慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	機関投資家および社外取締役が企業のパフォーマンスと経営政策の同質化に与える影響
Sub Title	
Author	田口, 卓(Taguchi, Suguru) 齋藤, 卓爾(Saitō, Takuji)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2024
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2024年度経営学 第4247号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002024-4247

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（　　2024　年度）

論文題名

機関投資家および社外取締役が企業のパフォーマンスと経営政策の同質化に与える影響

主　査	齋藤 卓爾 教授
副　査	武田 史子 教授
副　査	木村 太一 専任講師
副　査	

氏　名	田口 卓

論 文 要 旨

指導教員	齋藤 卓爾 教授	氏名	田口　卓

（論文題名）
機関投資家および社外取締役が企業のパフォーマンスと経営政策の同質化に与える影響

（内容の要旨）

本研究では、国内外の機関投資家と社外取締役が、日本企業のパフォーマンスと経営政策に与える影響を、同質化という観点を交えて考察した。

日本においては 1990 年代末から 2010 年代中頃にかけて、銀行が保有していた企業の株式が売却される一方で、海外機関投資家がその受け皿となって保有比率を伸ばしてきた。このような海外機関投資家の存在感の増大が、日本企業のコーポレートガバナンス改革やそれを通じたパフォーマンスの向上に寄与してきたことが示されている一方で、2014 年をピークとして市場全体の保有比率は横ばいに推移するようになった。一方で日銀の ETF 購入を背景に、国内機関投資家はその保有比率を増大させてきている。同時期に日本においてもコーポレートガバナンス改革の一環としてスチュワードシップ・コードや、コーポレートガバナンス・コードが導入され、投資家と企業の対話を通じた成長が志向された。投資家は企業へのエンゲージメント活動に注力し、企業は社外取締役の導入をはじめとした諸原則への対応を進めてきたが、画一的かつ形式的な対応が見られ、実効性が限定的にとどまっているとの指摘もされている。一連の改革は、企業それぞれの特性にあった成長を促させることを目的としているが、果たして多様性をもった経営を促すことができているのか、もしくは市場平均に同質的に収斂させる作用があるのだろうか。

機関投資家や社外取締役と企業業績などのパフォーマンスと経営政策の関連性についての先行研究は多数あるが、同質化という観点から言及された研究はリサーチの限りでは見つからなかった。

本研究では、2024 年 3 月末時点で TOPIX500 に選定されている企業を対象として各企業の事業年度を基準とした 2010 年度から 2023 年度までのパネルデータを用いた。平均に収斂させる影響の有無をとらえるために被説明変数に企業のパフォーマンスや経営政策指標の偏差値および平均からの偏差距離を用いて重回帰分析を行った。その結果、コーポレートガバナンス・コードが導入された 2015 年度以降の期間においては海外機関投資家の保有比率が高い企業ほどパフォーマンスや経営政策をとらえる指標は改善し、同質化に対して抑制的な影響や、平均に向かって押し上げるような同質化の影響がみられた。一方で、国内機関投資家の保有比率が高いほど高パフォーマンスに抑制的になり、同質化を促す影響がみられた。また、社外取締役については、その比率が高いほど内外機関投資家が与えるそれぞれの影響に対して抑制的な影響が見られた。

目次

１．研究の背景と目的

1－1. はじめに・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 1
1－2. 研究をとりまく背景・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 1
1－3. 研究の目的と意義・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 7

２．先行研究

2－1. 機関投資家に関する先行研究・・・・・・・・・・・・・ 7
2－2. 機関投資家のエンゲージメントに関する先行研究・・ 8
2－3. 社外取締役に関する先行研究・・・・・・・・・・・・・ 9

３．仮説の提示・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 10

４．分析

4－1. リサーチデザイン ・・・・・・・・・・・・・・・・・ 11
4－2. 本研究で扱うデータについて ・・・・・・・・・・・ 12
4－3. 分析 1. 機関投資家の銘柄選好 ・・・・・・・・・・・ 12
4－4. 分析 2. 業績パフォーマンスに対する影響の分析・・・ 17
4－5. 分析 3. 経営政策に対する影響の分析・・・・・・・・・ 22

５．考察と結論

5－1. 分析結果の考察・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 31
5－2. 結論・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 33
5－3. 研究の限界と課題・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 34

引用・参考文献

付録資料

謝辞

１．研究の背景と目的

1-1．はじめに

日本のコーポレートガバナンス改革の両輪として位置づけられた日本版スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの導入から 10 年弱が経過した。これらは多様な特性を持つ企業それぞれに応じた適切なリスクテイクを促すことで、企業の持続的な成長と日本経済の発展を目指すという日本のガバナンス改革の理念を支えてきたものであり、年数を経て一定の浸透と実効性がみられてきたといえるだろう。

しかしながら、日本企業の経営政策や行動に目を向けると、一部の企業が独自性や先進性を打ち出している一方で、経営政策やＩＲの開示内容が同質的と感じられる企業も少なくない。例えば、財務政策においては、財務レバレッジをかけずに有利子負債を圧縮し、フリー・キャッシュ・フローの範囲内で投資を行うという傾向が多用な業種・企業で見受けられることや、比較的新しい概念である ESG への取り組み、政策保有株式の削減といった経営政策に関しても、同業他社の動向を伺いながら対応を進めていることが見て取れる[1]。無論、企業の業種や成長段階によって最適な財務政策が似通うことは自然であるし、新たなトレンドに迅速に対応しようとする点は評価されるべきであるが、形式的かつ同質的な行動として表出している側面も否めないと考える[2]。これは果たして、ガバナンス改革が目指してきた、それぞれの企業特性に応じた成長に資するものといえるのだろうか。

日本の上場企業の所有構造の変化やコーポレートガバナンス改革の進展は、ガバナンスの質や企業のパフォーマンスの向上に一定の効果をもたらしているとされるが、企業の経営政策の同質化という観点でも何らかの影響を与えているのではないだろうか。本研究ではこの同質化を平均への収斂と定義し、影響を明らかにすることを試みる。

1-2．研究をとりまく背景

まず、企業のパフォーマンスや経営政策に対して同質的な作用を与えうると考えられる事象について、内外機関投資家を中心とした企業の保有構造の変化やコーポレートガバナンス改革の諸施策などに触れながら概観していく。

---

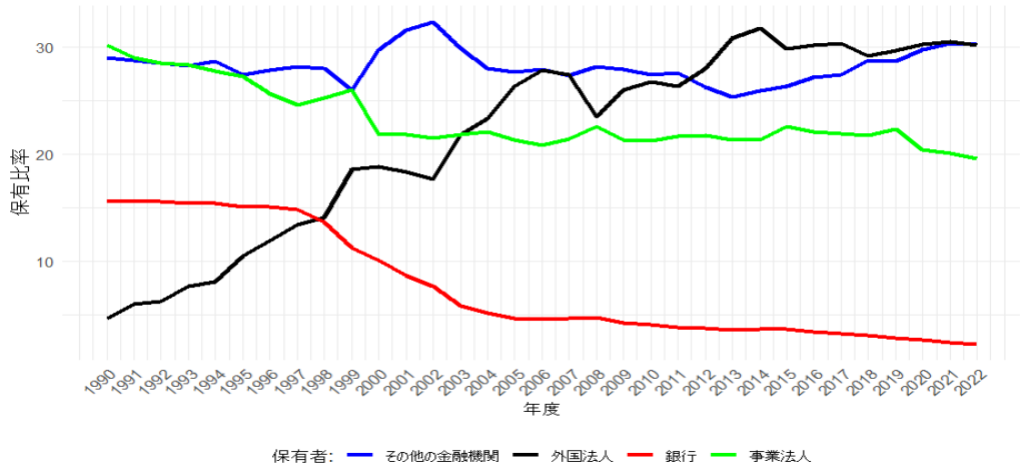
[1]筆者が 2018 年～2023 年まで銀行において上場企業融資を担当してきた経験内容とも整合的と考える。

