

# 株式所有構造と企業統治

2017年12月21日

神戸大学大学院経営学研究科  
准教授 保田隆明  
hoda@port.kobe-u.ac.jp

Copyright(c) Takaaki Hoda. All rights reserved

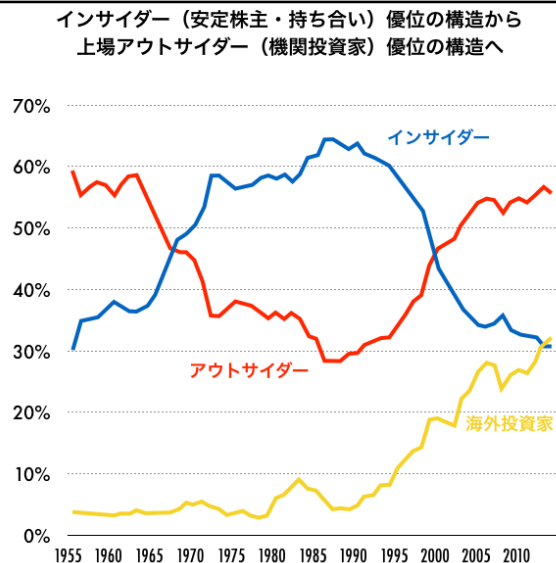
## 自己紹介

- ・リーマンブラザーズ証券、UBS証券にて投資銀行業務(資金調達、M&A)に携わった後、2004年に起業し、ソーシャルネットワークワーキングサイトを立ち上げる。
- ・同事業を売却後、ベンチャーキャピタルファンドの組成・運営を行う(3本、40億円)。
- ・その後、財務コンサルタントとして独立し、述べ20社以上の企業で社外役員を歴任。現任では小林産業(東証1部)、マイネット(東証マザーズ)など。
- ・2009年は金融庁金融研究所専門研究員(IPOを研究)。
- ・2010年4月に小樽商科大学准教授、2014年4月に昭和女子大学准教授、2015年9月から神戸大学大学院経営学研究科准教授
  - ・ 専門は、コーポレートファイナンスとベンチャービジネス
  - ・ 主な論文は、「株式所有構造と企業統治」、「自社株買いにおける流動性仮説の実証分析」、「わが国の新規株式公開企業の質の変遷」(日本ベンチャー学会賞受賞)、「ふるさと納税のきっかけと動機に関する調査」等
- ・ 早稲田大学商学部卒(1998)、同大学院ファイナンス研究科修了(2010)、同大学院商学研究科博士後期課程修了(2013)。博士(商学)早稲田大学。

(c)保田隆明 神戸大学

2

## わが国における株式所有構造の変化



出所) 宮島 英昭, RIETI政策シンポジウム「企業統治改革と日本企業の成長」 ihts reserved 3

## わが国における株式所有構造の変化(続き)

外国人投資家、日本株の保有比率

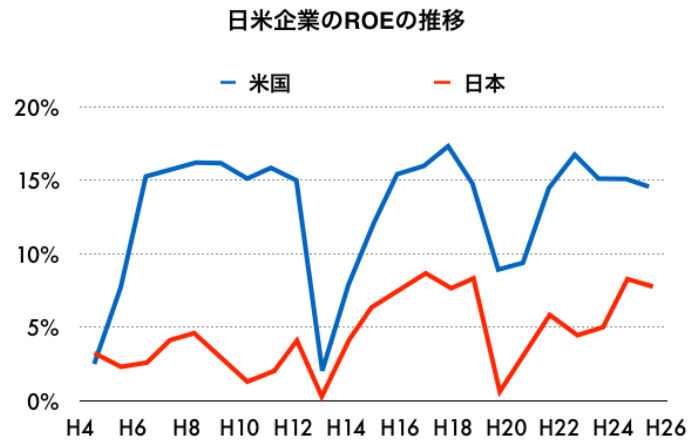
	1991年3月期	2014年3月期
上場企業平均	3.3%	15.4%
時価総額 トップ20%	5.2%	30.1%

注) 対象は2014年3月末時点で東証1部に上場している1638社(非金融事業法人)、1991年3月期の対象は1187社  
出所) 宮島英昭(2016) 日経経済教室「これからの企業統治 機関投資家の役割重要に」

