Kobe University Repository : Kernel

PDF issue: 2025-07-11

海外機関投資家の企業統治における役割とその帰結

宮島，英昭
保田，隆明
小川，亮

(Citation)
企業統治と成長戦略:97-131

(Issue Date)
2017-03

(Resource Type)
book part

(Version)
Version of Record

(URL)
https://hdl.handle.net/20.500.14094/90005316

第 2 章

海外機関投資家の企業統治における役割とその帰結[1)]

宮島英昭／保田隆明／小川　亮

1 はじめに

過去20年間，海外機関投資家の株式保有比率の上昇は，全世界に共通して観察されてきた現象である[2)]．例えば，海外機関投資家の保有比率は，英国では，1990年代初頭の20％から2000年代半ばには45％を超え，ドイツでも，同期間に５％から20％程度にまで急上昇した．また，創業家一族による株式保有が顕著であった韓国でも，2000年代初頭に急上昇し，近年では30％を超えている[3)]．日本もその例外ではなく，1997年の銀行危機以降，従来の株式相互持ち合いが解体し，それに代わって海外機関投資家の保有比率が急増した[4)]．全国上場企業の海外機関投資家による株式保有の合計は，1996年の12％から2014年には32％に達している（図2-1）[5)]．

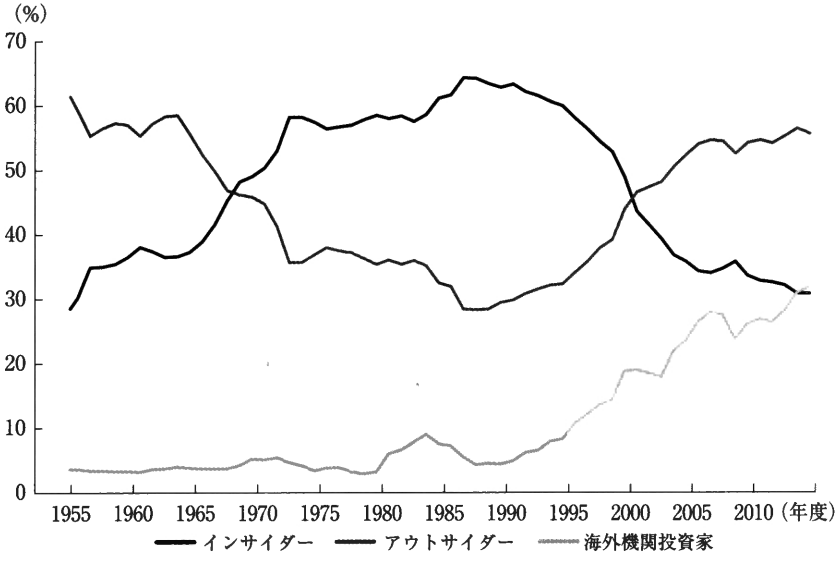
1）本章は，筆者らの一連の研究，具体的には，宮島・小川（2012），Miyajima *et al.*（2015），宮島・保田（2015），および，Miyajima and Ogawa（2016）の要点をまとめる形で構成されている．

2）大陸欧州の各国，および，新興国については，Aggarwal *et al.*（2005），Ferreira and Matos（2008），Goyer（2011）を参照されたい．

3）以上の数値は，各国の資金循環勘定より算出した．

4）その詳細については，Miyajima and Kuroki（2007），宮島・新田（2011）を参照されたい．

図 2-1　日本企業の株式所有構造の推移



(注)　調査対象は，全国証券取引所上場会社（旧店頭市場を除き，マザーズ，ジャスダック，ヘラクレス等の新興市場を含む）．保有比率は，原則，市場価格ベースで計算されたものを表示．データが取得できない1969年度以前は，株数ベースで計算されたもので，保有比率の変化幅の情報を失わないように補完．インサイダーは，都銀・地銀等，生損保，その他金融機関，事業法人等の保有比率合計．アウトサイダーは，外国人，個人，投資信託，年金信託の保有比率合計．1970年度から1985年度は，都銀・地銀等のみの保有比率が取得できないため，都銀・地銀等と信託銀行の保有比率合計に占める都銀・地銀等の保有比率が，1986年度のものと同一であると仮定して，都銀・地銀等の保有比率を試算．さらに，1965年度以前は，金融機関保有分の内訳も取得できないため，1966年度の内訳に基づいて，各投資主体の保有比率を試算．

(出所)　全国証券取引所「株式分布状況調査」より筆者作成．

この保有比率の増大は，近年の株式所有構造の最大の変化の１つであるが，一方で，海外機関投資家の企業統治における役割とその帰結をめぐっては，２つの対立する見方が並存している．

第１の見方は，海外機関投資家は，しばしば「灰色（grey）」と指摘される国内機関投資家よりも投資先企業からの独立性が強く，事前のスクリーニング能力と事後のモニタリング能力に優れているという肯定的な見方である．海外機関投資家の存在は，国際標準の企業統治制度（例えば，独立性の高い取締役会や業績と強く連動した報酬体系の採用）を整備させる圧力として働き，その

5)「株式分布状況調査」の「外国法人等」には，海外機関投資家だけでなく，海外個人投資家も含まれる．

結果として，投資先企業のパフォーマンスの向上をもたらすという主張であり，ファイナンス研究者から広く支持されている（Gillan and Starks, 2003; Ferreira and Matos, 2008; Aggarwal *et al.*, 2011）.

それとは対照的に，第2の見方は，海外機関投資家は，非対称情報に直面しているため形式的な銘柄選択（例えば，規模の大きい企業，流動性の高い企業，業績の良い企業，認知度の高い企業に対する選好）に終始し，また，個々の保有比率が断片的であるため投資先企業にコミットする意思を持たないという懐疑的な見方である．たとえ，海外機関投資家の保有比率と投資先企業のパフォーマンスに正の相関があっても，それは需要ショックによって株価が上昇するという見せかけの相関を捉えているか，海外機関投資家が優良企業を選好するという逆の因果関係を捉えているにすぎない．また，仮に海外機関投資家が国際標準の統治制度を要求しても，それがすべての企業に適合し，パフォーマンスの向上をもたらすとは限らない．さらに，海外機関投資家は短期主義的であるため，経営陣の決定に対して近視眼的な（myopia）圧力を加えるという見方も根強い（Bushee, 1998; 2001）.

そこで本章では，海外機関投資家の銘柄選択とともに，海外機関投資家が企業の統治制度や経営政策に与える影響を実証的に検証することで，前記のどちらの見方が妥当するのかを解明する．分析の手順と結果の要点は，以下の4点にまとめることができる．

第1に，海外機関投資家の銘柄選択の決定要因を検証した．その結果，海外機関投資家の銘柄選択には，分析期間の1990年から2013年を通じて，一貫して非対称情報に起因する形式的な銘柄選択と解釈できる一種のバイアスが存在する．すなわち，規模の大きい企業，流動性の高い企業，業績の良い企業，認知度の高い企業を選好する傾向がある．

第2に，海外機関投資家が企業の統治制度，特に取締役会構成に与える影響を検証した．その結果，海外機関投資家は，国際標準の統治制度（独立性の高い取締役会）を求めるだけでなく，投資先企業のファンダメンタルズ，具体的には，事業の複雑性やエージェンシー問題の深刻度などに応じた合理的な取締役会構成の選択を促進させる．

第3に，海外機関投資家が企業の経営政策，特に設備投資，資本構成，株主還元に与える影響を検証した．その結果，海外機関投資家は，投資先企業の設

備投資比率，負債比率，自己資本配当率を引き上げることがわかった．ただし，成熟企業の過大な投資や成長企業の過度な配当を助長することはなく，むしろ，投資先企業の経営政策の選択に対して，その企業の特性（ライフサイクル）に適合した形で影響を与えている可能性がある．

最後に，海外機関投資家による株式保有は，投資先企業のパフォーマンスを引き上げることがわかった．海外機関投資家の保有比率の増加は，投資先企業の株価収益率を実質的に上昇させる．その影響は大きく，分析期間を通じて，海外機関投資家の保有比率が5％上昇すれば，投資先企業の株価収益率は平均的に8％程度上昇する．また，高い海外機関投資家の保有比率は，トービンの q や ROA で計測したパフォーマンスを，逆の因果関係（高パフォーマンス企業を海外機関投資家が選好するという関係）を慎重に考慮しても引き上げる[6]．

以上の結果を総括すれば，海外機関投資家の銘柄選択は一定のバイアスを伴うものの，いったん海外機関投資家の保有比率が上昇すれば，投資先企業では，その企業に適合した統治制度の整備や経営政策の選択が促進され，その結果としてパフォーマンスが向上することになる．つまり，前述した海外機関投資家に肯定的な見方を支持する結果である．このことは，従来の日本型企業システムの根幹を担ってきたメインバンク制に代わって，海外機関投資家（外部投資家）によるモニタリングが企業の効率性を維持・向上させるメカニズムとして実質的に機能し始めていることを示唆している．

ただし，この関係は日本の上場企業で均等に進展しているわけではなく，インサイダー（金融機関，事業法人，創業家一族など）による株式保有が高く，時価総額が小さく，流動性が低く，海外売上高比率が低い企業では，依然としてメインバンクや他のインサイダー大株主の果たす役割が大きいことに留意が必要である．

本章は，以下のように構成される．続く第2節では，先行研究を展望し，海外機関投資家に期待される役割を理論的に考察する．第3節では，日本企業の株式所有構造の動向を概観する．第4節では，海外機関投資家の銘柄選択行動を実証的に分析する．第5節から第7節では，海外機関投資家が，企業の統治

6）本書第9章の筆者たちの分析では，海外機関投資家にブロック（3％以上）保有されている企業では，業績が悪化した際に経営者交代の確率が高まるという結果が得られている．

制度の整備に与える影響，企業の経営政策に与える影響，企業のパフォーマンスに与える影響を順に検証する．最後の第8節では，以上の結果を総括したうえで，海外機関投資家が外部モニターとして投資先企業の経営に影響を与える経路を考察する．