[2]淺羽(2001)では 1960 年代から 1980 年代の日本の石油化学産業や 1980 年代後半から 1990 年代前半の飲料産業で強い同質的競争がみられ、米国よりも傾向が強いとしている。また、安田ほか(2013)ではストック・オプションの導入、酒井(2024)では株主優待について業界他社と横並びの行動がみられるとしている

1-2-1．企業の保有構造の変化

日本では従来、企業のメインバンクを中心とした銀行がコーポレートガバナンスに対して重要な役割を果たしてきていたといわれている。しかしながら、1997 年の銀行危機や、2002 年に施行された「銀行等の株式等の保有の制限に関する法律」による保有株式の縮減圧力などにより、銀行が保有していた企業の株式が売却され、その保有比率は減少してきた。その際に市場に放出された株式の受け皿となり保有比率を伸ばしてきたのが海外機関投資家を中心とする海外投資家である。図表 1 はこのような株式市場における保有者別の保有比率の変化を示している。主に海外機関投資家を含む外国法人等の保有比率は、1990 年には 4.7％であったが、保有比率は右肩上がりに推移し、2014 年にはピークとなる 31.7％まで増大、以降はおおむね 30％前後で推移している。一方で、国内機関投資家を含むその他の金融機関の保有比率はこの間に大きな傾向を持った変動は見せていないものの、2013 年以降は一貫して上昇に転じており、2021 年には 30.3％に達している。この動きは、日銀によるいわゆる異次元緩和施策のひとつである ETF 買入の上限額が段階的に引き上げられてきた時期とも整合している。宮島・保田（2015）や宮島・保田・小川（2017）によれば、このような内外機関投資家の保有比率の上昇が、企業のガバナンス体制の改善や、経営政策、業績パフォーマンスの改善に寄与していることが示されており、日本のガバナンス改革において機関投資家の存在が重要性を増すようになった。このような動きを牽引してきた海外機関投資家の保有比率の変化が停滞したとすれば、それが与える改善影響も変化するのではないだろうか。

【図表１．日本企業の所有者別保有比率の推移(％)】



※日本取引所グループ 2022 年度株式分布状況調査に基づき筆者作成

1-2-2．スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード

海外機関投資家の保有比率がピークを迎えるのと同時期の 2013 年に、第二次安倍内閣によるアベノミクスの「三本の矢」の「第三の矢」として位置づけられた成長戦略である「日本再興戦略」が閣議決定された。この中で「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促す等、受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップコード)」について検討を進めることが決定され、同年に日本版スチュワードシップ・コード（以下 JSC）が策定された。また、2014 年の「『日本再興戦略』改訂 2014」ではそれまでの取組により醸成されつつあった新事業や収益性・生産性向上の気運をさらに促進し、インベストメントチェーンの高度化や経済好循環を確たるものとすることを目指して「コーポレートガバナンス・コード（以下、CGC)」の策定が盛り込まれ、翌 2015 年に同コードが導入された。このようにして機関投資家の行動原則を規定する JSC と、企業の行動原則を規定する CGC は、日本企業の適切なリスクテイクを促しながら「稼ぐ力」の持続的な向上を目指す、コーポレートガバナンス改革の両輪として位置づけられた。

JSC では機関投資家が投資先の日本企業が直面する事業環境等に関する深い理解に基づいたうえで、建設的かつ目的を持ったエンゲージメントなどを通じて、企業価値の向上と持続的な成長を促し、受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を「スチュワードシップ責任」と定義し、これを果たすにあたり有用と考えられる諸原則が定められている。

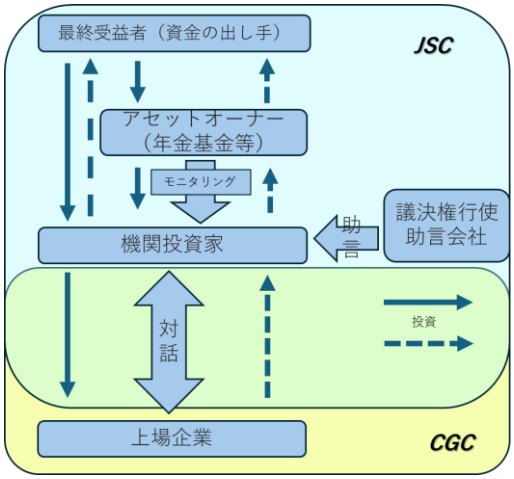
JSC は 2017 年と 2020 年により実効性を高めるための改訂が行われており、特に 2017 年の改訂では、アセットオーナーから機関投資家に対するモニタリングをより強固なものとすることが促されている。世界最大規模のアセットオーナーである年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF）もこれに応じるように運用を委託する機関投資家に対してモニタリングを強め、投資先に対するエンゲージメントを促進してきた。図表 3 で示すように、2017 年度から 2023 年度の間に、そのエンゲージメント数は年間 3000 件程度から 6500 件超まで増加してきている。このようなエンゲージメント活動は、日高・池田・井上（2021）や GPIF（2024)の研究でエンゲージメントを受ける企業のガバナンスやパフォーマンスに正の影響を及ぼすことが示唆されている。

こうしたエンゲージメント活動をより活発化させる気運が醸成されてきている一方で、その求められるエンゲージメント量に対して機関投資家のもつリソースが限定的であることが課題となってきている。[3]これに対処するために、複

[3] みずほリサーチ＆テクノロジーズ株式会社(2023)で実施された機関投資家向けのアンケートによれば、過半数の機関投資家がスチュワードシップ活動をより実効的なものとするためには人材、情報、時間など

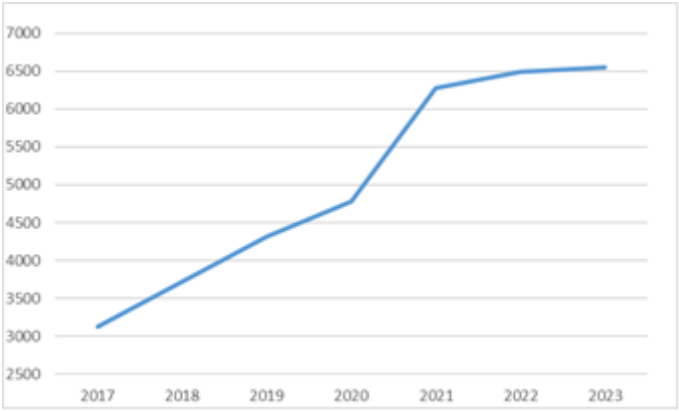
数の機関投資家間で協働してエンゲージメント活動を行う協働エンゲージメントの推進や、議決権行使に際してのガイドラインを設定して判断の効率化と透明性の確保を図るなどの対応が行われている。また、グラスルイスや ISS といった議決権行使会社の助言を参考にする機関投資家もみられる[4]。こうした対応は、機関投資家全体でみた場合に、より同質的なエンゲージメントを生み出す土壌にもなりうるのではないだろうか。

【図表２．JSC および CGC のフレーム】



両コードを参考に筆者作成

【図表３．GPIF が運用を委託する機関投資家のエンゲージメント数の推移(件)】



GPIF のエンゲージメント活動報告より筆者作成

のリソースが不足していると回答している。

4 日本投資顧問業協会の 2024 年の調査では、議決権行使に際して 38.2％(社数ベース)の機関投資家が助言機関の助言内容を参考にするなど、何らかの利用をしている。