Copyright(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 4

## 問題意識: 稼ぐ国ニッポンにするにはどうすればいいのか

### 僕たちは何か間違ったのか？



出所) (日本) 生命保険協会調べ、対象は上場企業 (赤字企業含む、金融除き)  
(米国) 商務省「Quarterly Financial Report」  
※日本: 4月~3月 米国: 1月~12月

Copyright(c) Takaaki Hoda. All rights reserved

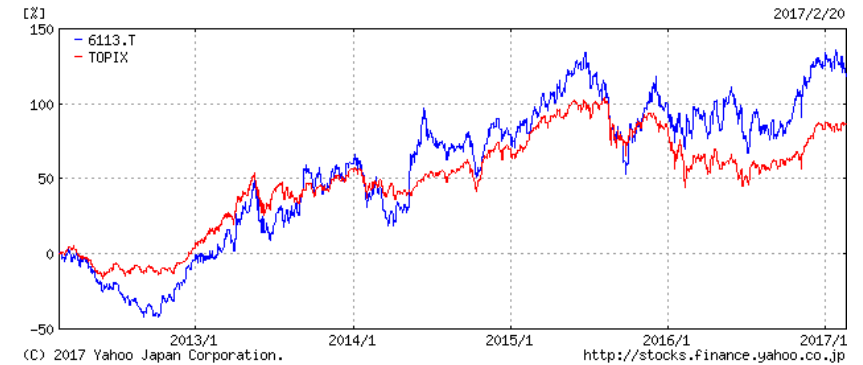
5

## 問題意識: 稼ぐ国ニッポンにするにはどうすればいいのか

### 悪いのは企業？株主？

- 株主は、ガバナンスは、企業価値向上に資するのだろうか？
- あるいは、株主は、単に自己利益をむさぼる存在なのか

#### ➤ アマダ、旭ダイヤの事例



Copyright(c) Takaaki Hoda. All rights reserved

6

## 株主が企業に求めることとは？企業がなすべきこととは？

### IRの場面を想定します

- 株主:「高収益率事業にリソースを集中してください」
  - この要求は正しいのか？
- 会社:「高収益率事業にリソースを集中します」
  - この戦略は正しいのか？

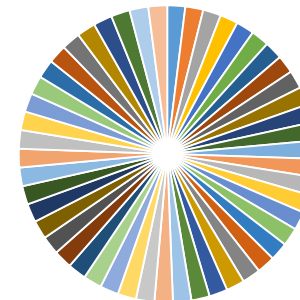
Copyright(c) Takaaki Hoda. All rights reserved

7

## 株主と企業の違い

### 株主 can walk away

- 株主とは:ピザを食べる人
- 企業とは:ピザの一切れにすぎない
  - ✓ 目線はおのずと異なる:この当たり前の大前提はどの程度株主一企業間で共有されているのか



Copyright(c) Takaaki Hoda. All rights reserved

8

# リスクマネジメントの発想

## We focus on high margin business?

- なぜ、リーマンブラザーズは破たんしたのか
- なぜ、東芝問題が起こったのか
- 稼ぐとガバナンスは両立しうるのか。どのようにすればうまく両立できるのか

# ローリスクローリターン

## 株主にとっては、リスクが低ければローリターンでも構わない

- 株主は、本気で日本企業に収益率を向上させようと思っているのか
  - よく企業の財務戦略の現場で登場する「株主の期待に応える」というセリフ
  - 株主の期待とは？
    - ✓ Finance 101: There is no free lunch!! Low risk, low return
- Low risk, low returnの世界では、ペイアウトに回せという発想になる

