

株主構成とコーポレート・ガバナンス

金融研究部門 研究員 新田 敬祐

<要旨>

わが国には、「持合などによる株式の安定保有」という特徴的な株式保有構造があり、コーポレート・ガバナンスに大きな影響を及ぼしてきたと言われている。本稿では、安定保有や持合に焦点を当て、株主によるガバナンス効果を明らかにすることを試みる。

分析対象を東証1部上場910社（金融を除く）、期間を1988～1997年度の10期とし、ガバナンスへの影響力を示すものとして「持株比率」を、ガバナンス効果を評価する尺度として株価や業績情報などの「ガバナンス指標」を用いた。また、分析手法として、パネルデータによる回帰分析を採用した。

まず、主な株主の影響力（持株比率）とガバナンス指標の変化の関係を分析した。この結果、安定保有比率・持合比率とガバナンス指標の間には負の相関があること、一方、外国人持株比率とガバナンス指標の間には正の相関があることが示された。次に、株主の影響力の大きさ（持株比率の水準）とガバナンス指標のパフォーマンスの関係を分析した。この結果、持合比率が高い企業グループのガバナンス指標のパフォーマンスは、持合比率が低い企業グループと比較して、相対的に悪化する傾向があること、一方、外国人持株比率が高い企業グループのパフォーマンスは、相対的に改善する傾向があることがわかった。

一連の分析結果から、対象期間においては、安定株主・持合株主がコーポレート・ガバナンスにマイナスの影響を与えてきたこと、対照的に、外国人株主がプラスの影響を与えてきたことが示唆された。この実証分析を元に、株主のガバナンス活動と企業パフォーマンスとの因果関係にまで言及するのは、行き過ぎかも知れない。しかし、本稿では、分析結果に現れたガバナンス効果の差異が、主に株主のコーポレート・ガバナンスへの関わり方の違いにより生じたものと考えている。

<目次>

1. はじめに	90
2. 株主とコーポレート・ガバナンス	90
3. 分析の視点	92
4. 分析データ	94
5. 株主構成の変化によるガバナンス効果	97
6. 発言力行使によるガバナンス効果	107
7. まとめ	115

本稿の作成にあたっては、橋本俊詔氏（京都大学）、深尾光洋氏（慶應義塾大学）の懇切なご指導をいただきました。また、分析手法に関して、岡村秀夫氏（当時、京都大学経済研究所）に多くの貴重なコメントをいただきました。ここに謝辞を申し上げます。

1. はじめに

近年、わが国で、コーポレート・ガバナンスを巡る議論が活発化している。その多くが、わが国には「持合などによる株式の安定保有」という特徴的な株式保有構造があり、コーポレート・ガバナンスに大きな影響を及ぼしてきたと指摘している⁽¹⁾。

しかし、こうした特徴的な株主構成が、実際、コーポレート・ガバナンスにどのような影響を与えてきたかの実証的な研究は少ない。そこで、本稿では、株式の安定保有や持合に焦点を当て、株主によるガバナンス効果を明らかにすることを試みる。

2. 株主とコーポレート・ガバナンス

実証分析を始める前に、株主がどのようにコーポレート・ガバナンスに関わってきたかを整理する。これまで、コーポレート・ガバナンスは幅広い角度から議論され、内容に応じて様々に定義されてきた。広義に捉えれば、コーポレート・ガバナンスとは、「利害関係者（主体）が、自己の利益（利害）に基づき、企業に対して影響力を行使（手段）すること」と考えて良いだろう⁽²⁾。

本稿では、コーポレート・ガバナンスの主体を株主、特に、影響力を持ちうる株主に限定して議論する。現状、わが国で「コーポレート・ガバナンスに影響力を持ちうる株主」とは、どのような株主であろうか。まず、持合などを行っている安定株主が挙げられよう。安定株主は、わが国でコーポレート・ガバナンスを議論する際に、避けて通れない存在である。また、少数の株主に株主権が集中している大株主や、株主が企業経営に直接携わっている役員株主、コーポレート・ガバナンスに積極的な外国人株主も、対象として考えられる。以下、コーポレート・ガバナンスの主体として、安定株主、大株主⁽³⁾、役員株主、外国人株主などの主要株主について検討する。

(1) 安定株主について

安定株主とは、会社の業績や株価変動に関係なく、長期にわたって安定的に株式を保有し続ける株主のことである。こうした株主であれば、法人、個人に関係なく安定株主と考えられるが、コーポレート・ガバナンスに関する議論では、法人に限定しているケースが多い。本稿でも、安定株主を法人に限定して議論を進める。

法人が株式を安定保有する目的として、主に以下の3つが考えられる。第1に、経営者自らの裁量権拡大が挙げられる。相手企業と株式を相互に持ち合い、自らがサイレント株主になると同時に、自社のサイレント株主を増加させることで、経営権を脅かす株主の台頭を防ぎ、自らが

⁽¹⁾ 最後に示した<参考文献>を参照のこと。

⁽²⁾ 経済企画庁経済研究所編「日本のコーポレート・ガバナンス」から引用。

⁽³⁾ 大株主は、個々にみれば役員株主であったり、金融機関株主であったりするなど、その株主属性に応じた特徴も有している。しかし、大株主を、例えば株主名簿10位までの株主と定義すれば、大株主というグループ全体としては、個々の株主属性とは異なる特徴を持つと考えられる。実際、<図表3>に示す通り、大株主持株比率の時系列推移は、他の主要株主のものと同様で高い。また、<図表6>に示す通り、持株比率の大小（分位別）で見ても、大株主持株比率と企業のガバナンス指標との関係は、他の主要株主のものとは異なる。

企業の所有者のごとくに経営を行うことができる。第2に、相手企業との取引関係強化が挙げられる。相手企業との間に、仕入、販売や金融取引など何らかの取引がある場合、株式を安定保有することにより、取引関係をより強固なものにできるだろう。第3に、自社の資本強化が挙げられる。自らが相手企業の増資を引き受ける代わりに、相手企業にも自社の増資を引き受けてもらえば、資本空洞化の問題はあるが、自社の資金調達を容易にし、信用力を向上できる。

このように、法人が株式を安定保有するのは、相手企業から受けるメリットが大きいためである。そのため、安定株主は、現経営陣を支持し、経営者の意思決定にほとんど異議を唱えることがなかったと考えられる。しかし、安定株主も個々に見れば、相手企業との利害関係は様々であり、この独特な利害関係に応じて、コーポレート・ガバナンスへの関り方にも差異があるものと思われる。こうした独特な利害関係は、安定株主を銀行、生命保険会社、事業会社などの株主属性によって分類することで、ある程度グループ化できるだろう。

それでは、ここで、これまでの安定株主によるガバナンスについての議論を整理しよう。その主なものは、「株式持合によるもの」と「メインバンクをはじめ、銀行によるもの」に分けられるだろう。通常、メインバンクなどとして資金面で支援を行っている銀行は、当該企業の主要な安定株主となっており、銀行によるガバナンス問題は、安定株主によるものの一部と考えて良いと思われる⁽⁴⁾。また、以下に示す通り、銀行の株式保有は、そのほとんどが持合を通じて行われており、銀行によるガバナンスは株式持合によるものとも不可分である。最近の株式持合や、銀行によるガバナンス効果を巡る主な議論を整理すると、〈図表-1〉のようになるだろう。特に、バブル崩壊後は、そのマイナス面が強調されている。また、生命保険会社も、主な安定株主としてしばしば議論に上る。生命保険会社の大手は相互会社形態をとっているため、株式を相互に持ち合うことはできないが、そのガバナンス効果については、株式持合同様と考えられている。

⁽⁴⁾ 日本ではほとんどの会社が、貸出や決済サービスなどの取引について、一つないしは少数の銀行（いわゆるメインバンク）と密接な取引関係を維持しようとしています。1993年1月に富士総研が実施したアンケート調査によれば、9割超の企業がメインバンクを有しており、各企業が有しているメインバンクの数は平均1.6行となっています。

メインバンクは、会社の株式を数%（独占禁止法による規制で5%が上限）保有していることが多く、取締役を送り込んでいることもあります。たとえば、前述のアンケート調査によれば、メインバンクが大株主となっている企業は5割強に達しており、メインバンクから役員を受け入れている企業も3割弱存在します。

日本では従来、企業が経営危機に陥った場合に、メインバンクが中心となって資金繰りを支援するなどして、企業の再建に協力してきました。これは企業サイドがメインバンクに対して、「いざという時には支援してもらえ」という期待を持っており、銀行もその期待にこたえることによって、メインバンクとしての名声を維持して取引先を拡大することで、企業救済のために要するコストを上回る利益を得ることができたためと思われます。（深尾光洋「コーポレート・ガバナンス入門」）

図表－1 安定株主のガバナンス効果

	株式持合	銀行(左記を除く)
プラス面	<ul style="list-style-type: none"> ・ 経営者の裁量拡大、乗っ取りの排除などによる、経営の安定 ・ 相手企業との取引関係強化 ・ 資金調達力の強化、自己資本のかさ上げによる、信用力の向上 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 資本提供者として企業活動を監視(モニタリング機能)することにより、他の利害関係者のエージェンシー・コストを軽減 ・ 安定的な資金供給 ・ 企業に対する信用保証機能
マイナス面	<ul style="list-style-type: none"> ・ 不透明な会社経営 ・ 利害関係者に対して経営者が持つべき責任、緊張感の希薄化 ・ 経営チェック機能の低下 ・ 経営に対する株主の圧力、介入の遮断 ・ 適正な利益配分をしなかったことによる資本効率の悪化 ・ 株価下落による財務リスクの顕在化 	<ul style="list-style-type: none"> ・ バブル崩壊後のモニタリング機能低下、あるいは、モニタリング機能そのものに対する疑問 ・ メインバンク制弱体化による信用保証機能の低下

(2) 大株主、役員株主、外国人株主について

大株主とは、ある企業の株式を集中的に保有している株主のことである。したがって、多くの株主権を持つ大株主は、その意志さえあれば、経営の意思決定に影響を及ぼし得る立場にある。特に、少数の大株主に多くの株式が集中している場合には、株主の影響力が大きくなり、株主利益をより重視した経営を行う傾向が強まると考えられる。

企業経営者が同時に株主でもある場合、経営者の利害は、株主のそれと近いものになるだろう。この場合、株主、経営者間のエージェンシー・コストの低減効果は大きいと考えられるため、特に役員持株比率が高い企業では、株主にとって望ましい経営が行われる可能性が高いだろう。

外国人株主は、議決権を実際に行使したり、企業との対話を要望するなど、コーポレート・ガバナンスに積極的に取り組んでいる。企業サイドも、IR活動を充実させ、外国人株主の動向に敏感になっている。近年の外国人持株比率の上昇や、議決権行使の状況、企業経営のグローバル化などから、外国人が経営の意思決定に及ぼす影響力はますます大きくなってきている。

3. 分析の視点

株主のガバナンス活動として、以下の2つが考えられる。1つは、株式の売却(Exit)によるものであり、もう1つは、株主権を背景とした議決権の行使など株主の発言(Voice)によるものである。本稿では、後者の「株主の発言」によるガバナンス効果を捉えることを試みる。

株主の発言によるガバナンスは、株主権に基づいて発動されるため、持株比率とガバナンスの成

果との関係を分析すれば、株主がコーポレート・ガバナンスにどのような影響を及ぼしてきたかを把握できるものと考えられる。

それでは、ガバナンスの成果は、どのように捉えたら良いであろうか。これを測定するために、何らかの指標が必要となるが、一般的に認知されたガバナンス指標はない。株主の企業経営に対する要求は、それぞれの利害関係（株主属性）に応じて異なるだろう（成長性、収益性改善、健全性維持など）。しかし、こうした多様な株主行動の成果は、業績情報や株価情報を利用することにより、評価できると考えられる⁶⁾。良好なガバナンスの結果は、企業活動の成果として現れる業績改善や、それを反映した株価上昇などであろう。特に株価は、業績情報や経営情報など、あらゆる定量的、定性的情報を織り込み形成されると考えられている。よって、株価には、経営に関する様々な情報が集約されており、ガバナンス指標として指標性が最も高いと思われる。

持株比率に関しては、持株比率の変化と持株比率の水準の2つに着目する。これら2つとガバナンス指標との関係は、以下のようなものと考えられる。

まず、持株比率の増加は、その株主の影響力の増大で、持株比率の減少は、その株主の影響力の低下である。したがって、プラスのガバナンス効果を持つ株主の影響力が強まれば、あるいは、マイナスのガバナンス効果を持つ株主の影響力が弱まれば、企業経営は改善するだろう。逆に、マイナスのガバナンス効果を持つ株主の影響力が強まれば、あるいは、プラスのガバナンス効果を持つ株主の影響力が弱まれば、企業経営は悪化するだろう。このように、株主構成（株主間の相対的な影響力の大小関係）の変化によるガバナンス効果を捉えることができると考えられる。