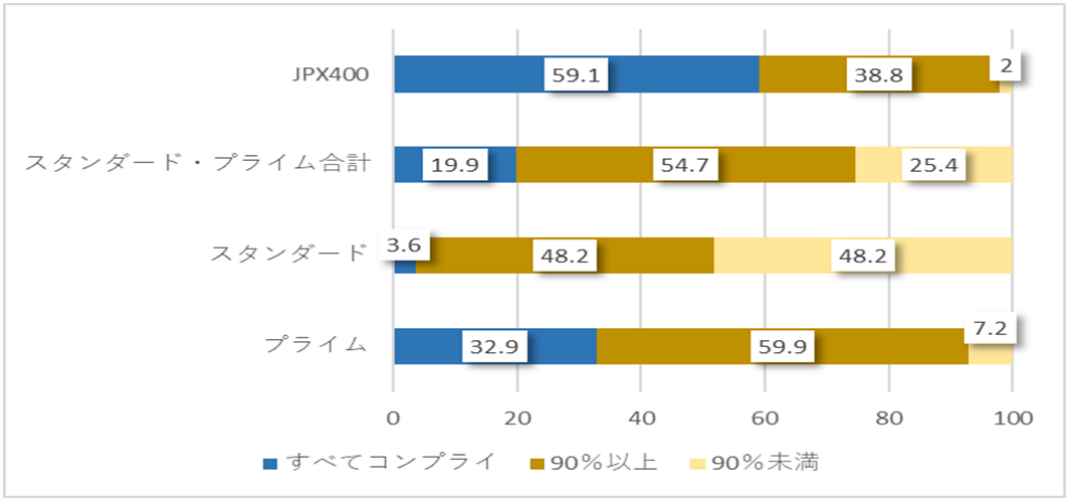
JSC が機関投資家の企業に対するエンゲージメントを求める一方で、CGC は企業に株主との対話や幅広いステークホルダーとの協業による企業価値の向上を求めている。CGC は JSC と同じく強制力をもたないソフト・ローとしての性格をもっており、本来はコンプライ・オア・エクスプレインの原則に従い、企業自らがそれぞれの特性や実情を踏まえたうえで、各原則を受け入れるか否かを決定し、受け入れられない場合には合理的な理由を説明するというものであるが、現状では、図表４にみられるように多くの企業が定められた原則のほとんどに従っている。CGC は 2015 年の導入以降、より実効性を高めることを志向しながら 2018 年と 2021 年に改訂が行われてきた。しかしながら、金融庁が主導するガバナンス改革のフォローアップ会議で取りまとめられた『コーポレートガバナンスの改革の実践に向けたアクション・プログラム 2024』において、依然として形式的な対応がみられるとされるなど、未だ企業と投資家の自律的な意識改革と対応の実質化が課題となっているといえる。

この形式的な対応の一例として、CGC によるガバナンス改革の象徴の一つともいえる社外取締役の導入に対する取り組みが挙げられる。CGC が社外取締役の導入に関して規定している原則 4-8 は多くの企業がコンプライしており、プライム上場企業に限れば 2023 年度末時点でコンプライ率は 93.9％[5]となっている。図表 5 は社外取締役比率の推移を示したものであるが、中央値、平均値ともに上昇基調で推移している。これは純粋に各企業が社外取締役の導入と併せてその比率を増やしてきたことによるものである一方、標準偏差は小さくなり、企業間のばらつきは低減されてきている。図表 6 で示している企業ごとの社外取締役比率の分布を示しているが、多くの企業において CGC で定められている社外取比率 1/３以上という数値を最低限満たす点に集中してきていることがわかる。これらのことから社外取締役比率を CGC が定める最低限の水準以上に増加させている企業がある一方で、形式的に対応している企業が一定数存在し、一部で社外取締役比率が同質化していることが推察できるのではないだろうか。

日本におけるコーポレートガバナンス改革の両輪である JSC と CGC はそれぞれ浸透が図られてきており、実際に企業のパフォーマンスや経営政策に対する改善影響もみられている一方で、それぞれに形式的・画一的な行動がみられることも事実である。このような状況が、同質化を促す影響を与えていることも考えられるのではないだろうか。

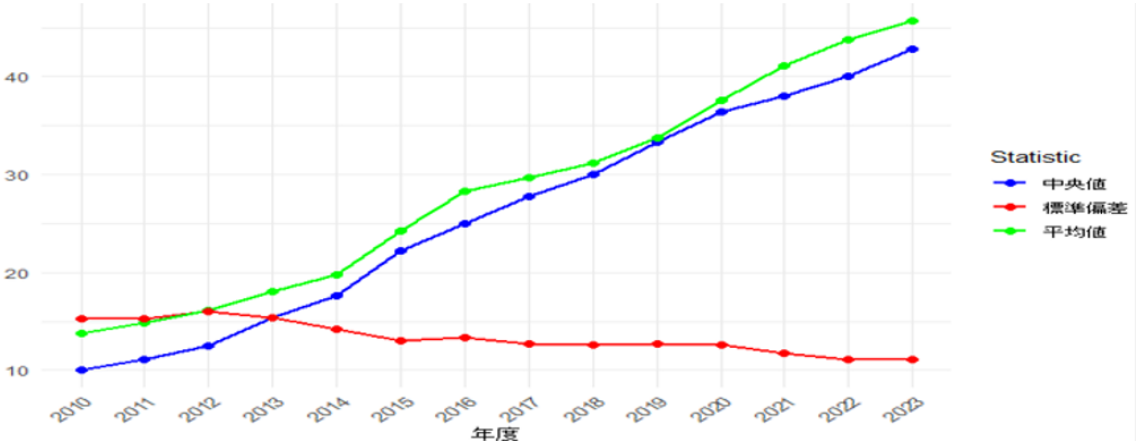
5 プライム上場企業 1837 社中 1725 社がコンプライしている。

【図表 4.　CGC の諸原則に対する市場区分ごとの各社のコンプライ状況(%)（2022 年 7 月時点)】

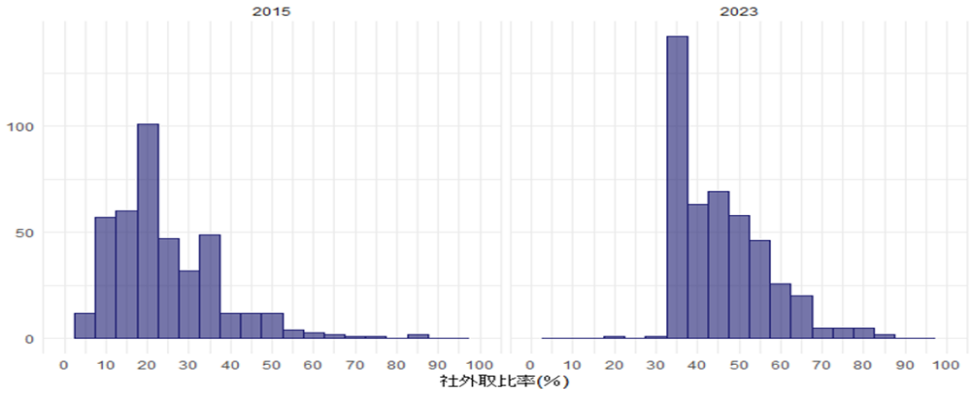


※日本取引所グループ　東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2023 より筆者作成

【図表 5．社外取比率の推移(%)】



【図表 6．企業ごとの社外取比率の分布】



（図表 5・6：2024/3 末時点の金融および親会社が海外企業を除く TOPIX500 構成銘柄を対象に作成）

1-3．研究の目的と意義

以上の点を踏まえて、日本企業における保有構造の変遷と、コーポレートガバナンス改革の象徴ともいえる社外取締役比率の推移が、企業のパフォーマンスや経営政策にどのような影響を与えているのか、同質化に対する影響という観点を交えて明らかにすることが、本研究の目的である。学術的な意義としては、リサーチした限りでは同質化に対する作用という観点からの研究が見あたらなかったことからも、新たな視点での示唆があるのではないかと考える。

また、実務的な観点においても、機関投資家や企業にとって、無意識的に同質化作用がもたらされているのではないかと考えている。この影響を明らかにすることで、例えば機関投資家に対しては、注力しているエンゲージメントが同質化作用をもたらすのであれば、ガバナンス改革の制度趣旨と照らして本当に適当といえるのか、どのようなエンゲージメントを行うべきかのかといったこと、企業に対しては、機関投資家との対話や社外取締役の利用が真に個々の企業の特性にあった成長に資するものとなっているか、同業他社と横並びにならないためにはどうすればよいのかといったこと、また、制度設計・運用者の立場に対しては、より実効的な制度設計や運用をするためにはどうすればよいのかといったことなどに対して、わずかながらでも示唆を与えられればと考える。