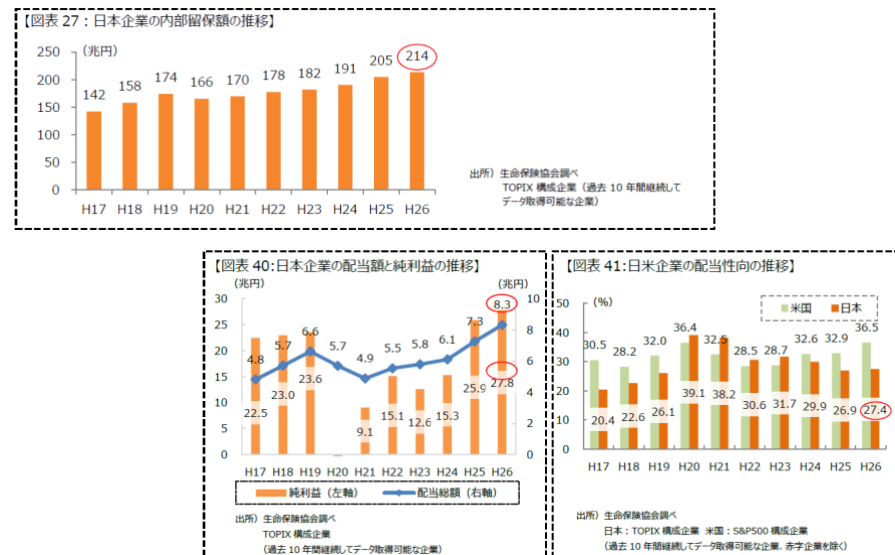
# 配当増をどう考えるべきか

## 向上する配当性向

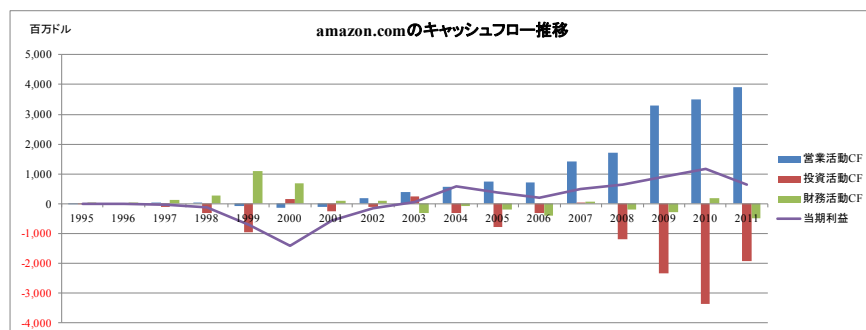
2017年2/20日経

# 増える内部留保、縮まる日米の配当性向格差

## Is this good?



## Amazon.com: ひたすら成長投資。未だ配当ゼロ



Copywrite(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 13

## 日米の配当性向の実際の格差はもっと大きい

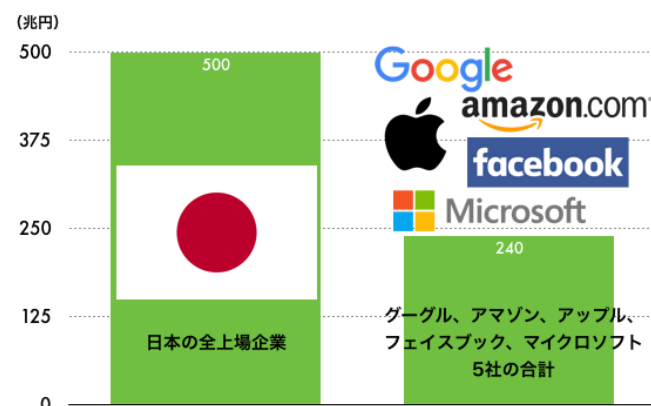
### マネーの循環

- 成熟企業は配当に回す
- 投資家がそれを成長企業に再投資する
- 国全体として成長産業にお金が回る→新産業創造

Copywrite(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 14

## 問題意識: 稼ぐ国ニッポンにするにはどうすればいいのか 産業構造の革新が必要: 米企業5社で日本市場の半分の時価総額

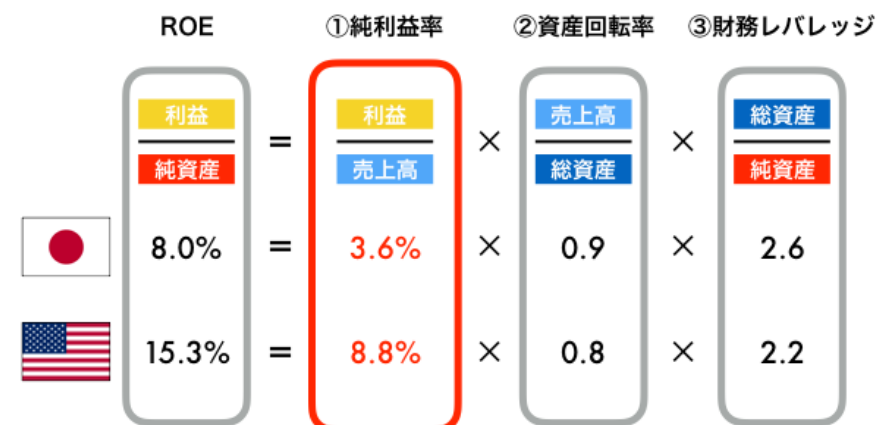
### 時価総額の比較



Copywrite(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 15