次に、持株比率の高い株主は、発言力も大きく、企業経営に大きな影響力を持ちうる。したがって、ある株主の持株比率の高い企業のパフォーマンスが、持株比率の低い企業のものと比較して、良かったか、悪かったかを把握することにより、その株主の発言力行使の効果を捉えることができるだろう。

以上のように、株主によるガバナンス効果を、持株比率の変化に着目した「株主構成の変化によるガバナンス効果」と、持株比率の水準に着目した「発言力行使によるガバナンス効果」の2つに整理して、分析を進める。

⁶⁾ 株主は、同時に債権者であったり、取引先であったりするなど、株主以外の側面も持っているため、必ずしも株主利益を重視した行動をとるわけではない。しかし、ここでは業績情報や株価情報を用いて、コーポレート・ガバナンスの成果を評価することにより、より株主利益にシフトした視点から分析を行う。

4. 分析データ

分析対象は東証1部上場企業とした。ただし、金融業の業績情報は、非金融業のそれと大きく異なるため、金融業を分析対象から除外した。また、データ期間は、1988～1997年度の10期であり、分析データはパネルデータとなっている。対象企業数は、データの入手可能性、連続性などから910社となった。

株主構成を把握するためのデータは、有価証券報告書、大株主名簿（東洋経済新報社）、所有者別株式分布（日経データ）などを使用した。当研究所では、これらのデータを用いて、個別企業ベースで株主構成を分析できるようなデータベースを構築している。しかし、このデータベースを用いても、株式保有構造の完全な把握は難しい。特に、株式持合や安定保有構造の特定は困難である。まず、データのカバレッジの問題がある。当研究所のデータベースで確認できるのは、株式分布状況調査（全国証券取引所協議会）に対し62%程度のカバレッジとなっている（株主別に、銀行63%、生命保険会社74%、事業会社61%）。次に、株式持合や安定保有を、どのように認識するかという問題がある。株式の保有目的を正確に把握するには、当該企業に保有意図の確認を行う必要があるが、これは容易でない。そこで、当研究所では、株式持合、安定保有を、以下の様に定義して用いている⁽⁶⁾。

株式持合：上場会社⁽⁷⁾2社間で相互に株式を保有していることが確認できるもの
安定保有：銀行、生命保険会社の株式保有、及び、事業会社⁽⁸⁾の持合保有

先に（第2節、第3節）検討したように、株主属性に応じて、安定株主によるガバナンス効果は異なっていると思われる。そこで、株主属性に応じて、安定保有比率を、金融機関保有比率と持合比率に分ける。さらに、金融機関保有比率を銀行保有比率と生保保有比率に、持合比率を銀行持合比率と事業会社持合比率に分割し、詳細な分析を行う。

ガバナンス指標としては、株価情報、業績情報から作成した、株価インデックス、売上高、経常利益、売上高経常利益率、ROA、ROE、総資本回転率などの経営指標を利用する。すでに指摘したように、この中で株価インデックスの指標性が最も高いと考えられるため、分析結果の評価に際しては、株価インデックスを中心に行い、その他の業績関連指標は補完的な位置づけとする。

以下に、分析データの内容をまとめる。データの推移は図表-2の通りであるが、これは910社の単純平均値を時系列で示したものである。

(1) 分析対象企業

東証1部上場 910社（銀行・保険・証券・その他金融業を除く）

⁽⁶⁾ 分析対象から金融業を除いているため、安定保有の定義に関する表現はニッセイ基礎研究所のものと異なっているが、内容は同じである。

⁽⁷⁾ 有価証券報告書を提出している株式上場内国会社。ただし、信託銀行と大和銀行を除く。

⁽⁸⁾ 事業会社とは、銀行、生命保険会社、損害保険会社、証券会社、その他金融業を除いた内国会社。

97 年末の東証 1 部に対する時価ベースでのカバレッジは

東証 1 部	1, 327 社	273. 9 兆円	67. 2%
東証 1 部 (除く金融)	1, 177 社	215. 5 兆円	85. 4%

(2) 分析対象期間

1988～1997 年度の 10 期⁽⁹⁾

(3) 持株比率

① 安定保有比率 : 銀行⁽¹⁰⁾、生命保険会社の保有株式と、事業会社が持合保有している株式を合計したものの、発行済株式に占める割合

i) 金融機関保有比率 : ①のうち、銀行と生命保険会社の保有比率

a) 銀行保有比率 : i)のうち銀行の保有比率

b) 生保保有比率 : i)のうち生命保険会社の保有比率

ii) 持合比率 : 持合株式の発行済株式に占める割合

a) 銀行持合比率 : ii)のうち銀行の持合比率

b) 事業会社持合比率 : ii)のうち事業会社の持合比率

② 大株主持株比率 : 株主名簿 10 位までの保有比率

③ 役員持株比率 : 現職の役員の保有比率

④ 外国人持株比率 : 外国籍名義の保有比率

(4) ガバナンス指標

① 株価インデックス : 年末ベースの株価インデックス⁽¹¹⁾

② 売上高 (3 年平均)

③ 経常利益 (3 年平均)

④ 売上高経常利益率 (3 年平均) : 経常利益 ÷ 売上高

⑤ ROA (3 年平均) : 経常利益 ÷ 負債・資本合計

⑥ ROE (3 年平均) : 当期利益 ÷ 株主資本

⑦ 総資本回転率 (3 年平均) : 売上高 ÷ 負債・資本合計

⁽⁹⁾ 第 5 節では、1 期のタイムラグをとった分析も行うため、持株比率のデータとして、1988～1997 年度の 10 期と 1987～1996 年度の 10 期の 2 種類のデータを使用している。

⁽¹⁰⁾ 信託銀行と大和銀行を除く。

⁽¹¹⁾ 配当込みのトータルリターンベース、88 年末株価を 100 とする。

図表-2 データ概要

年度	株価 インデックス	売上高	経常利益	売上高経	ROA	ROE	総資本
		(3年)	(3年)	常利益率	(3年)	(3年)	回転率
		億円	億円	%	%	%	%
1988	100.00	3,090	106.3	5.48	4.87	5.98	1.11
1989	150.74	3,424	123.6	5.97	5.10	7.06	1.08
1990	94.23	3,748	134.2	6.00	5.02	7.24	1.05
1991	92.46	3,985	130.1	5.47	4.52	6.39	1.03
1992	68.89	3,993	113.1	4.61	3.77	4.65	1.02
1993	71.25	3,875	92.7	3.64	2.97	2.65	0.99
1994	80.98	3,754	81.9	3.04	2.48	1.47	0.96
1995	80.85	3,691	84.3	3.13	2.50	1.25	0.95
1996	73.73	3,695	94.9	3.53	2.79	1.31	0.96
1997	47.42	3,696	101.9	3.72	2.92	1.11	0.97

年度	安定保有 比率 %	金融機関				持合比率			大株主 持株比率 %	役員 持株比率 %	外国人 持株比率 %
		保有比率 %	銀行保有		生保有 比率 %	銀行持合 比率 %	事業会社 持合比率 %				
			比率 %	比率 %							
1988	28.62	18.38	10.75	7.63	20.39	10.16	9.00	44.84	2.39	4.42	
1989	28.73	18.33	10.59	7.74	20.50	10.10	9.24	44.85	2.03	4.33	
1990	29.44	18.71	10.79	7.92	21.01	10.28	9.53	44.86	1.81	4.47	
1991	29.88	18.99	10.91	8.08	21.22	10.33	9.65	44.18	1.68	5.20	
1992	29.94	19.04	10.92	8.12	21.28	10.38	9.64	44.18	1.58	5.20	
1993	29.81	18.94	10.86	8.07	21.25	10.38	9.65	43.67	1.49	6.12	
1994	29.56	18.71	10.80	7.90	21.24	10.38	9.64	43.51	1.38	6.77	
1995	29.10	18.19	10.78	7.41	21.22	10.31	9.67	42.97	1.34	7.81	
1996	28.79	18.00	10.78	7.22	21.07	10.28	9.59	46.44	2.06	6.27	
1997	28.25	17.46	10.53	6.92	20.66	9.87	9.59	42.52	1.22	7.66	

(注) 数値はすべて対象企業 910 社の単純平均

5. 株主構成の変化によるガバナンス効果

(1) 分析手法

株主間の相対的な影響力の変化は、ガバナンスにどのような影響を与えてきたのだろうか。ここでは、各株主の「持株比率」を説明変数、「ガバナンス指標」を被説明変数とし、パネルデータによる重回帰分析（固定効果モデル）を行うことにより、その効果を捉える。ただし、回帰分析を行う際に、以下の操作を行った。

- ① 年度効果を除去するため、年度ダミーを用いた⁽¹²⁾。
- ② 統計処理の簡略化のため、また、対象企業を同等⁽¹³⁾に評価するため、説明変数、被説明変数のデータを個別企業毎に時系列で標準化⁽¹⁴⁾した。

ここでは、以下のようなモデルを想定している。

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \beta_k x_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

- $i = 1, 2, \dots, N$: 企業
- $t = 1, 2, \dots, T$: 年度
- $k = 1, 2, \dots, K$: 株主、年度ダミー
- y_{it} : 標準化したガバナンス指標（被説明変数）
- x_{kit} : 標準化した持株比率、年度ダミー（説明変数）
- α_i : 個別企業効果
- β_k : 説明変数 k の回帰係数
- ε_{it} : 誤差項

また、各説明変数間の相関関係は、<図表-3>にまとめた。これは、個別企業毎に持株比率の相関係数を算出し、その910社単純平均と、高相関企業数を示したものである。

⁽¹²⁾ ガバナンス指標の各年度の平均的な水準は、コーポレート・ガバナンスよりも、景気循環などマクロ要因の影響を強く受けて決定されと考えられる。ここでは、この影響を除去するために、年度ダミーを用いる。

⁽¹³⁾ 「同等」の定義はあいまいであるが、ここでは、ガバナンス指標、持株比率が大幅に変化した企業が、分析結果を左右することがないように工夫した、という意味で用いている。

⁽¹⁴⁾ 標準化は以下の様に行った。

$$z_{it} = \frac{x_{it} - \bar{x}_i}{\sigma_i}$$

- x_{it} : 説明変数、被説明変数
- \bar{x}_i : 変数 x_{it} の年度平均
- σ_i : 変数 x_{it} の年度標準偏差

図表－3 説明変数間の相関関係

【相関係数】(910社単純平均)

	安定保有							大株主	役員	外国人
	金融機関保有	持合		銀行持合	事業会社持合					
		銀行保有	生保有							
安定保有	1.000									
金融機関保有	0.735	1.000								
銀行保有	0.497	0.675	1.000							
生保有	0.513	0.682	0.148	1.000						
持合	0.757	0.419	0.513	0.124	1.000					
銀行持合	0.450	0.594	0.825	0.148	0.617	1.000				
事業会社持合	0.509	0.096	0.077	0.072	0.590	0.094	1.000			
大株主	0.091	0.100	0.050	0.096	0.051	0.032	0.029	1.000		
役員	0.005	0.020	0.012	0.026	▲0.006	0.011	▲0.022	0.017	1.000	
外国人	▲0.102	▲0.136	▲0.060	▲0.129	▲0.039	▲0.051	▲0.011	▲0.188	▲0.171	1.000

【高相関企業数】(相関係数>0.8)

	安定保有							大株主	役員	外国人
	金融機関保有	持合		銀行持合	事業会社持合					
		銀行保有	生保有							
安定保有	910									
金融機関保有	588	910								
銀行保有	318	499	910							
生保有	345	523	94	910						
持合	603	264	372	87	910					
銀行持合	274	407	708	88	477	910				
事業会社持合	337	76	76	65	433	77	910			
大株主	33	37	22	39	28	23	22	910		
役員	22	22	26	29	21	22	19	156	910	
外国人	8	4	12	8	10	7	19	57	56	910

(注) シャドーは相関の高いもの

(2) 分析結果

1988～1997年度の10期について、パネルデータ分析結果を<図表－4>に示す。ガバナンス効果の評価は、第3節での検討に基づき、回帰係数が正の場合はプラスの影響、負の場合はマイナスの影響を及ぼしていると判断する。また、数値の大小については、その影響力の大小と捉える。<図表－4>の結果からガバナンス効果のプラス、マイナスのみを取り出したものを<図表－5>に整理する。

しかし、この分析では、説明変数である持株比率と、被説明変数であるガバナンス指標のデータ期間を一致させているため、求めようとしているガバナンス効果を的確に捉えられない可能性がある。特に、株価インデックスの変化は、主要株主が当該株式を購入、売却した影響を受けやすいと考えられる。また、持株比率が変化しても、そのガバナンス効果がすぐには現われず、時間をかけて徐々に出てくるとの見方もあろう。