２．先行研究

機関投資家やそのエンゲージメント、社外取締役が企業の業績パフォーマンスや経営政策にどのような影響を与えてきたのかという先行研究を中心に振返っていく。

2-1．機関投資家に関する先行研究

まず、機関投資家が、企業の業績パフォーマンスや経営政策に与える影響について研究した先行研究について触れていく。グローバルに機関投資家の企業に与える影響を扱ったものとしては、Ferreira and Matos(2008)が 27 か国の 2000 年から 2005 年までの期間を対象として、クロスボーダーで投資をする外資系機関投資家と、それぞれの国の国内企業に投資をする内資系機関投資家が与える影響の違いを分析している。この研究によれば、外資系機関投資家は、投資先企業とビジネス上の利害関係にあることが少なく、その独立性からより実効的なモニタリングができるため、ROA などの業績パフォーマンス指標の改善や過剰な投資を抑制するなどの作用を与える一方で、投資先企業からの独立性が低い内資系機関投資家ではその作用がみられないことが報告されている。また、Aggarwal,et

al.(2010)による23か国における2003年から2008年を対象にした分析においても、外資機関投資家がその独立性から企業のガバナンスや企業価値の改善に寄与していることが示されている。

日本企業における機関投資家の影響を扱った先行研究に目を向けると、CGC導入以前の期間を対象としたものでは、宮島・保田（2015）が1998年から2008年度の分析期間で網羅的な分析を行っている。まず内外機関投資家の投資先銘柄に対する選好では、規模や株式の流動性だけでなく、企業の収益性や安定性、財務健全性などの点で質の高い企業を選好する点では共通しているが、海外機関投資家は国内機関投資家と比較して、より取締役会の規模が小さく、社外取締役比率が高いといった外形的なガバナンス特性や、MSCI インデックスや海外売上高比率といったホームバイアスに関わる要素を重視する傾向が強い。また、企業価値や企業業績との関係では、内外機関投資家による株式保有が正の影響を及ぼすことを示しているが、モニタリング効果は海外機関投資家にしか見られないとして、海外機関投資家と国内機関投資家の影響度の差異も報告されている。

一方で、一連のコーポレートガバナンス改革後の機関投資家の影響を扱った研究であるMiyajima and Saito(2019)では、2010年から2017年の対象期間において、これらの改革が機関投資家の影響力の増大や、社外取締役の選任を通じた企業業績の向上につながったとは言えないとしており、株主に対する利益配分は増大させたものの、リスクを取った成長投資を促せているとは言えないことを示している。

2-2. 機関投資家のエンゲージメントに関する先行研究

次に、機関投資家の企業に対するエンゲージメントの効果を対象とした先行研究について振り返る。1-2で言及してきたように、日本においてもJSC・CGCの両コードの導入以降、機関投資家の投資先企業に対するエンゲージメントは増加してきている。日高ほか（2021）では、大手機関投資家3社の2017年度から2019年度までの期間におけるのべ3千回以上のエンゲージメント活動を分析対象とし、機関投資家は自らの株式保有比率が高く、ガバナンスの体制が未成熟な企業に対してエンゲージメント活動を行う傾向があり、結果として社外取締役比率や役員持ち株比率の向上、政策保有株式の縮減や買収防衛策の廃止といったガバナンスの改善効果をもたらすことを示している。また、エンゲージメント先の企業ではROEやトービンのqの上昇もみられたと報告している。

またGPIF(2024)では、2017年度から2022年度におけるGPIFの国内株式の運用委

託先のべ 21 ファンド[6]による 26,000 回超、約 48,000 テーマに関するエンゲージメントの実態と効果を分析している。この分析によると、アクティブファンド・パッシブファンドの別を問わずに年々エンゲージメント数が増加しており、エンゲージメントにおける対話のテーマとしては全体的には取締役会の構成や経営・事業戦略が多いが、近年では温室効果ガスの高排出先に対しては気候変動対応をテーマとするなど、相応に業種特性に応じた対話が行われてきているとしている。また、機関投資家は企業規模が大きく、支配株主の持ち株比率が低く、統合報告書の開示などの情報開示に前向きな企業に対して、より積極的にエンゲージメントを行っていることが明らかにされている。これらのエンゲージメントは PBR などのパフォーマンス指標のほか、社外取締役人数や脱炭素目標などの非財務 KPI の改善にも寄与しており、小規模企業に対するエンゲージメントのほうがより大きな改善がみられたことも報告している。この結果については日高ほか（2021）とも整合的であり、機関投資家のエンゲージメントが企業のパフォーマンスや経営政策に正の影響を与えていることがわかる。

2-3. 社外取締役に関する先行研究

最後に、社外取締役が企業のパフォーマンスや経営政策に与える影響を分析した先行研究についてみていく。日本企業における社外取締役を扱った先行研究で CGC 導入以前を対象としたものでは、齋藤(2011)が 1997 年から 2008 年までの期間で、「日経 500」の構成銘柄に選定されていた企業を対象とした分析を行っており、社外取締役の導入が企業のパフォーマンス指標（ROA）に寄与することが示されている。また、宮島・小川（2012）では、2005 年から 2010 年の東証一部上場企業を対象とした分析がなされており、社外取締役の導入や人数・比率の上昇が、企業に対して平均的には有意にパフォーマンス（産業調整済み ROA）を向上させる効果は見られないものの、企業の経営情報を獲得しやすい（情報獲得コストの低い）企業においては有意にパフォーマンスを向上させる作用がみられたことが示されている。

CGC 導入以降に社外取締役を導入したことによる効果を扱った研究はいまだ多くはないが、森川（2019）では 2014 年から 2016 年を分析の対象期間として、CGC の導入による社外取締役比率の増加の影響をとらえた研究が行われている。分析期間が限定的であるとしながらも、この間の急速な社外取締役の増員が企業の投資などのリスクテイクや、利益率や生産性といったパフォーマンスの向上を促進させる作用も、抑制させる作用も見られなかったと報告されている。

6 海外・国内機関投資家、アクティブ・パッシブ運用ファンドを網羅的に対象としている。

３．仮説の提示

先行研究によれば、機関投資家の保有比率の上昇が、企業のパフォーマンスや経営政策をとらえた指標の改善に寄与してきたことが示されている。また、JSC・CGC の導入以降は、機関投資家によるエンゲージメント活動も増加し、結果として企業のガバナンスやパフォーマンスも向上させていることが示唆されている。社外取締役については CGC 導入以前の期間においては一部で企業のパフォーマンスを向上させる影響がみられていた。CGC 導入直後は有意な影響は見られていなかったが、導入から 10 年弱を経て、企業のコーポレート・ガバナンス改革に対する理解とその実効性が増してきているのであれば、改めて社外取締役が何らかの影響を及ぼすようになっていると考えることもできるのではないだろうか。

先に述べてきた背景を踏まえて考えると、ガバナンス改革を牽引してきた海外機関投資家の保有比率の上昇が市場全体で停滞したとしても、JSC・CGC が実効性を増しているのであれば、機関投資家の保有比率の大きい企業ほど、エンゲージメントも詳細かつ丁寧になることが考えられ、より企業の実態に即した経営政策がとられるようになり、結果として業績パフォーマンスとともに向上し、かつ多様化を志向するようになるのではないかと考える。

一方で、市場全体における海外機関投資家の保有比率の伸びそのものが停滞したことや、パッシブ運用の増大、機関投資家のエンゲージメントにおける協働エンゲージメントや議決権行使助言会社の影響を踏まえると、プラスの影響はありつつも画一的かつ形式的な作用を及ぼしているる可能性も考えられる。社外取締役比率に代表されるような CGC の原則に対する画一的・形式的な対応も、企業のパフォーマンスや経営政策に同質的な影響を与えるものにりうると考えられる。

このように正・負双方の影響がありうることを踏まえたうえで、本研究では、コーポレートガバナンス改革の趣旨に鑑み正の影響があるということを前提に以下の二つの仮説を設定し、実際にどのような影響を与えているのか明らかにしていく。