## 問題意識: 稼ぐ国ニッポンにするにはどうすればいいのか 日本の低ROEはPLマター

### ROEが低い理由 (要素分解)



Copywrite(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 16

## 我々は何をすべきなのか

### ガバナンスの果たす役割は？

- 経団連企業にもっと配当を吐き出させ、投資家はそのお金を成長産業に再投資する
  - ✓ 問題は・・・
  - ✓ Where is 成長産業 in this country?

Copywrite(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 17

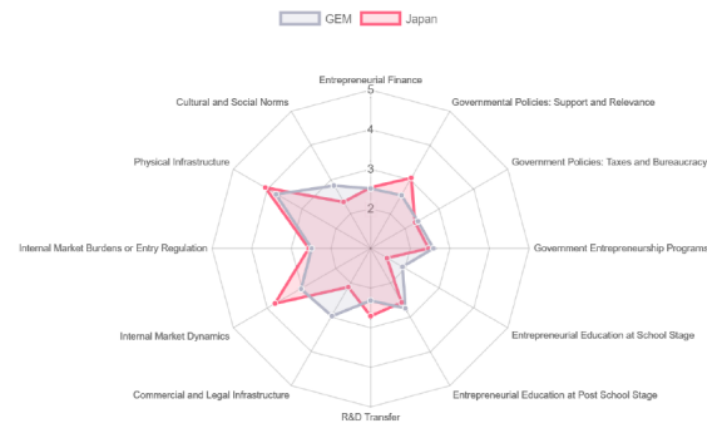
## Global Entrepreneurship Monitor

### アントレプレナーシップ指数: 日本はほぼ毎年最下位群→教育の重要性

#### The Entrepreneurial Ecosystem

Most recent data: 2015

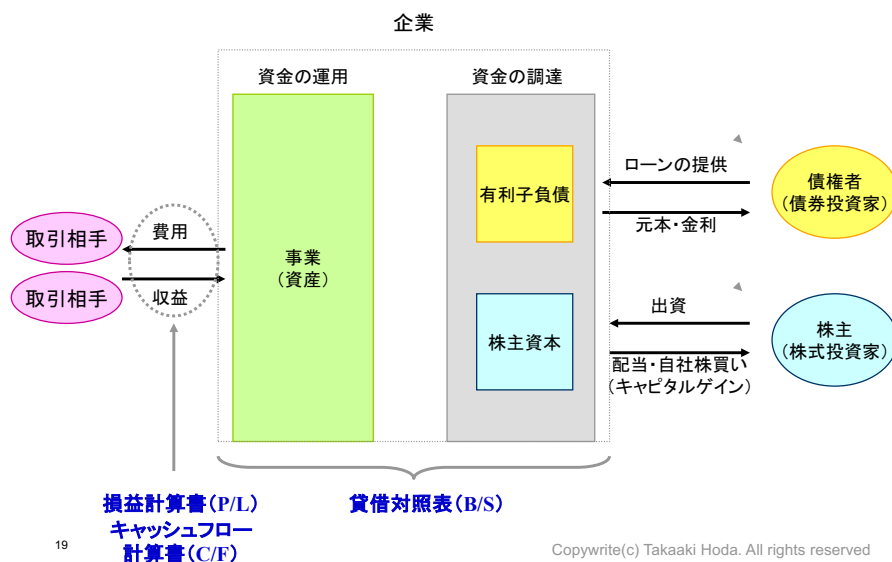
Expert Ratings: 1 = highly insufficient, 5 = highly sufficient