そこで、タイムラグを1年とり、1987～1996年度の持株比率データを用いて、上と同様なパネルデータ分析を行った。分析結果は<図表-4'>の通りであり、これからガバナンス効果のプラス、マイナスのみを取り出したものを<図表-5'>に整理する。これらの分析結果から、以下のことが指摘できるだろう。

安定保有は、タイムラグの有無にかかわらず、最も指標性が高い株価インデックスにマイナスの影響を及ぼしている(図表5・図表5')。業績関連指標について、タイムラグがない<図表-5>を見ると、売上高にプラス効果、総資本回転率にマイナス効果が出るなど、その効果ははっきりしないが、タイムラグが1年の<図表-5'>を見ると、売上高以外の全ての業績関連指標にマイナス効果が認められる結果となっている。このことから、株価インデックスへのマイナス効果は、ガバナンスの悪化を反映したものと考えられる。

さらに、株価インデックスへの影響に関して、安定保有の内訳を見ると、タイムラグの有無にかかわらず、ほとんどの構成株主にマイナス効果が出ている。回帰係数を比較すると(図表-4・図表-4')、特に、銀行保有、及び、銀行持合のマイナス効果が大きい。<図表-2>に示されている通り、銀行保有は、そのほとんどが持合を通じて行われているため、銀行保有と銀行持合が同様な結果を示すのは当然であろう。また、業績関連指標への影響については、タイムラグがない場合(図表-5)、銀行以外の構成株主には明確なマイナス効果が認められないが、タイムラグが1年の<図表-5'>を見ると、全ての構成株主にわたってマイナス効果が出ている。以上から、安定株主の構成株主は、ほとんどがガバナンスにマイナスの影響を及ぼしていると考えられる。特に、株価インデックスへの影響の大きさ(図表-4・図表-4')、及び、業績関連指標に対する効果のカバレッジ(図表-5、図表-5')から、銀行株主によるマイナス効果が大きいことが示唆される。

タイムラグがない<図表-5>を見ると、安定保有が売上高にプラスの影響を及ぼしているのが注目される。その内訳として、事業会社持合のプラス効果が大きい。以下の理由で、これはガバナンスの改善とあまり関係がないと考えられる。「事業会社同士の株式持合は、企業間の取引関係に基づいて形成されることが多い」との仮定が正しければ、持合の形成、解消は、売上高の増加、減少につながりやすいだろう。また、売上高と利益には、正の相関関係があると考えられるが、事業会社持合のケースでは、利益関連指標にプラス効果は認められない。株価インデックスについては、むしろマイナス効果が出ている。さらに、タイムラグが1年の<図表-5'>を見ると、売上高のプラス効果は失われる。このことから、売上高にみられたプラス効果は、ガバナンスの改善とあまり関係がないと考えられる。

一方、外国人株主は、タイムラグの有無にかかわらず、株価インデックスにプラスの影響が認められる。また、業績関連指標についても、経常利益、売上高経常利益率、ROA、ROEなど指標全般にわたってプラス効果が出ている(図表-5・図表-5')。さらに、外国人株主は、株価インデックスへのプラス寄与が主要株主の中で最も大きい結果になっている(図表-4・図表-

4)。近年、外国人の持株比率は増加傾向にあるが（図表2）、これに伴い、ガバナンス活動も活発化している。こうした外国人の影響力増大が、ガバナンスの改善に貢献していると考えられる。

大株主に関しては、株価インデックスにはプラス効果が出ているが、業績関連指標への明確な効果は認められない。株価インデックスだけから判断すれば、大株主はガバナンスにプラスの影響を及ぼしていることになるが、業績関連指標に関して裏付けがないため、このガバナンス効果にはやや疑問が残る。

役員株主に関しては、業績関連指標の一部にプラス効果が出ているが、株価インデックスには明確な関係が認められない。また、タイムラグが有無のケースを比較すると、業績関連指標への効果も安定していないことがわかる。

以上から、安定保有はガバナンスにマイナスの影響を及ぼしており、その効果が、時間をかけて徐々に顕在化してくることがわかった。特に、銀行株主によるガバナンス効果は、他の構成株主と比較して、マイナス効果が大きい。また、外国人によるプラスのガバナンス効果は、安定株主のそれとは対照的である。

図表-4 重回帰分析結果 (持株比率の変化に対する感応度)

(タイムラグなし)

		株価インデックス				売上高			
安定保有	▲0.056 (▲7.3) **	▲0.056 (▲7.8) **	▲0.065 (▲9.5) **	▲0.054 (▲8.0) **	0.003 (3.5) **	0.006 (0.6)	0.007 (0.7)	0.043 (4.7) **	0.004 (0.5) **
金融機関保有									0.032 (0.5) **
銀行保有									0.029 (3.1) **
生保保有									▲0.009 (▲1.0)
持合									▲0.015 (▲1.6)
銀行持合									0.603 (15.9) **
専業会社持合									0.605 (16.0) **
大株主	0.031 (4.5) **	0.031 (4.5) **	0.031 (4.5) **	0.030 (4.3) **	0.028 (3.0) **	0.030 (3.2) **	0.030 (3.2) **	0.028 (3.0) **	0.029 (3.1) **
役員	▲0.003 (▲0.5)	▲0.004 (▲0.6)	▲0.003 (▲0.5)	▲0.003 (▲0.4)	▲0.009 (▲1.0)	▲0.009 (▲0.9)	▲0.009 (▲0.9)	▲0.010 (▲1.0)	▲0.009 (▲1.0)
外国人	0.083 (11.5) **	0.083 (11.5) **	0.082 (11.4) **	0.082 (11.6) **	▲0.014 (▲1.5)	▲0.016 (▲1.7)	▲0.016 (▲1.7)	▲0.014 (▲1.5)	▲0.015 (▲1.6)
YEAR89	1.363 (48.2) **	1.362 (48.1) **	1.351 (47.7) **	1.362 (48.1) **	0.603 (16.0) **	0.601 (15.9) **	0.602 (15.9) **	0.605 (16.0) **	0.603 (15.9) **
YEAR90	▲0.345 (▲12.1) **	▲0.354 (▲12.4) **	▲0.360 (▲12.7) **	▲0.348 (▲12.2) **	1.284 (33.7) **	1.294 (34.0) **	1.295 (34.0) **	1.283 (33.7) **	1.284 (33.7) **
YEAR91	▲0.356 (▲12.4) **	▲0.365 (▲12.7) **	▲0.370 (▲12.7) **	▲0.364 (▲12.7) **	1.781 (46.3) **	1.797 (46.8) **	1.798 (46.8) **	1.781 (46.3) **	1.785 (46.5) **
YEAR92	▲1.018 (▲35.1) **	▲1.028 (▲35.6) **	▲1.033 (▲35.8) **	▲1.025 (▲35.5) **	1.922 (49.6) **	1.939 (50.2) **	1.940 (50.2) **	1.921 (49.8) **	1.927 (49.9) **
YEAR93	▲0.939 (▲32.5) **	▲0.948 (▲32.7) **	▲0.954 (▲32.9) **	▲0.946 (▲32.8) **	1.665 (42.8) **	1.680 (43.3) **	1.682 (43.3) **	1.664 (42.9) **	1.669 (43.0) **
YEAR94	▲0.660 (▲22.5) **	▲0.671 (▲22.9) **	▲0.674 (▲23.1) **	▲0.662 (▲22.8) **	1.378 (35.1) **	1.391 (35.6) **	1.391 (35.6) **	1.374 (35.1) **	1.380 (35.2) **
YEAR95	▲0.713 (▲24.1) **	▲0.732 (▲24.7) **	▲0.723 (▲24.4) **	▲0.700 (▲23.5) **	1.307 (33.1) **	1.315 (33.2) **	1.313 (33.1) **	1.294 (32.5) **	1.300 (32.7) **
YEAR96	▲0.892 (▲31.2) **	▲0.907 (▲31.7) **	▲0.894 (▲31.1) **	▲0.873 (▲30.4) **	1.508 (39.5) **	1.509 (39.4) **	1.507 (39.0) **	1.492 (39.0) **	1.497 (39.1) **
YEAR97	▲1.675 (▲56.5) **	▲1.687 (▲56.6) **	▲1.687 (▲56.6) **	▲1.655 (▲55.8) **	1.705 (43.0) **	1.702 (42.5) **	1.699 (42.1) **	1.691 (42.7) **	1.688 (42.5) **
R ²	0.639	0.639	0.641	0.639	0.355	0.354	0.354	0.356	0.355
adj R ²	0.598	0.598	0.600	0.598	0.282	0.281	0.281	0.283	0.282
安定保有	▲0.006 (▲0.5)	▲0.026 (▲2.3) *	▲0.057 (▲5.4) **	▲0.009 (▲0.8)	0.003 (0.3)	▲0.021 (▲2.0) *	▲0.047 (▲4.8) **	0.004 (0.4)	▲0.027 (▲2.7) **
金融機関保有									0.011 (1.2)
銀行保有									▲0.008 (▲0.8)
生保保有									0.026 (2.6) **
持合									0.046 (4.6) **
銀行持合									0.283 (7.1) **
専業会社持合									0.279 (7.0) **
大株主	▲0.003 (▲0.3)	▲0.002 (▲0.2)	▲0.002 (▲0.2)	▲0.003 (▲0.3)	▲0.008 (▲0.9)	▲0.007 (▲0.7)	▲0.007 (▲0.7)	▲0.008 (▲0.9)	▲0.008 (▲0.8)
役員	0.001 (0.0)	0.000 (0.0)	0.001 (0.1)	0.001 (0.1)	0.025 (2.5) *	0.025 (2.5) *	0.026 (2.6) **	0.025 (2.5) *	0.026 (2.6) **
外国人	0.041 (3.9) **	0.040 (3.8) **	0.039 (3.5) **	0.041 (3.8) **	0.048 (4.7) **	0.046 (4.5) **	0.045 (4.4) **	0.048 (4.7) **	0.046 (4.6) **
YEAR89	0.440 (10.2) **	0.438 (10.1) **	0.424 (9.9) **	0.440 (10.2) **	0.283 (7.1) **	0.280 (7.0) **	0.269 (6.7) **	0.283 (7.1) **	0.279 (7.0) **
YEAR90	0.695 (15.9) **	0.697 (16.0) **	0.688 (15.8) **	0.695 (15.9) **	0.287 (7.1) **	0.291 (7.2) **	0.285 (7.1) **	0.286 (7.1) **	0.286 (7.1) **
YEAR91	0.619 (14.0) **	0.626 (14.3) **	0.618 (14.1) **	0.620 (14.1) **	0.022 (0.5)	0.022 (0.6)	0.028 (0.7)	0.022 (0.5)	0.024 (0.6)
YEAR92	0.301 (6.8) **	0.308 (7.0) **	0.301 (6.8) **	0.302 (6.8) **	▲0.369 (▲9.9) **	▲0.359 (▲8.8) **	▲0.362 (▲8.9) **	▲0.369 (▲9.0) **	▲0.366 (▲8.9) **
YEAR93	▲0.146 (▲3.3) **	▲0.140 (▲3.2) **	▲0.148 (▲3.3) **	▲0.146 (▲3.3) **	▲0.789 (▲19.1) **	▲0.780 (▲19.0) **	▲0.783 (▲19.1) **	▲0.789 (▲19.2) **	▲0.786 (▲19.1) **
YEAR94	▲0.406 (▲9.0) **	▲0.402 (▲9.0) **	▲0.406 (▲9.1) **	▲0.404 (▲9.0) **	▲1.021 (▲24.6) **	▲1.015 (▲24.5) **	▲1.017 (▲24.6) **	▲1.022 (▲24.6) **	▲1.018 (▲24.5) **
YEAR95	▲0.390 (▲8.6) **	▲0.394 (▲8.7) **	▲0.381 (▲8.4) **	▲0.387 (▲8.5) **	▲0.996 (▲23.7) **	▲0.998 (▲23.8) **	▲0.998 (▲23.8) **	▲0.995 (▲23.6) **	▲0.995 (▲23.6) **
YEAR96	▲0.159 (▲3.6) **	▲0.166 (▲3.8) **	▲0.146 (▲3.3) **	▲0.156 (▲3.6) **	▲0.823 (▲20.3) **	▲0.828 (▲20.4) **	▲0.815 (▲20.0) **	▲0.824 (▲20.3) **	▲0.820 (▲20.2) **
YEAR97	▲0.124 (▲2.7) **	▲0.138 (▲3.0) **	▲0.120 (▲2.6) **	▲0.121 (▲2.7) **	▲0.836 (▲19.9) **	▲0.850 (▲20.0) **	▲0.840 (▲19.6) **	▲0.837 (▲19.9) **	▲0.843 (▲20.0) **
R ²	0.155	0.155	0.158	0.155	0.274	0.275	0.277	0.274	0.275
adj R ²	0.059	0.060	0.063	0.059	0.193	0.193	0.195	0.193	0.193