2　海外機関投資家の役割

海外機関投資家の保有比率の上昇は，近年の全世界を席巻した現象である．前掲図2-1の通り，日本の上場企業の海外機関投資家による株式保有の合計は，1990年代の初頭には5％程度であったのに対して，2006年には28％に，さらに2014年には32％に達している．国際的には，国内機関投資家が所有構造の中心を担っている米国は例外であるが，海外機関投資家による株式保有は，英国では2010年時点で45％を占めている[7]．また，創業家一族による株式保有が顕著であったドイツや韓国でも，上場企業の海外機関投資家の株式保有比率は，2000年代後半では，それぞれ20％，30％を超える．さらに，この現象は，先進国だけで観察されるわけではなく，新興国でも同様である（Ferreira and Matos, 2008）．

このように，1990年代以降，海外機関投資家の存在感が各国で急上昇していることは大きな注目を集めてきたが，一方で，海外機関投資家の企業統治における役割とその帰結をめぐっては，2つの対立する見方が並存している．

第1の見方は，ファイナンス研究者によって広く支持される主張であるが，海外機関投資家は，米国を除く諸外国，特に新興国で重要な役割を果たしているという肯定的な見方である．この見方は，海外機関投資家が，しばしば「灰色（grey）」と指摘される投資先企業と取引関係にある国内機関投資家よりも独立性が強いという点を強調する．また，海外機関投資家は，事前に成長可能性の高い企業を見抜く能力（スクリーニング能力）と事後に介入を通じて企業の経営政策を矯正する能力（モニタリング能力）に優れていると想定されている．同様に，この肯定的な見方は，海外機関投資家が独立性の高い取締役会や業績と強く連動した報酬体系の採用などの国際標準の統治制度を備える企業に

7）米国の上場企業に占める平均的なアウトサイダー（機関投資家・個人）の保有比率は90％を超えるが，そのうち海外機関投資家の保有比率は15％程度にとどまる．

対してプレミアムを支払う点を重視する[8]．海外機関投資家は受託者責任に沿って議決権を行使するため，企業の統治制度を整備させる推進力として，世界中で重要な貢献を果たしてきた（Gillan and Starks, 2003）．また，Aggarwal *et al.*（2011）は，海外機関投資家の保有比率と経営者交代の業績感応度は密接に関連していることを指摘している．そして，海外機関投資家が投資先企業の統治制度の整備，企業行動・経営政策の矯正を通じて，最終的にパフォーマンスの向上をもたらすことになる（Ferreira and Matos, 2008）．

しかしながら，海外機関投資家に対する懐疑的，あるいは，否定的な見方も根強い．この見方は，以下の3点を強調する．

第1に，海外機関投資家が深刻な情報の非対称性の問題に直面している点である．海外機関投資家は，日本であればソニーや本田技研工業，韓国であればサムスンや現代自動車などのMSCI（Morgan Stanley Capital International）インデックスに組み入れられているような，規模が大きく，流動性が高く，業績が良く，投資家の認知度が高い企業を選好する（Stulz, 1981; Kang and Stulz, 1997; Hiraki *et al.*, 2003）．つまり，たとえ海外機関投資家の保有比率と企業パフォーマンスに正の相関があっても，それは単に需要ショックによって株価が上昇するという見せかけの相関を捉えているか，海外機関投資家が優良企業を選好するという逆の因果関係を捉えているにすぎないという主張である．

第2に，海外機関投資家は，他のブロックホルダーとは異なり，国際分散投資を運用の中心とするポートフォリオ投資家であるため，ある特定の企業に十分にコミットする意思と能力を持たない点を強調する．それゆえ，投資先企業の適切な統治制度や経営政策について十分な評価能力を持ち合わせていないし，介入する意思もない．この見方が正しければ，たとえ海外機関投資家の保有比率と整備された統治制度，株主にとって望ましい経営政策の間に正の相関があっても，それは海外機関投資家が影響を与えた結果ではなく，事前にそのような企業を選好するという関係を捉えているにすぎないと主張される（Chung

8）2002年に実施された米マッキンゼー社のアンケート調査（McKinsey Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance, 2002）は，海外機関投資家が，企業統治の優れた日本企業に対して21％のプレミアムを支払う価値があると見ていると報告している．このプレミアムの規模は，米国の14％，英国の12％，ドイツ，フランスの13％など主要先進国の中では突出して高く，市場規模が小さい東南アジアなどの発展途上国と同程度である．

and Zhang, 2011).

第3の見方は，懐疑的というよりも批判的であり，海外機関投資家は，短期主義的であるため，経営陣の決定に対して近視眼的な（myopia）圧力となる点を強調する．例えば，海外機関投資家は，長期的には成長を見込めるが短期的には収益を上げることが困難な投資プロジェクトを削減し，過度の株主還元を要求する可能性がある（Bushee, 1998; 2001）．また，たとえ海外機関投資家が，ISS（Institutional Shareholder Services）やグラスルイスなどの議決権行使助言会社の助言に従い，独立性の高い取締役会や業績と強く連動した報酬体系などの国際標準の統治制度を採用するように要求しても，それがすべての企業に適合し，パフォーマンスの向上をもたらすとは限らない．特に，アングロ・サクソン型の企業システムと異なり，現場の知識に基づいた情報が重要である企業では，国際標準の統治制度がかえって弊害となる可能性がある．それゆえ，海外機関投資家の増加は，企業パフォーマンスと正の相関にあるのではなく，むしろ負の相関があることになる．

では，日本における海外機関投資家の株式保有の急増に関しては，いずれの見方が実態を正しく捉えているのだろうか．

3　株式所有構造の劇的な変化

3.1　インサイダー優位の構造の後退

まず，1990年代後半以降の日本の上場企業における所有構造の変化を確認することから始めよう．前掲図2-1は，全国証券取引所の「株式分布状況調査」を用いて，インサイダー（内部投資家）とアウトサイダー（外部投資家）の株式保有の推移を示したものである．ここで，インサイダー保有比率とは，銀行（信託銀行の信託勘定分を除く），保険会社，事業法人による保有の合計値である．一般的に，インサイダーの投資の目的は，必ずしも投資収益の最大化にあるのではなく，投資先企業との長期的な取引関係を維持することが主である．一方で，アウトサイダー保有比率とは，外国人投資家，個人投資家，投資信託，年金信託による保有の合計値である．アウトサイダーの投資の目的は，インサイダーのそれとは対照的に，純粋な投資収益の最大化にある．

表 2-1　日本企業の株式所有構造の内訳

(%)

年度	インサイダー				アウトサイダー			
	銀行	保険会社	事業法人	合計	国内機関投資家	海外機関投資家	個人投資家	合計
1972	15.9	15.0	29.5	60.4	1.5	4.5	29.6	35.6
1973	16.3	14.6	29.9	60.8	1.4	4.0	30.2	35.6
1974	16.6	14.8	28.4	59.8	1.9	3.2	31.7	36.8
1990	15.7	15.9	30.1	61.7	9.8	4.7	20.4	34.9
1991	15.6	16.1	29.0	60.7	9.7	6.0	20.3	36.0
1992	15.6	16.2	28.5	60.3	9.9	6.3	20.7	36.9
2004	5.2	7.4	22.1	34.7	18.4	23.3	21.3	63.0
2005	4.7	7.2	21.3	33.2	18.0	26.3	19.9	64.2
2006	4.6	7.5	20.8	32.9	17.6	27.8	18.7	64.1
2011	3.9	6.1	21.6	31.6	18.6	26.3	20.4	65.3
2012	3.8	5.7	21.7	31.2	17.7	28.0	20.2	65.9
2013	3.6	5.1	21.3	30.0	17.2	30.8	18.7	66.7

(注)　図 2-1 の注を参照.
(出所)　全国証券取引所「株式分布状況調査」より筆者作成.

図 2-1 から見てとれるように，従来のインサイダー優位の所有構造は，1990年代半ばまで著しく安定的であったが，1997年の銀行危機以降，劇的な変化を経験した．インサイダー優位の所有構造の根幹を担っていた銀行は，不良債権処理の原資の確保や BIS 規制への対応のために保有株式を売却したため，その保有比率は1992年の15.6%から2006年の4.6%まで一貫して低下を続けた(表 2-1)．この間，銀行と同様に，保険会社の保有比率も，株価変動がソルベンシーマージン比率に与える影響を考慮して急速に圧縮された．

この持ち合い解消のプロセスで注目すべき点は，以下の 2 点である．第 1 に，事業法人による銀行株の売却と銀行による事業法人株の売却は，銀行危機後に同時に展開されたが，前者は2001年にはほぼ停止したのに対して，後者の銀行による事業法人株の売却は2003年度末まで急速に進展した[9]．2003年度末までに保有株を半減することを定めた銀行等株式保有制限法の効果は大きく，銀行による株式の大量売却が日本企業の所有構造の劇的な変化の原動力になったといえる．第 2 に，株式売却のショックを緩和するために，政府と日本銀行がこのプロセスを後押しした．銀行による株式の大量売却が市場に過度にネガティブな影響を与えないように，2002年には銀行等保有株式取得機構が設立され，

9)　詳しくは，Miyajima and Kuroki (2007)，宮島・新田 (2011) を参照されたい．

日本銀行と共同で銀行から株式を直接購入し，一時的に凍結する措置をとった．1965年の証券危機後のインサイダー保有の形成過程で，2つの株価維持機関（PKO: Price Keeping Organization）が株式を買い取り，最終的に関係企業に「はめ込む」という意味で，仲介者の役割を演じたことはよく知られているが[10]，1997年の銀行危機後の株式相互持ち合いの解体過程でも，PKOが重要な役割を演じた．ただし，この局面では，その方向がまったく逆であった．