【仮説１】

『CGC 導入以降も機関投資家の保有比率や社外取締役比率が高いほど、企業のパフォーマンスは向上し、その多様化も促す』

【仮説２】

『CGC 導入以降も機関投資家の保有比率や社外取締役比率が高いほど、企業の経営政策指標を改善し、その多様化も促す』

４.分析

4-1．リサーチデザイン

本研究では、先行研究を踏まえながら、以下の順で分析を行い、最終的に全体としての考察を行っていく。分析の全体像としては図表７に示している。

⑴機関投資家の銘柄選好の分析

市場全体における海外機関投資家の保有比率の変化の停滞や、国内機関投資家の保有比率が上昇しているといったように、企業の保有構造の変動は先行研究が分析の対象としてきた期間とは異なった傾向を示している。このような状況下で、その投資銘柄に対する選好にも変化があったのか、あるとすれば海外機関投資家と国内機関投資家で選好にどのような差異が表れているのかを分析していく。この分析により、機関投資家の保有銘柄の傾向をとらえ、以降の分析における考察の一助とする。

⑵機関投資家および社外取締役が企業のパフォーマンスに与える影響の分析

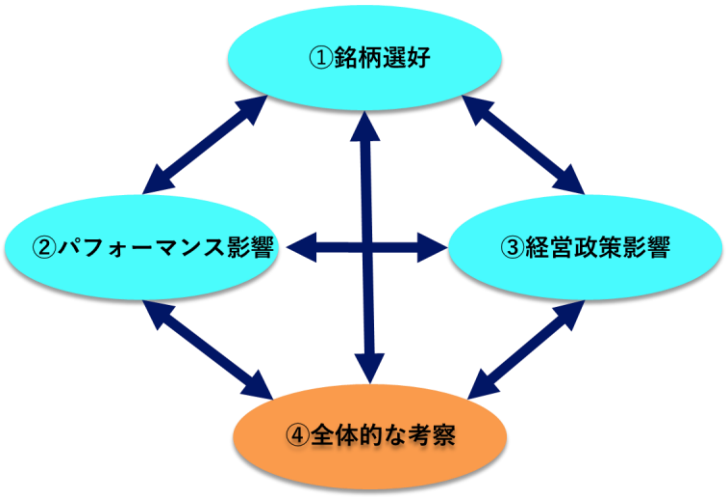
機関投資家と社外取締役が、企業のパフォーマンス指標に与える影響を分析する。本研究では、同質化という観点からの分析とするために、目的変数を各指標の偏差値および、平均値からの偏差距離の絶対値とすることで、パフォーマンス指標の平均値と比較して、そもそも正・負の影響を与えているのかに加えて、そこに収斂させていく同質化の作用があるのか否かを明らかにしていく。

⑶機関投資家および社外取締役が企業の経営政策に与える影響の分析

⑵と同様に、機関投資家と社外取締役が企業の経営政策に与える影響を分析する。この分析においても、同質化という観点からの分析とするために目的変数に偏差値および平均値からの偏差距離の絶対値を用いる。

⑷以上、⑴～⑶で分析した機関投資家の銘柄選好とパフォーマンス、経営政策への影響を合わせてとらえたうえで、全体を通じた考察を行う。

【図表７．分析の全体像】



4-2．本研究で扱うデータについて

本研究で分析対象とする企業は機関投資家の保有比率やその及ぼす影響が比較的が大きいと考えられること、コーポレートガバナンス改革に対する感応度や CGC に対するコンプライ率も全般的に高い傾向があることなどを踏まえて、2024 年 3 月末時点で TOPIX500 を構成する銘柄のうち、金融・証券業および海外企業を連結親会社とする企業を除外した 443 社とした。これらの企業群を対象に、各企業の会計報告年度を基準とし、2010 年度から 2023 年度の 14 年間にわたるパネルデータを作成した。財務データに関してはスピーダ、株式保有比率や社外取締役比率等の数値に関しては日経 NEEDS の Cges データベースより取得している。以降の各分析において用いたデータの基本統計量や変数の定義等については付録資料に添付している。

4-3. 分析 1. 機関投資家の銘柄選好

海外機関投資家、国内機関投資家の保有比率の推移が先行研究が対象としてきた期間とは異なる動きを示してきている中で、機関投資家の投資銘柄に対する選好も変化しているのであろうか、またその選好に変化があったとするならば、どのようなものなのかということを明らかにしていく。

ここでは、宮島・小川（2015）で行われた分析を踏まえて変数を選択し、Gompers and Metrick(2001)に倣ってモデルを推計する。モデル式、使用する変数項目は以下の通りである。

$$IO_{i,t}=\alpha_t+\beta_{1t}IB_{i,t}+\beta_{2t}QS_{i,t}+\beta_{3t}HB_{i,t}+\beta_{4t}GOV_{i,t}+\beta_{5t}CONT_{i,t}+\varepsilon_{i,t}\cdots(1)$$

【図表８：機関投資家の銘柄選好変数項目一覧】

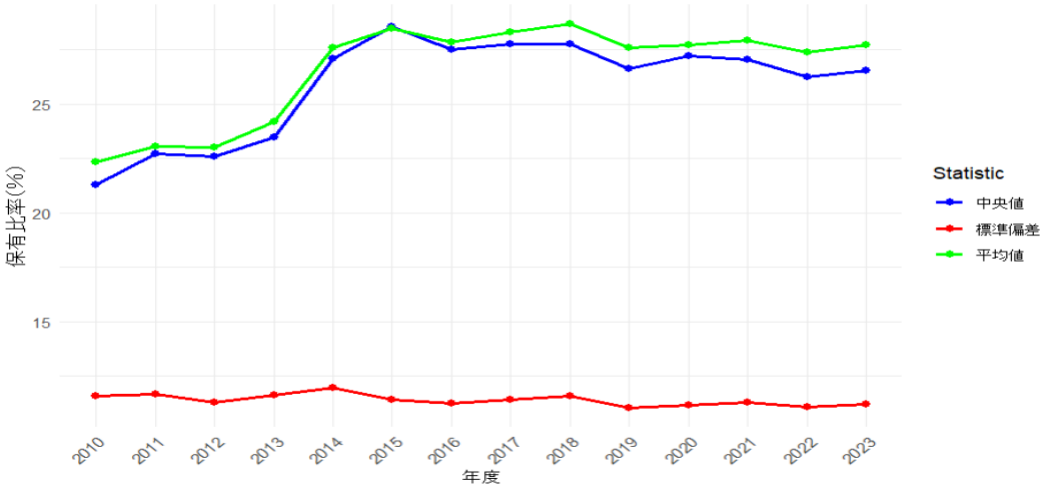
変数項目	内容	説明
IO	内外機関投資家の保有比率	
IB	時価総額対数値	基本的選好の検証
QS	ROA、売上成長率、配当利回り、株価ボラティリティ、 有利子負債比率、現預金比率	質の高い企業を選んでいるか （受託者責任を果たしているか）
HB	海外売上高比率	海外機関投資家のホームバイアス要因をとらえる
GOV	社外取比率、安定保有比率	ガバナンスへの選好
CONT	産業ダミー（17業種）	コントロール変数群

目的変数となるIOは海外機関投資家および国内機関投資家の保有比率、説明変数のIBは基本的な機関投資家の選好をとらえる変数であり、本研究では時価総額対数値を用いる。QSの変数群は、機関投資家が受託者責任を果たしているかをとらえる変数であり、ROAや売上高成長率、配当利回りが高く、有利子負債比率・現預金比率が高いなど、収益性や財務状況がよい企業を選べているかを測定するものとしている。また、HBの項目は、海外売上高比率としており海外機関投資家のホームバイアス要因をとらえるものである。GOVの項目は、ガバナンスへの選好を示しており、社外取締役比率や、安定保有比率等の項目により、ガバナンス改革が進んでいる企業に投資しているか否かをとらえる。最後にコントロール変数群として、産業ダミー（東証17業種）を加えた分析としている。分析手法はFama & MacBeth(1973)の手法を踏襲した分析としている。この分析手法では、まず各時点の横断面で回帰分析を実施し、時点ごとの回帰係数を平均して全体的な推定値を得ており、ある程度時系列における自己相関やクロスセクション間の相関に対処ができるものである。