(注) 回帰係数(t値)、*有意水準5%で有意、**有意水準1%で有意

図表-4 重回帰分析結果 (持株比率の変化に対する感応度)

(タイムラグなし)

		ROA					ROE				
安定保有	▲0.010 (▲1.0)	▲0.030 (▲3.1)**	▲0.046 (▲4.9)**	▲0.005 (▲0.5)	▲0.005 (▲0.6)	▲0.009 (▲1.0)	▲0.014 (▲1.3)	▲0.028 (▲3.2)**	▲0.005 (▲0.6)	▲0.010 (▲1.2)	▲0.010 (▲1.2)
金融機関保有	▲0.012 (▲1.3)	▲0.011 (▲1.2)	▲0.011 (▲1.2)	▲0.013 (▲1.4)	▲0.012 (▲1.4)	▲0.011 (1.2)	0.011 (1.2)	0.011 (1.2)	0.010 (1.2)	0.010 (1.2)	0.010 (1.2)
銀行保有	0.035 (3.6)**	0.034 (3.6)**	0.035 (3.7)**	0.035 (3.8)**	0.035 (3.7)**	0.030 (3.3)**	0.029 (3.3)**	0.030 (3.3)**	0.030 (3.3)**	0.030 (3.3)**	0.030 (3.3)**
生保保有	0.043 (4.4)**	0.041 (4.3)**	0.040 (4.2)**	0.043 (4.4)**	0.042 (4.3)**	0.025 (2.8)**	0.025 (2.7)**	0.024 (2.6)**	0.025 (2.8)**	0.025 (2.8)**	0.025 (2.7)**
持合	0.106 (2.3)**	0.104 (2.7)**	0.094 (2.5)**	0.106 (2.8)**	0.103 (2.7)**	0.076 (2.1)**	0.076 (2.1)**	0.069 (1.9)	0.077 (2.1)**	0.075 (2.1)**	0.075 (2.1)**
専業会社持合	0.047 (1.2)	0.049 (1.3)	0.044 (1.1)	0.045 (1.2)	0.047 (1.2)	0.092 (2.5)**	0.091 (2.5)**	0.088 (2.4)**	0.090 (2.5)**	0.092 (2.5)**	0.092 (2.5)**
大株主	▲0.245 (▲6.3)**	▲0.238 (▲6.2)**	▲0.242 (▲6.3)**	▲0.248 (▲6.4)**	▲0.244 (▲6.3)**	▲0.147 (▲4.0)**	▲0.147 (▲4.0)**	▲0.149 (▲4.1)**	▲0.150 (▲4.1)**	▲0.148 (▲4.1)**	▲0.148 (▲4.1)**
役員	▲0.620 (▲15.9)**	▲0.613 (▲15.8)**	▲0.616 (▲15.9)**	▲0.623 (▲16.0)**	▲0.618 (▲15.9)**	▲0.534 (▲14.3)**	▲0.534 (▲14.6)**	▲0.536 (▲14.6)**	▲0.537 (▲14.7)**	▲0.534 (▲14.6)**	▲0.534 (▲14.6)**
外国人	▲1.052 (▲26.9)**	▲1.046 (▲26.8)**	▲1.050 (▲26.9)**	▲1.055 (▲27.0)**	▲1.050 (▲26.9)**	▲1.008 (▲27.2)**	▲1.007 (▲27.3)**	▲1.010 (▲27.4)**	▲1.010 (▲27.4)**	▲1.007 (▲27.3)**	▲1.007 (▲27.3)**
YEAR89	▲1.299 (▲32.3)**	▲1.295 (▲32.0)**	▲1.297 (▲32.0)**	▲1.301 (▲32.0)**	▲1.295 (▲32.3)**	▲1.302 (▲35.0)**	▲1.303 (▲35.1)**	▲1.303 (▲35.1)**	▲1.304 (▲35.0)**	▲1.301 (▲35.0)**	▲1.301 (▲35.0)**
YEAR90	▲1.310 (▲32.9)**	▲1.316 (▲33.0)**	▲1.309 (▲32.8)**	▲1.310 (▲32.7)**	▲1.305 (▲32.6)**	▲1.334 (▲35.4)**	▲1.333 (▲35.3)**	▲1.334 (▲35.4)**	▲1.334 (▲35.3)**	▲1.331 (▲35.2)**	▲1.331 (▲35.2)**
YEAR91	▲1.152 (▲29.0)**	▲1.160 (▲30.1)**	▲1.149 (▲29.7)**	▲1.150 (▲29.7)**	▲1.145 (▲29.7)**	▲1.282 (▲35.3)**	▲1.286 (▲35.6)**	▲1.279 (▲34.9)**	▲1.280 (▲35.2)**	▲1.278 (▲35.1)**	▲1.278 (▲35.1)**
YEAR92	▲1.142 (▲28.6)**	▲1.159 (▲28.8)**	▲1.151 (▲28.4)**	▲1.139 (▲28.6)**	▲1.141 (▲28.6)**	▲1.406 (▲37.0)**	▲1.413 (▲37.1)**	▲1.407 (▲36.7)**	▲1.403 (▲37.0)**	▲1.403 (▲37.0)**	▲1.403 (▲37.0)**
YEAR93	0.347	0.348	0.349	0.347	0.347	0.418	0.418	0.419	0.418	0.418	0.418
YEAR94	0.273	0.274	0.275	0.273	0.274	0.352	0.352	0.353	0.352	0.352	0.352
YEAR95											
YEAR96											
YEAR97											
R ²	0.347	0.348	0.349	0.347	0.347	0.418	0.418	0.419	0.418	0.418	0.418
adj R ²	0.273	0.274	0.275	0.273	0.274	0.352	0.352	0.353	0.352	0.352	0.352

		ROA					ROE				
安定保有	▲0.044 (▲4.3)**	▲0.050 (▲4.8)**	▲0.045 (▲4.5)**	▲0.005 (▲0.5)	▲0.043 (▲4.4)**	▲0.039 (▲4.0)**	▲0.035 (▲3.5)**	▲0.009 (▲0.9)	▲0.014 (1.4)	▲0.008 (▲0.8)	▲0.008 (▲0.8)
金融機関保有	▲0.008 (▲0.8)	0.013 (1.3)	0.013 (1.3)	▲0.008 (▲0.8)	▲0.009 (▲0.9)	▲0.009 (▲0.9)	▲0.009 (▲0.9)	▲0.009 (▲0.9)	▲0.009 (▲0.9)	▲0.009 (▲0.9)	▲0.009 (▲0.9)
銀行保有	0.014 (1.4)	0.008 (▲0.8)	0.008 (▲0.8)	▲0.008 (▲0.8)	▲0.007 (▲0.7)	▲0.008 (▲0.8)	▲0.008 (▲0.8)	▲0.008 (▲0.8)	▲0.008 (▲0.8)	▲0.008 (▲0.8)	▲0.008 (▲0.8)
生保保有	▲0.440 (▲10.8)**	▲0.441 (▲10.9)**	▲0.448 (▲10.9)**	▲0.440 (▲10.8)**	▲0.444 (▲10.9)**	▲0.440 (▲10.8)**	▲0.440 (▲10.8)**	▲0.440 (▲10.8)**	▲0.440 (▲10.8)**	▲0.440 (▲10.8)**	▲0.440 (▲10.8)**
持合	▲0.608 (▲14.7)**	▲0.614 (▲14.9)**	▲0.622 (▲15.1)**	▲0.610 (▲14.8)**	▲0.609 (▲14.8)**	▲0.610 (▲14.8)**	▲0.610 (▲14.8)**	▲0.610 (▲14.8)**	▲0.610 (▲14.8)**	▲0.610 (▲14.8)**	▲0.610 (▲14.8)**
専業会社持合	▲0.732 (▲17.6)**	▲0.737 (▲17.8)**	▲0.748 (▲18.0)**	▲0.738 (▲17.8)**	▲0.735 (▲17.7)**	▲0.738 (▲17.8)**	▲0.735 (▲17.7)**	▲0.735 (▲17.7)**	▲0.735 (▲17.7)**	▲0.735 (▲17.7)**	▲0.735 (▲17.7)**
大株主	▲0.841 (▲20.1)**	▲0.846 (▲20.3)**	▲0.857 (▲20.5)**	▲0.846 (▲20.3)**	▲0.843 (▲20.2)**	▲0.846 (▲20.3)**	▲0.846 (▲20.3)**	▲0.846 (▲20.3)**	▲0.846 (▲20.3)**	▲0.846 (▲20.3)**	▲0.846 (▲20.3)**
役員	▲1.120 (▲26.6)**	▲1.125 (▲26.8)**	▲1.136 (▲27.1)**	▲1.125 (▲26.8)**	▲1.120 (▲26.7)**	▲1.125 (▲26.8)**	▲1.125 (▲26.8)**	▲1.125 (▲26.8)**	▲1.125 (▲26.8)**	▲1.125 (▲26.8)**	▲1.125 (▲26.8)**
外国人	▲1.387 (▲32.7)**	▲1.394 (▲33.0)**	▲1.400 (▲33.2)**	▲1.388 (▲32.8)**	▲1.385 (▲32.7)**	▲1.388 (▲32.8)**	▲1.388 (▲32.8)**	▲1.388 (▲32.8)**	▲1.388 (▲32.8)**	▲1.388 (▲32.8)**	▲1.388 (▲32.8)**
YEAR89	▲1.515 (▲35.4)**	▲1.530 (▲35.8)**	▲1.520 (▲35.4)**	▲1.504 (▲34.9)**	▲1.501 (▲34.9)**	▲1.520 (▲35.4)**	▲1.520 (▲35.4)**	▲1.520 (▲35.4)**	▲1.520 (▲35.4)**	▲1.520 (▲35.4)**	▲1.520 (▲35.4)**
YEAR90	▲1.380 (▲33.4)**	▲1.393 (▲33.7)**	▲1.377 (▲33.0)**	▲1.364 (▲32.9)**	▲1.361 (▲32.9)**	▲1.377 (▲33.0)**	▲1.377 (▲33.0)**	▲1.377 (▲33.0)**	▲1.377 (▲33.0)**	▲1.377 (▲33.0)**	▲1.377 (▲33.0)**
YEAR91	▲1.254 (▲29.3)**	▲1.275 (▲29.5)**	▲1.255 (▲28.8)**	▲1.237 (▲28.9)**	▲1.238 (▲28.9)**	▲1.255 (▲28.8)**	▲1.255 (▲28.8)**	▲1.255 (▲28.8)**	▲1.255 (▲28.8)**	▲1.255 (▲28.8)**	▲1.255 (▲28.8)**
YEAR92	0.246	0.247	0.246	0.246	0.247	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246	0.247
YEAR93	0.161	0.162	0.161	0.161	0.162	0.161	0.161	0.161	0.161	0.161	0.162
YEAR94											
YEAR95											
YEAR96											
YEAR97											
R ²	0.246	0.247	0.246	0.246	0.247	0.246	0.246	0.246	0.246	0.246	0.247
adj R ²	0.161	0.162	0.161	0.161	0.162	0.161	0.161	0.161	0.161	0.161	0.162

(注) 回帰係数(4桁)、*有意水準5%で有意、**有意水準1%で有意

図表5 株主構成の変化によるガバナンス効果
(タイムラグなし)

	株価 インデックス	売上高	経常利益	売上高経 常利益率	ROA	ROE	総資本 回転率
安定保有	x	○					x
金融機関保有	x		x	x	x		x
銀行保有	x		x	x	x	x	x
生保保有	x						
持合	x	○					x
銀行持合	x		x	x	x		x
事業会社持合	x	○					x
大株主	○	○					
役員			○	○	○	○	
外国人	○				○	○	

(注)図表4から、有意水準5%で有意のものを抽出

- ：プラス効果が認められるもの
- x：マイナス効果が認められるもの

図表-4' 重回帰分析結果 (持株比率の変化に対する感応度)
(タイムラグ1年)