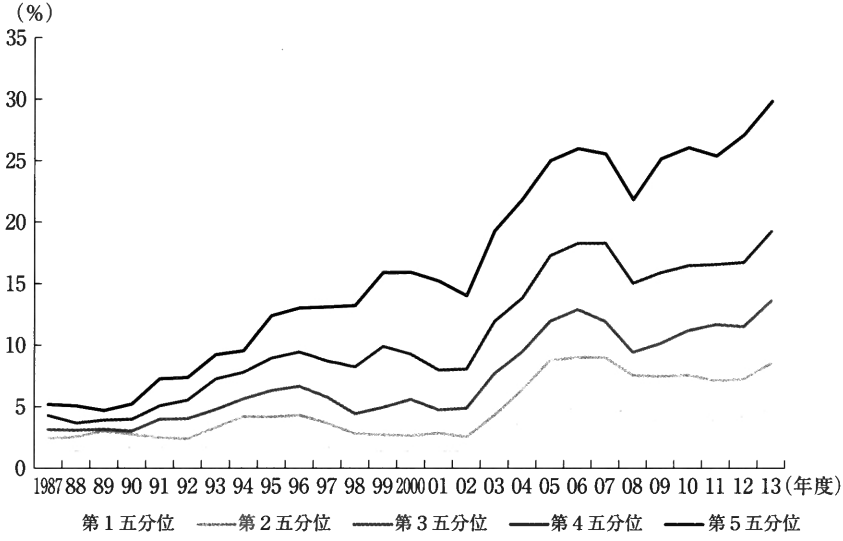
このインサイダーによる株式保有の低下に取って代わるように，機関投資家，特に海外機関投資家による株式保有が急増した．海外機関投資家の保有比率は，1992年の6.3%から，1999年の急上昇を経て，2006年にはピークを迎えて27.8%まで上昇した（表2-1）．それ以降は，2008年から2012年まで26%から28%の間で推移し，アベノミクスが打ち上げられた2013年に再び上昇した．

もっとも，すべての日本企業が均等に株式所有構造を変化させたわけではない．図2-2には，時価総額の高い順に5つのグループに分けた場合の，海外機関投資家の保有比率の推移が示されている．同図によれば，その保有比率は，1990年代の初頭には，時価総額が最も大きいグループ（第5五分位）と最も小さいグループ（第1五分位）の間に大きな差はなくほぼ均等に進展した．しかし，2000年代半ばには，第5五分位のグループが25%を超える一方，第1五分位のグループは，依然として5%程度にとどまっている．

ここで，海外機関投資家は2種類の投資家によって構成されていることに注意が必要である．一方は，ファンド（マネージャー）の拠点が日本国外にあり，海外から日本株の買い注文を出す国際ポートフォリオ投資家である．これらの投資家は，主にMSCIインデックスに組み入れられている日本企業を投資対象としている．一般的に，国際分散投資の一環として日本株に投資するこれらの投資家は，海外側の事情（投資基金の増減や日本株の組み入れ割合の変化）に制約されるため，投資先企業にコミットする程度は低い．もう一方は，ファンド（マネージャー）の拠点が東京にあり，海外の顧客（年金基金や大口投資家）にアクティブファンドを組成して提供する投資家である．これらの投資家は，日本企業に対してコミットする程度が比較的高く，議決権行使や対話において相対的に重要な役割を果たす．

10）詳しくは，二上（1990），川北（1995），Franks *et al.*（2014）を参照されたい．

図 2-2　時価総額規模別の海外機関投資家保有比率の推移



(注)　対象は東証第1部上場企業（非金融事業法人）.
(出所)　日経 NEEDS-Cges より筆者作成.

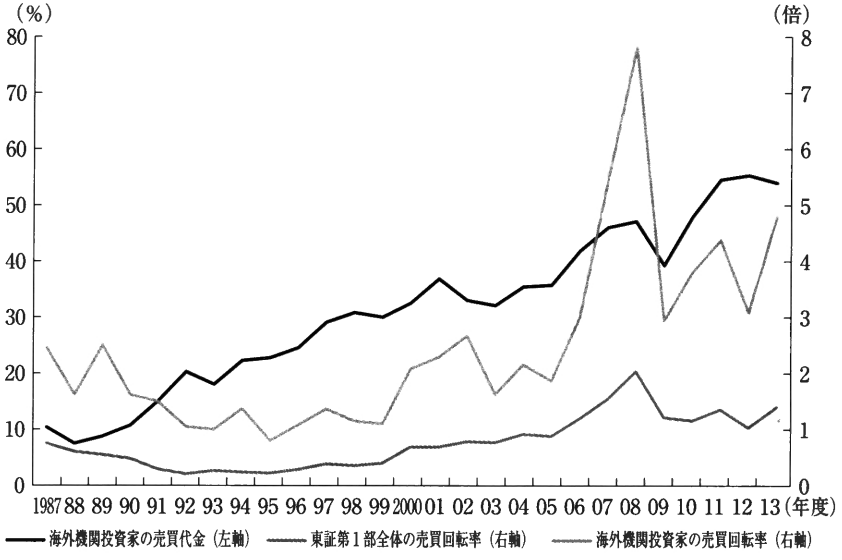
3.2　海外機関投資家の急増の影響

以上で概観した海外機関投資家の急増は，少なくとも，日本の株式市場に3つの影響を及ぼした.

第1に，機関投資家，特に海外機関投資家の売買取引における比重は，所有構造よりも高い．図 2-3 の通り，東証第1部の海外機関投資家による売買高の割合は，1997年には30％程度であったものの，2006年には40％を超え，2012年には55％を超えた．また，海外機関投資家の売買回転率は，2006年に3倍を超えた．この売買回転率の高さは，事業法人や銀行（0.2倍以下）とは対照的である．以上のことは，海外機関投資家が，日本の株式市場の価格形成において非常に重要な役割を担っていることを顕著に物語っている.

第2に，海外機関投資家の増加は，日本企業の株主総会のあり方や議決権行使の役割に変化をもたらした．1990年代後半以前の日本企業では，CalPERS（カリフォルニア州職員退職年金基金）がアクティブな態度を示したことはあったものの，会社提案に対して反対票が投じられることは事実上皆無で，極め

図 2-3　海外機関投資家の売買代金と売買回転率の推移



（注）売買回転率は投資部門別株式売買代金を投資部門別株式保有金額で除したもの．ただし，投資部門別株式売買代金は東証第1部，投資部門別株式保有金額は市場第1部（東証，大証，名証）の合計金額．

（出所）東京証券取引所「統計月報」より筆者作成．

て形式的な株主総会は実質的な意義を欠いていた．しかし，CalPERS が挑戦的な姿勢を見せ始めたことに引き続き，年金基金に対する規制緩和の進展と並行して，機関投資家への受託者責任が強化させられたことで，それまでの状況は徐々に変化した．2000年代初めには，厚生年金基金連合会（現，企業年金連合会）やその他の年金基金が，投資顧問会社に対して議決権行使を積極化させるように要求した．ほぼすべての海外機関投資家は，議決権行使の際のモニタリングコストを節約するため ISS やグラスルイスなどの議決権行使助言会社から情報提供を受けるようになった．そして，その両議決権行使助言会社が国際標準の取締役会設計を推奨したため，アングロ・サクソン型の慣習を導入する圧力となった．2000年代半ばの時点では，かつて形骸化しているといわれた株主総会は様相を変え，日本企業の経営者は，海外機関投資家の議決権行使を強く意識する必要が生じた．

第3に，所有構造の急激な変化を背景に，2000年代半ばには，一連の敵対的買収が発生した．例えば，ライブドアによるニッポン放送への TOB（2005年），

王子製紙の北越製紙に対するTOB（2006年），スティール・パートナーズによるブルドックソースへのTOB（2007年）が挙げられる．もっとも，以上の事案自体のほとんどは失敗に終わっている（Hamao *et al.*, 2011; Becht *et al.*, 2015）．しかし，前記の事案を通じて，株主アクティビズムに対する社会的関心が一気に高まりを見せ，1960年代後半以降ほとんど意識することがなかった経営権市場や株主アクティビズムの存在を，日本企業の経営者も改めて意識させられる重要な契機となった．

4　海外機関投資家はどのような銘柄を選好するのか

4.1　分析モデル

本章の関心は，1990年代から2000年代の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にある．以下では，まず，海外機関投資家による事前のモニタリングに注目する．

海外機関投資家の銘柄選択行動を分析した先行研究（Stulz, 1981; Kang and Stulz, 1997; Hiraki *et al.*, 2003）では，非対称情報に直面する海外機関投資家の銘柄選択行動には，強い投資バイアスが存在することが確認されている．海外機関投資家は，規模が大きく，流動性が高く，業績が良く，認知度が高い，いわゆる優良企業を選好する．海外機関投資家が日本市場での投資を活発化させた2000年代に入っても，この傾向は顕著であった（宮島・新田，2011）．しかし，海外機関投資家の保有比率が30％に達し，日本企業についての情報が蓄積される（非対称情報の程度が緩和される）中で，その銘柄選択行動に変化は生じたのだろうか．この点を確認するため，本節では，Gompers and Metrick (2001) にならって，以下のモデルを推計する．

$$FIO_{i,t}=\alpha_t+\beta_{1t}IB_{i,t}+\beta_{2t}QS_{i,t}+\beta_{3t}HB_{i,t}+\beta_{4t}GOV_{i,t}+\beta_{5t}CONT_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

ここで，被説明変数の FIO は，浮動株調整済みの海外機関投資家の保有比率である．添え字の i は企業を，t は時間（年）を表している．

説明変数の IB は，機関投資家の基本的な選好（バイアス）を表す変数群であり，機関投資家が規模の大きい企業や流動性の高い企業を選好する傾向があ

るかを検証する．それぞれの代理変数として時価総額対数値と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比率に対して正の符号が予測される．また，機関投資家の投資スタイルを捉えるために，簿価時価比率を導入した．機関投資家が割安株（バリュー株）を選好すれば，正の符号が期待される．

QS は，機関投資家が受託者責任をどの程度意識しているかを表す変数群である．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，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．それらの代理変数として総資産利益率（ROA），売上高成長率，配当利回り，株価ボラティリティ（過去1年間の株価収益率の標準偏差），有利子負債比率，現預金比率を導入した．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，確実に利益の得られる，リスクの低い株式を選好することが予想される．それゆえ，ROA，売上高成長率，配当利回り，現預金比率の係数は正の符号が，株価ボラティリティ，有利子負債比率の係数は負の符号が予測される．

