

平成 21 年 6 月 19 日現在

研究種目：基盤研究（C）
 研究期間：2007～2008
 課題番号：19530344
 研究課題名（和文）機関投資家のコーポレート・ガバナンスに与える影響に関する理論的・実証的研究
 研究課題名（英文） Institutional Investor and Corporate Governance
 研究代表者
 てき 林瑜 Linyu Zhai
 大阪市立大学大学院経営学研究科・教授
 研究者番号：40236964

研究成果の概要：本研究では、年金基金や投資信託といった機関投資家が個人投資家と企業を繋げる資本市場のガバナンス構造にどのような影響を与えるかについて実証分析を行った。その結果、以下の主な結論を得た。第 1、機関投資家は、銀行や保険会社と違って、純粹の投資対象として銘柄を選別し、情報生産の役割を果たしている。第 2、機関投資家が投資している企業には経營業績の改善が見られ、この改善は、機関投資家はその企業のコーポレート・ガバナンスにおいて大きな役割を果たしていることを示唆している。

交付額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2007 年度	1,200,000	360,000	1,560,000
2008 年度	600,000	180,000	780,000
年度			
年度			
年度			
総計	1,800,000	540,000	2,340,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・経営財務

キーワード：機関投資家、所有と経営の分離、エージェンシー問題、コーポレート・ガバナンス、受託者責任

1. 研究開始当初の背景

ここ四半世紀以来、年金基金と投資信託（ミューチュアル・ファンド）等の機関投資家に投資資金の集中が起こり、個人投資家の株式投資に占めるこれらの機関投資家経由の投資の割合が年々高まっている。この「機関投資家現象」または「株式投資の機関化」とも呼ばれる資本市場の構造的変化は、上場企業の株式の 6 割以上が機関投資家経由になっている米国ではとくに顕著であるが、近年、年金基金が規模を拡大し、投資信託がシェア

を伸ばしてきた日本においてもこの現象が起こりつつある。

ところで、機関投資家経由の投資の仕組は、二重のエージェンシー関係（委託-代理の関係）で成り立っていると捉えることができる。一つは年金受給者や個人投資家といった究極の投資家と機関投資家の間のエージェンシー関係で、もう一つは機関投資家と投資先企業とのエージェンシー関係である。この二つのエージェンシー関係において、機関投資家は、究極の投資家の代理人であると同時に

に投資先企業の委託者でもあるという意味において二つの顔を持ち合わせている。

二重のエージェンシー関係の中間に位置する機関投資家は、フリーライダーになりがちな究極の個人投資家を束ね、社会の余裕資金を投資に向かわせ、投資先企業のコーポレート・ガバナンスに積極的に関与する機能を持つ。他方においては、機関投資家は、運用手数料欲しさに頻繁に売買を繰り返したり、成功報酬の誘惑に駆られて過大なリスクを取ったりする形で自己利益を優先する可能性をも孕んでいるので、機関投資家に対する情報開示の義務付けや規制当局の監督が必要である。

このように、機関投資家の存在感が益々大きくなるなか、機関投資家の投資先企業のコーポレート・ガバナンスへの影響と機関投資家自身のガバナンスの問題等が大きく注目され、政策的にも学問的にも研究の意義が高まってきている。

2. 研究の目的

本研究においては、日本と米国等の国で起こりつつあるこの「機関投資家現象」は究極の投資家と企業を繋げる資本市場のガバナンス構造や企業経営業績にどのような影響を与えつつあるかを理論的に考察し、日本のデータで実証的に分析する。理論分析と実証分析の結果を踏まえて、機関投資家と投資先企業の間でのガバナンス構造および機関投資家に対する規制のあり方に関する政策的なインプリケーションについて総括する。

3. 研究の方法

研究の前半の研究方法は、論文のサーベイと理論的研究である。サーベイでは内外の論文を丹念に読み、機関投資家の情報生産とコーポレート・ガバナンスの役割について分析した。