安定保有 金融機関 銀行保有 生保保有 持合 銀行持合 専法持合	株価インデックス		売上高		R ² adj R ²	
	▲0.033 (▲1.7) **	▲0.032 (▲4.6) **	▲0.033 (▲4.8) ** ▲0.007 (▲1.0)	▲0.029 (▲4.2) **		▲0.037 (▲5.3) ** ▲0.014 (▲2.1) *
大株主 役員 外国人	0.020 (2.9) ** 0.003 (0.5) 0.049 (6.7) **	0.020 (2.9) ** 0.003 (0.4) 0.048 (6.7) **	0.020 (2.9) ** 0.004 (0.5) 0.049 (6.7) **	0.019 (2.7) ** 0.004 (0.5) 0.049 (6.7) **	0.019 (2.8) ** 0.004 (0.6) 0.048 (6.6) **	0.633 0.591
YEAR89	1.368 (47.9) **	1.369 (47.9) **	1.368 (47.9) **	1.370 (48.0) **	1.371 (48.0) **	0.633 0.591
YEAR90	▲0.372 (▲12.9) **	▲0.371 (▲12.9) **	▲0.372 (▲12.9) **	▲0.370 (▲12.8) **	▲0.372 (▲12.9) **	0.633 0.591
YEAR91	▲0.368 (▲12.7) **	▲0.372 (▲12.8) **	▲0.376 (▲12.9) **	▲0.369 (▲12.7) **	▲0.368 (▲12.7) **	0.633 0.591
YEAR92	▲1.037 (▲35.4) **	▲1.040 (▲35.5) **	▲1.045 (▲35.7) **	▲1.041 (▲35.5) **	▲1.037 (▲35.5) **	0.633 0.591
YEAR93	▲0.929 (▲31.5) **	▲0.933 (▲31.7) **	▲0.938 (▲31.8) **	▲0.933 (▲31.6) **	▲0.929 (▲31.5) **	0.633 0.591
YEAR94	▲0.644 (▲21.6) **	▲0.647 (▲21.8) **	▲0.652 (▲21.9) **	▲0.646 (▲21.7) **	▲0.641 (▲21.6) **	0.633 0.591
YEAR95	▲0.672 (▲22.3) **	▲0.676 (▲22.5) **	▲0.678 (▲22.5) **	▲0.670 (▲22.3) **	▲0.666 (▲22.5) **	0.633 0.591
YEAR96	▲0.885 (▲29.0) **	▲0.894 (▲29.2) **	▲0.888 (▲29.0) **	▲0.875 (▲28.6) **	▲0.872 (▲28.5) **	0.633 0.591
YEAR97	▲1.642 (▲56.4) **	▲1.649 (▲56.8) **	▲1.640 (▲55.7) **	▲1.627 (▲55.8) **	▲1.624 (▲55.8) **	0.633 0.591
R ² adj R ²	0.632 0.591	0.632 0.591	0.633 0.591	0.632 0.591	0.633 0.592	0.633 0.592

安定保有 金融機関 銀行保有 生保保有 持合 銀行持合 専法持合	経営利益		売上高経常利益率		R ² adj R ²	
	▲0.039 (▲3.7) **	▲0.056 (▲5.3) **	▲0.055 (▲5.2) ** ▲0.022 (▲2.0) *	▲0.036 (▲3.5) **		▲0.047 (▲4.9) ** ▲0.032 (▲3.1) **
大株主 役員 外国人	▲0.011 (▲1.0) ▲0.007 (▲0.7) 0.028 (2.5) *	▲0.010 (▲0.9) ▲0.008 (▲0.7) 0.027 (2.4) *	▲0.010 (▲0.9) ▲0.007 (▲0.6) 0.027 (2.4) *	▲0.012 (▲1.2) ▲0.007 (▲0.6) 0.028 (2.5) *	▲0.009 (▲0.9) 0.016 (1.6) 0.034 (3.4) **	▲0.042 (▲4.3) ** ▲0.007 (▲0.7) ▲0.012 (▲1.2) 0.016 (1.6) 0.035 (3.5) **
YEAR89	0.432 (10.0) **	0.433 (10.0) **	0.430 (10.0) **	0.435 (10.0) **	0.271 (6.8) **	▲0.023 (▲2.4) *
YEAR90	0.674 (15.4) **	0.672 (15.4) **	0.664 (15.2) **	0.676 (15.5) **	0.270 (6.8) **	▲0.042 (▲4.3) **
YEAR91	0.621 (14.1) **	0.619 (14.1) **	0.613 (13.9) **	0.621 (14.1) **	0.261 (6.4) **	▲0.012 (▲1.2)
YEAR92	0.299 (6.7) **	0.301 (6.8) **	0.295 (6.7) **	0.296 (6.7) **	0.026 (0.6)	0.016 (1.5)
YEAR93	▲0.133 (▲3.0) **	▲0.131 (▲2.9) **	▲0.137 (▲3.1) **	▲0.136 (▲3.0) **	0.034 (3.4) **	0.036 (3.6) **
YEAR94	▲0.397 (▲9.8) **	▲0.395 (▲9.8) **	▲0.401 (▲9.9) **	▲0.398 (▲9.8) **	0.271 (6.8) **	0.276 (6.9) **
YEAR95	▲0.377 (▲9.3) **	▲0.379 (▲9.3) **	▲0.383 (▲9.4) **	▲0.375 (▲9.2) **	0.267 (6.6) **	0.273 (6.7) **
YEAR96	▲0.185 (▲4.0) **	▲0.201 (▲4.3) **	▲0.194 (▲4.2) **	▲0.173 (▲3.7) **	0.029 (0.7)	0.029 (0.7)
YEAR97	▲0.119 (▲2.7) **	▲0.136 (▲3.1) **	▲0.126 (▲2.8) **	▲0.102 (▲2.3) *	▲0.367 (▲9.3) **	▲0.369 (▲9.0) **
R ² adj R ²	0.156 0.060	0.157 0.062	0.158 0.063	0.155 0.060	0.277 0.195	0.274 0.192

(注) 回歸係数(%)、*有意水準5%で有意、**有意水準1%で有意

図表-4' 重回帰分析結果 (持株比率の変化に対する感応度)
(タイムラグ1年)

説明変数	ROA		ROE		R ²	adj R ²
	△0.046 (△5.0) **	△0.061 (△6.5) **	△0.046 (△5.0) **	△0.061 (△6.5) **		
安定保有	△0.009 (△0.9)	△0.008 (△0.8)	△0.011 (△1.2)	△0.037 (△4.3) **	0.419	0.418
金融機関	0.032 (3.3) **	0.031 (3.2) **	0.013 (1.4)	0.011 (1.2)	0.353	0.353
銀行保有	0.039 (4.0) **	0.037 (3.9) **	0.023 (2.5) *	△0.023 (△2.4) *	0.419	0.418
生保保有	0.099 (2.6) **	0.100 (2.6) **	0.068 (1.9)	△0.026 (△2.6) **	0.353	0.353
持合	0.028 (0.7)	0.027 (0.7)	0.072 (2.0) *	0.014 (1.5)	0.419	0.418
専法持合	△0.234 (△6.0) **	△0.237 (△6.1) **	△0.152 (△4.2) **	0.009 (1.1)	0.353	0.353
大株主	△0.615 (△15.8) **	△0.614 (△15.8) **	△0.540 (△14.6) **	0.014 (1.5)	0.419	0.418
役員	△1.027 (△26.1) **	△1.027 (△26.2) **	△1.004 (△27.0) **	0.023 (2.5) *	0.353	0.353
外国人	△1.281 (△32.4) **	△1.281 (△32.4) **	△1.304 (△34.8) **	0.071 (2.0) *	0.419	0.418
YEAR89	△1.286 (△32.1) **	△1.289 (△32.3) **	△1.335 (△35.3) **	0.069 (1.9)	0.353	0.353
YEAR90	△1.158 (△28.4) **	△1.174 (△28.8) **	△1.287 (△32.5) **	0.074 (2.1) *	0.419	0.418
YEAR91	△1.149 (△28.6) **	△1.166 (△29.0) **	△1.434 (△35.1) **	0.071 (1.9)	0.353	0.353
YEAR92	0.028 (0.7)	0.027 (0.7)	0.072 (2.0) *	0.011 (1.2)	0.419	0.418
YEAR93	△0.234 (△6.0) **	△0.237 (△6.1) **	△0.152 (△4.2) **	0.013 (1.4)	0.353	0.353
YEAR94	△0.615 (△15.8) **	△0.614 (△15.8) **	△0.540 (△14.6) **	0.023 (2.5) *	0.419	0.418
YEAR95	△1.027 (△26.1) **	△1.027 (△26.2) **	△1.004 (△27.0) **	0.069 (1.9)	0.353	0.353
YEAR96	△1.281 (△32.4) **	△1.281 (△32.4) **	△1.304 (△34.8) **	0.074 (2.1) *	0.419	0.418
YEAR97	△1.286 (△32.1) **	△1.289 (△32.3) **	△1.335 (△35.3) **	0.071 (2.0) *	0.353	0.353
R ²	0.349	0.350	0.351	0.419	0.419	0.418
adj R ²	0.275	0.277	0.277	0.353	0.353	0.353

説明変数	ROA		ROE		R ²	adj R ²
	△0.046 (△5.0) **	△0.061 (△6.5) **	△0.046 (△5.0) **	△0.061 (△6.5) **		
安定保有	△0.009 (△0.9)	△0.008 (△0.8)	△0.011 (△1.2)	△0.037 (△4.3) **	0.419	0.418
金融機関	0.032 (3.3) **	0.031 (3.2) **	0.013 (1.4)	0.011 (1.2)	0.353	0.353
銀行保有	0.039 (4.0) **	0.037 (3.9) **	0.023 (2.5) *	△0.023 (△2.4) *	0.419	0.418
生保保有	0.099 (2.6) **	0.100 (2.6) **	0.068 (1.9)	△0.026 (△2.6) **	0.353	0.353
持合	0.028 (0.7)	0.027 (0.7)	0.072 (2.0) *	0.014 (1.5)	0.419	0.418
専法持合	△0.234 (△6.0) **	△0.237 (△6.1) **	△0.152 (△4.2) **	0.009 (1.1)	0.353	0.353
大株主	△0.615 (△15.8) **	△0.614 (△15.8) **	△0.540 (△14.6) **	0.014 (1.5)	0.419	0.418
役員	△1.027 (△26.1) **	△1.027 (△26.2) **	△1.004 (△27.0) **	0.023 (2.5) *	0.353	0.353
外国人	△1.281 (△32.4) **	△1.281 (△32.4) **	△1.304 (△34.8) **	0.071 (2.0) *	0.419	0.418
YEAR89	△1.286 (△32.1) **	△1.289 (△32.3) **	△1.335 (△35.3) **	0.069 (1.9)	0.353	0.353
YEAR90	△1.158 (△28.4) **	△1.174 (△28.8) **	△1.287 (△32.5) **	0.074 (2.1) *	0.419	0.418
YEAR91	△1.149 (△28.6) **	△1.166 (△29.0) **	△1.434 (△35.1) **	0.071 (2.0) *	0.353	0.353
YEAR92	0.028 (0.7)	0.027 (0.7)	0.072 (2.0) *	0.011 (1.2)	0.419	0.418
YEAR93	△0.234 (△6.0) **	△0.237 (△6.1) **	△0.152 (△4.2) **	0.013 (1.4)	0.353	0.353
YEAR94	△0.615 (△15.8) **	△0.614 (△15.8) **	△0.540 (△14.6) **	0.023 (2.5) *	0.419	0.418
YEAR95	△1.027 (△26.1) **	△1.027 (△26.2) **	△1.004 (△27.0) **	0.069 (1.9)	0.353	0.353
YEAR96	△1.281 (△32.4) **	△1.281 (△32.4) **	△1.304 (△34.8) **	0.074 (2.1) *	0.419	0.418
YEAR97	△1.286 (△32.1) **	△1.289 (△32.3) **	△1.335 (△35.3) **	0.071 (2.0) *	0.353	0.353
R ²	0.349	0.350	0.351	0.419	0.419	0.418
adj R ²	0.275	0.277	0.277	0.353	0.353	0.353

(注) 同帰係数(t値)、*有意水準5%で有意、**有意水準1%で有意

図表5' 株主構成の変化によるガバナンス効果
(タイムラグ1年)

	株価 インデックス	売上高	経常利益	売上高経 常利益率	ROA	ROE	総資本 回転率
安定保有	X		X	X	X	X	X
金融機関保有	X	X	X	X	X	X	X
銀行保有	X		X	X	X	X	X
生保保有			X	X	X	X	
持合	X		X	X	X	X	X
銀行持合	X		X	X	X	X	X
事業会社持合	X				X	X	X
大株主	○						
役員							
外国人	○	X	○	○	○	○	○

(注) 図表4' から、有意水準5%で有意のものを抽出

- : プラス効果が認められるもの
- × : マイナス効果が認められるもの

6. 発言力行使によるガバナンス効果

(1) 分析手法

主要株主の発言は、ガバナンスにどのような影響を及ぼしてきたのだろうか。ここでは、持株比率の水準の差異が、各ガバナンス指標のパフォーマンスの差異にどのような影響を与えてきたかを検証することにより、その効果を捉える。特に、持株比率が高い株主の企業経営に対する発言力は大きいと考えられるため、持株比率が高い企業グループのガバナンス指標のパフォーマンスが、持株比率が低い企業グループに対して、どのように推移してきたかに注目する。そこで、対象企業を、持株比率の水準に基づいて、以下のように5つのグループに分割し、各ガバナンス指標のトレンドを比較する。分割の基準は、1988～1997年度における、持株比率の10期間平均である。