HB は，ホームバイアス要因を捉える変数群であり，具体的には，海外売上高比率，MSCI インデックス組入銘柄ダミーを導入した．Kang and Stulz（1997），Hiraki *et al.*（2003），宮島・新田（2011）が日本でも強いホームバイアスが存在することを確認している．MSCI インデックスは，海外機関投資家が投資対象のユニバースを確定するうえで，非常に重要な指標となっているため，その影響力は大きい．両変数の係数は正の符号が予測される．

GOV は，ガバナンス要因を捉える変数群であり，取締役会人数，社外取締役比率を導入した．海外機関投資家に，「小さな」取締役会への選好があれば，取締役会人数の係数は負の符号が予測される．一方，独立性の高い取締役会への選好が強ければ，社外取締役比率については正の符号が予測される．また，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しているか否かを検証するために，子会社ダミー（親会社による保有比率が15％を超える企業）を導入した．さらに，企業の政策保有株比率が銘柄選択に影響を与えるのかを検証するために，政策保有株比率を導入した．

さらに前記のモデルには，先行研究にならって，コントロール変数 *CONT* として株価トレンド（過去1年間の株価収益率）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産業ダミーが導入されている．

推計は，Gompers and Metrick（2001）と同様に，Fama and MacBeth（1973）の手法による．この手法は，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とる手法である．その利点は，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，誤差項のクロスセクショナルな相関に対処できる点にある．

サンプル企業は，東証第1部に上場する非金融事業法人で，サンプル期間は，海外機関投資家による銘柄選択行動の変化に注目するため，以下の3つの時期に分割した．

- Period Ⅰ（1990年から1997年）：資産価格バブルの崩壊から銀行危機の直前まで
- Period Ⅱ（1998年から2005年）：銀行危機後の海外機関投資家が急増した時期
- Period Ⅲ（2006年から2013年）：海外機関投資家の上昇がピークを迎えた後の安定期

前記の3つの時期に，海外機関投資家の銘柄選択がどのように変化したのかが本節の最大の関心である．なお，財務データはQuick Astra Managerから，所有構造に関するデータは日経NEEDS-Cgesから取得した．

4.2　分析結果

分析の結果は，表2-2にまとめられている．1列目は，1990年から2013年までの全期間の結果であり，概ね予測された符号が得られている．

第1に，機関投資家の基本的な選好を表す変数群 *IB* に関しては，規模（時価総額）の大きい，流動性（売買回転率）の高い銘柄へ投資していることが確認できる．また，簿価時価比率の高い銘柄を選好しており，海外機関投資家は割安株（バリュー株）に投資をするタイプが比較的多いことがわかる．

第2に，受託者責任を表す変数群 *QS* に関しては，ROAの係数は有意に正，現預金比率の係数は有意に正，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を選好する点で，海外機関投資家が受託者責任動機に順じた投資スタイルをとっていることが示唆される．

第3に，ホームバイアス要因 *HB* についても予測通り，海外機関投資家は

表 2-2　海外機関投資家の銘柄選択行動

	(1)	(2)	(3)	(4)
	全期間 1990-2013	Period Ⅰ 1990-1997	Period Ⅱ 1998-2005	Period Ⅲ 2006-2013
時価総額対数値	0.054***	0.033***	0.051***	0.078***
	(0.006)	(0.007)	(0.003)	(0.003)
売買回転率	0.007***	0.014**	0.005**	0.003
	(0.003)	(0.005)	(0.002)	(0.004)
簿価時価比率	0.032***	0.017	0.026**	0.054***
	(0.011)	(0.029)	(0.010)	(0.003)
ROA	0.494***	0.409***	0.490***	0.584***
	(0.034)	(0.031)	(0.058)	(0.040)
売上高成長率	0.006	0.016	−0.014	0.016
	(0.010)	(0.015)	(0.014)	(0.017)
配当利回り	−0.537***	−1.268***	−0.428**	0.086
	(0.186)	(0.137)	(0.176)	(0.182)
株価ボラティリティ	0.021	−0.047	0.046***	0.065**
	(0.020)	(0.038)	(0.008)	(0.022)
有利子負債比率	−0.085***	−0.061***	−0.083***	−0.110***
	(0.007)	(0.005)	(0.008)	(0.009)
現預金比率	0.117***	0.042*	0.170***	0.139***
	(0.019)	(0.019)	(0.023)	(0.012)
海外売上高比率	0.048***	0.051**	0.0489***	0.045***
	(0.006)	(0.016)	(0.003)	(0.004)
MSCI インデックス	0.016*	0.025**	0.042***	−0.018*
	(0.009)	(0.009)	(0.004)	(0.009)
取締役会人数	−0.002***	−0.001***	−0.001***	−0.003***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.001)
社外取締役比率	0.016***	0.030***	0.002	0.015**
	(0.005)	(0.006)	(0.006)	(0.006)
子会社ダミー	0.006	0.011**	−0.013	0.021***
	(0.005)	(0.004)	(0.007)	(0.003)
政策保有株比率	−0.084***	−0.094***	−0.031	−0.126***
	(0.018)	(0.012)	(0.023)	(0.035)
株価トレンド	0.011*	0.035***	−0.003	0.002
	(0.006)	(0.009)	(0.005)	(0.007)
定数項	−0.175*	0.155	−0.279***	−0.403***
	(0.095)	(0.178)	(0.016)	(0.086)
被説明変数の平均値	0.142	0.098	0.133	0.201
標準偏差	0.132	0.092	0.126	0.149
調整済み決定係数	0.547	0.488	0.610	0.544
観測数	19,646	6,026	6,425	7,195
観測年数	24	8	8	8

（注）括弧内は頑健な標準誤差である．***，**，*は，それぞれ1％，5％，10％水準で有意であることを示している．

海外売上高比率が高く，MSCI インデックスに組み入れられている企業を選好する．

最後に，ガバナンス要因 *GOV* については，取締役会人数の係数が有意に負，社外取締役比率の係数は有意に正，政策保有株比率の係数は有意に負であり，銘柄選択にあたって，「小さな」取締役会，独立性の高い取締役会に強い選好を持っており，また，株式持ち合いに否定的な態度を示していることもうかがえる．このことから，海外機関投資家が，企業統治改革の１つの原動力となっていると見ることができる．

次に，期間別の差を確認する．期間別の比較から注目すべき点は，以下の４点である．

第１に，ホームバイアス要因については，企業規模や海外売上高比率の有意性について時期的な差はなく，海外機関投資家の株式保有がピークを迎えて以降も，依然として強いホームバイアスが確認される．収益性，安定性，財務健全性などの点で質の高い企業を選好する点も同様である．

もっとも，第２に，MSCI インデックス組入銘柄を選好する傾向は弱まっており，Period Ⅰおよび Period Ⅱの係数は有意に正であるものの，Period Ⅲでは負に転じる．2008-2009年の世界金融危機に伴う，海外機関投資家の日本市場からの退出によって発生した可能性があるため，前記の２年間を除いた推計，2010-2013年に限った推計も試みたが結果は変わらない．この結果は，Period Ⅲに入って，海外機関投資家の投資対象が拡大されたと理解することができるだろう．1990年代以降に活動を拡大するに従い，日本企業に関する知識・情報が蓄積され，非対称情報の程度が軽減したことで，銘柄選択において非本質的な要因が重要ではなくなったことを意味しているのかもしれない．

第３に，株価ボラティリティの係数は，Period Ⅰでは有意でないものの，Period Ⅱと Period Ⅲでは有意に正となる．この結果から，海外機関投資家が株価ボラティリティの高い企業を選好することで，企業の積極的なリスクテイクを促進させる可能性が示唆される．

最後に，海外機関投資家のガバナンス要因への選好が強まっている点である．海外機関投資家は，一貫して小さい取締役会・独立性の高い取締役会を選好している．これは，海外機関投資家が，日本企業の企業統治改革を促進させ，アングロ・サクソン型の統治制度の採用の原動力となってきた証左である．同様

に，Period Ⅲでは，政策保有株比率の係数が有意に負で，その係数も以前よりも小さい．同時期の政策保有株比率の1標準偏差の上昇（5.4%）は，海外機関投資家保有比率を約0.7%引き下げる．この結果は，海外機関投資家が株式持ち合いを維持する企業への投資を明確に回避していることを意味し，Period Ⅲには，企業の政策保有株の圧縮に対する圧力が高まったという事実と整合的である．

5　海外機関投資家は統治制度の整備を促進させるか

前節では，海外機関投資家が規模の大きい企業，流動性の高い企業，業績の良い企業，認知度の高い企業を強く選好するとともに，統治制度が整備された企業を選好することを確認した．これらの事実は，海外機関投資家が直接的な介入（発言）あるいは株式の売却（退出）を通じて，企業の統治制度や経営政策に影響を与える可能性があることを示唆する．本節では，海外機関投資家による株式保有の増加が，企業の取締役会構成にどのような影響を与えるのかを検証する．ここで注目する点は，海外機関投資家が取締役会改革を促進させたのかという点である．

Gillan and Starks（2003）によれば，機関投資家は投資先企業の取締役会構成に影響を与え，独立性の高い取締役会が選択されることを示している．ここでは，Coles *et al.*（2008），Linck *et al.*（2008）に従って，日本企業の取締役会構成の決定要因を検証した宮島・小川（2012）の結果を用いて確認する．推計モデルは，以下の通りである．

$$OUT_{i,t}=\alpha+\beta_1 COMP_{i,t-1}+\beta_2 MON_{i,t-1}+\beta_3 INFO_{i,t-1}+\beta_4 NEG_{i,t-1}+\varepsilon_{i,t} \tag{2}$$

ここで，被説明変数 *OUT* は，企業が独立取締役を選任している場合に1をとるダミー変数である．独立取締役とは，社外取締役のうち，銀行出身者および関係会社出身者を除いた取締役である．