Copywrite(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 18

## 企業活動とコーポレートガバナンス

資金が右から左に、そして左から右に:一連の流れから創出される富を最大化



19

Copywrite(c) Takaaki Hoda. All rights reserved

## 今後の研究課題

### 企業価値向上に資するガバナンスとは？

- 株主構成と企業価値の関係性
  - ✓ 成長投資との関係
  - ✓ ペイアウトとの関係
  - ✓ 経営陣選任との関係

Copywrite(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 20

# 機関投資家の役割

## スチュワードシップ・コーポレートガバナンス・コードの意義とは

神戸大学大学院経営学研究科  
准教授 保田隆明  
hoda@port.kobe-u.ac.jp

Copyright(c) Takaaki Hoda. All rights reserved

### 分析内容と結果(要旨)

海外機関投資家はどんな銘柄に投資している？

- ✓ 規模、流動性、業績、MSCI Japanインデックスに含まれる銘柄やガバナンス指向の銘柄を选好
  - 形式基準での銘柄選択の可能性。ただし、その傾向は近年弱まっている

海外機関投資家は独立性の高い取締役会を要求している？

- ✓ Yes, but 一律に求めているわけではなく、企業に応じた合理的な取締役会構成を実現させる

機関投資家は経営戦略にどのような影響を与えている？

- ✓ 成長企業には投資促進
- ✓ 成熟企業には株主還元促進
  - 企業のライフサイクルに応じて対応している

海外機関投資家は業績にプラスの影響を与えている？

- ✓ 投資先企業の収益性、株価ともに上昇させる効果
  - 特に株価への影響が大きい

Copyright(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 23

### 問題意識と研究の目的

日本企業の所有構造(株主体)は過去20年で大きく変化

機関投資家の存在感アップ(特に海外機関投資家)

#### 二つの対立する意見

- ① 機関投資家は、ガバナンス上プラスの働きをするという意見
  - 国際標準の企業統治制度の導入が、投資先企業のパフォーマンスの向上をもたらす
- ② 反対意見として、機関投資家は大したモニタリング活動はしていない、という意見
  - 基本はポートフォリオで運用であり、個別投資先企業にコミットする意思もリソースもない
  - 機関投資家は、ガバナンスに寄与するほどには保有期間は長くないという議論(売買回転率の上昇)
  - 海外機関投資家は、日本語という非対称情報に直面しているため、銘柄選択は形式的(例えば、規模、流動性、認知度などが投資先決定基準として影響)
    - ✓ 投資先企業が気に入らないならアンダーウェイトするだけ

#### 実態はどっちなのか？

Copyright(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 22

### 分析手法とデータ

#### 実証分析を実施:過去の日本企業のデータを統計的に分析

##### ・ 使用したデータと期間

- ✓ 東証一部に上場する非金融事業法人。サンプル期間は1990~2013年とし、3つの時期に分割。1990年から97年(Period I:銀行危機以前)、1998年から2005年(Period II:銀行危機後の海外機関投資家が急増した時期)、2006年から2013年(Period III:海外機関投資家の上昇がピークを迎えた後の安定期)。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より取得。

Copyright(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 24

## ①海外機関投資家の銘柄選択基準の分析結果

	90-13 全期間	90-97 Period I	98-05 Period II	06-13 Period III
時価総額	+	+	+	+
売買回転率	+	+	+	+
PBR	-	-	-	-
株価ボラティリティ			+	+
有利子負債比率	-	-	-	-
現預金比率	+		+	+
ROA	+	+	+	+
配当利回り	-	-	-	-
設備投資	-	-	-	-
売上高成長率				
MSCI銘柄	+	+	+	+
海外売上高比率	+	+	+	+
政策保有株比率	-	-	-	-
取締役人数	-	-	-	-
社外取締役割合	+	+	+	+
親会社ダミー		+		+

