

## (証券市場)：ガバナンスは、海外投資家の銘柄選択要因となるのか

企業が選択したガバナンス構造は、海外投資家の銘柄選択において重要な決定要因となっているのだろうか。社外取締役の独立性に関する分析の結果、ガバナンス構造の選択が、海外投資家の投資行動に強い影響を与えていることが示唆された。

日本企業のガバナンス改善が、海外投資家から継続的に要請されてきた。最近では、取締役会改革が、一定程度、進展したこともあって、とりわけ、独立性の高い社外取締役（以下、独立取締役）の導入に焦点があてられるようになった。例えば、エイシアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション（ACGA、海外の有力機関投資家を主要会員とする非営利団体）は、2008年5月に発行した「日本のコーポレート・ガバナンス白書」の中で、日本企業に最低3人の独立取締役の導入を求めている。

では、こうした海外投資家の主張は、投資行動に反映されているのだろうか。内外の多くの実証研究では、独立取締役の導入が、企業業績や将来の成長性とほとんど相関しないことが指摘されており、これを導入しても、企業価値向上には結びつかない可能性も高い。投資家は、基本的に、投資のパフォーマンス向上以外には関心がないので、独立取締役導入のスローガンは実態を伴わないポーズであって、現実の投資ではあまり重視されていないのかもしれない。

この点を、東証一部上場企業を対象に、NEEDS-Cges（日経NEEDS）を用いて検討してみよう。同データでは、有価証券報告書の記載に基づき、社外取締役の有無、及びその独立性を確認しているが、そこでの定義に従い、利害関係の薄い社外取締役（銀行や支配会社、関係会社からの派遣役員でないなど）が1人でも存在する場合、高独立の社外取締役を有する企業（高独立性④）と認識した。他方、有価証券報告書に社外取締役の記載があるものの、上記の高独立の社外取締役が1人も存在しない場合を、低独立性③の企業とした。

図表1：独立取締役の導入と外国人持株比率

		(会社数以外は%)							
		①	②	③		④	⑤	③-①	④-①
		社外なし	社外あり	低独立性	高独立性		合計	低独立性-社外なし	高独立性-社外なし
2005年	会社数	1,058	589	158	431		1,647		
	導入比率	64.24	35.76	9.59	26.17		100.00		
	外国人 (平均)	10.61	13.92	8.96	15.73		11.79	-1.65	5.12 ***
	持株比率 (標準偏差)	9.86	13.48	8.13	14.56		11.39		
2006年	会社数	1,014	674	165	509		1,688		
	導入比率	60.07	39.93	9.77	30.15		100.00		
	外国人 (平均)	13.24	16.07	12.18	17.33		14.37	-1.06	4.09 ***
	持株比率 (標準偏差)	11.13	13.56	10.37	14.22		12.23		
2007年	会社数	980	740	173	567		1,720		
	導入比率	56.98	43.02	10.06	32.97		100.00		
	外国人 (平均)	13.48	16.99	12.64	18.32		14.99	-0.84	4.83 ***
	持株比率 (標準偏差)	11.22	14.33	10.86	14.99		12.77		
2008年	会社数	935	773	150	623		1,708		
	導入比率	54.74	45.26	8.78	36.48		100.00		
	外国人 (平均)	12.65	16.50	12.74	17.41		14.39	0.08	4.75 ***
	持株比率 (標準偏差)	10.92	13.77	10.47	14.31		12.44		

(注)\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ平均値の差が1%、5%、10%水準で有意であることを示す。  
 (出所)NEEDS-Cges(日経NEEDS)のデータを、ニッセイ基礎研究所にて加工。

図表1には、社外取締役の有無、及び、その独立性と外国人持株比率の関係が要約されている。ここで注目すべきは、外国人持株比率が、社外取締役の独立性の高低で大きく異なるという事実である。2008年のデータでは、高独立の社外取締役を有する企業の外国人持株比率が17.41%と、非導入企業①の12.65%に比べて4.75%も高く、統計的にも有意な差が確認できる。一方、低独立の社外取締役しか存在しない企業の外国人持株比率は12.74%であり、非導入企業のそれと有意な差がない。つまり、海外投資家は、投資の意思決定において、社外取締役の独立性を考慮している可能性が高い。

しかし、この分析だけで、因果関係にまで言及するのは行き過ぎである。例えば、海外投資家が、独立取締役の存在する企業を選好しているのではなく、もともと外国人持株比率が高かった企業が、率先して独立取締役を導入している可能性もある。そこで、日本で取締役会改革が本格化する以前の、1997年時点での外国人持株比率の状況と比較してみよう。

図表2は、図表1でみられた2008年時点での海外投資家の銘柄選好が、1997年から存在していたか否かを確認したものであるが、同表上段から、上記の選好パターンが1997年時点で既に存在していたことがわかる。つまり、図表1に示された海外投資家の銘柄選好は、社外取締役の独立性だけに左右されたものではなく、逆に、海外投資家からの圧力が、独立取締役の導入を促進した可能性も示唆される。

図表2: 独立取締役の導入状況と外国人持株比率の変化

		(会社数以外は%)							
		①	②	③		④	⑤	③-①	④-①
		社外なし	社外あり		低独立性	高独立性	合計	低独立性-社外なし	高独立性-社外なし
2008年における社外取締役の導入状況	会社数	635	509	116	393	1,144			
	外国人 (平均) 持株比率 (標準偏差)	6.44	8.36	6.62	8.87	7.29	0.18	2.43 ***	
1997年の状況	外国人 (平均) 持株比率 (標準偏差)	7.30	8.61	7.12	8.95	7.97			
	外国人 (平均) 持株比率 (標準偏差)	6.77	8.23	5.78	8.96	7.42	-0.99	2.19 ***	
2008年までの増分	外国人 (平均) 持株比率 (標準偏差)	9.55	10.07	7.51	10.61	9.80			

(注)\*\*\*、\*\*、\*は、それぞれ平均値の差が1%、5%、10%水準で有意であることを示す。  
(出所)NEEDS-Cges(日経NEEDS)のデータを、ニッセイ基礎研究所にて加工。

しかし一方で、図表2の下段に示された、1997年から2008年まで(11年間)の外国人持株比率の増分をみると、その増加幅は高独立性の企業の方が平均的に高い。2008年までに高独立の社外取締役を導入した企業では、過去11年間に外国人持株比率が8.96%増加したのに対して、非導入企業では6.77%の増加にとどまっており、両者の差である2.19%は統計的に有意である。一方、2008年までに低独立の社外取締役のみを導入した企業における、外国人持株比率の増分は5.78%であり、非導入企業のそれと有意な差がない。以上の事実は、海外投資家からの圧力が独立取締役の導入を促進し、その行動がさらに海外投資家の資金を呼び込むという、正の循環が働いている可能性を示唆する。

ここでは、社外取締役の独立性に焦点をあてて、海外投資家の銘柄選択を検討したが、同様な選好が、企業によるガバナンス構造の選択という、より広義の選択にも符合する可能性が高い。独立取締役の選択は、取締役会の規模や、経営の執行と監督の分離などを含む、経営システムの選択問題の一部だからである。以上の分析結果は、ガバナンス構造の選択が、海外投資家の投資行動に強い影響を与えていると解釈できるのではないだろうか。(新田 敬祐)