説明変数の *COMP* は事業の複雑性を表す変数群で，企業規模，企業年齢，事業セグメント数，持株会社ダミー，負債比率を代理変数として導入した．事業が複雑な企業ほど，外部者からのアドバイスが有効であるため，これらの係数の符号は正が予測される．

MON はエージェンシー問題の深刻度を表す変数群で，キャッシュフロー比率，ハーフィンダール指数，買収防衛策導入ダミーを用いた．エージェンシー問題が深刻な企業ほど外部者の監視が必要となるため，これらの係数の符号は正が予測される．

INFO は情報獲得の困難度を表す変数群で，R&D 投資比率，時価簿価比率，株価ボラティリティ，無形資産比率（100－有形固定資産比率）を導入した．外部者にとって情報獲得が困難な企業ほど，外部者による助言と監視が有効でなくなるため，これらの係数は負が予測される．

NEG は経営者の交渉力を表す変数群であり，産業調整済み ROA，経営者の在職年数，経営者の持株比率を用いている．経営者の交渉力が強いほど，内部者中心の取締役会が選択されるため，これらの変数の係数は負が予測される．

これらの説明変数のほかに，年度ダミーおよび産業ダミーを導入する．なお，サンプル企業は東証第１部上場企業（非金融事業法人），サンプル期間は2005年から2010年である．財務データは Quick Astra Manager から，取締役会構成と所有構造に関するデータは日経 NEEDS-Cges から取得した．推計方法にはロジットモデルを用いる．

分析の結果は，表2-3にまとめられている．まず，*COMP* および *MON* の係数は，概ね予測通りに正である．ただし，分析モデルの説明力は，米国企業や英国企業を対象とした研究よりも低い[11]．このことは，日本企業の取締役会構成は，米国・英国を想定して組み立てられたモデルでは説明できない要因によって決定されていることを意味している[12]．

次に，前記のモデルに，海外機関投資家の保有比率を導入した場合（２列目），海外機関投資家の保有比率が高い企業ほど，独立取締役を導入する傾向にあることがわかる．ここでは表掲していないが，限界効果を見ると，海外機

11）例えば，Coles *et al.*（2008）は，類似の推計モデルを用いて，米国企業の取締役会構成の決定要因を分析しており，その決定係数を0.24と報告している．同様に，英国企業を対象に分析した Guest（2008）も，その決定係数を0.17と報告している．一方で，これらの研究と比較するために，被説明変数を独立取締役比率とし，前記のモデルを OLS で推計すると，その決定係数は0.12にとどまる．

12）分析期間を1997-2008年とした齋藤（2011）では，フリー・キャッシュフローの大きい企業の方が，独立取締役を導入する確率が低いことを報告している．分析期間の異なる我々の推計では，同様の結果が得られなかったが，本節のモデルで取締役会構成の決定が十分に説明できない点で見方は一致している．

表 2-3　海外機関投資家が取締役会構成に与える影響

	(1)	(2)	(3)	(4)
	全企業	全企業	高海外機関投資家企業（上位四分位）	低海外機関投資家企業（下位四分位）
企業規模	0.214***	0.122**	0.126	−0.013
	(0.046)	(0.055)	(0.094)	(0.134)
企業年齢	−0.004	−0.003	0.002	−0.016**
	(0.004)	(0.004)	(0.008)	(0.007)
事業セグメント数	0.125***	0.130***	0.148*	0.069
	(0.044)	(0.045)	(0.087)	(0.086)
持株会社ダミー	0.464**	0.468**	1.223***	0.050
	(0.195)	(0.195)	(0.386)	(0.387)
負債比率	0.307	0.500	0.604	0.947
	(0.367)	(0.371)	(0.747)	(0.656)
キャッシュフロー比率	0.003	0.005	0.029*	0.003
	(0.007)	(0.007)	(0.017)	(0.010)
ハーフィンダール指数	0.000	0.000	0.000	0.000
	(0.000)	(0.002)	(0.001)	(0.000)
買収防衛策導入ダミー	0.402***	0.394***	0.707***	−0.214
	(0.116)	(0.115)	(0.216)	(0.252)
R&D 比率	0.093***	0.088***	0.114**	0.017
	(0.031)	(0.032)	(0.054)	(0.074)
時価簿価比率	0.250***	0.219**	0.556***	0.254*
	(0.091)	(0.086)	(0.190)	(0.150)
株価ボラティリティ	0.002	−0.002	0.030	−0.001
	(0.010)	(0.010)	(0.028)	(0.016)
無形資産比率	0.890**	0.829**	−0.251	1.231*
	(0.375)	(0.377)	(0.755)	(0.652)
産業調整済み ROA	−0.013	−0.018	−0.052**	−0.006
	(0.011)	(0.011)	(0.024)	(0.019)
経営者在職年数	−0.017***	−0.017***	−0.014	−0.005
	(0.006)	(0.006)	(0.011)	(0.010)
経営者持株比率	−0.024***	−0.023**	−0.013	−0.039***
	(0.009)	(0.009)	(0.022)	(0.013)
海外機関投資家保有比率		0.017***		
		(0.005)		
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
疑似決定係数	0.088	0.092	0.139	0.078
観測数	8,226	8,226	2,059	2,052

（注）括弧内は頑健な標準誤差である．***，**，*は，それぞれ1％，5％，10％水準で有意であることを示している．

関投資家の保有比率の10％の上昇は，独立取締役の導入確率を3.5％引き上げる．この結果は，前節の海外機関投資家が社外取締役比率の高い企業を選好する，つまり，取締役会改革に積極的な企業にプレミアムを支払うという結果と整合的である．

もっとも，海外機関投資家の保有比率が高い企業で独立取締役の導入確率が高くなるという関係は，必ずしも企業がその事業特性に従って取締役会構成を選択したことを意味するわけではない．独立取締役の導入が単なるウインドウ・ドレッシング（window dressing）に終わる可能性もあるからである．

そこで，海外機関投資家の保有比率が高い企業（上位四分位）と低い企業（下位四分位）にサンプルを分割して推計結果を比較すると，海外機関投資家の保有比率が高い企業でモデルの説明力が高くなることがわかる（3・4列目）．海外機関投資家の保有比率が高い企業群の決定係数が0.14であるのに対して，低い企業群の決定係数は0.08にとどまる．また，海外機関投資家の保有比率が高い企業群では，事業の複雑性やエージェンシー問題の深刻度を表す変数群の有意水準も高い．これは，海外機関投資家の保有比率が高い企業では，事業の複雑性やエージェンシー問題の深刻度などの企業特性に応じて取締役会構成が決定される程度が高まることを意味している．

6　海外機関投資家は経営政策に影響を与えるか

6.1　経営政策に与える影響

本節の課題は，海外機関投資家の増加が企業の経営政策にどのような影響を与えるのかを解明する点にある．ここでは，経営政策として，設備投資，資本構成，株主還元に注目する．

これらに注目する理由は，政策担当者や経済メディアがしばしば指摘するように，日本企業の経営政策が総じて保守的であり，大規模な投資に消極的で，過度に負債を圧縮し，株主還元よりも内部留保する傾向があるとみなされているからである．さらに，これらの保守的な経営政策は，インサイダー優位の所有構造がもたらす最大の欠陥のうちの1つとされている．以下では，設備投資や資本構成が企業のリスクテイクの側面を，株主還元はより直接的に株主の利害を重視する経営が採用されているかを表すという想定の下で，海外機関投資家の増加がこうした経営政策に実質的な影響を与えているか否かを，以下の推計モデルを用いて検証する．

$$POL_{i,t}=\alpha+\beta_1 FIO_{i,t-1}+\beta_2 CONT_{i,t}+\beta_3 POL_{i,t-1}+\varepsilon_{i,t} \qquad (3)$$

ここで，被説明変数の *POL* は，企業の経営政策を捉える変数で，設備投資比率，負債比率，自己資本配当率である．設備投資比率は，設備投資額を期初の総資産で除した値，負債比率は有利子負債額を期末の総資産で除した値，自己資本配当率は年間配当額を期初の自己資本で除した値である．また，負債比率については，キャッシュフロー計算書から，負債発行額と負債返済額の差分を期初の総資産で除した負債調達比率も用いる．

説明変数の *FIO* は，海外機関投資家の保有比率である．*CONT* はその他のコントロール変数群であり，設備投資の分析では，時価簿価比率，売上高成長率，キャッシュフロー比率を，負債比率の分析では，時価簿価比率，売上高成長率，総資産利益率（ROA），有形固定資産比率，売上高対数値，株価ボラティリティを，自己資本配当率の分析では，時価簿価比率，売上高成長率，売上高対数値，株価ボラティリティ，株価リターン，自己資本利益率（ROE）を採用している．また，すべての分析において，年度ダミーと産業ダミーを導入している．サンプル企業は東証第1部上場企業（非金融事業法人）で，サンプル期間は2006年から2013年である．

ここでの焦点は，海外機関投資家が企業の経営政策にいかなる影響を与えるのかであるが，前述したように，海外機関投資家は特定の経営政策を選好する可能性がある．つまり，海外機関投資家が影響を与えるのではなく，海外機関投資家が望ましい経営政策を採用する企業の株式を購入しているだけという逆の因果関係が存在する．そこで，この点に対処するため，被説明変数のラグを説明変数に追加してダイナミック・パネル・モデルとし，Blundell and Bond (1998) のシステム GMM を用いて推計する．ここでは，すべての変数を内生変数として扱い，$t-3$期から$t-5$期の説明変数を操作変数として用いる．

分析の結果は，表2-4にまとめられている．まず，設備投資比率の分析（1列目）に関しては，海外機関投資家の係数が有意に正の値をとる．この結果は，海外機関投資家の保有比率がピークに達して以降，企業の投資を促進させる圧力となったことを意味する．また，新興国を対象とした Ferreira and Matos (2008) の分析では，海外機関投資家が企業の過剰投資を抑制させる役割を担っていると報告されていることとは対照的である．保守的な投資行動，つまり，過剰投資よりも過小投資が問題となる日本企業では，海外機関投資家は，事業再組織化を促進するよりもリスクテイクを促進させたという解釈と整合的であ

