KONAN UNIVERSITY

[研究ノート] 日本的コーポレート・ガバナンスの変貌と企業経営　ー外国人投資家の持株比率に注目した実証研究ー

著者	馬場 大治
雑誌名	甲南経営研究
巻	41
号	1・2
ページ	233-252
発行年	2000-10
URL	http://doi.org/10.14990/00003951

甲南経営研究　第41巻第1・2号（2000.10）

〔研究ノート〕

日本的コーポレート・ガバナンスの変貌と企業経営

――外国人投資家の持株比率に注目した実証研究――

馬　場　大　治

1.　本稿の問題意識

1.1　日本的コーポレート・ガバナンスとアメリカ的コーポレート・ガバナンス

周知の通り，わが国企業の株式所有構造は，アメリカ企業のそれと比べて，非常に特徴的であるといわれている。一般に，わが国企業は，銀行，取引先，保険会社等の持株比率が高く，これらの株主との間に持ち合いの関係があり，それらが安定株主として機能しているといわれている。そして，彼らは単純な利殖目的の株主ではなく，ビジネス・パートナーとして，長期安定保有による，企業との総合的なリターンを期待して株式を保有しているとされている。この安定株主は，企業の業績，ないしは，株価にかかわらず株式を保有し，危機的な状況にならない限りは企業経営に直接介入してこない，「サイレントパートナー」であり，その結果，経営者は株価の短期的な動向にとらわれことなく，企業経営を遂行することが可能であったされる。むしろ，歴史的には，そうするべく各企業は安定株主を作ってきたといえよう。

このような日本的な株式所有構造，ないしは，その結果生じる，日本的コ

ーポレート・ガバナンスが企業経営に与える影響に関しては，多くの議論が行われている。近年，わが国においては，経営者の不祥事の度重なる発覚や明らかな放漫経営のはてに経営破綻する企業の増加等により，従来の日本的コーポレート・ガバナンスにおいて，経営者をモニタリングし，企業経営をより効率的にせしめるメカニズムが存在しなかったことを問題視する議論が一般的となっているようである。

一方，アメリカにおいては，純粋に利殖目的で株式所有を行う機関投資家の持株比率が非常に高く，Porter (1992) によると，ミューチャル・ファンドや年金基金の株式の所有比率は，1990年の時点で，60%に達しているとされる。その結果，彼等が経営者に対する直接的なモニターとしての役割を果たしたり，問題があると考える企業の株式を市場において売却し，M&Aの脅威が生じる可能性が高まることにより，その意思が，経営者に強い影響を与えるとされる。したがって，上述の，わが国において，近年，問題となっている，経営者に対するモニタリングという観点からは，アメリカ型のシステムの方が優れているとされるのが通説である。

ところが，アメリカにおいて，1980年代の後半から1990年代にかけて，このようなアメリカ型のコーポレート・ガバナンスが，企業の視野を過度に短期的にすることを問題視する議論や，そのようような問題意識に基づく実証研究が行われてきた[(1)]。この種の議論は，当時のアメリカ企業が国際競争力を喪失したことの原因として，そのコーポレート・ガバナンスのシステムに注目した議論である。ただし，近年では，アメリカ経済の好調さを背景に，喉元過ぎればなんとやらで，若干，下火になった観もあるが，次のような議論

（1） この種の議論としては，Drucker (1986)，Hill, Hitt & Hoskisson (1988)，Graves & Waddock (1988)，Porter (1992) が代表的な文献としてあげられる。なお，機関投資家の問題だけでなく，この時期に主張された，アメリカ型コーポレート・ガバナンスが企業経営の視野を短期化せしめるとする理論的・実証的研究については，馬場 (2000) に詳しくレビューされている。

である。一般に，機関投資家は短期的な利益を求めて株式を保有するのみならず，非常に多くの企業の株式を組み込んだポートフォリオを保有し，それぞれの企業の具体的な内容については十分把握できないまま投資の意思決定を行っている。その結果，投資選択の基準として，当期利益や利益率といった数値として簡単に測定できる尺度を利用することとなる。さらに，これらの機関投資家のファンド・マネージャーは，その投資成果を短期的な収益率で評価される。したがって，企業の経営者は，このような機関投資家のご機嫌を損ねないようにするためには，たとえ長期的な観点からは問題があろうとも，とりあえず各種の財務数値の数合わせを行うようになる。そして，企業経営の視野は短期化し，イノベーションを起こし，長期的な企業の発展のために必要な研究開発等の投資が削減されることになるとするのである。

わが国企業のコーポレート・ガバナンス・システムが経営者に対するモニタリングに関しては問題があるとする議論において，アメリカ型のコーポレート・ガバナンスが，いわば，「お手本」として引合いに出されるのと同様に，上述のアメリカ型コーポレート・ガバナンスの問題点を指摘する議論において，「お手本」として引合いに出されるのは，他ならないわが国企業のコーポレート・ガバナンスである。(2) つまり，上述のように，わが国企業の株主の多くは，長期，安定的に株式を保有し，さらに，債権者や取引先として，株式所有以外の関係を当該企業との間に保っている。その結果，所有企業を評価するにあたり，短期的な財務数値に頼るのではなく，時には内部情報も含んだ詳しい情報に基づいて，長期的な観点から評価するとされる。つまり，この種の議論によると，わが国企業のコーポレート・ガバナンスのあり方に関しては，国際的な競争力を生み出す源泉ともなりうる優位性が秘められている可能性があることになる。(3)