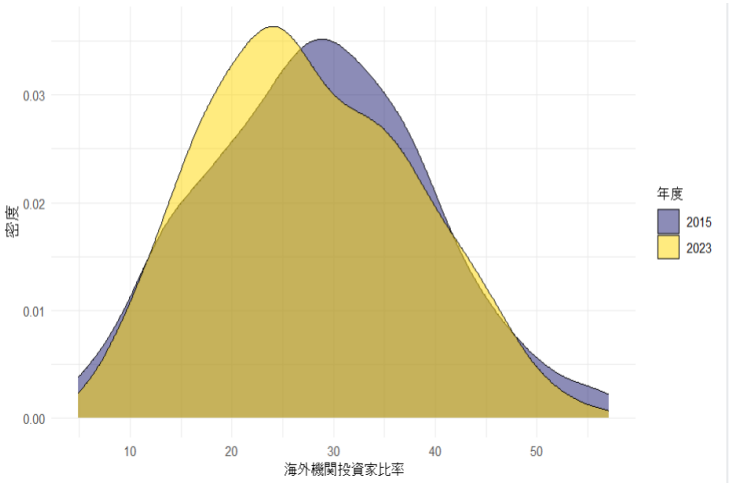
4-3-1．海外機関投資家の銘柄選好

まず、海外機関投資家の銘柄選好から見ていく。今回分析対象としたデータにおける海外機関投資家の保有比率の推移は図表９の通りである。おおむね市場全体の動きと同様の推移となっている。リーンマンショック後の一時的な現象を除くと全体として保有比率は堅調に推移しており、2014年（FY2015）をピークに推移は横ばいとなっている。この間、標準偏差に大きな変動は見られない。図表10は保有比率のピーク時と直近期のFY2023を比較したヒストグラムおよび密度分布であるが、若干分布の頂点となる保有比率が変化している。このことから、保有比率がピークとなって以降は、市場全体の保有比率に大きな変動はないが、銘柄間のセレクションが進んできたととらえられる。

【図表９：サンプル企業における海外機関投資家の保有比率の推移】



【図表 10：サンプル企業における海外機関投資家の保有比率の分布(%)】



4-3 で示したモデル式(1)に従って分析をした結果は図表 11 の通りである。宮島・保田・小川（2017）による 1990 年から 2013 年までの期間を対象とした分析[7]と比較して、時価総額が大きく、社外取締役比率が高く、安定保有比率が低い企業が選好される点に変わりはないが、CGC 以後の期間では PBR や ROA、海外売上高比率、ホームバイアスの影響が薄れる一方で、配当利回りの影響が拡大してきている。保有比率の分布の変遷を踏まえると、海外機関投資家の日本市場への理解が深化し、ホームバイアスにとらわれすぎない銘柄の選定が進んできたのではないかと考えられる。また、パッシブ運用が増大してきたことなどか

7 1990 年～2013 年における東証第一部に上場する非金融事業法人を対象としており、企業サンプルの母集団は異なっている。

ら、より中長期的なインカムゲインを重視する銘柄選好となっているのではないかと考えられる。

【図表 11．海外機関投資家の銘柄選好】

	①	②	③
	全期間 2010～2023	CGC以前 2010～2014	CGC以後 2015～2023
時価総額対数値	6.866***	8.958***	5.703***
	(0.315)	(0.485)	(0.410)
PBR	-0.319***	-0.845**	-0.027
	(0.092)	(0.214)	(0.079)
ROA	0.232***	0.359***	0.162***
	(0.042)	(0.070)	(0.053)
売上高成長率	0.009	0.015	0.005
	(0.012)	(0.018)	(0.016)
配当利回り	0.417***	0.527**	0.356**
	(0.346)	(0.176)	(0.141)
株価ボラティリティ	3.798***	3.065***	4.201***
	(0.346)	(0.466)	(0.471)
現預金比率	0.093***	0.178***	0.046**
	(0.013)	(0.023)	(0.016)
海外売上高比率	0.019***	0.038**	0.009
	(0.006)	(0.010)	(0.008)
社外取比率	0.072***	0.036*	0.091***
	(0.011)	(0.015)	(0.014)
安定保有比率	-0.332***	-0.319***	-0.338***
	(0.010)	(0.016)	(0.013)
定数項	-17.298***	-27.322***	-11.730***
	(2.154)	(3.105)	(2.873)
業種ダミー	YES	YES	YES
調整済み決定係数	0.484	0.561	0.441
観測数	5,979	2,021	3,958

※（）内は頑健な標準誤差を示している。

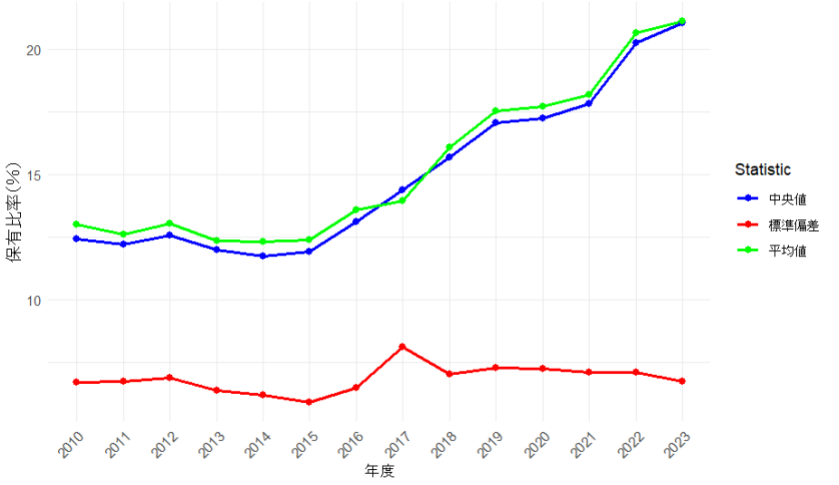
***, **, *はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示している。

4-3-2．国内機関投資家の銘柄選好

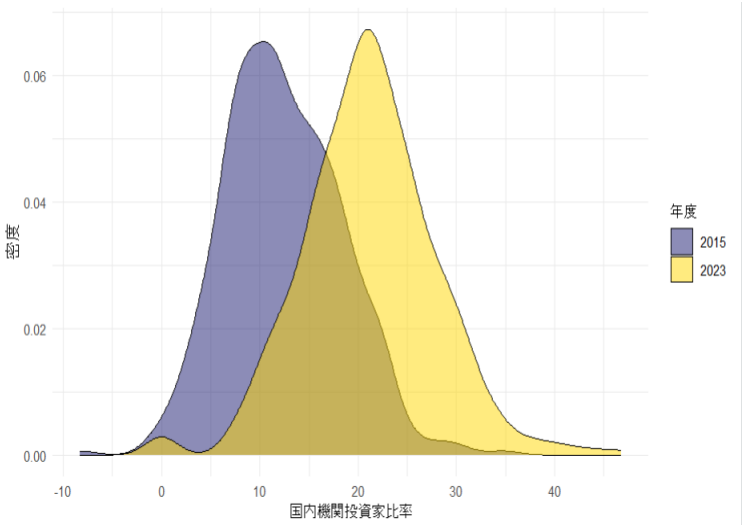
つぎに、国内機関投資家の銘柄選好についても同じように分析を実施した。対象データにおける中央値、平均値及び標準偏差の推移は図表 12 の通り。国内機関投資家については 2015 年（FY2016）以降にそれまで横ばいで推移してきた保有比率を伸長させてきている。これは日銀による ETF の買い入れの増加時期とも重なっており、その影響が大きいと考えられる。図表 13 は変化が始まる直前の FY2015 時点と、直近期となる FY2023 時点の国内機関投資家による保有比率の分布をヒストグラムで示したものである。こちらは海外機関投資家と異なり、より尖度が大きくなっており、多くの銘柄に対して保有比率を伸ばしてきたと