表 2-4　海外機関投資家が経営政策に与える影響

	(1)	(2)	(3)	(4)
	設備投資比率	負債比率	負債調達比率	自己資本配当率
海外機関投資家保有比率（期初）	0.019*	0.049	0.065*	0.011**
	(0.011)	(0.04)	(0.04)	(0.01)
時価簿価比率	0.844	3.507***	3.183***	0.104
	(0.731)	(0.64)	(0.83)	(0.19)
売上高成長率	−0.045**	−0.094***	−0.063**	0.013**
	(0.020)	(0.03)	(0.03)	(0.01)
キャッシュフロー比率	0.165**			
	(0.066)			
ROA		−0.271***	−0.085*	
		(0.05)	(0.05)	
有形固定資産比率		0.040	−0.008	
		(0.04)	(0.04)	
売上高対数値		0.090	−0.433	−0.163**
		(0.45)	(0.47)	(0.07)
株価ボラティリティ		−0.044	−0.077	−0.018***
		(0.04)	(0.05)	(0.01)
株価リターン				0.003**
				(0.00)
ROE				0.020**
				(0.01)
被説明変数ラグ	0.355***	0.793***	0.119	0.774***
	(0.132)	(0.04)	(0.13)	(0.04)
AR(1) test (p-value)	0.000	0.000	0.000	0.000
AR(2) test (p-value)	0.551	0.103	0.751	0.874
Hansen test over-identification (p-value)	0.169	0.062	0.214	0.768
Diff-in-Hansen tests of exogeneity (p-value)	0.256	0.590	0.355	0.874
観測数	11,411	12,045	11,681	11,673

（注）括弧内は頑健な標準誤差である．***，**，*は，それぞれ1％，5％，10％水準で有意であることを示している．

ろう．

次に，負債比率の分析（2列目）では，海外機関投資家の係数は正の値をとるものの有意ではない．一方，負債調達比率を用いた分析（3列目）では，10％水準で有意に正の値をとる．前節の銘柄選択の結果と併せて考えれば，海外機関投資家は，負債比率の低い企業の株式を購入し，その後，負債比率を引き上げるような圧力を働かせると見ることができる．

最後に，自己資本配当率の分析（4列目）では，海外機関投資家の係数は5

%水準で有意に正の値をとる．海外機関投資家の1標準偏差の増加は，自己資本配当率を0.32%上昇させる．これは自己資本配当率の平均値の約2割にあたり，その経済的規模は大きい．前節の結果と併せて考えれば，負債比率と同様に，海外機関投資家は低配当企業を選好する一方で，その企業が配当を増加させる役割を果たすと理解できる．

6.2　海外機関投資家の影響と企業特性

以上の分析から，保有比率がピークとなった2006年以降，海外機関投資家が企業の経営政策に実質的に影響を与えるようになったことが確認された．次の関心は，海外機関投資家がどのような特性を持つ企業の経営政策に影響を与えるかである．海外機関投資家が企業の積極的な設備投資を促し，負債比率を高め，株主還元を促進したとしても，必ずしも企業価値の向上に貢献するとは限らない．例えば，成長機会が乏しい企業の投資を促進すれば過剰投資を引き起こし，反対に成長機会が豊富な企業の配当を促進させれば内部成長を抑制することになる．

以下では，この推論が妥当であるかを検証するため，サンプル企業を成熟企業と成長企業に分類する．ここで，成長企業は規模が小さく（総資産が中央値未満），年齢が若く（上場後年数が中央値未満），成長機会が豊富な企業（時価簿価比率が中央値以上）と定義し，成熟企業は規模が大きく（総資産が中央値以上），年齢が古く（上場後年数が中央値以上），成長機会が乏しい企業（時価簿価比率が中央値未満）と定義する．この定義に従って作成したダミー変数と海外機関投資家保有比率の交差項を前記のモデルに追加する．

分析の結果は表掲していないが[13]，海外機関投資家の圧力が，成長機会が乏しい企業の過剰投資を誘発する，あるいは，成長機会が豊富な企業の内部成長を抑制するという事実は確認できない．むしろ，海外機関投資家と国内機関投資家の保有比率を合計した機関投資家保有比率を用いた場合には，投資については，交差項の係数は成熟企業のみ有意に負の値をとる．また，配当については，交差項の係数は成長企業で有意に負，成熟企業で有意に正となる．これらの結果は，概ね機関投資家が企業特性ないしライフサイクルに適合する経営

13）詳細については，Miyajima and Ogawa（2016）を参照されたい．

政策を採用させる，つまり，成熟企業の投資を抑制して配当を促進させる一方，成長企業の配当を抑制させる役割を果たしていることを示している．他方，負債については，成熟企業・成長企業ともに負債比率を上昇させる．今後，さらに立ち入った検証の必要があるが，成熟企業に対しては，負債の規律付け効果の向上を，成長企業に対しては積極的な負債の選択による成長を促進した可能性がある．

以上の結果から，海外機関投資家が，2006年以降，外部モニターとして企業に適切な経営政策の選択を促す役割を果たし始めたと見てよいだろう．

7　海外機関投資家は企業パフォーマンスに影響を与えるか

前節までの結果を要約すれば，海外機関投資家の銘柄選択には一種のバイアスがあるものの，いったん海外機関投資家の保有比率が上昇すれば，発言と退出などのメカニズムを通じて，企業の統治制度や経営政策に実質的な影響を与えることを示唆している．本章の最後の課題は，2000年代に入って急激に高まった海外機関投資家の存在が，最終的に企業パフォーマンスの向上に貢献するか否かである．従来の伝統的な銀行や保険会社などのインサイダーとは異なり，海外機関投資家は投資先企業からの独立性が高く，投資収益の最大化に従って行動するので，積極的に発言と退出を実行し，投資先企業のパフォーマンスに正の影響を与えると推測される．しかし，この見方は妥当なのだろうか．

7.1　海外機関投資家が株価収益率に与える影響

本節では，まず予備的な考察として海外機関投資家の株式保有の変化と株価収益率の関係から接近する．ここでは，海外機関投資家による株式保有が企業の株価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，以下の推計モデルを用いて検証する．

$$RET_{i,t}=\alpha+\beta_1 CONT_{i,t}+\beta_2 FIO_{i,t-1}+\beta_3 \Delta FIO_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \qquad (4)$$

ここで，RET は，株価収益率であり，企業 i の各年の配当込みの投資収益率と配当込みの TOPIX 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 $FIO_{i,t-1}$ は海外機関投資家の期初（前期末）の保有比率の水準，$\Delta FIO_{i,t}$ は当期のその変化であり，$CONT$ はその他のコントロール変数である．

以下で注目するのは，この $FIO_{i,t-1}$ と $\Delta FIO_{i,t}$ である．企業の株価収益率が期初の海外機関投資家の保有比率 $FIO_{i,t-1}$ に正に感応するならば，海外機関投資家が投資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したか，あるいは，経営者が海外機関投資家の株式保有の継続を促す経営戦略を採用したことを示唆する．一方，投資収益率が期中の海外機関投資家の保有比率の変化 $\Delta FIO_{i,t}$ に正に感応するならば，海外機関投資家は，成長可能性の高い株式を選別して投資したという意味で，事前のスクリーニ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，海外機関投資家による株式保有（水準と変化）が株価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検証する．

表2-5には，第4節の銘柄選択の分析と同様に，Fama-MacBeth の手法を用いた推計結果が要約されている．なお，サンプルとデータは第4節と同様である．

まず，期初の保有比率 $FIO_{i,t}$ の効果を見ると，その係数は有意に負の値をとり，海外機関投資家のモニタリング効果ははっきりしない．それに対して，$\Delta FIO_{i,t}$ の係数は統計的に1％水準で有意であり，経済的にも実質的な効果を持つ．表では省略しているが，24期間中23期間において，$\Delta FIO_{i,t}$ の係数は5％水準で有意に正の値をとる．つまり，海外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．期間を分割すると，海外機関投資家の保有比率の増分が1標準偏差増加すると，株価収益率は，1990年から1997年で4.7％，1998年から2005年で6.7％，2006年から2013年で4.5％上昇する．最も影響が大きいのは，1999年の9.9％であった[14]．

以上要するに，期中の海外機関投資家の保有割合の変化は株価収益率に対して，統計的にも経済的にも有意な正の影響を与えることがわかった．もっとも，海外機関投資家の保有比率の変化と株価収益率の正の相関は，海外機関投資家の事前のスクリーニング能力だけでなく，海外機関投資家の買い自体が株価を引き上げる需要ショックによっても発生する点（Gompers and Metrick, 2001）には，注意が必要である[15]．

14）Period Ⅱと Period Ⅲともに，$FIO_{i,t-1}$ の係数は有意に負であるが効果は小さい．例えば，Period Ⅲにおいて，$FIO_{i,t-1}$ の1標準偏差の変化は株価収益率を1.5％程度引き下げるが，前述のように，$\Delta FIO_{i,t}$ の1標準偏差の変化は株価収益率を4.5％引き上げる．