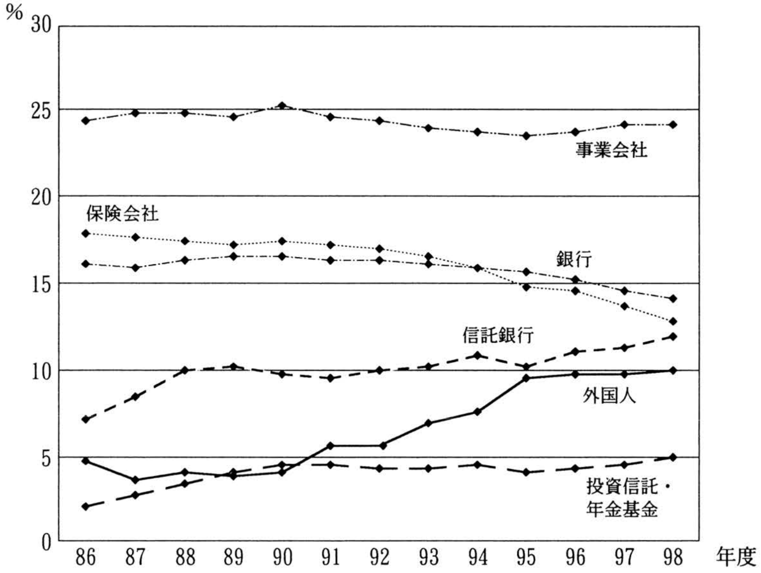
（2） 例えば Graves & Waddock (1988)，Porter (1992) を参照されたい。

（3） 加護野（2000）は，従来の日本的コーポレート・ガバナンスを，「長期コミット

1.2　本稿の目的

ところで，近年，わが国企業の株式所有構造に変化の兆しが見えている。〔図１〕は，金融機関，事業会社，外国人，投資信託・年金基金のそれぞれに関して，1985年以降の持株比率の推移を示したものである。従来，安定株主として中核的な地位にあった株主の中では，事業会社はほとんど変化はないものの，銀行や保険会社は保有比率を大きく下げている。一方その反対に，外国人，信託銀行，投資信託・年金基金が保有比率を高めている。これはバ

［図１　わが国企業の株式所有比率の推移］



出典：全国証券取引所協議会編『株式分布状況調査　平成10年度版』より作成

メント主義」と呼び，経営者がリスクを過度に恐れず，より長期的な視野で企業経営ができることを可能にすることを通じて，わが国企業の競争力の源泉をなしているとし，近年のアメリカ的なコーポレート・ガバナンスへの変化の動きに対して，懐疑的な議論を展開している。

ブル崩壊以降，株価が極端に下落し，銀行や保険会社は不良資産化した株式を売却し，株式持合いを解消する動きがあったことを示している。そして，売却された株式の受け皿となった，外国人や投資信託・年金基金の保有比率が高まってきているのである。(4) さらに，保険会社や信託銀行も，近年の経営環境の悪化にともない，従来の政策投資としての株式所有から，より機関投資家的色彩を強めてきているといわれている。(5) このような近年の変化を要約すると，現在の状況は，従来のサイレント・パートナーであった安定株主に代わり，純粋に利殖目的で株式を保有する株主の持株比率が増加していることを意味しているといえるであろう。

さて，このような所有構造の変化は，わが国企業の経営にどのような影響をもたらすのであろうか。このような変化が続くことは，従来の日本的なガバナンス・システムから，アメリカ型のガバナンス・システムへの変化することを意味している。したがって，前節の議論を踏まえると，企業経営の変化のあり方として，次の2つの可能性が示唆できよう。

① 経営者に対する株主の圧力強まった結果，企業経営がより効率的になる。

② 企業経営の視野が短期化し，将来を見据えた投資等が控えられる。

本稿では，以上の問題意識に基づき，外国人投資家に注目した形で，その株式保有が企業経営に与える影響について，実証的に考察することにした。つまり，より純粋な利殖目的で株式を保有していると考えられる外国人投資家の持株比率が高くなっていることは，従来の日本的コーポレート・ガバナンスからアメリカ型コーポレート・ガバナンスへの変化がより進んでいる可能性があると考え，その結果，上の①や②の変化が生じているかどうかを検