いう結果を示している。

【図表 12. サンプル企業における国内機関投資家の保有比率の推移】



【図表 13. サンプル企業における国内機関投資家の保有比率の分布】



モデル式については海外機関投資家の分析と同様にモデル式(1)を用い、目的変数を国内機関投資家の保有比率としたもので分析を行っている。結果は以下の図表 14 の通り。分析結果は、海外機関投資家の選好とは異なり、企業規模をはかる時価総額対数値は有意ではなく、現預金比率、社外取締役比率について海外機関投資家と逆の影響がみられる。CGC 導入以降は ROA に関しても正の影響が出てきている一方で、配当利回りは有意ではなくなっている。若干ながら海外売上高比率も効いており、海外機関投資家以上に海外進出をしている企業への選好がみられるという結果となった。多くの企業に対して保有を増大させているという分布の変化も踏まえれば、結果として国内機関投資家全体の保有

銘柄が海外機関投資家と比較して、より市場平均的な影響を取り込んでいる面もあるのではないかと考えられる。

【図表 14. 国内機関投資家の銘柄選好】

	①	②	③
	全期間	CGC以前	CGC以後
	2010～2023	2010～2014	2015～2023
時価総額対数値	0.160	0.184	0.147
	(0.218)	(0.350)	(0.277)
PBR	-0.235***	-0.452*	-0.114*
	(0.068)	(0.164)	(0.053)
ROA	0.089**	0.061	0.105**
	(0.030)	(0.057)	(0.035)
売上高成長率	-0.007	0.018	-0.020*
	(0.009)	(0.015)	(0.011)
配当利回り	0.215**	0.284*	0.177
	(0.081)	(0.132)	(0.103)
株価ボラティリティ	1.837***	3.170***	1.153***
	(0.249)	(0.349)	(0.335)
現預金比率	-0.0477***	-0.039*	-0.052***
	(0.010)	(0.016)	(0.012)
海外売上高比率	0.0284***	0.011	0.038***
	(0.005)	(0.009)	(0.006)
社外取比率	-0.028***	-0.001	-0.042***
	(0.007)	(0.010)	(0.090)
安定保有比率	-0.155***	-0.109***	-0.018***
	(0.006)	(0.012)	(0.007)
定数項	14.864***	7.227**	19.106***
	(1.496)	(2.267)	(1.957)
業種ダミー	YES	YES	YES
調整済み決定係数	0.247	0.206	0.270
観測数	5,979	2,021	3,958

※（）内は頑健な標準誤差を示している。

***, **, *はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示している。

4-4. 分析２.【仮説１】企業のパフォーマンスに対する分析

続いて、国内外の機関投資家が、企業のパフォーマンスに与える影響についての分析を行う。ここでは宮島・保田・小川（2017）に倣って変数を選択している[8]。目的変数はトービンのｑ、ROA としている。

モデル式(2)では企業と年度を固定した二方向固定効果モデルを用いている。企業の特性と年度ごとの影響を固定することで、より変化そのものに注目するとともにある程度内生性にも対応することを目的としている。

[8] 先行研究では操作変数法、システム GMM を用いた分析を試みているが、本研究ではサンプルデータ等との兼ね合いによる分析可能性を踏まえて代替として二方向固定モデルを用いている。

また、もともとの企業のパフォーマンスの大小との関係で考えたときに、もし平均に収斂させていく同質化の作用がみられるのであれば、低パフォーマンス企業のパフォーマンスを上昇させ、高パフォーマンス企業のパフォーマンスを抑制する作用があることが考えられる。この影響を分析するために、目的変数とするパフォーマンス指標の 25％点、50％および 75％点における影響を見るために分位点回帰分析モデル（3）による分析も試みる。

分析対象とする期間は、(1)FY2010～FY2023 までの全期間、(2)CGC 導入以前となる FY2010～2014 の 5 年間、(3)CGC 導入以後の FY2015～2023 までの 9 年間の 3 区間に分けて分析を行う。

分析に使用するモデルおよび変数については以下の通り

$$\mathrm{PERF}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \mathrm{IO}_{i,t} + \beta_2 \mathrm{OD}_{i,t} + \beta_3 (\mathrm{IO}_{i,t} \cdot \mathrm{OD}_{i,t}) + \beta_4 \mathrm{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \mathrm{INVOP}_{i,t} + \beta_6 \mathrm{LEV}_{i,t} + \beta_7 \mathrm{IND-PERF}_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \quad \cdots(2)$$

$$Q_\tau(\mathrm{PERF}_{i,t} \mid X) = \alpha_\tau + \beta_{1,\tau} \mathrm{IO}_{i,t} + \beta_{2,\tau} \mathrm{OD}_{i,t} + \beta_{3,\tau} (\mathrm{IO}_{i,t} \cdot \mathrm{OD}_{i,t}) + \beta_{4,\tau} \mathrm{SIZE}_{i,t} + \beta_{5,\tau} \mathrm{INVOP}_{i,t} + \beta_{6,\tau} \mathrm{LEV}_{i,t} + \beta_{7,\tau} \mathrm{IND-PERF}_{i,t} + \mu_{i,\tau} + \lambda_{t,\tau} \quad \cdots(3)$$

【図表 15．パフォーマンス影響分析の変数項目一覧】

変数項目	内容
PERF	トービンのｑ、ROA（それぞれサンプル全体と業種別の偏差値と偏差の絶対距離を取る）
IO	海外機関投資家比率、国内機関投資家比率
OD	社外取比率
SIZE	総資産対数値
INVOP	売上高成長率
LEV	有利子負債比率
IND- PERF	産業別（17業種）のトービンのｑ、ROAの中央値

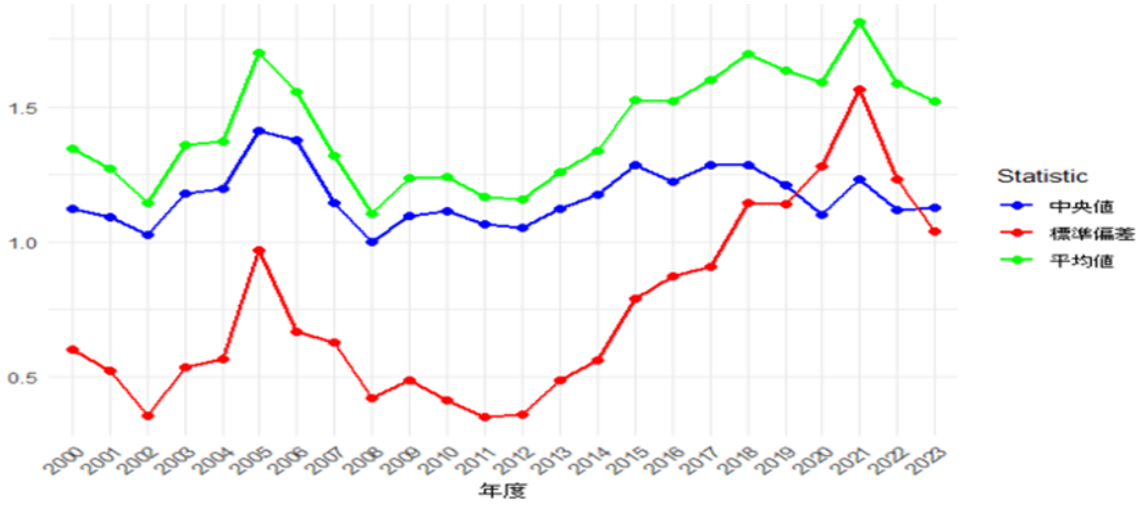
企業のパフォーマンスを表す指標 PERF にはトービンのｑ、ROA を用いる。これらの目的変数については、同質化影響を分析する観点から、サンプル全体におけるパフォーマンス指標の偏差値、東証 17 業種区分にもとづいた業種内でのパフォーマンス指標の偏差値と、それぞれの平均値からどれだけ乖離しているかを表す偏差値の距離（偏差値-平均値の絶対値）の 4 項目を設定している。説明変数について、IO は機関投資家の保有比率を表しており、海外機関投資家比率と国内機関投資家比率を、OD は社外取締役比率、SIZE は企業の規模をコントロールする総資産対数値、INVOP は企業の成長性をとらえる売上高成長率、LEV は財務レバレッジをとらえる変数として有利子負債比率を用いている。また、産業別のトービンのｑ、ROA の中央値をそれぞれの目的変数に対応した説明変数として採用している。