- ・第Ⅰ分位 : 182社 小
- ・第Ⅱ分位 : 182社 ↑
- ・第Ⅲ分位 : 182社 株主比率
- ・第Ⅳ分位 : 182社 ↓
- ・第Ⅴ分位 : 182社 大

各分位の企業グループの持株比率とガバナンス指標を、そのまま単純平均したものを <図表-6>に示す⁽¹⁵⁾。主な特徴は、以下の通りである⁽¹⁶⁾。

- ・安定保有比率が高い企業は、ROEが高い傾向がある。
- ・金融機関保有比率が高い企業は、売上高、経常利益が大きい傾向がある。
- ・銀行保有比率が高い企業は、売上高が大きい傾向がある。
- ・生保保有比率が高い企業は、経常利益が大きい傾向がある。
- ・持合比率が高い企業は、総資本回転率が高く、経常利益が小さい傾向がある。
- ・銀行持合比率が高い企業は、売上高、売上高経常利益率が大きく、ROAが高い傾向がある。
- ・事業会社持合比率が高い企業は、総資本回転率が高く、経常利益が小さく、売上高経常利益率、ROAが低い傾向がある。
- ・大株主持株比率が高い企業は、総資本回転率が高く、経常利益が小さい傾向がある。
- ・役員持株比率が高い企業は、株価が堅調という傾向がある。
- ・外国人持株比率が高い企業は、売上高、経常利益が大きく、売上高経常利益率、ROAが高く、株価が堅調という傾向がある。

⁽¹⁵⁾ 各分位毎にパネルデータを単純平均したものである。第5節のような標準化は行っていない。

⁽¹⁶⁾ 持株比率の水準と、ガバナンス指標の平均値との順位相関が、0.8以上、または、▲0.8以下となっているかどうかで評価している。(図表-6)

ガバナンス指標の時系列トレンドにおいて、各分位間の相対的な差異を把握するために、以下のモデルに基づき、パネルデータによる重回帰分析（固定効果モデル）を行った。ここでも、第5節と同様に、データの標準化を行っている。

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1 t + \beta_2 D_2 t + \beta_3 D_3 t + \beta_4 D_4 t + \beta_5 D_5 t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

- $i = 1, 2, \dots, N$: 企業
 $k = 2, 3, \dots, 5$: 第k分位
 y_{it} : 標準化したガバナンス指標（被説明変数）
 $t = 1, 2, \dots, T$: 年度（説明変数）
 D_k : 第k分位を示すダミー変数
 α_i : 個別企業効果
 β_k : ティレンドの向きを示す回帰係数
 ε_{it} : 誤差項

(2) 式を直感的に理解しやすい形に書き直すと、

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1 t + \begin{pmatrix} 0 \\ \beta_2 \\ \beta_3 \\ \beta_4 \\ \beta_5 \end{pmatrix} t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

となり、第II分位から第V分位の回帰係数を第I分位の0と比較することによって、その相対的なトレンドの向きが測定できる。

図表一6 主要株主の保有企業特性

株主	株価 インデックス	売上高 (3年)	経常利益 (3年)	売上高経 常利益率 (3年)	ROA (3年)	ROE (3年)	総資本 回転率 (3年)	安定保有 比率	金融機関			持合比率			大株主 持株比率	役員 持株比率	外国人 持株比率
									保有比率	銀行保有 比率	生保保有 比率	銀行持合 比率	専業会社 持合比率	%			
安定保有																	
第I分位	88.95	1,745	82	5.13	4.24	3.64	1.00	11.10	9.15	5.98	3.18	7.22	5.28	1.61	50.44	2.72	7.73
第II分位	84.31	3,859	147	4.16	3.42	3.51	1.01	22.58	17.77	11.07	6.70	15.08	10.27	3.81	37.86	2.33	6.79
第III分位	86.10	4,563	122	4.65	3.97	4.03	0.99	27.75	21.36	12.71	8.65	18.63	12.24	5.23	38.03	2.00	5.22
第IV分位	85.98	4,127	97	4.48	3.56	4.15	0.97	34.04	22.07	12.31	9.77	23.88	11.92	10.27	41.60	1.07	5.43
第V分位	84.99	4,397	96	3.96	3.47	4.17	1.10	47.48	21.66	11.99	9.67	37.50	11.68	24.18	51.32	0.83	3.86
順位相関係数	▲0.4	0.7	0.0	▲0.7	▲0.4	0.9	0.1	1.0	0.9	0.6	0.9	1.0	0.6	1.0	0.4	▲1.0	▲0.9
金融機関																	
第I分位	89.21	1,420	61	4.77	4.22	4.11	1.08	20.55	7.04	4.88	2.16	17.94	4.43	13.04	53.64	2.04	6.76
第II分位	81.91	2,590	94	4.36	3.36	3.95	0.97	26.62	13.38	8.57	4.82	21.26	8.02	11.93	45.49	1.58	6.02
第III分位	81.63	2,159	72	3.10	2.94	3.59	0.99	29.94	17.08	10.31	6.76	22.53	9.67	11.65	42.05	1.73	5.25
第IV分位	85.68	6,445	140	4.30	3.55	3.68	1.05	31.02	21.72	13.17	8.55	21.96	12.67	7.98	39.69	1.80	5.76
第V分位	86.83	3,742	132	5.17	4.10	4.18	0.94	37.40	30.85	15.51	15.35	21.51	14.96	4.82	41.31	1.31	5.09
順位相関係数	▲0.1	0.8	0.8	0.1	▲0.1	0.1	▲0.6	1.0	1.0	1.0	1.0	0.6	1.0	▲1.0	▲0.9	▲0.6	▲0.9
銀行保有																	
第I分位	88.75	1,972	89	4.73	3.97	4.17	1.02	22.23	8.81	4.09	4.72	17.12	3.71	12.82	51.83	1.52	6.72
第II分位	82.97	3,037	101	3.73	3.29	4.20	1.01	27.67	15.58	7.62	7.96	19.34	7.25	10.97	44.27	1.19	6.07
第III分位	85.82	3,049	126	4.36	3.61	3.40	0.96	28.57	17.69	9.58	8.11	19.75	8.87	9.96	43.81	2.01	5.79
第IV分位	84.23	4,464	111	4.55	3.67	3.77	0.99	31.30	21.66	12.68	8.98	21.80	12.16	8.09	41.32	1.93	5.79
第V分位	89.29	5,254	111	4.83	3.90	4.18	1.07	34.94	26.66	18.35	8.31	25.89	17.61	6.68	41.02	1.88	4.77
順位相関係数	0.3	0.6	0.6	0.4	0.0	▲0.5	0.1	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	▲1.0	▲1.0	0.5	▲1.0
生保保有																	
第I分位	84.77	1,249	56	4.95	3.80	3.25	1.01	21.07	9.49	8.24	1.25	19.14	7.56	10.87	51.67	2.60	7.18
第II分位	93.91	2,012	77	4.44	4.02	4.59	1.08	28.42	14.47	10.50	3.98	23.88	9.93	12.80	46.03	1.94	5.49
第III分位	82.24	5,347	135	4.43	3.54	2.91	1.04	26.66	17.10	11.22	5.88	20.06	10.49	8.50	41.90	1.59	4.79
第IV分位	85.62	5,224	106	4.08	3.51	4.18	1.04	31.82	20.61	11.77	8.84	22.59	11.38	9.65	41.26	1.44	5.50
第V分位	82.05	4,704	172	4.57	3.61	4.00	0.90	35.54	28.96	11.86	17.11	17.99	11.42	5.21	40.47	1.00	5.82
順位相関係数	▲0.5	0.6	0.9	▲0.4	▲0.6	0.1	▲0.4	0.9	1.0	1.0	1.0	▲0.3	1.0	▲0.8	▲1.0	▲1.0	▲0.1
持合																	
第I分位	85.45	2,938	134	4.76	3.97	3.43	0.99	13.33	11.93	6.01	5.93	6.07	4.67	1.13	48.10	2.20	6.82
第II分位	85.05	3,390	138	4.81	3.61	3.76	0.90	23.85	19.74	10.35	9.38	3.89	9.78	3.38	39.98	2.17	7.46
第III分位	87.36	2,783	128	4.95	4.21	4.42	1.01	27.82	22.46	12.17	10.30	3.72	11.97	4.39	39.02	1.89	5.92
第IV分位	86.32	4,263	71	4.21	3.58	3.93	1.02	32.67	24.14	13.44	8.30	24.14	13.21	8.93	40.79	1.57	5.24
第V分位	86.61	4,370	88	3.94	3.42	4.26	1.14	45.79	16.86	11.26	5.60	39.92	10.99	27.53	52.25	0.82	4.02
順位相関係数	0.6	0.7	▲0.8	▲0.6	▲0.7	0.7	0.9	1.0	0.3	0.7	▲0.3	1.0	0.7	1.0	0.3	▲1.0	▲0.9
銀行持合																	
第I分位	85.84	1,812	81	4.22	3.59	3.19	1.01	20.70	9.64	4.65	5.00	14.35	3.30	10.44	51.52	1.47	6.33
第II分位	84.57	3,364	118	3.87	3.37	4.25	1.06	29.10	14.90	7.57	7.33	21.30	7.10	13.18	45.08	1.26	6.18
第III分位	84.95	2,943	126	4.58	3.69	4.23	0.89	28.88	17.76	9.32	8.44	20.17	9.05	10.18	42.04	1.75	5.84
第IV分位	84.55	4,467	110	4.66	3.73	3.84	0.99	31.00	21.62	12.56	9.06	21.64	12.27	7.80	41.52	2.01	5.82
第V分位	90.57	5,137	105	4.93	4.06	4.24	1.07	35.34	26.54	18.16	8.38	26.73	17.93	7.17	41.11	1.87	4.97
順位相関係数	0.1	0.9	0.1	0.9	0.9	0.3	0.2	0.9	1.0	1.0	0.7	0.9	1.0	▲0.9	▲1.0	0.8	▲1.0

図表一6 主要株主の保有企業特性

	株価 インデックス 円	売上高 (3年) 億円	経常利益 (3年) 億円	売上高経 常利益率 (3年) %	ROA (3年) %	ROE (3年) %	総資本 回転率 (3年) %	安定保有 比率 %	金融機関				大株主 持株比率 %	役員 持株比率 %	外国人 持株比率 %		
									保有比率		持合比率						
									銀行保有 比率 %	生保保有 比率 %	銀行持合 比率 %	事業会社 持合比率 %					
第I分位	87.20	2,736	147	5.94	4.64	4.01	0.94	16.76	15.74	9.12	6.82	9.15	8.12	0.37	46.76	2.70	7.18
第II分位	86.04	3,914	129	4.73	3.87	3.89	1.00	24.77	21.46	12.14	9.31	14.87	11.56	2.14	40.93	2.11	6.45
第III分位	88.84	2,804	94	4.17	3.52	4.24	0.96	27.77	22.27	12.06	10.20	17.23	11.73	3.98	39.29	1.61	6.43
第IV分位	84.36	5,206	101	3.78	3.18	3.43	1.03	30.97	19.92	11.76	8.16	22.39	11.34	9.24	40.63	1.47	5.29
第V分位	86.05	2,629	57	3.88	3.43	4.38	1.10	44.21	14.16	8.92	5.24	38.72	8.67	29.25	52.74	0.67	4.35
順位相関係数	▲0.3	▲0.1	▲0.9	▲0.9	▲0.9	0.3	0.9	1.0	▲0.3	▲0.4	▲0.3	1.0	0.1	1.0	0.1	▲1.0	▲1.0
第I分位	80.56	8,387	186	4.20	3.24	3.80	0.94	24.99	19.51	11.05	8.46	15.88	10.40	4.33	32.02	1.39	5.96
第II分位	88.15	3,872	136	4.67	3.84	4.41	0.96	28.11	20.79	12.04	8.74	18.99	11.67	5.94	37.31	1.70	6.08
第III分位	84.11	3,180	69	4.41	3.50	4.53	0.95	29.43	21.47	12.31	9.16	19.82	11.86	6.46	40.26	2.44	5.49
第IV分位	87.56	2,021	79	4.93	4.02	3.58	1.04	32.35	20.12	11.77	8.35	23.45	11.21	10.76	46.61	2.11	5.20
第V分位	88.19	1,589	56	3.83	3.61	3.71	1.13	29.72	11.15	6.95	4.20	24.99	6.41	17.98	61.68	1.01	6.54
順位相関係数	0.7	▲1.0	▲0.9	▲0.1	0.5	▲0.5	0.9	0.9	▲0.3	▲0.3	▲0.6	1.0	▲0.3	1.0	1.0	▲0.1	0.1
第I分位	78.64	6,833	179	3.76	3.11	3.79	0.95	27.71	17.88	9.02	8.85	18.13	8.29	8.69	44.83	0.11	7.52
第II分位	84.29	3,345	83	3.90	3.19	3.82	1.03	31.73	17.43	9.81	7.62	23.48	9.18	13.02	47.05	0.24	5.12
第III分位	87.33	1,681	53	3.61	3.04	3.00	1.01	34.08	18.69	10.34	8.35	25.34	9.94	13.74	46.55	0.41	5.79
第IV分位	86.57	3,848	100	4.57	3.89	3.99	1.06	30.15	19.35	11.73	7.62	22.07	11.27	9.65	43.23	1.20	5.54
第V分位	93.82	1,696	94	5.99	4.81	4.47	0.98	24.34	18.70	12.27	6.44	17.53	11.90	4.51	40.99	6.15	5.28
順位相関係数	0.9	▲0.5	▲0.2	0.7	0.7	0.7	0.3	▲0.3	0.8	1.0	▲0.9	▲0.3	1.0	▲0.3	▲0.7	1.0	▲0.4
第I分位	75.68	1,063	22	2.63	2.42	2.67	1.16	31.34	17.94	10.86	7.08	23.43	10.03	12.11	47.82	1.98	1.07
第II分位	78.49	1,329	44	3.71	2.99	3.37	0.95	29.75	17.41	10.86	6.55	22.57	10.23	11.21	45.85	1.60	2.41
第III分位	82.74	3,822	65	3.70	3.09	2.60	1.02	30.59	19.94	11.40	8.54	21.34	10.69	9.25	41.89	1.44	3.68
第IV分位	87.60	6,135	139	4.37	3.76	4.18	1.00	29.18	19.38	10.84	8.54	20.29	10.49	8.49	42.13	1.52	5.99
第V分位	103.34	4,983	226	7.56	5.87	5.95	0.95	25.89	17.98	10.18	7.80	17.81	9.89	6.92	43.22	1.92	14.83
順位相関係数	1.0	0.9	1.0	0.9	1.0	0.7	▲0.4	▲0.9	0.5	▲0.7	0.6	▲1.0	▲0.1	▲1.0	▲0.6	▲0.3	1.0