（4） 水野（1997）では，企業の財務担当者にインタビューを行い，外国人投資家や投資信託が，持合い解消の受け皿となっているしているとしている。

（5） 佐合（1999）2頁。

証することを試みたのである。

外国人投資家に注目した理由は，次の通りである。まず，外国人投資家は，その持株比率が，〔図１〕に示されているように，1990年代で倍以上に成長しており，市場における存在感を非常に強めている投資主体であることである。例えば，川村（1997）は，『1997年版　株主総会白書（別冊　商事法務　第1475号）』の調査結果を総括し，株主総会の議案に「否」とするものには，外国人機関投資家が多く含まれ，資本金1,000億円を越える会社では，その種の投票があったケースが過半数を越えていることや，外国人機関投資家から議決権行使書面が返送されてこないために，総会の定足数を満たすのに苦労するという状況が生じており，外国人投資家の株主総会での存在感が大きくなっていることを指摘している。また，より利殖目的が強いと考えられる投資主体の中で，保険会社や信託銀行が政策投資的な株式保有をかなりの比率で含むと考えられるのに対して，外国人投資家は，投資目的の純粋性がより強いと考えられる。確かに，外国人投資家の株式保有の中には，日本企業との提携や直接投資のための株式保有を含まなくもないが，ほとんどのケースにおいて，純粋な利殖目的の投資であるとされている(6)。さらに，外国人の持株比率は，通常の有価証券報告書の記載事項に含まれているため，その把握が容易であることも理由の一つである。

1.3　外国人投資家の持株比率と企業経営の関係をめぐる先行研究

本稿に先立ち，外国人投資家の株式所有に注目して行われている先行研究は数多く存在する。本稿で行われた実証研究に触れる前に，本稿の趣旨に照らして，これらを簡単にレビューしておく必要があろう。この種の研究の多くは，上述の今後のありうべき変化のなかで，①の変化が起こる可能性に対

（6）　大村・北村（1992）79頁，岸本（1997）22頁。

する含意をはらんだものが多い。(7)

Kang & Stultz (1997) は，1975年から1991年のわが国企業の外国人投資家による保有構造を分析し，財務指標が良好なほど，すなわち，ＲＯＡや株主資本比率が高いほど外国人持株比率が高いことを示している。徳永 (1998) は，1991－1997年のデータを用いて，外国人の持株比率の変化に注目し，外国人投資家が持株比率を高（低）めた企業の株式は，正（負）の超過収益率が生じていることを報告している。収益性に注目したのではなく，コーポレート・ガバナンスのあり方に注目した議論として，家森 (1998) があげられる。家森 (1998) は，『ダイヤモンド』誌が行った，日本企業のコーポレート・ガバナンスのあり方についてのアンケート結果の得点（対象は欧米の銀行，証券会社，コンサルタント会社）と外国人の持株比率との間に，有意な正の関係があることを見いだしている。

上述の諸研究は，外国人投資家の投資行動について考察すること目的としたものであり，外国人持株比率を被説明変数とした形での実証研究であった。反対に，本稿の問題意識と同様，外国人投資家の持株比率が高いことが企業経営に与える影響を考察することを意図した研究もいくつかあげられる。佐々木・米澤 (2000) は，製造業企業291社をサンプルとし，コーポレート・ガバナンス構造を含意する各種の変数を説明変数として，トービンのｑを被説明変数とする回帰分析を行っているが，外国人株主の持株比率は，統計的に有意に正の影響があることを報告している。赤石・馬場・村松 (1999) は，財務担当役員を対象とする企業の財務行動についてのアンケート調査結果に

(7) ここであげた先行の諸研究は，個別企業のデータに基づいて分析を行っている研究のみである。市場全体や各業種毎の外国人株主の持株比率に注目し，その投資行動の特徴を探ることを試みた研究も数多く存在する。その種の研究として，菊池 (1998)，楠美・川北 (1998)，中川 (1998) 等があげられるが，これらの研究でも，外国人投資家が収益性に非常に敏感に反応する投資主体であるとの報告がなされている。

基づき，実務家の資本コスト概念と株式の所有構造の関係について分析している。[(8)] そこにおいて，株式の資本コストを，資本利用にともなう現金支出と考えるのではなく，株主が要求している収益率であると理解しているサンプルが，そうでないサンプルより，外国人持株比率が高い場合や，大株主に外国人が存在する場合に，より多いことを示している。このことは，外国人株主の影響力が強い状況では，企業は，株主や株価をより重視する傾向があることを，すなわち，上述の①の傾向が生じていることを含意している。

さて，以上のように，先行の諸研究は，すべて，外国人投資家の持株比率が増加することにより，わが国企業がより効率的になり，利益志向的になるとする①の変化が生じるかどうかという問題意識に対する含意を持った研究であった。これに対し，外国人の持株比率が高い場合，①の変化のみならず，その傾向が強くなりすぎ，短期利益志向的になり，②の変化が生じる可能性についても検証することを試みた点が，本稿での実証研究の先行諸研究との違いである。

2. 分析方法と諸変数

2.1 分析方法とサンプル

以下では，前節で述べた，①と②の問題に関して，外国人投資家の持株比率に注目して行った検証作業の結果を報告する。①と②の問題は，外国人の持株比率に注目すると，次のように書き直すことができる。

①′ 外国人投資家の持株比率が高い企業は，企業経営をより効率的に行っている傾向がある。

（8） また，赤石・馬場・村松（1998）では，1996年に実施されたアンケート調査において，最近5年間で安定株主比率が下がったとするサンプルが36.8%あり，そのうち半数以上以上（全体の約20%）が，今後，株主志向的に企業経営を変えていく答えていると，①の変化が現実に起こりつつあることを含意する結果を報告している（赤石・馬場・村松（1997）37頁）。

