株主所有比率20%未満

2) *** 1%有意水準, ** 5%有意水準, *10%有意水準

図表6-4 回帰分析結果(2)

大口株主所有形態と機関投資家所有比率の回帰結果 (仮説2)

<パネルD: 機関投資家所有比率の変化率>

	単独			資本関係あり			資本関係なし			ベンチマーク		
	係数	t値	prob	係数	t値	prob	係数	t値	prob	係数	t値	prob
総資産事業利益率 (ROA)	0.577	0.159		0.819	0.179		14.641	2.878 ***		2.379	0.633	
自己資本比率 (LEV)	-0.560	-0.664		-2.091	-2.324 **		-1.493	-1.439		-0.745	-1.383	
株主配当還元率 (DIV)	14.787	1.301		3.739	0.152		-15.010	-0.738		20.393	1.581	
売上高設備投資比率 (CE)	-0.452	-0.100		7.572	1.457		-3.626	-0.594		0.806	0.258	
売上高研究開発費比率 (RD)	-2.998	-0.626		8.256	0.823		-0.334	-0.052		-3.094	-0.884	
機関投資家比率 (INSTc)	3.652	1.782 *		0.160	0.241		1.035	1.134		2.849	5.541 ***	
ROA*INSTc	46.247	2.636 ***		5.475	0.195		-3.123	-0.215		10.212	0.899	
LEV*INSTc	-8.118	-2.455 **		-0.867	-0.170		-1.613	-0.676		2.184	1.876 *	
DIV*INSTc	-87.944	-1.590		35.528	0.189		-46.749	-1.152		-111.373	-2.751 ***	
CE*INSTc	-0.063	-0.004		-31.632	-1.144		19.287	1.056		1.881	0.172	
RD*INSTc	68.983	3.037 ***		-13.048	-0.303		-18.586	-1.256		-31.311	-1.654 *	
浮動株比率 (FLOATc)	-6.258	-4.214 ***		-3.862	-2.226 **		-4.642	-2.797 ***		-6.720	-6.435 ***	
簿価時価比率 (BtoM)	0.365	1.957 *		0.766	3.321 ***		0.564	2.926 ***		0.617	4.459 ***	
株式時価総額の対数値 (LnCap)	0.058	0.584		0.271	1.732 *		0.175	1.450		0.185	2.637 ***	
切片	-2.191	-0.900		-7.082	-1.857 *		-4.603	-1.611		-5.533	-3.103 ***	
標本数	151			85			115			441		
調整済み R ²	33.74%			24.18%			20.74%			27.90%		
Durbin-Watson stat	1.658			2.031			1.819			1.682		
F-statistic	6.455			2.913			3.130			13.160		
Prob (F-statistic)	0.000			0.002			0.000			0.000		

(注) 1) ベンチマークは大口株主所有比率20%未満

2) *** 1%有意水準, ** 5%有意水準, *10%有意水準

IV. 結論

本研究では、大口株主が存在するような株式所有構造の下で、機関投資家の所有比率水準および所有比率の変化が株式リターンにどのような影響を与えているのかを検証した。分析の結果、機関投資家の所有比率水準が高いことや機関投資家が所有比率を高めることは収益性、財務行動、配当行動、投資行動といった経営者行動を経由して株式リターンに正の効果を与えるが、その正の効果をお口株主の存在が低下させ

る方向に作用していることが明らかとなった。一方で、株式所有が分散化された企業における機関投資家の所有は、財務行動や配当行動、投資行動を通じて、株式リターンを向上させることが確認された。

特に、株式持ち合いに代表されるような、セル2, 5, 8のように、複数の資本関係のある大口株主が存在する企業に対しては、機関投資家が所有していることも、所有比率を高めることも得策ではないことが実証された。よって、このような所有構造にある企業に機関投資家が投資することは、ガバナンスによる経営への規

律付けに限界があると考えられ、投資効率の優れた投資対象ではないことが示唆される。日本の経営者は株式の持ち合いを暗黙の了解とし、経営にとってプラスと解釈している向きもあるが、一方で、経営上、非効率な面が改善されず、海外の同業他社と比べて収益力で見劣りする企業も少なくない。我が国では、創業一族や親会社による大口所有だけでなく、株式持ち合いやグループ会社による安定所有などを通じた集团的大口所有も存在する。これらの大口株主は、純粋投資家である機関投資家とは異なる固有の利害を有している。機関投資家のような、事業上の取引関係を持たない外部株主によるモニタリングが経営者に与える影響は、株式が分散所有され大口株主が存在しない企業と、固有の利害を持つ大口株主が存在する企業では、異なると考えられ、それがエージェンシー・コストの相違をもたらすひとつの要因として考えられる。安定株主による大口所有が経営者の努力インセンティブを低下させ、経営者が投資家の利害と一致しないような経営行動をとる可能性が高まれば、エージェンシー・コストは増大し、株式リターンを低める方向に作用してしまうことになる。

近年、比較的優良な中堅企業がMBOにより株式市場から退出する一方で、業界再編や競争力強化、買収防衛などを意図した大手優良企業同士の経営統合、優良子会社に対する親会社のTOBによる完全子会社化などが散見される。経済環境の変化に対応した資本政策のなかで、企業の株式所有構造は今後どのように変容していくのであろうか。純粋に投資収益を追求する外部株主としての機関投資家は、投資対象企業のファンダメンタルズや経営行動だけに着目するのではなく、株式所有構造という機関投資家