機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの関与またはその投資行動に関する実証研究は主として機関投資家の情報生産の役割とアクティブ運用によるコーポレート・ガバナンスの役割に集中される。その分析手法は二つに大別できる。一つは、機関投資家の存在が取締役会構成や経営業績に影響を与えるかどうかを分析する手法である。例えば、機関投資家が持株比率を増減した場合、その前後に企業の経営業績に変化があったかどうかを見るのはその代表的なものである。もう一つは、機関投資家の投資行動が企業の市場価値に変化を与えるかどうかを見るイベントスターディである。機関投資家の株主提案が短期の株価パフォーマンス（短期のアップノーマルリターン）または長期の株価パフォ

ーマンス（長期のアップノーマルリターン）に影響を与えるかどうかを見るのはその代表的なものである。

所有構造と経営業績の関係に関する二つ目の実証分析においては、多くの研究は、大株主がコーポレート・ガバナンスにおける重要な存在で、企業の経営業績の改善に貢献する、と結論付けている。Shleifer and Vishy(1986)は、大株主（block shareholder）が存在する企業ほど、経営業績が良いとの結論を示し、Bethel et al.(1998)は、アクティブな投資家が持株比率を増やした後、企業の経営業績が改善されたとの分析結果を報告している。Bertrand and Mullainathan(2001)と Hartzell and Starks(2003)は、機関投資家の持株比率が高いほど、経営者報酬の企業業績との連動性が高くなり、経営者報酬の水準そのものも抑制されるとの分析結果を報告している。また、企業の利益に関する裁量的計上を意味する利益管理（earnings management）に関しては、Bange and Debondt(1998)と Chung et al.(2002)は、機関投資家のような大株主が存在する場合、企業の利益管理が抑制されると分析している。Brav et al.(2008)は、攻撃的ヘッジファンドが長期投資指向の投資家と同様、企業業績の建て直し、経営者の交代と企業価値の増大に貢献するとの分析結果を報告している。

日本の機関投資家に関してはニッセイ基礎研究所(2008)がある。それによれば、2004年以来、機関投資家のアクティブ運用が盛んになってきた。投資ファンドのスティール・パートナーズが、アデランスホールディングスの株主総会で社長を含む取締役7名の再任案に反対し、その後の臨時株主総会でステイール推薦の社外取締役2名を含む案が賛成多数で決まる等に象徴されるように、企業経営に対して発言するアクティビスト・ファンドの影響力が拡大していた。2007年末までにアクティビスト・ファンドに標的された企業の標的前後の財務データを比較した結果、標的企業は、余剰資金が豊富で、株価が割安であること、標的された後、用途不明確な余剰資金の株主還元が促進されたことが明らかとなった。しかし一方で、標的された後もROAが低迷する等事業活動の生産性が高められなかったことも示された。

イベントスターディでアクティブな機関投資家の影響を分析する二つ目の研究は、株式投資の機関化が最も進んでいる米国で数多く行われてきた。そのなかで、Smith(1996)は、1989-1993年の間のCalPERsによる株主提案の影響を分析し、その提案を受け入れた企業は、市場価値が上昇し、その提案を拒否した企業は企業価値が低下する、と報告した。Carleton et al.(1998)は、

1992-1996年の間にTIAA-CREFが投資先企業と行った45の私的交渉の効果を検討し、その交渉のほとんどは企業の行動に何らかの影響を与えた、と指摘している。

また、どのような株主提案またはどのような状況において機関投資家の株主提案が支持を得やすいかについても研究が行われている。Gordon and Pound(1993)は、1990年の266の株主提案を分析した結果、提案者が大規模の機関投資家であるほど、投資先企業の業績が低迷するほど、そしてその企業が投資家の利益をないがしろにするほど、株主提案が多く支持を得やすい、と報告している。Gillan and Starks(2000)は、1987-1994年間の株主提案を分析した結果、機関投資家の提案が他の株主の賛同を得やすく、そのなかでとくに敵対買収防衛策であるpoison pillの撤廃に関する株主提案がより多くの賛同を得た、と報告している。