②′ 外国人投資家の持株比率が高い企業は，視野がより短期的になり，将来に備えた投資が控えられる傾向がある。

さて，上の仮説に関して，アメリカにおける機関投資家の持株比率の高さが企業経営に対して与える影響に関して検証している諸研究を参考にしながら，実証作業を行った。具体的には，企業経営の効率性や視野の長さを含意する変数を被説明変数とし，外国人投資家の持株比率を説明変数とし，他にもそれらに影響を与える可能性のある諸変数をコントロール変数として含んだ形で，重回帰分析を行った。

サンプルとして，外国人の持株比率が比較的高く，かつ，研究開発集約的な業種として，化学，医薬品，機械，電気機械，輸送用機械，精密機器の６業種からサンプルを選んだ。研究開発集約的な業種を選んだのは，②の議論を検証するにあたって，後述するように，研究開発投資に注目したからである。そして，『日経　会社情報』の業種分類に基づいて，それぞれの業種の中から，東証一部上場企業で，以下で述べる諸変数を得ることができた，397社のデータをサンプルとして用いることにした。

2.2　諸変数

以下の分析では，上で述べたサンプル企業に関して，1995年度と1999年度のデータを用いて実証作業を行った。それぞれの変数の定義は，以下の通りである。なお，以下本稿で用いるそれぞれの変数の名前は，イタリックで示し，それぞれの年次を示す必要があるときは，かっこの中に年数を入れて示すこととする。

2.1.1　被説明変数

ROA（*t*）

①の問題意識のもとに行う実証作業の被説明変数としては，総資産利益率（ＲＯＡ）を用いることとした。株主の観点から企業の収益性を測定しよう

とする場合，ＲＯＡよりもむしろ，株主資本利益率（ＲＯＥ）が用いられるケースが多いが，この指標は資本構成に影響を受けるため，企業の収益性や企業経営の効率性を測定する場合，むしろ，ＲＯＡの方が適していると考えられる。本稿では，ＲＯＡを，事業利益／総資産×100によって求めた。

R&D (*t*)

②の問題意識のもとに行う実証作業の被説明変数としては，アメリカにおけるこの種の研究を参考にして，従業員１人当たりの研究開発投資の金額を用いることにした。つまり，１人当たり研究開発投資の額がより大きい企業は，現在の利益を犠牲にしても，将来の成長を目指そうとするものであり，より視野の長い企業経営を行っていると考えたのである。具体的な金額の把握は,『日経　会社情報』の1995年と1999年の秋号に記載されている過去１年間の「研究開発投資」の金額（単位は100万円に換算）をそれぞれの年次の従業員数で割って求めた。この「研究開発投資」の金額は,『日経　会社情報』の編集部が各企業にアンケートした結果を掲載しているものである。一般に,企業の研究開発の状況を外部から把握するための方法として,「試験研究費」に注目する方法もあるが，研究開発に関して，そのための支出が必ずしも費用に算入されるものばかりではないことと，この項目は有価証券報告書に記載していない企業が多いため，これを利用するとサンプル数が減ることを理由に，上述の研究開発投資の額を用いることとした。[9]

2.2.1　説明変数

外国人（*t*）

外国人投資家の持株比率は，単純にパーセンテージ表示の外国人の持株比率を利用した。データの出典は，*R&D* (*t*) と同様,『日経　会社情報』である。

（9） ただし，従業員一人当たりの試験研究費を被説明変数とした場合でも，ほぼ同様の結果が得られている。

なお，*外国人*（t）の他に被説明変数に影響を及ぼすと考えられる諸要因の影響を除去するため，以下の変数をコントロール変数として，説明変数に加えて，重回帰分析を行った。

企業規模（t）：売上高（100万円単位）の対数。

成長性（t）：1996年と1999年それぞれについて，過去5年間の売上高の成長率。ただし，連続複利で一定の成長率で成長したと仮定して，回帰分析によって求めた平均成長率を，パーセンテージ表示にして用いた。

流動性（t）：*R&D*（t）は，企業の資金繰りの状況に影響を受ける可能性があるので，その影響を除去するため，流動資産／流動負債で求められる，流動比率を説明変数に加えた。

業種ダミー：業種による影響を除去するため，電気機械業を基準として，それ以外の業種に関して，それぞれの業種であれば1，そうでなければ0のダミー変数（それぞれ，*化学*，*医薬品*，*機械*，*輸送用機械*，*精密機器*とする）を説明変数に加えた。

3.　実証結果

3.1　全てのサンプルを用いた分析結果

まず，1995年度と1999年度の全てのサンプル，すなわち，合計694サンプルを用いて，重回帰分析を行った。ここでは，サンプルの年度の違いによる影響を除去するため，1995年度の場合を0，1999年度の場合を1とするダミー変数（*年度*）を，2.2で説明した諸変数の他に，説明変数に加えている。