表 2-5　海外機関投資家が株価収益率に与える影響

	(1)	(2)	(3)	(4)
	全期間	Period Ⅰ	Period Ⅱ	Period Ⅲ
	1990-2013	1990-1997	1998-2005	2006-2013
時価総額対数値	0.050***	0.047***	0.062***	0.025***
	(0.007)	(0.006)	(0.015)	(0.007)
売買回転率	−0.039***	−0.031***	−0.051***	−0.035**
	(0.005)	(0.006)	(0.005)	(0.012)
簿価時価比率	−0.118***	−0.154***	−0.068	−0.133***
	(0.020)	(0.016)	(0.045)	(0.018)
ROA	0.708***	0.636**	0.772***	0.717*
	(0.148)	(0.249)	(0.189)	(0.312)
売上高成長率	0.203***	0.217***	0.206*	0.185**
	(0.040)	(0.041)	(0.088)	(0.073)
配当利回り	−0.382	−0.796**	1.839**	−2.19**
	(0.569)	(0.332)	(0.665)	(0.658)
株価ボラティリティ	0.143**	0.067	0.286**	0.074
	(0.060)	(0.082)	(0.110)	(0.106)
有利子負債比率	−0.094***	−0.087***	−0.107**	−0.088**
	(0.013)	(0.008)	(0.032)	(0.026)
現預金比率	−0.072**	0.028	−0.176**	−0.069
	(0.033)	(0.020)	(0.056)	(0.038)
海外売上高比率	−0.010	0.014	−0.005	−0.041
	(0.027)	(0.050)	(0.026)	(0.056)
MSCI インデックス	−0.064***	−0.027***	−0.094***	−0.072***
	(0.011)	(0.004)	(0.021)	(0.010)
取締役会人数	−0.003***	−0.003***	−0.003	−0.003***
	(0.001)	(0.001)	(0.002)	(0.000)
社外取締役比率	−0.024	0.004	−0.036	−0.039
	(0.017)	(0.022)	(0.034)	(0.029)
子会社ダミー	−0.017*	−0.006	−0.028	−0.018***
	(0.009)	(0.012)	(0.021)	(0.005)
浮動株比率	0.053**	0.020	0.112**	0.028
	(0.021)	(0.019)	(0.038)	(0.038)
海外機関投資家（期初） *FIO*	−0.224**	0.021	−0.552***	−0.139***
	(0.090)	(0.162)	(0.083)	(0.035)
Δ 海外機関投資家（差分） *ΔFIO*	1.755***	2.089***	1.869***	1.309***
	(0.193)	(0.406)	(0.311)	(0.111)
定数項	−0.589**	−0.388	−1.240**	−0.140
	(0.250)	(0.287)	(0.474)	(0.414)
被説明変数の平均値	0.019	-0.037	0.048	0.021
標準偏差	0.290	0.199	0.349	0.278
FIO の平均値	0.087	0.052	0.078	0.127
標準偏差	0.089	0.053	0.083	0.102
ΔFIO の平均値	0.005	0.004	0.009	0.003
標準偏差	0.032	0.023	0.036	0.035
調整済み決定係数	0.326	0.371	0.307	0.301
観測数	19,943	6,078	6,529	7,336
観測年数	24	8	8	8

（注）括弧内は頑健な標準誤差である．***，**，*は，それぞれ１％，５％，10％水準で有意であることを示している．

7.2　海外機関投資家が企業パフォーマンスに与える影響

最後に，逆の因果関係を考慮しても，海外機関投資家が経営の規律付けの主体として企業パフォーマンスを引き上げるのかを検証する．本節では，以下の推計モデルを用いる．

$$PERF_{i,t}=\alpha+\beta_1 FIO_{i,t}+\beta_2 SIZE_{i,t}+\beta_3 INVOP_{i,t}+\beta_4 LEV_{i,t}+\beta_5 IND\text{-}PERF_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

ここで，被説明変数の *PERF* はパフォーマンス指標で，トービンの q の対数値，および，ROA である．説明変数の *FIO* は海外機関投資家の保有比率，*SIZE* は総資産対数値，*INVOP* は過去2年間の売上高成長率の平均値，*LEV* は負債比率，*IND-PERF* はパフォーマンス指標の産業中央値である．前記のモデルには，年度ダミーおよび産業ダミーを導入している．サンプル企業は東証第1部上場企業（非金融事業法人）で，サンプル期間は1990年から2013年である．推計法は，Median-regression（分位点回帰），IV（操作変数法），GMM（一般化モーメント法）を用いる．ここでは，海外機関投資家保有比率と相関があり，企業パフォーマンスには直接的な影響を与えない MSCI インデックスを操作変数として採用する．

操作変数法を用いた場合の2段階目の分析結果が表2-6にまとめられている．海外機関投資家保有比率の係数は，パネルA・Bのいずれの推計でも有意に正の値をとる．つまり，逆の因果関係を考慮しても，海外機関投資家の保有比率の増加が企業パフォーマンスに正の効果を持つことがわかる．その経済的規模は，1列目の結果によれば，海外機関投資家の1標準偏差の増加（9.2%）は，トービンの q の対数値を5.6%，ROA を1.3%上昇させる．これは，トービンの q の平均値の約4割，ROA の平均値の約2割を説明するため，実質的な効果を持つと見てよいだろう[16]．

15）宮島・保田（2015）では，海外機関投資家の日本の株式市場への資金流入期・流出期に区分して，この点をさらに立ち入って分析しており，需要ショックの効果は大きくないと結論付けている．

16）本書第3章の分析では，固定効果モデルの推計であるが，付加価値率に対しても，海外機関投資家の株式保有が正の影響を持つことを報告している．

表 2-6　海外機関投資家が企業パフォーマンスに与える影響

パネル A：トービンの q（対数値）

	(1)	(2)	(3)	(4)
	全期間	Period Ⅰ	Period Ⅱ	Period Ⅲ
	1990-2013	1990-1997	1998-2005	2006-2013
海外機関投資家保有比率	3.133***	2.824***	2.698***	4.711***
	(0.129)	(0.285)	(0.169)	(0.346)
総資産対数値	−0.103***	−0.090***	−0.064***	−0.207***
	(0.005)	(0.006)	(0.007)	(0.017)
売上高成長率	0.462***	0.420***	0.702***	0.298***
	(0.035)	(0.060)	(0.062)	(0.067)
有利子負債比率	0.396***	0.145***	0.324***	0.798***
	(0.022)	(0.032)	(0.030)	(0.065)
q 産業中央値	1.087***	0.985***	0.726***	0.658***
	(0.015)	(0.017)	(0.045)	(0.060)
定数項	0.043*	0.329***	0.260***	0.518***
	(0.024)	(0.029)	(0.060)	(0.074)
観測数	23,808	7,929	7,588	8,291

パネル B：ROA

	(1)	(2)	(3)	(4)
	全期間	Period Ⅰ	Period Ⅱ	Period Ⅲ
	1990-2013	1990-1997	1998-2005	2006-2013
海外機関投資家保有比率	0.142***	0.108***	0.095***	0.259***
	(0.011)	(0.024)	(0.013)	(0.025)
総資産対数値	−0.003***	−0.000	−0.000	−0.011***
	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.001)
売上高成長率	0.132***	0.112***	0.135***	0.141***
	(0.003)	(0.005)	(0.006)	(0.006)
有利子負債比率	−0.029***	−0.037***	−0.032***	−0.018***
	(0.002)	(0.003)	(0.003)	(0.005)
ROA 産業中央値	0.654***	0.793***	0.662***	0.507***
	(0.016)	(0.023)	(0.029)	(0.030)
定数項	0.024***	0.015***	0.008***	0.039***
	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.003)
観測数	23,892	7,940	7,608	8,344

（注）括弧内は頑健な標準誤差である．***，**，*は，それぞれ1％，5％，10％水準で有意であることを示している．

8　海外機関投資家が企業統治に影響を与えるメカニズム

8.1　海外機関投資家の役割の増大と企業統治の多様化

以上，本章では，従来の日本型企業システムの根幹を担ってきたメインバンク制に代わって，海外機関投資家（外部投資家）によるモニタリングが企業を規律付けるメカニズムとして実質的に機能しているのかについて分析してきた．

第2節でも紹介したように，この点に関しては，海外機関投資家が，事前のスクリーニング能力と事後のモニタリング能力に優れており，さらに，企業統治制度の整備を促進させることによって，企業パフォーマンスを向上させるという肯定的な見方が主張される一方，海外機関投資家は，深刻な非対称情報に直面しているため形式的な銘柄選択に終始し，また，企業にコミットする意思も持たない点に注目して，その経営の規律付けの役割に対して懐疑的な見方も根強い．さらには，海外機関投資家は，投資期間が短期的であるため，企業の中長期的な成長を阻害するという否定的な見方もある．

しかし，前節までの分析結果を総括すれば，海外機関投資家の銘柄選択は一定のバイアスを伴うものの，いったん，その保有比率が上昇すれば，投資先企業ではその企業に適合した企業統治制度の整備や経営政策の選択が促進され，その結果としてパフォーマンスが向上することになる．これは，海外機関投資家に肯定的な見方を支持する結果であり，海外機関投資家によるモニタリングが企業を規律付けるメカニズムとして機能し始めたことを意味している．

もっとも，以上の海外機関投資家のポジティブな機能が期待されるのは，規模の大きい企業に限定されていることに注意が必要である．1980年代までの日本の企業システムは，メインバンク制，企業・銀行間の株式持ち合い，内部者からなる取締役会によって特徴づけられ，しかも，大規模の優良企業でもその他の中規模企業でもすべての上場企業が均質であった．しかし，Jackson and Miyajima（2007）が強調したように，1997年の銀行危機以降，日本企業の統治構造は多様化した．海外機関投資家の選好（規模の大きい企業，流動性の高い企業，業績の良い企業，認知度の高い企業）を反映して所有構造に格差が生じた．

前掲図2-2は，この傾向を明確に示している．1990年代初頭には，時価総額を基準とした大規模企業（第5五分位）と小規模企業（第1五分位）の間に，海外機関投資家の保有比率に大きな差はなかった．しかし，海外機関投資家の保有比率がピークを迎えた2006年には，大規模企業では25％を超える一方，小規模企業では依然として5％以下にとどまっている．つまり，海外機関投資家の役割が期待できるのは，この大規模企業のみに限られる．そこでは，統治制度の整備，経営政策の矯正，パフォーマンスの向上がもたらされる一方，比較的規模の小さい企業では，依然として従来の伝統的な統治制度が維持されることとなった．

8.2　経路：発言（Voice）の機能と現実

以上の通り，海外機関投資家が企業の統治制度，経営政策，企業パフォーマンスに実質的な影響を与えることを明らかにした．では，どのような経路を通じて海外機関投資家の影響が実質的な意味を持つのか．この点の精緻な検討は今後の課題であるが，以下若干の展望を述べておこう．

一般に，海外機関投資家の保有の増加が，経営政策やパフォーマンスに影響を与える経路としては，（1）ブロック保有に基づいたアクティビズムと呼ばれる直接的な介入（株主総会における株主提案や委任状争奪戦など），（2）独立取締役によるモニタリングが想定される．