ところで、他方においては、機関投資家がどのような場合、企業にあまり物言わないかについても研究がある。Davis and Kim(2007)は、2001年のFortune1000の企業に関して分析した結果、投資先企業から401K等の年金プランを預かっているファンドは投資先企業に遠慮して不賛成の議決権の行使を控える傾向があることを発見している。これは、投資先企業と顧客関係を持つ日本の金融機関が物言わない安定株主に徹するという現象に共通するものがある。

後半の研究方法は、統計的アプローチによる実証分析である。その際、joint testの問題を避けるために、なるべく回帰モデルを使わずに、時系列的にデータをグループ別に分け、その中央値を比較する方法を工夫した。

実証研究で使われるサンプル企業は、2002年-2008年の東証1部上場の金融・証券以外の企業であり、そのデータは、大株主データと財務データから構成され、それぞれ2008年9月末の時点で「日経NEEDS-FinancialQUEST」から集めた。サンプル期間の起点を2002年にしたのは、主としてデータベースの制約のためであるが、2002年からバブル崩壊後の「失われた10年」から日本経済が回復軌道に乗りはじめ、機関投資家が台頭しはじめたことも考慮されている。サンプル期間の終点を2008年9月にしたのは、データの収集がたまたま2008年9月に終了したからであるが、期せずして2008年9月のリーマンショック発生後の世界的な株式市場の暴落の影響を避けた形になっている。したがって、本研究のサンプル期間は2002年-2008年9月の間の安定した期間になっている。

大株主データは、上場会社の大株主上位30位(最大)までの大株主名、住所、所在地コ

ード、株主種別、持株数と持株比率を2001年3月期以降の単独決算ベースで時系列的に収録したものであるが、日本経済新聞社の取材の都合により大株主は上位10位までしか記されていない場合がある。本研究では、大株主の所有状況を同一の基準で表わす必要があり、そのために、上位10位の大株主のデータを使うことにした。また、個人、事業会社、銀行、保険、証券、信託勘定口と外国会社・外国人等からなる株主種別に関するデータは、本研究で重要な位置づけを持っているが、この株主種別のデータは、2003年3月期以降初めて収録されたので、大株主に関するデータを2003年3月以降のものに限定した。

上場企業の財務データは、金融・証券と外国部上場会社を除く上場企業の連結と単独ベースの決算データを収録しているが、本研究では、連結優先、米国SEC基準優先の財務データを使うことにした。企業の資本効率を表わす指標として総資本営業利益率と自己資本利益率、企業規模の指標として総資産、企業の安定性の指標として自己資本比率を、それぞれ用いた。他方、コーポレート・ガバナンス関連の指標としては、現預金比率、有価証券比率と配当性向等の指標を採用した。エージェンシー理論においては、総資産に占める現預金の比率が、企業の財務健全性や安全性を示す指標であると同時に、企業が利益剰余金等の余裕資金を本来株主に還元すべきにもかかわらず、それを内部にため込み、過剰な設備投資や無謀なM&Aに使ってしまう可能性が高いことをも意味する。総資産に占める有価証券の比率も、現預金比率と同様、本来投資家に帰属すべき資金が経営者に占有されている可能性を示している。財務の健全性や安全性ではなく、機関投資家の持株比率と投資先企業の経営業績の関係よりコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割を推測することを目的とする本研究では、現預金比率や有価証券比率を、企業が株主の利益をどれだけ重視するか、言い換えると、コーポレート・ガバナンスがどれだけ機能しているかを示す代理変数として捉える。その他のことを所与とすれば、この二つの指標が高いほど、投資家からのガバナンスが弱く、企業のエージェンシー問題が深刻であると考えられる。

4. 研究成果

本研究では、「機関投資家現象」という資本市場の構造的変化が究極の投資家(個人投資家)と企業を繋げる資本市場のガバナンス構造にどのような影響を与えるかについて考察し、日本のデータを使って実証分析も行った。年金基金や投資信託といった機関投資家は、企業の所有と経営の分離に伴って生じ