まず，①′の変化が起こる可能性を検証するために，*ROA*を被説明変数とする重回帰分析を行った。その結果が〔表1〕に示されている。*外国人*の係数を見ると，どの回帰式も，1％水準で有意に正の値となっており，外国人投資家の持株比率が高いことは，より高いＲＯＡと関係があることを示して

［表１　全てのサンプルを用いてＲＯＡを被説明変数とした重回帰分析の結果］

説明変数	［1］係数	［1］t 値	［2］係数	［2］t 値	［3］係数	［3］t 値
定数項	0.96	0.80	−3.29	−2.44**	2.52	8.58***
企業規模	0.20	1.92**	0.53	4.42***	−	−
成長性	0.28	15.73***	−	−	−	−
外国人	0.08	5.65***	0.08	5.28***	0.11	7.73***
年度	−1.76	−7.50***	−0.65	−2.52**	−0.66	−2.55**
〔業種ダミー〕						
医薬品	4.54	10.33***	5.32	10.62***	5.13	10.16***
化学	1.08	3.47***	0.90	2.53**	0.83	2.32**
機械	0.06	0.17	−0.34	−0.91	−0.60	−1.63***
精密機器	0.14	0.24	0.06	0.09	−0.13	−0.19
輸送用機械	0.38	0.99	−0.37	−0.85	−0.04	−0.08***
決定係数	0.41		0.22		0.21	
F 値	62.14***		29.68***		30.41***	

注）＊＊＊は１％水準，＊＊は５％水準，＊は10％水準で有意であることを示している。
決定係数は修正済み決定係数を記載している。以下の表も同様である。

おり，①′の傾向が生じている可能性が示唆される結果がでている。ちなみに，各種のコントロール変数に注目すると，*企業規模*や*成長性*は，それぞれ有意に正の係数となっている。特に，*成長性*を説明変数に含まない〔回帰式２〕を，全てのコントロール変数を含んでいる〔回帰式１〕とを比較すると，決定係数が劇的下がっており，*成長性*のＲＯＡに対する影響力の強さを示しているといえよう。また，業種ダミーを見ると，*医薬品*と*化学*が有意に正であり，これらの業種の収益性の高さを示している。

続いて，②′の変化が起こる可能性を検証するための，*R&D*を被説明変数とする重回帰分析の結果が，〔表２〕に示されている。仮説とは逆に，*外国人*の係数は，負になっているどころか，全ての回帰式で１％水準で有意に正になっている。つまり，外国人投資家の持株比率が高いことは，企業の視野を短期化し，研究開発投資のような長期的な観点での投資が抑制されるどころ

［表2　全てのサンプルを用いて1人当たり研究開発投資額を被説明変数とした重回帰分析の結果］

	［4］		［5］		［6］		［7］	
説明変数	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	−4.77	−5.57***	−5.09	−6.07***	−4.51	−5.80***	2.12	12.08***
企業規模	0.61	8.44***	0.63	8.92***	0.60	8.74***	−	−
成長性	0.02	1.74*	−	−	−	−	−	−
流動性	0.10	1.82*	0.10	1.83*	−	−	−	−
外国人	0.03	3.13***	0.03	3.17***	0.03	3.91***	0.07	7.92***
年度	0.20	1.29	0.28	1.90*	0.28	1.86*	0.26	1.67*
〔業種ダミー〕								
医薬品	1.71	5.87***	1.77	6.09***	1.81	6.26***	1.60	5.29***
化学	−0.06	−0.30	−0.08	−0.37	−0.12	−0.58	−0.19	−0.90
機械	−1.06	−4.93***	−1.09	−5.07***	−1.11	−5.18***	−1.42	−6.40***
精密機器	−0.35	−0.92	−0.36	−0.94	−0.36	−0.95	−0.58	−1.44
輸送用機械	−1.32	−5.16***	−1.37	−5.40***	−1.44	−5.70***	−1.06	−4.06***
決定係数	0.27		0.26		0.27		0.19	
F値	29.66***		32.53***		29.66***		27.67***	

か，むしろ，それらがより多くなっていることが明らかになった。コントロール変数に注目すると，*企業規模*を説明変数に含まない〔回帰式7〕の決定係数が他よりも低く，企業規模の説明力が大きいことがわかる。また，業種に関しては，*医薬品*が有意に正であるのに対して，*機械*，*輸送用機械*は，逆に，有意に負であった。

3.2　サンプルを分類した分析の結果

前節で述べたように，全てのサンプルを用いた分析では，外国人投資家の持株比率と *ROA* や *R&D* の間の有意に正の関係が見いだされた。しかしながら，この結果は，両変数の間に関係があることが示されただけで，その因果関係までは明らかにはしていない。つまり，本稿の基本的な問題意識のように，外国人投資家の持株比率が高いことがより高い *ROA* や *R&D* をもたらしているのか，逆に，より高い *ROA* や *R&D* の企業を外国人投資家は投

資対象としているだけなのかは，明らかにはなっていない。そこで，ここでは各サンプルの年度に注目し，より詳しく各変数間の関係について分析することにより，因果関係についても実証的に検討することを試みた。