(2) 分析結果

パネルデータ分析結果は、〈図表－7〉に示している。回帰係数が有意水準5%で有意に0と異なる場合、それを0とみなし、各回帰係数の分位間格差を〈図表－8〉に図示した。〈図表－8〉において、ある株主の持株比率が高い企業グループの回帰係数が正となっている場合、その株主はプラスのガバナンス効果を持っていると考えられる。逆に、回帰係数が負の場合、その株主はマイナスのガバナンス効果を持っていると判断できる。このように、〈図表－8〉に見られるガバナンス効果をプラス、マイナスに評価したものを、〈図表－9〉に整理する。これらの分析結果から、以下のことが指摘できるだろう。

安定保有比率が高い企業グループの株価インデックスのパフォーマンスは、安定保有比率が低いものと比較して、悪化する傾向があることがわかる。また、業績関連指標についても、ROA、ROE、総資本回転率などにマイナス効果が出ている。したがって、発言力を効果的に行使したかどうかの観点から見ても、安定保有はガバナンスにマイナスの影響を及ぼしていると考えられる。しかし、その内訳を見ると、事業会社持合のマイナス効果は大きいですが、銀行保有、生保保有の影響はそれほど大きくないことがわかる。

事業会社持合の業績関連指標を見ると、ROE以外の全ての指標にマイナス効果が認められる。これは、事業会社同士の持合比率が高い企業グループは、相対的に経営の悪化傾向が強いことを示している。こうした影響を受けて、株価インデックスにもマイナス効果が出ているのだろう。他の構成株主には、明確な効果が認められないことから、安定保有、持合に見られるマイナス効果は、主に事業法人持合を反映していると考えられる。

一方、外国人持株比率が高い企業グループには、株価インデックス、売上高、経常利益、売上高経常利益率、ROEなど、ガバナンス指標全般にプラス効果が認められる。ここでも、外国人がガバナンスにプラスの影響を及ぼしていることが示唆されている。

役員株主については、株価インデックスにはプラス効果が認められるが、業績関連指標を見ると、売上高にプラス、ROA、ROEにはマイナス効果が出ており、結果の評価を明確にできない。また、大株主についても、明確な関係が認められなかった。

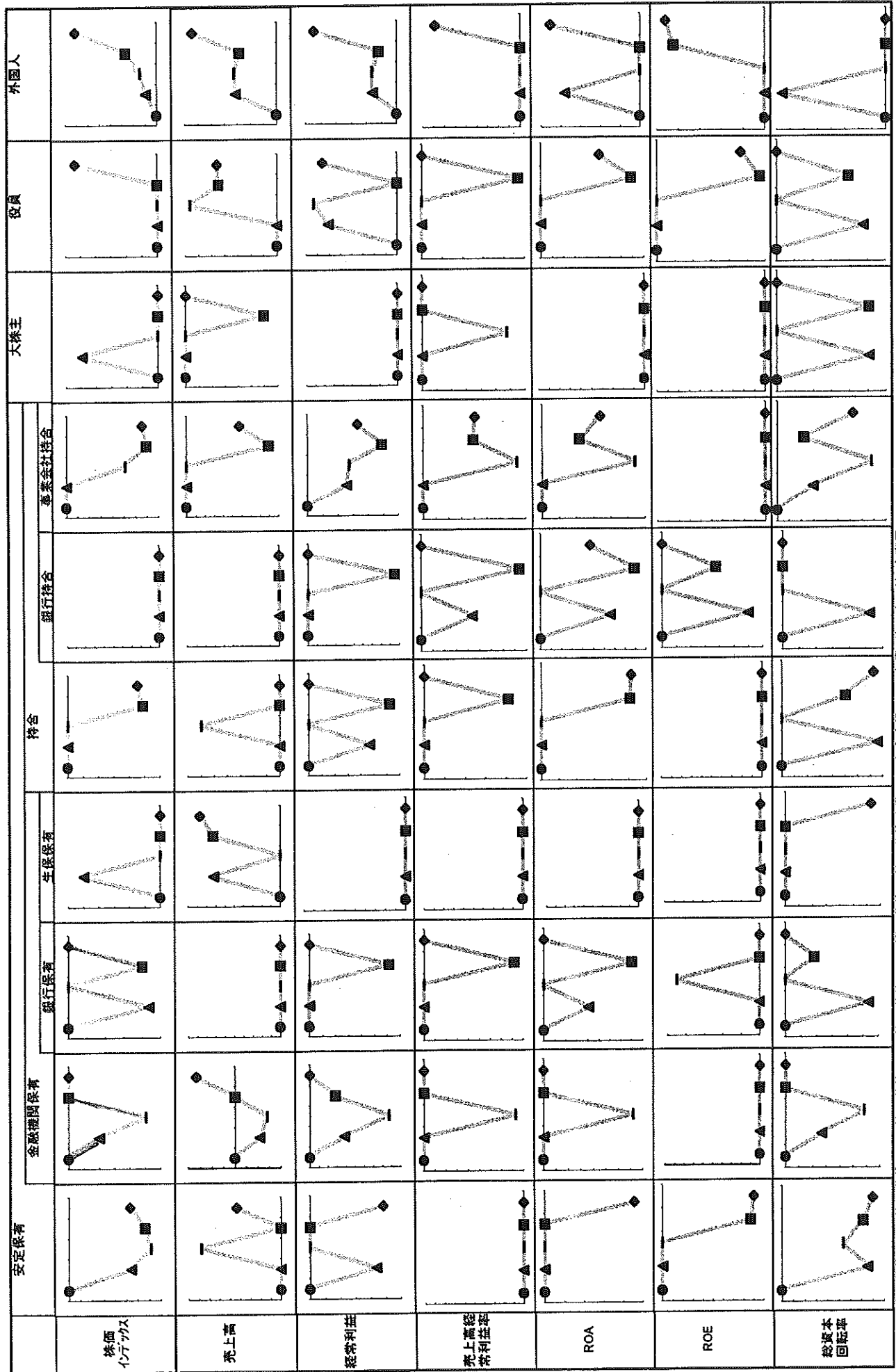
では、安定株主の中でも、事業法人と金融機関のガバナンス効果に違いが見られたのは何故だろうか。これは、金融機関が、ある程度モニタリング機能を果たしてきたためと考えられる。モニタリング機能が弱い事業会社株主は、完全なサイレントパートナーで、目立った株主活動を行ってこなかったため、株式持合のマイナス面が強く現れたのではないだろうか（図表－1）。

図表-7 回帰分析結果 (分位間のトレンド格差)