被説明変数 ( $Y=aX+b$ ) のYに当たるもの:  
海外機関投資家の持分比率

表の左の項目が説明変数(X1、X2、X3に該当)。4つの群で構成。①機関投資家の基本選好、②受託者責任、③ホームバイアス、④ガバナンス

プラス(マイナス)の表記は、その数値が高い(低い)企業ほど海外機関投資家の持分割合が大きい傾向にあることを示す。空欄は影響を与えていない

Copywrite(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 25

## ①海外機関投資家の銘柄選択基準の分析結果(解釈)

- 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→機関投資家の基本的な傾向
- PBRの低い銘柄を選好しており、海外機関投資家は割安株(バリューストック)に投資をするタイプが比較的多いことがわかる
- 収益率(ROA)、現預金比率が高く、有利子負債比率の低い企業、すなわち収益性、安定性、財務健全性において質の高い企業を選好→受託者責任動機に順じた投資スタイル
- 海外売上比率が高く、MSCIインデックスに組み入れられている企業を好む→海外機関投資家のホームバイアス(海外色の強い銘柄を好む)
- ガバナンス変数:取締役人数が少なく、社外取締役比率が高く、政策保有株比率が低い銘柄を選好→「小さな」取締役会、独立性の高い取締役会に強い選好を持ち、株式持合いに否定的な態度を示している
  - 海外機関投資家が、企業統治改革のひとつの原動力となっている可能性

Copywrite(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 26

## ①海外機関投資家の銘柄選択基準の分析結果(解釈)

- 期間別の特徴としては、
  - 流動性、MSCIの指標がPeriod III(06-13)には有意ではなくなっている一方、株価ボラティリティの指標はPeriod IIとIIIにおいてプラスに有意になっている
    - 投資ユニバースがMSCI銘柄に限定されず、拡大してきた可能性
    - 近年の株価ボラティリティに寛容な姿勢は、企業のリスクテイク促進につながる可能性
      - 形式的基準に依拠していた過去の投資スタイルが、実質的基準に変化してきた可能性(銘柄発掘、選別能力の向上)
  - 規模や質の高い銘柄を選好する姿勢は、期間を通じて不変
  - ガバナンス指標では、Period IIIでは、取締役会規模が小さく、社外取締役比率が高く、政策保有株比率が小さい銘柄が好まれている

Copywrite(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 27

## ②海外機関投資家の保有比率と独立社外取締役の有無

- 被説明変数(Y)は、企業が独立取締役を選任している場合に1を取る変数
- 説明変数のXは以下の4つの群。
  - X1群:事業の複雑性の代理変数(事業セグメント数等)→予測正
  - X2群:エージェンシー問題の深刻度の代理変数(買収防衛策導入の有無等)→予測正
  - X3群:情報獲得の困難度(研究開発費率など)→予測負
  - X4群:経営者の交渉力を表す変数群(経営者の在職年数や持株比率等)→予測負
- 結果は、事業セグメント数が多く、持株会社形式の企業において、また、買収防衛策を導入している企業で独立社外取締役が選任される傾向にあることが分かった→事業が複雑で外部者の監視が必要な企業で選任されている
- また、経営者の在職年数が長く、持株比率が高い企業では選任されない傾向→経営者の交渉力が強いと、ガバナンスに消極的

Copywrite(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 28

## ②海外機関投資家の保有比率と独立社外取締役の有無(続き)

- 説明変数のXに、海外機関投資家の保有比率を導入すると、
  - ✓ 海外機関投資家の保有比率の高い企業ほど、独立社外取締役を選任するという結果
  - ✓ この傾向は、海外機関投資家の保有比率が高い企業でより顕著
    - 海外機関投資家の保有比率が高い企業では、事業の複雑性や外部の監視の必要性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する
  - ✓ これら分析結果は、前節の海外機関投資家の銘柄選択基準と整合的
- 以上から、海外機関投資家は、単に独立社外取締役の採用比率を上げるだけでなく、事業構造にフィットした選択を促す可能性が高い

Copywrite(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 29

## ③機関投資家が経営政策に与える影響(続き)

- 先の海外機関投資家の銘柄選択の分析では、低配当、低有利子負債比率の企業が好まれていた
  - ✓ 配当と有利子負債の積み上げ余力のある企業に投資をして、それら数値を上昇させる影響を示唆する

Copywrite(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 31

## ③機関投資家が経営政策に与える影響

- 命題: 日本企業の経営政策が総じて保守的で、リスクテイクに消極的で、過度に負債を圧縮し、株主還元よりも内部留保する傾向にあると言われるが、機関投資家はそのような状況に影響を及ぼすだろうか?
- 被説明変数(Y)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、自己資本配当率で検証
- 説明変数(X)を機関投資家の保有比率として検証。サンプル期間は2000年から2013年までとし、2005年までと2006年以降に分けて期間の差を確認
- 分析結果は、以下の通り。