〔表３〕は，各年の *ROA* を被説明変数として，1995年度と1999年度のサンプルに分類し，重回帰分析を行った結果を示したものである。(10)〔回帰式８〕と〔回帰式９〕は，1995年と1999年のそれぞれについて，当該年度の*外国人(t)*を説明変数として回帰分析を行った結果である。どちらも，*外国人*（*t*）の係数は，１％水準で有意に正であり，全サンプルを用いた〔表１〕と同様の

[表３　各種のＲＯＡ（ｔ）を被説明変数とする回帰分析の結果]

	〔8〕		〔9〕		〔10〕		〔11〕	
被説明変数→	*ROA（95）*		*ROA（99）*		*ROA（99）*		*ROA（99）*	
説明変数↓	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
定数項	1.51	0.97	−1.36	−0.75	−2.12	−1.21	−2.82	−1.60
企業規模	0.16	1.15	0.25	1.52	0.31	2.01**	0.41	2.69***
成長性	0.29	12.77***	0.28	9.42***	0.28	9.50***	0.29	9.68***
外国人(95)	0.10	5.02***	−	−	0.07	2.94***	−	−
外国人(99)	−	−	0.06	3.20***	−	−	−	−
外国人(99-95)	−	−	−	−	−	−	0.04	1.31
〔*業種ダミー*〕								
医薬品	3.94	6.71***	5.20	7.83***	5.56	8.47***	5.32	7.77***
化学	0.54	1.33	1.61	3.44***	1.57	3.35***	1.60	3.38***
機械	−0.27	−0.62	0.38	0.79	0.31	0.63	0.41	0.83
精密機器	0.72	0.94	−0.39	−0.45	−0.24	−0.28	−0.40	−0.46
輸送用機械	0.58	1.15	0.18	0.31	0.10	0.17	0.15	0.26
決定係数	0.47		0.36		0.36		0.34	
F 値	44.05***		28.65***		28.34***		26.99***	

注）企業規模，成長性，流動性はそれぞれ被説明変数と同じ年度の数値を用いている。
〔表４〕に関しても同様である。

(10)　〔表３〕と〔表４〕には，2.2で説明した諸変数を全て含んだ重回帰分析の結果しか掲載していないが，〔表１〕や〔表２〕と同様に，コントロール変数を色々と変化させても，*外国人*（*t*）の係数の符号やその有意性はほとんど変化しなかった。なお，それぞれのコントロール変数は，被説明変数と同じ年度のデータを用いている。

結果となっている。続いて，〔回帰式10〕は，*ROA*（*99*）を被説明変数として，*外国人*（*95*）を説明変数とする重回帰分析を行った結果である。この分析の意図は，４年間のタイムラグを置くことによって，外国人投資家の株式所有の影響を，長期的な観点から検証しようとしたものである。上述のように，外国人投資家は売買が活発であるといわれるが，*外国人*（*95*）と*外国人*（*99*）の相関係数は0.79もあり，1995年度の時点で株主であった外国人投資家のかなりの比率が1999年度でも株主であり続けていたと考えてもよいだろう。さて，結果を見ると，ここでも*外国人*（*95*）の係数は１％水準で有意であり，上の前提に立つと，外国人投資家の持株比率が高いことは，長期的にも企業の収益性を高くする効果があることが明らかになったことになる。反対に，外国人投資家の短期的な動向に注目するため，1995年度から1999年度への外国人投資家の持株比率の差である*外国人*（*99*−*95*）を説明変数とし，*ROA*（*99*）を被説明変数とする重回帰分析を行った。その結果が〔回帰式11〕に示されているが，ここでは，外国人（*99*−*95*）の係数は，有意にはならなかった。この結果は，この間に外国人投資家が持株比率を高めた企業は，その直後に高いＲＯＡを実現できるような企業ではなかったということを含意している。

いささか強引ではあるが，以上の結果より，外国人投資家の行動を，以下のように考えることが可能であろう。〔回帰式９〕に示される，外国人投資家の持株比率とＲＯＡの間に正の関係があることは，短期的に高いＲＯＡが実現できることをねらって外国人投資家が持株比率を上げた帰結ではなく（〔回帰式11〕の結果），そのような優良な企業の株式を長期的に保有してきたことを示すものであろう（〔回帰式10〕）。

続いて，〔表３〕と同様に，*R&D*を被説明変数として重回帰分析を行った結果を示したのが〔表４〕である。〔回帰式12〕と〔回帰式13〕は，それぞれ，1995年度と1999年度のサンプルに関して，当該年度の*外国人*（*t*）を説明変数

[表4　各種のR＆D（t）を被説明変数とする回帰分析の結果]