	安定保有		金融機関保有		持合		大株主		役員	外国人
	総行保有		生保保有		銀行持合		証券会社持合			
	β	R ²	β	R ²	β	R ²	β	R ²		
株価 インデックス	β ₁	▲0.170 (▲25.9) **	▲0.182 (▲27.6) **	▲0.201 (▲30.4) **	▲0.179 (▲27.2) **	▲0.194 (▲29.4) **	▲0.174 (▲26.4) **	▲0.205 (▲31.1) **	▲0.196 (▲29.8) **	▲0.246 (▲35.0) **
	β ₂	▲0.027 (▲2.9) **	▲0.022 (▲2.4) **	0.025 (2.7) **	▲0.014 (▲1.5)	▲0.006 (▲0.7)	▲0.006 (▲0.7)	0.025 (2.6) **	▲0.010 (▲1.0)	0.019 (2.1) *
	β ₃	▲0.036 (▲3.2) **	▲0.051 (▲4.5) **	▲0.007 (▲0.6)	▲0.008 (▲0.7)	▲0.004 (▲0.3)	▲0.026 (▲2.3) *	▲0.026 (▲2.3) *	▲0.007 (▲0.6)	▲0.006 (▲0.5)
	β ₄	▲0.033 (▲3.9) **	▲0.009 (▲1.1)	0.001 (0.1)	▲0.024 (▲2.9) **	▲0.006 (▲0.7)	▲0.035 (▲3.1) **	0.009 (1.1)	0.009 (1.1)	▲0.005 (▲0.6)
	β ₅	▲0.027 (▲2.9) **	▲0.006 (▲0.6)	▲0.007 (0.8)	▲0.023 (▲2.4) **	0.013 (1.4)	▲0.033 (▲3.5) **	0.017 (1.8)	0.017 (1.8)	0.027 (2.9) **
	R ²	0.349	0.348	0.348	0.348	0.348	0.349	0.348	0.348	0.349
	adj R ²	0.276	0.275	0.276	0.275	0.275	0.277	0.276	0.276	0.276
売上高	β ₁	0.104 (13.7) **	0.120 (15.8) **	0.086 (8.7) **	0.124 (16.4) **	0.111 (14.6) **	0.145 (19.1) **	0.135 (17.8) **	0.089 (11.7) **	0.059 (7.8) **
	β ₂	0.018 (1.7)	▲0.016 (▲1.4)	0.072 (6.8) **	▲0.001 (▲0.1)	0.007 (0.7)	▲0.016 (▲1.5)	0.003 (0.3)	0.014 (1.3)	0.063 (5.9) **
	β ₃	0.039 (3.0) **	▲0.029 (▲2.2) *	0.012 (0.9)	0.030 (2.3) *	0.020 (1.5)	▲0.016 (▲1.2)	▲0.023 (▲1.8)	0.066 (5.1) **	0.066 (5.0) **
	β ₄	0.016 (1.6)	0.006 (0.6)	0.073 (7.5) **	▲0.013 (▲1.3)	0.009 (0.9)	▲0.045 (▲4.6) **	▲0.030 (▲3.0) **	0.045 (4.6) **	0.057 (5.9) **
	β ₅	0.022 (2.0) *	0.033 (3.1) **	0.087 (8.2) **	▲0.014 (▲1.3)	0.018 (1.7)	▲0.029 (▲2.7) **	▲0.018 (▲1.7)	0.046 (4.3) **	0.128 (12.0) **
	R ²	0.135	0.137	0.144	0.135	0.134	0.136	0.135	0.138	0.149
	adj R ²	0.038	0.041	0.049	0.038	0.037	0.040	0.039	0.042	0.054
経常利益	β ₁	▲0.069 (▲3.7) **	▲0.055 (▲4.9) **	▲0.080 (▲10.2) **	▲0.085 (▲3.2) **	▲0.086 (▲8.4) **	▲0.053 (▲6.7) **	▲0.087 (▲11.0) **	▲0.104 (▲13.2) **	▲0.121 (▲15.4) **
	β ₂	▲0.022 (▲2.0) *	▲0.038 (▲3.4) **	0.022 (1.9)	▲0.023 (▲2.1) *	▲0.013 (▲1.2)	▲0.026 (▲2.3) **	0.018 (1.8)	0.030 (2.7) **	0.032 (2.9) **
	β ₃	▲0.003 (▲0.2)	▲0.087 (▲6.4) **	▲0.004 (0.4)	0.012 (0.9)	▲0.009 (▲0.6)	▲0.028 (▲2.0) *	▲0.024 (▲1.8)	0.037 (2.7) **	0.033 (2.4) *
	β ₄	▲0.012 (▲1.2)	▲0.028 (▲2.7) **	▲0.013 (▲1.3)	▲0.031 (▲3.0) **	▲0.048 (▲4.7) **	▲0.049 (▲4.8) **	0.008 (0.8)	0.019 (1.9)	0.024 (2.3) *
	β ₅	▲0.024 (▲2.2) *	▲0.013 (▲1.2)	0.004 (0.4)	▲0.021 (▲1.9)	0.009 (0.8)	▲0.033 (▲3.0) **	0.006 (0.6)	0.033 (2.9) **	0.109 (9.8) **
	R ²	0.063	0.067	0.063	0.064	0.066	0.065	0.063	0.063	0.074
	adj R ²	▲0.042	▲0.037	▲0.041	▲0.041	▲0.038	▲0.040	▲0.042	▲0.041	▲0.029
売上高経常利益率	β ₁	▲0.148 (▲20.8) **	▲0.148 (▲20.4) **	▲0.154 (▲21.2) **	▲0.141 (▲19.4) **	▲0.130 (▲18.0) **	▲0.134 (▲18.5) **	▲0.150 (▲20.7) **	▲0.145 (▲19.9) **	▲0.167 (▲25.0) **
	β ₂	0.006 (0.6)	0.004 (0.4)	0.009 (0.8)	▲0.007 (▲0.7)	▲0.022 (▲2.1) *	▲0.011 (▲1.0)	0.004 (0.4)	0.010 (0.9)	0.019 (1.8)
	β ₃	0.001 (0.0)	▲0.042 (▲3.3) **	0.022 (1.7)	▲0.006 (▲0.5)	▲0.009 (▲0.7)	▲0.037 (▲2.9) **	▲0.029 (▲2.3) *	0.016 (1.3)	0.015 (1.2)
	β ₄	0.002 (0.2)	▲0.003 (▲0.3)	▲0.003 (▲0.4)	▲0.021 (▲2.2) *	▲0.042 (▲4.5) **	▲0.020 (▲2.1) *	0.007 (0.6)	0.023 (▲2.5) *	0.014 (1.5)
	β ₅	▲0.007 (▲0.7)	0.004 (0.4)	0.006 (0.6)	▲0.006 (▲0.6)	▲0.010 (▲0.9)	▲0.020 (▲2.0) *	0.000 (0.0)	▲0.011 (▲1.1)	0.039 (3.8) **
	R ²	0.207	0.208	0.207	0.207	0.209	0.208	0.208	0.208	0.208
	adj R ²	0.118	0.120	0.119	0.119	0.121	0.119	0.119	0.120	0.120
ROA	β ₁	▲0.165 (▲21.9) **	▲0.171 (▲24.8) **	▲0.175 (▲25.4) **	▲0.160 (▲23.2) **	▲0.150 (▲21.8) **	▲0.154 (▲22.4) **	▲0.174 (▲25.3) **	▲0.160 (▲23.2) **	▲0.188 (▲27.7) **
	β ₂	▲0.010 (▲1.0)	0.001 (0.1)	0.006 (0.6)	▲0.017 (▲1.7)	▲0.033 (▲3.4) **	▲0.017 (▲1.6)	0.003 (0.3)	0.014 (1.2)	0.019 (2.0) *
	β ₃	▲0.006 (▲0.6)	▲0.036 (▲3.1) **	0.000 (0.0)	▲0.007 (▲0.6)	▲0.019 (▲1.6)	▲0.054 (▲4.6) **	▲0.019 (▲1.6)	0.014 (1.2)	0.003 (0.2)
	β ₄	▲0.015 (▲1.6)	0.000 (0.0)	▲0.003 (▲0.4)	▲0.025 (▲2.8) **	▲0.045 (▲5.0) **	▲0.022 (▲2.5) *	▲0.002 (▲0.2)	▲0.039 (▲4.4) **	0.009 (1.0)
	β ₅	▲0.023 (▲2.3) *	▲0.010 (▲1.1)	▲0.008 (▲0.8)	▲0.026 (▲2.6) **	▲0.024 (▲2.4) *	▲0.034 (▲3.5) **	0.004 (0.4)	▲0.025 (▲2.6) **	0.023 (2.3) *
	R ²	0.286	0.287	0.286	0.287	0.288	0.288	0.286	0.289	0.287
	adj R ²	0.207	0.207	0.206	0.207	0.209	0.209	0.209	0.210	0.207
ROE	β ₁	▲0.189 (▲29.3) **	▲0.206 (▲31.8) **	▲0.205 (▲31.7) **	▲0.194 (▲30.0) **	▲0.187 (▲29.0) **	▲0.196 (▲30.3) **	▲0.199 (▲30.8) **	▲0.186 (▲28.7) **	▲0.217 (▲35.5) **
	β ₂	▲0.011 (▲1.2)	0.016 (1.8)	0.001 (0.1)	▲0.005 (▲0.5)	▲0.030 (▲3.3) **	0.005 (0.5)	▲0.002 (▲0.2)	▲0.016 (▲1.8)	0.013 (1.4)
	β ₃	▲0.012 (▲1.0)	▲0.020 (▲1.8)	0.012 (1.1)	▲0.008 (▲0.8)	0.001 (0.1)	▲0.013 (▲1.1)	▲0.008 (▲0.8)	0.003 (0.3)	0.015 (1.4)
	β ₄	▲0.017 (▲1.7) *	0.011 (1.0)	0.012 (1.1)	▲0.008 (▲0.8)	▲0.019 (▲1.9)	▲0.009 (▲1.0)	▲0.009 (▲1.0)	▲0.029 (▲3.4) **	0.021 (2.5) *
	β ₅	▲0.018 (▲2.0) *	▲0.002 (▲0.2)	▲0.007 (0.8)	▲0.016 (▲1.6)	▲0.014 (▲1.5)	▲0.015 (▲1.7)	▲0.000 (▲0.0)	▲0.023 (▲2.5) *	0.023 (2.3) *
	R ²	0.373	0.373	0.373	0.373	0.374	0.373	0.372	0.374	0.373
	adj R ²	0.303	0.303	0.303	0.303	0.304	0.303	0.302	0.304	0.303
総資本 回転率	β ₁	▲0.121 (▲16.6) **	▲0.131 (▲18.1) **	▲0.141 (▲19.3) **	▲0.127 (▲17.4) **	▲0.131 (▲18.0) **	▲0.117 (▲16.1) **	▲0.139 (▲19.2) **	▲0.129 (▲17.7) **	▲0.161 (▲22.2) **
	β ₂	▲0.038 (▲3.7) **	▲0.027 (▲2.8) **	▲0.007 (▲0.7)	▲0.038 (▲3.7) **	▲0.052 (▲5.1) **	▲0.029 (▲2.9) **	▲0.025 (▲2.5) *	▲0.048 (▲4.6) **	0.038 (3.7) **
	β ₃	▲0.027 (▲2.2) *	▲0.058 (▲4.7) **	▲0.022 (▲1.7)	▲0.009 (▲0.7)	▲0.011 (▲0.9)	▲0.078 (▲6.3) **	0.003 (0.2)	0.016 (1.3)	0.009 (0.7)
	β ₄	▲0.036 (▲3.8) **	▲0.014 (▲1.4)	▲0.019 (▲2.0) *	▲0.025 (▲2.7) **	▲0.016 (▲1.7)	▲0.022 (▲2.4) *	▲0.025 (▲2.7) **	▲0.040 (▲4.2) **	0.017 (1.8)
	β ₅	▲0.040 (▲4.3) **	▲0.017 (▲1.6)	0.005 (0.5)	▲0.036 (▲3.6) **	▲0.014 (▲1.3)	▲0.063 (▲6.1) **	0.009 (0.9)	▲0.007 (▲0.7)	▲0.010 (▲1.0)
	R ²	0.208	0.208	0.208	0.208	0.209	0.212	0.208	0.211	0.208
	adj R ²	0.120	0.120	0.119	0.119	0.120	0.124	0.120	0.122	0.120

(注) 回帰係数(値)。*有意水準5%で有意、**有意水準1%で有意

図表一8 分位間のトレンド格差



(注) ●：第I分位、▲：第II分位、—：第III分位、■：第IV分位、◆：第V分位 第I分位は常に0、有意水準5%で有意でないものは0と表示

図表-9 主要株主によるガバナンス効果

	株価 インデックス	売上高	経常利益	売上高経 常利益率	ROA	ROE	総資本 回転率
安定保有	X				X	X	X
金融機関保有							
銀行保有							
生保保有							X
持合	X				X		
銀行持合							
事業会社持合	X	X	X	X	X		X
大株主							
役員	O	O			X	X	
外国人	O	O	O	O		O	

O : プラス効果が認められるもの
 X : マイナス効果が認められるもの

7. まとめ

以上、主要株主のコーポレート・ガバナンスへの関わり方を概観し、その効果について、2つの視点から実証的に分析し、比較検討を行った。その結果、1988～1997年度において、株主がコーポレート・ガバナンスに及ぼした影響は、以下のようにまとめることができるだろう。

安定株主は、コーポレート・ガバナンスにマイナスの影響を及ぼしてきた。特に、マイナス効果が大きいのは、銀行株主と事業会社同士の持合株主である。銀行株主は、ある程度モニタリング機能を果たしてきたが、ガバナンスを改善させるには至らなかった。資本提供者である銀行は、事業会社の経営に対する影響力がかなり強いと考えられるが、分析結果では、その株主としての地位がむしろ低下した方が、ガバナンスの改善につながることを示唆されている。また、事業会社同士の持合株主は、完全なサイレントパートナーで、結果的にガバナンスの悪化を是認してきたと考えられる。

対照的に、外国人株主には、強いプラスのガバナンス効果が認められた。積極的にコーポレート・ガバナンスに取り組んでいる上に、〈図表-6〉にも示されている通り、業績面から見て比較的優位な企業をポートフォリオに多く組み入れる銘柄選択を行っている。こうした株主価値最大化を目的とした行動の結果、企業のパフォーマンスが改善したものと考えられる。

大株主、役員株主については、プラスのガバナンス効果が期待されたが、プラス評価するには、十分な検証結果が得られなかった。しかし、そのガバナンス効果については、安定株主とは異なり、少なくともマイナスではないとの判断は可能であろう。

この実証分析を元に、株主によるコーポレート・ガバナンスと、企業パフォーマンスとの因果関係にまで言及するのは、行き過ぎかもしれない。しかし、本稿では、分析結果を、以上のように解釈し、ガバナンス効果に現れた差異は、主に株主のコーポレート・ガバナンスへの関わり方の違いにより生じたものと考えている。米国では「株主が適切にコーポレート・ガバナンスに関わることは、企業パフォーマンスの改善につながる」との考え方が浸透してきているが、わが国でも、機関投資家が受託者責任を果たすために、同様な行動が期待される段階に至っていると言えるのではないだろうか。

<参考文献>

- 久保利英明、鈴木忠雄、高橋智弘、酒井雷太 [1998] 「日本型コーポレートガバナンス」日刊工業新聞社
- 橘木俊詔 [1997] 「株式持合いと企業行動」大蔵省財政金融研究所『ファイナンシャル・レビュー』
November-1997
- 橘木俊詔、岡村秀夫 [1997] 「金融機関とコーポレート・ガバナンス」1997年度金融学会秋季大会報告
- 深尾光洋 [1999] 「コーポレート・ガバナンス入門」ちくま新書
- 深尾光洋、森田泰子 [1997] 「企業ガバナンス構造の国際比較」日本経済新聞社
- 米澤康博、宮崎政治 [1996] 「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」橘木俊詔、筒井義郎編
『日本の資本市場』日本評論社
- 米澤康博 [1995] 「株式市場の経済学」日本経済新聞社
- 和合肇、伴金美 [1995] 「TSPによる経済データの分析[第2版]」東京大学出版会
- (社) 海外事業活動関連協議会編 [1995] 「米国のコーポレートガバナンスの潮流」商事法務研究会
- 経済企画庁経済研究所編 [1998] 「日本のコーポレート・ガバナンス」大蔵省印刷局
- 全国証券取引所協議会 [1998] 「株式分布状況調査」
- ニッセイ基礎研究所 [1998] 「株式持合状況調査」
- Ira M. Millstein and Paul W. MacAvoy [1998] “ The Active Board of Directors and Performance
of The Large Publicity Traded Corporation “, Columbia Law Review
- George G. Judge , W. E. Griffiths , R. Carter Hill , Helmut Lutkepohl Tsoung-Chao Lee [1985]
“The Theory and Practice of Econometrics ”, Wiley Series in Probability and Mathematical
Statics