被説明変数 (Y)	00-13 全期間	00-05 前期	06-13 後期
設備投資比率	+		+
有利子負債比率			+
DOE	+		+

- ✓ これを詳細に分析すると、機関投資家は、成長企業ではリスクテイクを促進する一方、株主還元は抑制。成熟企業では、その逆を促している

Copywrite(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 30

## ④海外機関投資家の保有比率と株価への影響

	90-13 全期間	90-97 Period I	98-05 Period II	06-13 Period III
時価総額	+	+	+	+
設備投資	-	-	-	-
売上高成長率	+	+	+	+
PBR	+	+		+
有利子負債比率	-	-	-	-
現預金比率	-	-	-	-
ROA	+	+	+	+
配当利回り		-	+	-
MSCI銘柄	-	-	-	-
売買回転率	-	-	-	-
海外売上高比率				
株価ボラティリティ	+		+	
浮動株比率	+		+	
取締役人数	-	-		-
社外取締役割合				
親会社持分比率	-		-	-
前期末海外機関投資家比率	-		-	-
海外機関投資家比率増分	+	+	+	+

- 被説明変数(Y): 対topix株価超過リターン
- 表の左の項目が説明変数(X1、X2、X3に該当)
- 海外機関投資家比率の変化は正の影響を株価に及ぼす→経営陣は、海外機関投資家に売却されたくないという思考回路になりうる

Copywrite(c) Takaaki Hoda. All rights reserved 32



#### ④海外機関投資家の保有比率と業績への影響

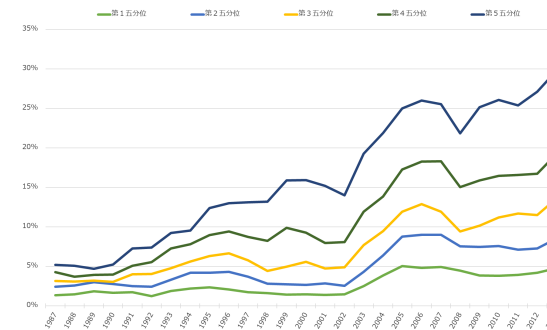
- 被説明変数(Y)をROA、企業価値(トービンQ)とし、海外機関投資家比率を(X)に含めた場合の推計結果は以下の通り

被説明変数 (Y)	90-13 全期間	90-97 Period I	98-05 Period II	06-13 Period III	全期間 MSCI銘柄のみ
ROA	+	+	+	+	+
企業価値(トービンQ)	+	+	+	+	+

- ✓ MSCIインデックスに組み入れられている企業のみをサンプルとしても、海外機関投資家の係数は有意に正の値をとる。この結果は、MSCIに組み入れられているか否かにかかわらず、海外機関投資家の保有が投資先に対しては経営の規律付けに貢献している可能性を示唆

#### 4つの分析からのインプリケーション

- 機関投資家による株式保有と一口に言っても企業によってその状況は大きく異なる(時価総額の大きい企業での保有比率の上昇が顕著)



- MSCIインデックスに含まれる企業では、コーポレートガバナンスの実効性は、機関投資家のVoice(発言または圧力)とExit(株式売却)に依拠する
- 機関投資家の関与は重要であり、スチュワードシップコードの意義がここに存在する

#### 4つの分析からのインプリケーション(続き)

- 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、その結果として業績も株価も向上する
  - ✓ 機関投資家へのガバナンス上の肯定的な見方を支持する結果であるが、この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
- つまり、MSCIインデックスに含まれないような、中小型株の場合、スチュワードシップコードはあまり機能しえない(岩盤的持合い)
- 経営者が、先駆的に改革(取締役改革、保有有価証券の売却など)すれば、機関投資家の保有の増加が見込みうる→株価上昇、業績向上につながる
  - ✓ 中小型企業ほど、コーポレートガバナンスコードは重要な役目を担うと言えよう
  - ✓ 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・銀行間の株式持合い、内部者からなる取締役会→大規模の優良企業でもその他の中規模企業でも全ての企業が均質的であったこととの対比