	〔12〕		〔13〕		〔14〕		〔15〕	
被説明変数→	*R＆D (95)*		*R＆D (99)*		*R＆D (99)*		*R＆D (99)*	
説明変数↓	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
定数項	−2.19	−1.61	−7.18	−7.39***	−7.86	−8.41***	−7.72	−8.43***
企業規模	0.40	3.42***	0.83	9.93***	0.89	11.13***	0.88	11.49***
成長性	0.00	−0.09	0.04	2.71***	0.04	2.84***	0.04	2.86***
流動性	0.01	0.12	0.19	3.00***	0.21	3.42***	0.22	3.75***
外国人(95)	0.02	1.02	−	−	0.02	1.42	−	−
外国人(99)	−	−	0.03	2.65***	−	−	−	−
外国人(99-95)	−	−	−	−	−	−	0.03	2.23**
〔業種ダミー〕								
医薬品	1.96	4.06***	1.59	4.78***	1.72	5.20***	1.52	4.47***
化学	0.15	0.46	−0.25	−1.07	−0.25	−1.08	−0.23	−0.97
機械	−1.13	−3.19***	−1.08	−4.44***	−1.09	−4.47***	−1.04	−4.26***
精密機器	−0.41	−0.66	−0.37	−0.86	−0.32	−0.73	−0.42	−0.95
輸送用機械	−1.24	−2.99***	−1.35	−4.62***	−1.36	−4.65***	−1.31	−4.49***
決定係数	0.14		0.46		0.45		0.46	
F値	7.89***		38.21***		37.17***		37.78***	

として重回帰分析を行った結果である。ここで興味深いのは，〔表2〕と同様に，*外国人*（*t*）の係数が有意に正であったのは，〔回帰式13〕で示される，1999年度のサンプルだけであり，〔回帰式12〕に見られるように，1995年度では有意な関係が見いだされなかったことである。つまり，〔表2〕で示された，外国人投資家の持株比率が高いほど一人当たり研究開発投資が多いという関係は，1999年度においてのみ見られる関係であり，1995年度にはそのような関係はなかったことになる。また，〔回帰式10〕と同様に，外国人投資家の長期的な株式保有の影響をみることを意図した，*R&D*（*99*）を被説明変数とし，*外国人*（*95*）を説明変数とする回帰分析においても，同様に，*外国人*（*95*）の係数は，有意にはならなかった（〔回帰式14〕）。ところが逆に，〔回帰式15〕に示されている，1995年度から1999年度の外国人持株比率の変化を示す*外国人*（*99−95*）を説明変数とする回帰分析において，この係数は，5％水準で

有意な正になっている。

ここでもまたいささか強引であるが，以上の結果より，外国人投資家の行動を推測すると，以下のように考えることができるであろう。つまり，1999年度に外国人株主の持株比率と一人当たり研究開発投資額の間に正の関係があるのは,外国人株主が長期的に株式を保有した帰結ではない(〔回帰式14〕)。むしろ，1995年から1999年の間に，外国人投資家とその種の企業の持株比率を上げた結果（〔回帰式15〕），1995年にはなかなったこのような関係が（〔回帰式12〕），1999年になって生じたと考えられる。

4.　結びに代えて

以上，外国人投資家の持株比率に注目することにより，日本的コーポレート・ガバナンスの変化が企業経営に与える影響について，実証的に考察してきた。１節で述べた問題意識に照らしながら，実証結果を要約すると以下の通りである。

まず，外国人投資家の持株比率と企業の収益性の間には，正の関係が見られることが明らかになった。そして，このことは，一時的な現象ではなく，複数の期間にわたって観察される一般的な現象であり，さらに，1995年度と1999年度の間の外国人投資家の持株比率の変化について見る限り，短期的に,より高い収益性を実現する企業を狙って投資を行った帰結ではないようである。続いて，外国人投資家の持株比率と従業員一人当たりの研究開発投資額の間にも正の関係が見られた。ただし，この関係は，1999年度のサンプルにのみ見られた関係であり，1995年度と1999年度の外国人投資家の持株比率の変化について見る限り，この間に，より研究開発を重視する企業が投資対象となった帰結であるように考えられる。しかしながら，少なくとも外国人投資家の持株比率が高いことは，アメリカにおける諸研究において，機関投資家の投資行動が，企業の視野を短期化し，長期的な発展を阻害するとする議

論において論じられているような状況をもたらしてはいないことは確かであろう。以上の議論をまとめると，少なくとも本稿の実証研究でサンプルとした期間に関しては，外国人投資家は，企業経営の視野を短期化することなく，より収益性を高め，企業経営の効率化を進める，いわば，「優秀なモニター」として機能している可能性があることが示唆されたと考えてもよいであろう。

さて，最後に，本稿で報告してきた実証研究に関連して，いくつかの課題を指摘して，結びに代えることとする。まず，第一に指摘されるべきは，この種の研究につきものの問題点であるが，説明変数と被説明変数の因果関係の方向について，さらに検討する必要があることである。3.2で因果関係の方向について，若干，考察しているものの，これだけでは不十分であることは明らかであろう。したがって，外国人投資家の持株比率が高いから，ＲＯＡや一人当たり研究開発投資額が大きくなっているのか，単に，これらの数値の大きい優良企業を外国人投資家は投資対象としているのかについて，さらなる検証が必要であろう。もちろん，実際には本稿の問題意識とは逆の因果関係，すなわち，本稿で報告した結果が，優良な企業を外国人投資家が投資対象としていることの帰結であるだけだとしても，そのような投資家に見放されないように企業経営が変化する形で，間接的な形で本稿で示唆したのと同様の変化が起こる可能性も高く，実務に対する含意は同じであるが，さらなる検証作業を行うのが，我々に科された義務であろう。