しかし，このうち，第1のブロック保有に基づく直接的な介入が企業経営に影響を及ぼしたとは言い難い．確かに，2000年代の日本では，戦後初めて，いくつかの敵対的買収が観察された（Buchanan *et al.*, 2012）．そして，アクティビストの行動は，買収の標的（被買収企業）のみならず，過剰な現預金を抱えるような潜在的に標的になりうる企業の経営政策にも影響を与えた．しかし，こうした大量買い付けの案件自体は著しく少ないうえ，実際にスティール・パートナーズなどの標的となった企業は，海外機関投資家保有比率の低い，比較的小規模の企業であった．また，海外機関投資家による株主提案が提出されることは珍しく，委任状争奪戦が行われることもまれである．さらに，たとえ株主アクティビズムが観察されたとしても，それが成功を収める事例は非常に限られている（Hamao *et al.*, 2011; Becht *et al.*, 2015）．少なくとも，これまでの日本において，海外機関投資家による発言が機能したと想定するのは非現実的

である．

第２の独立取締役を通じた経路については，2000年以降，海外機関投資家の選好に沿うように，日本企業の独立取締役の選任が進展したことは事実である．しかし，独立取締役の選任が必ずしも企業の経営効率の向上をもたらすとは限らない．本書第９章の分析結果によれば，平均的に見て，独立取締役の選任が業績悪化時の経営者交代の確率を上昇させることはない．独立取締役が３人以上選任されている企業では，業績悪化時の経営者交代の確率が上昇するものの，２人以下ではかえってその確率が低下する．そもそも独立取締役が十分に選任されている企業は少なく，過半数が社外取締役という企業はほとんど存在しない．それゆえ，海外機関投資家の存在によって，独立取締役を選任する圧力が高まったとしても，その結果として企業パフォーマンスの向上がもたらされると解釈することはできない．

8.3　経路：退出（Exit）と内部ガバナンス

以上の事実から，前記の直接的な経路が，海外機関投資家が日本企業に影響を与えてきた主たる経路であると想定することはできない．むしろ，現実的なのは，海外機関投資家による議決権行使と退出（voting with feet）が企業経営に影響を与えるという間接的な経路である．

株主総会での議決権行使については，2006年以降，会社提案に対して反対票が投じられることが目立つようになった．既述の通り，海外機関投資家が単独でブロック保有するケースは限られている．しかし，海外機関投資家の集計された保有比率は30％に達し，その議決権行使の基準はかなり明確である．特に，経営政策に対する批判は，取締役選任議案に顕著に現れ始めた．取締役選任議案に20％以上の反対票が投じられると，経営陣はその結果を重視するといわれ，現行の経営政策を見直す契機となった可能性がある．また，配当政策も株主総会の決議事項であるため，海外機関投資家の議決権行使が変化を迫る圧力となったと見られる．また，時価総額の大きな企業では，海外機関投資家が３％以上のブロックを保有しているケースが５割程度に達しており，そこでは，徐々に海外機関投資家との対話が経営政策に影響を与えた可能性がある．

他方，海外機関投資家の退出の脅威はこうした関係を強化した．第７節の分析では，海外機関投資家の保有比率の変化が株価収益率に正の影響を与えてい

た．しかも，この経済的規模は大きく，海外機関投資家の保有比率が5％増加すれば，株価収益率は約8％上昇する．この株価収益率の上昇の要因，つまり，海外機関投資家の事前・事後のモニタリングによるのか，海外機関投資家が株式を購入する際の需要ショックによるのかを十分に特定することはできなくとも，事実として，経営陣が，海外機関投資家による株式保有の増加が株価収益率の上昇をもたらすと認識するには十分なほどに大きい．

実際に，経営陣が株価の推移に関心を示すようになったことは，2000年代以降に，IR活動や情報公開を進展した事実とも整合的である（Miyajima, 2007）．さらに，筆者らが試みたアンケート調査（宮島ほか，2013）でも，1990年代の調査結果とは異なり，近年では約9割の経営陣が株主価値を意識するようになったと回答している．

ただし，日本企業において海外機関投資家が退出するうえでの経営陣の関心事は，敵対的買収の脅威が増加することや持株（ストック・オプション）の価値が減少することではないだろう．むしろ，より重要なことは，株価の低迷が経営陣の評判を悪化させ，内部者からの支持が得られなくなることかもしれない．つまり，海外機関投資家の増減がもたらす株価の変動は，諸外国のように外部メカニズムを通じてではなく，内部メカニズムを通じて効力を持つ可能性がある．しかし，これは実証的に裏付けされたものではなく，推論の域を出ない．言うまでもなく，この推論を検証することが今後の課題である．

本章は，独立行政法人経済産業研究所（RIETI）の「企業統治分析のフロンティア：リスクテイクと企業統治」研究プロジェクトの成果の一部である．本章の作成にあたっては，前記研究会の参加者より貴重なコメントを頂戴した．ここに記して感謝を申し上げる．本章の一部は，文部科学省の科学研究費（15H01958）．日本学術振興会「課題設定による先導的人文学・社会科学研究推進事業グローバル展開プログラム」，「研究拠点形成事業（A.先端拠点形成型）」，および早稲田大学産業経営研究所リサーチ・プロジェクト助成金の援助を受けた．

【参考文献】

Aggarwal, R., L. Klapper and P. Wysocki (2005) "Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, pp. 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*, Vol. 100, pp. 154-182.

Becht, M., J. Franks, J. Grant and H. Wagner (2015) "The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study," European Corporate Governance Institute (ECGI) Finance Working Paper, No. 402/2014.

Blundell, R. and S. Bond (1998) "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models," *Journal of Econometrics*, Vol. 87, pp. 115-143.

Buchanan, J., D. Chai and S. Deakin (2012) *Hedge Fund Activism in Japan: The Limits of Shareholder Primacy*, Cambridge University Press.

Bushee, B. (1998) "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior," *Accounting Review*, Vol. 73, pp. 305-333.

Bushee, B. (2001) "Do Institutional Investors Prefer Near-term Earnings over Long-run Value?" *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18, pp. 207-246.

Chung K. and H. Zhang (2011) "Corporate Governance and Institutional Ownership," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 46, pp. 247-273.

Coles J., D. Naveen and L. Naveen (2008) "Boards: Does One Size Fit All?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, pp. 329-356.

Del Guercio, D. (1996) "The Distorting Effect of the Prudent-man Laws on Institutional Equity Investments," *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 31-62.

Fama, E. and J. D. MacBeth (1973) "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests," *Journal of Political Economy*, Vol. 81, pp. 607-636.

Ferreira, M. and P. Matos (2008) "The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors around the World," *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, pp. 499-533.

Franks, J., C. Mayer and H. Miyajima (2014) "The Ownership of Japanese Corporations in the 20th Century," *Review of Financial Studies*, Vol. 27, pp. 2581-2625.

Gillan, S. and L. Starks (2003) "Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective," *Journal of Applied Finance*, Vol. 13, pp. 4-22.

Gompers, P. and A. Metrick (2001) "Institutional Investors and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, pp. 229-259.

Goyer, M. (2011) *Contingent Capital: Short-term Investors and the Evolution of Corporate Governance in France and Germany*, Oxford University Press.

Guest, P. (2008) "The Determinants of Board Size and Composition: Evidence from UK," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, pp. 51-72.

Hamao, Y., K. Kutsuna and P. Matos (2011) "U.S.-style Investor Activism in Japan: The First Ten Years," Working Paper, University of Southern California.

Hiraki, T., A. Ito and F. Kuroki (2003) "Investor Familiarity and Home Bias: Japanese Evidence," *Asia-Pacific Financial Markets*, Vol. 10, pp. 281-300.

Jackson, G. and H. Miyajima (2007) "Introduction: The Diversity and Change of Corporate Governance in Japan," in M. Aoki, G. Jackson and H. Miyajima eds., *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press, pp. 1-47.

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*, Vol. 46, pp. 3-28.

Linck, J., J. Netter and T. Yang (2008) "The Determinants of Board Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, pp. 308-328.

Miyajima, H. (2007) "The Performance Effects and Determinants of Corporate Governance Reform," in M. Aoki, G. Jackson and H. Miyajima eds., *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press, pp. 330-369.

Miyajima, H. and F. Kuroki (2007) "The Unwinding of Cross-shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications," in M. Aoki, G. Jackson and H. Miyajima eds., *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press, pp. 79-124.

Miyajima, H. and R. Ogawa (2016) "Convergence or Emerging Diversity? Understanding the Impact of Foreign Investors on Corporate Governance in Japan," RIETI Discussion Paper Series, No. 16-E-053.

Miyajima, H., T. Hoda and R. Ogawa (2015) "Does Ownership Really Matter? The Role of Foreign Investors in Corporate Governance in Japan," RIETI Discussion Paper Series, No. 15-E-078.

Stulz, R. (1981) "On the Effects of Barriers to International Investment," *Journal of Finance*, Vol. 36, pp. 923-934.

川北英隆（1995）『日本型株式市場の構造変化――金融システムの再編成とガバナンス』東洋経済新報社.

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」宮島英昭編著『日本の企業統治――その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社，181-213頁.

二上季代司（1990）『日本の証券会社経営――歴史・現状・課題』東洋経済新報社.

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」『旬刊商事法務』第1973号，81-95頁.

宮島英昭・新田敬祐（2011）「株式所有構造の変容：株式持ち合いの『解消・復活』と外投資家の役割」宮島英昭編著『日本の企業統治――その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社.

宮島英昭・保田隆明（2015）「株式所有構造と企業統治――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」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』

(特集「コーポレート・ガバナンスⅢ」) 第121号, 3-36頁.
宮島英昭・齋藤卓爾・胥鵬・田中亘・小川亮 (2013)「日本型コーポレート・ガバナンスはどこへ向かうのか――『日本企業のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート』調査から読み解く」『旬刊商事法務』第2008号, 4-14頁；第2009号, 12-21頁.