の投資成果に影響を与える要因にも配慮し、自らの投資行動が市場評価を高める企業を選別する必要がある。

注

- 1) 内部者所有の水準が高い場合には、外部からの規律付けが効きにくく、経営者は安定的な経営を維持し、保守的な傾向を強める。また、経営者が固有の利害を追求する傾向が強くなる。この結果、企業業績・価値に対して負の影響を与えることをエントレンチメント効果 (Morck, Shleifer and Vishny [1988]) という。
- 2) 類型化の詳細については山田・蜂谷 [2010] を参照。
- 3) 本研究における分析において、類型化した大口株主と機関投資家の重複はない。
- 4) 本研究では諏訪部 [2006] などの先行研究などで用いられている機関投資家持株比率に準拠し、純粋に投資リターンを追求すると考えられる機関投資家として、東洋経済新報社の大株主データより、外国人投資家、投資信託、年金信託の保有比率の合計を用いている。
- 5) 直接効果とは、特定の所有構造を持つことによって生じる超過リターンへの影響をいう。すなわち、特定の所有構造をもつこと自体が投資家の期待形成に影響を与え、その所有構造固有の株式リターンが発生することを指している。例えば、機関投資家による所有の増加が、投資家による期待エージェンシー・コストの削減をもたらし、企業価値の増加をもたらすことなどが挙げられる。詳細については蜂谷 [2003] を参照。
- 6) 間接効果とは、特定の所有構造を持つために特徴的な経営行動をとり、その経営行動を通して生じる超過リターンへの影響をいう。具体的には、株式所有構造の変化によって、経営者が企業の投資行動や財務行動を変更することが予想され、そのような経営行動を經由して企業価値に影響を与えることを指している。詳細については蜂谷 [2003] を参照。

参考文献

- 大村敬一・首藤恵・増子信 [2001] 「機関投資家の役割とコーポレートガバナンス—機関投資家によるコーポレートガバナンスに関するアンケート調査結果から—」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』60 December 2001, pp.5-42.
- 諏訪部貴嗣 [2006] 「株主価値を向上させる配当政策」『証券アナリストジャーナル』44, pp. 34-47.

- 西崎健司・倉澤資成 [2003]「株式保有構成と企業価値—コーポレート・ガバナンスに関する一考察—」日本銀行金融研究所『金融研究』22別冊, pp.161-199.
- 新田敬祐 [2000]「株式持合と企業経営—株主構成の影響に関する実証分析—」『証券アナリストジャーナル』38, pp.72-93.
- 蜂谷豊彦 [2003]「株式所有構造と企業価値」『會計』163(4), pp.39-53.
- 山田隆・蜂谷豊彦 [2010]「株式所有構造と株式リターン—大口株主による所有の影響—」公益財団法人日本証券経済研究所『証券経済研究』72, pp.141-153.
- Black, B.S. [1992], "Agents watching agents: The promise of institutional investor voice", *UCLA Law Review* 39, pp.811-893.
- Chung, R., Firth, M. and Kim, J. [2002], "Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management", *Journal of Corporate Finance* 8, pp.29-48.
- Del Guercio, D. and Hawkins, J. [1999], "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism", *Journal of Financial Economics* 52, pp. 293-340.
- Holderness, C. [2003], "A survey of blockholders and corporate control", *Economic Policy Review*, 9, pp.51-63.
- James, M. [2006], "The "CalPERS effect" revisited again", *Journal of Corporate Finance* 12, pp. 187-213.
- Karpoff, J., M., Malatesta, P.H. and Walkling, R.A. [1996], "Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence", *Journal of Financial Economics* 42, pp.365-395.
- McConnel, J. and Servaes, H. [1990], "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics* 27, pp.595-612.
- Morck, R. Shleifer, A. and Vishny, R.W. [1988], "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics* 20, pp.293-315.
- Nesbitt, S., L. [1994], "Long-Term Rewards from Shareholder Activism: A Study of The "CalPERS effect", *Journal of Applied Corporate Finance* 6, pp.75-80.
- Philip, C., Thomas, I. and Chris, R. [2004], "The "CalPERS effect" revisited", *Journal of Corporate Finance* 10, pp.157-174.
- Romano, R. [1993], "Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered", *Columbia Law Review* 93, pp.795-853.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny [1997], "A survey of corporate governance", *Journal of Finance* 52, pp.737-783.
- Smith, M. [1996], "Shareholder Activism by Institutional Investor: Evidence from CalPERS", *Journal of Finance* 51, pp.227-252.
- Wahal, S. [1996], "Pension Fund Activism and Firm Performance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, pp.1-23.
- Wohlstetter, C. [1993], "The Fight for Good Governance", *Harvard Business Review* January-February, pp.76-83.
- *本稿の作成にあたり、指導教官である蜂谷豊彦教授（一橋大学）および匿名のレフェリーから多くの有益かつ貴重なアドバイス、ご指摘を頂きました。また、東京工業大学大学院蜂谷ゼミ参加者から有益なコメントを頂戴した。ここに記して深く感謝申し上げます。なお、本稿で述べられている内容は、筆者が所属する組織としての見解ではなく、全て筆者個人に帰属し、責任を負うものであります。
- (新光投信(株)運用2部パッシブ・クオンツチーム リーダー ファンドマネージャー・学術博士)