さらに，本稿で得られた知見が，あくまでも，1995年度と1999年度の限られたサンプルでの実証結果に過ぎないことにも注意する必要があろう。特に，この時期においてはまだ，従来の日本的コーポレート・ガバナンスからアメリカ型のそれへと，若干の変化が見られているにすぎない時期であり，本稿で注目した，外国人投資家の持株比率も，平均で10％をほんの少し越えているに過ぎない。したがって，あくまでも外国人投資家が「優秀なモニター」であるとする本稿の結論は，このような状況においてのみ該当することで，

アメリカのように機関投資家等の純粋な利殖目的の投資家が資本市場において支配的になっている状況においてもそうであり続けるかどうかはわからないことに注意する必要があろう。むしろ，安定株主が支配的な状況下において，外国人投資家は，10％程度の持株比率で，いわば，「小粒でも，ぴりりと辛いうるさ方」として存在しているからこそ，「優秀なモニター」として存在しえているのかもしれず，より大きな持株比率になり，実質的な企業の支配権を得ているような状況では違った影響が出てくる可能性も否定できない。したがって，今後，株式持合の解消がさらに進み，アメリカの企業社会のように，外国人投資家のみならず，わが国の機関投資家や機関投資家色を強めた金融機関といった純粋な利殖目的の投資家が資本市場において支配的になった場合，彼等が「優秀なモニター」として存在し続けるか，むしろ，企業にいらざる圧力をかけすぎ，企業経営の視野を短期化せしめる弊害を生み出すかについては，現在のところいまだ未知数であるといわねばならないであろう。今後の状況に注目していく必要があろう。

〔参考文献〕

赤石雅弘・馬場大治・村松郁夫，1998，「構造変革期におけるわが国企業の財務行動：実態調査」，森昭夫・赤石雅弘編『構造変革期の企業財務』，千倉書房，３－73頁。

赤石雅弘・馬場大治・村松郁夫，1999，「資本コスト概念と所有構造：アンケート調査結果をもとにして」甲南経営研究，第40巻，第２号，77～102頁。

馬場大治，2000，「コーポレート・ガバナンスとイノベーション：アメリカ型コーポレート・ガバナンスに対する批判的な諸議論を中心に」甲南経営研究，第41巻，第１・２号（本号）。

Drucker, Peter F., 1986, To end the rading roulette game, *Across the Board*, Vol. 23 (4), pp. 30-39.

Graves, B. Samuel and Sabdra A. Waddock, 1990, Institutional ownership and contorol: Implication for long-term corporate strategy, *Academy of Management Executive*, Vol. 4 (1), pp. 75-83.

Hill, Charles W. L., Michael A. Hitt and Robert E. Hoskisson, 1988, Declining U. S. competitiveness: Reflection on a crisis, *Academy of Management Executive*, Vol. 2 (1), pp. 51-60.

加護野忠男，2000，「企業統治と競争力」，一橋ビジネスレビュー，第48巻，第１・２号，44－55頁。

Kang, J. K., & R. M. Stultz, 1997, Why is there a home bias?: An analysisof foreign portfolio equity ownership in Japan, Journal of Financial Economics, Vol. 46, pp. 3-28.

川村正幸，1997，「コーポレート・ガバナンス論と株主総会：1997年度増資白書を読んで」商事法務，第1478号，２－８頁。

楠美将彦・川北英隆，1998，「株式市場における主体別投資行動」証券アナリストジャーナル，第36巻８号，50～63頁。

菊池正俊，1998，「グローバル時代の投資指標の有効性の検証」，証券アナリストジャーナル，第36巻，第３号，11－21頁。

岸本吉浩，1997，「外国人株主が日本企業を変える」，東洋経済統計月報，第57巻，第10号，22－25頁。

中川栄太郎，1998，「外国人投資家と日本株取引」，証券，第597号，32－73頁。

Porter, Michael E, 1992, Capital disadvantage: America's failing capital investment system, *Harvard Business Review*, Vol. 70 (5), pp. 65-82.

水野広志，1997，「株式持合解消の分析：財務データ分析とインタビュー調査」，資本市場，第140巻，55－73頁。

大村敬一，川北英隆，1992，『ゼミナール：日本の株式市場』，東洋経済新報社。

佐合紘一，1999，「株価と企業財務からみた外国人投資家の投資行動」，証券研究年報（大阪市立大学証券研究センター），第14号，１－17頁。

佐々木隆文・米澤康博，2000，「コーポレート・ガバナンスと株主価値」，証券アナリスト・ジャーナル，第38巻，第９号，28－46頁。

徳永俊史，1998，「外国人投資家による持株比率の変化と株価変動」，南山経営研究，第13号，第２号，195－206頁。

家森信善，1998，「日本企業のコーポレート・ガバナンスと外国人投資家」資本市場，第151号，76－82頁。