るエージェンシー問題を緩和するためのプレイヤーとしてコーポレート・ガバナンスに重要な役割を果たしている。これを検証するために、NEEDS-FinancialQUESTのデータベースから日本の企業の所有構造、財務政策とパフォーマンスに関するデータを入手し、これらのデータを用いて、資本市場のガバナンス構造と企業の経営業績の関係を分析した。その結果としては以下の結論を得た。

第1、年金基金や投資信託といった機関投資家は、投資先企業と顧客関係を持つ銀行や保険会社と違って、純然たる投資対象として銘柄を選別し、情報生産の役割を果たしている。

この結論は、前期の総資本営業利益率が高いほど、当期の機関投資家持株比率は高い、という分析の結果に基づいている。これは、機関投資家が前期の経営業績で企業を選別していることを示している。しかし、これは、前期経営業績の良い企業は当期にも経営業績がよい、という経営業績の持続性で正当化できるかもしれない。

本研究の中心課題ではないが、機関投資家とよく対比される他の金融機関である銀行と保険の持株比率について興味深い分析結果が得られている。ほぼすべての決算期において、前期総資本営業利益率が高い企業グループほど銀行や保険の持株比率が低い。銀行や保険会社は、融資や年金管理といった金融サービス上の顧客関係を維持するために企業の株式を保有する慣行がある。この慣行は、銀行や保険会社が安定株主と呼ばれる理由でもある。これらの金融機関は企業との長期的顧客関係を重視するあまり、企業の経営業績を度外視するまで企業の株式を保有し続ける姿が窺える。

第2、投資後、企業の経営業績に改善が見られ、この改善は、機関投資家が企業に有言無言の圧力を掛けており、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ことを示唆していると考えられる。

この結論は、いずれの年においても前期の機関投資家持株比率が増加したグループは増加しなかったグループよりも当期の総資本営業利益率や自己資本利益率が高い、という分析結果に基づいている。このことは、機関投資家の持株比率の上昇は投資先企業の収益性の向上、したがって投資先企業のコーポレート・ガバナンスにはプラスの効果があると推測できよう。

本研究からは政策的インプリケーションを得ることができる。経済が発展するにつれて、株式所有の分散化が必然的に起こり、経営者の裁量権も自然に大きくなる。所有に基づかない経営者の支配は、企業価値の上昇よ

りも、自分の手中の権限をさらに大きくするために市場占有率や企業規模を過度に追求したり、自分の懐に入る報酬に目をくらんだりしがちである。この所有者と経営者の間のエージェンシー問題は、1989年までの日本のバブル経済、2008年までの米国のバブル経済を生んだ一因として捉えることができる。株主の権利が法的に最も保護され、機関投資家がコーポレート・ガバナンスに最も大きな役割を果たしている米国でさえ、金融機関や大企業の経営者の独走が許された。これらのことは、コーポレート・ガバナンスが決して万全なものではなく、さらにそれを改善する余地があることを示している。

自由と競争を基本とする市場経済においては、コーポレート・ガバナンスを改善するには、市場経済の重要なルールの一つである投資家保護関連の法制度を強化するとともに、市場経済の重要なプレイヤーである機関投資家にして投資先企業の経営者を監視・牽制させることが重要である。というのは、機関投資家が、経営者とほぼ対等に渡り合い、積極的に株主提案、議決権行使と敵対的M&Aを行うことができる唯一のステークホルダーであるからである。

もちろん、機関投資家に経営者を監視したり、任免したりするほどの権限を委任するためには、機関投資家がきちんと受託者責任を果たす存在でなければならない。それを担保するためには、委託者(受益者)と受託者(機関投資家)の間関係を律する法制度をきちんと整備し、SEC等の政府専門機関が機関投資家の行動に目を光らせる必要もある。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計1件)

翟林瑜「機関投資家と投資先企業の経営業績」大阪市立大学『経営学研究』Vol.60 No.2 (2009年11月号に掲載決定)

6. 研究組織

(1)研究代表者

てき 林瑜

大阪市立大学大学院経営学研究科・教授

研究者番号：40236964

(2)研究分担者

なし

(3)連携研究者

なし