4-4-1　トービンのｑに対する分析

まず、パフォーマンス指標として、トービンのｑを目的変数に用いた分析を行う。

図表16はトービンのｑの2000年以降の中央値、平均値、標準偏差を示している。リーマンショック、東日本大震災を経て、FY2012以降は全体として堅調に推移。FY2014以降は中央値と平均値が乖離し、標準偏差も大きくなっていくことから、上記企業が平均を押し上げている傾向が見て取れる。全体として海外機関投資家の保有比率の動きとFY2015までは同じような傾向をたどっている。

【図表16．サンプル企業におけるトービンのｑの推移】



分析結果は以下の図表17の通り。各列が目的変数、各行に分析対象期間ごとに、説明変数である海外機関投資家・国内機関投資家、社外取締役比率、および内外機関投資家と社外取締役比率の交差項の係数（5%水準で有意となるもののみ）を抜粋しており、固定効果モデルと分位点回帰

モデルを合わせた目的変数16種類、それぞれに対象期間3期間の合計48分析の結果をまとめたものとなっている。背景が緑のものは正に有意な影響、背景が赤のものは負に有意な影響を示している。文中の表に掲示はしていないが、標準誤差については頑健な標準誤差の計算手法を用いている。

海外機関投資家は固定モデルによる分析では、CGC以前およびCGC以後の全期間にわたって一貫して保有比率が大きいほどパフォーマンスに正の影響を及ぼし、かつ偏差距離も拡大していく傾向がみられる。分位点回帰モデルによる分析ではCGC以降特に中・高分位点で偏差値を押し上げる作用がみられる。国内機関投資家は固定モデルによる分析ではCGC以前に及ぼしていた正の影響がCGC以降見られなくなり、業種別で負かつ偏差値を平均に収斂させる作用が見て

取れる。分位点回帰モデルにおいても全体的に偏差値に負の影響を持ち、CGC 以降は特に高分位点で平均に収斂させる作用がある。社外取締役比率については、固定効果モデルでは全期間、CGC 前後問わず偏差値に正の影響を及ぼしており、CGC 以降は偏差距離も拡大しているが、海外機関投資家との交互作用においては正の影響を抑制、国内機関投資家との交互作用においては負の影響を抑制する作用がみられる。分位点回帰モデルにおいては、社外取単独では CGC 以前では低分位で負の影響、中分位で偏差距離を拡大する影響がみられたが、CGC 以降は高分位点の偏差値に正の影響を与えるのみとなっている。機関投資家との交差項ではこちらも内外機関投資家それぞれの正・負の影響に対してそれぞれ抑制的な作用がみられる。

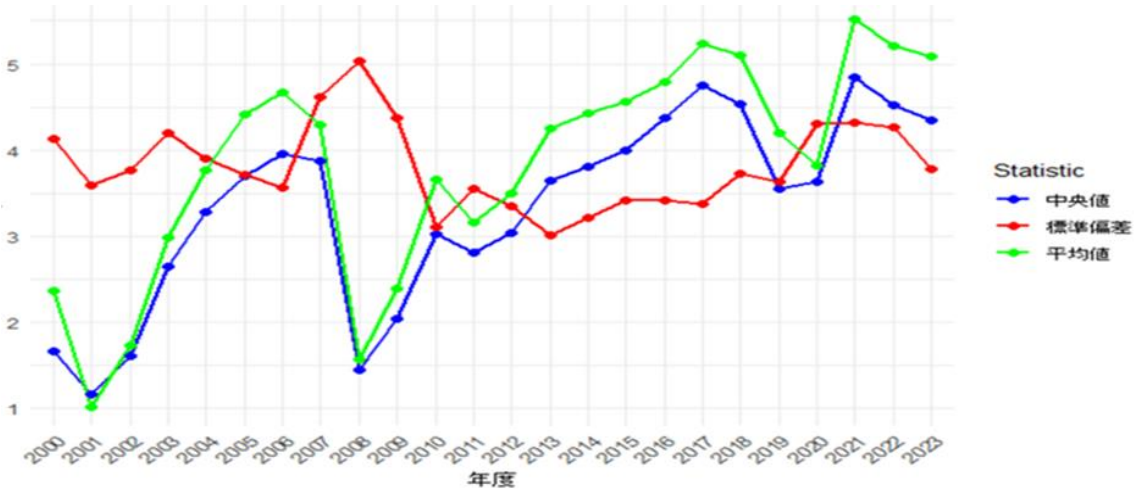
【図表 17. トービンのｑの分析結果マトリクス（有意水準 5%）】

		固定効果モデル				分位点回帰モデル											
						分位点0.25				分位点0.50				分位点0.75			
		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別	
		偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離
海外	2010~23	0.2762	0.0125	0.2793	0.0683	0.04442	-	0.08971	-	0.11942	0.00516	0.1713	-	-	-	-	-
	2010~14	0.3807	0.0131	0.341	-	0.07529	-	0.1359	-	0.16703	0.00604	0.22687	-	-	-	-	-
	2015~23	**0.2637**	**0.015**	**0.2682**	**0.1343**	-	-	**0.0408**	**-0.04857**	**0.07664**	**0.00404**	**0.1133**	-	**0.14015**	-	**0.16127**	-
国内	2010~23	-	-	-	-0.065	-0.06486	-	-0.09557	-	-0.15293	-	-0.2153	-	-0.13872	-0.00609	-0.168	-
	2010~14	0.2177	-	0.2192	-	-	-	-0.074	-	-0.11865	-	-0.18788	-	-	-	-	-
	2015~23	-	-	**-0.1123**	**-0.0884**	-	-	**-0.101**	-	**-0.12241**	-	**-0.2117**	-	**-0.22449**	**-0.01176**	-	-
社外取	2010~23	0.0972	0.0067	0.098	0.0495	-0.02305	0.0027	-0.00194	-	-0.01842	0.00241	-	-	-	-	-	-
	2010~14	0.0963	-	0.1152	-	-0.06333	-	-0.0362	-	-	0.00664	-	0.09619	-	-	-	-
	2015~23	**0.0683**	**0.007**	**0.0643**	**0.0735**	-	-	-	-	-	-	-	-	**0.12414**	-	**0.19608**	-
海外	2010~23	-0.004	-0.0003	-0.004	-0.0019	-	-	-0.00074	-	-0.00085	-	-0.0218	-	-	-	-	-
×	2010~14	-0.005	-0.0002	-0.0047	-	0.00211	-	-	-0.00141	-	-	-	-0.00198	-	-	-	-
社外取	**2015~23**	**-0.0032**	**-0.0003**	**-0.0034**	**-0.0026**	-	-	-	**0.00121**	-	-	**-0.0013**	-	**-0.00425**	-	**-0.00515**	-
国内	2010~23	-	-	-	-	0.00162	-	0.00188	-	0.00267	-	0.00363	-	0.00346	-	-	-
×	2010~14	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
社外取	**2015~23**	-	-	-	-	-	-	**0.00194**	-	**0.00246**	-	**0.0037**	-	**0.00594**	-	-	-

4-4-2. ROA に対する分析

次に、ROA をパフォーマンス指標として目的変数に用いた分析を行う。図表 18 は FY2000 以降のサンプル企業群における ROA の中央値、平均値、標準偏差を示している。リーマンショックや東日本大震災、FY2019 頃の製造業を中心とした業績悪化や、FY2020 の COVID-19 影響等による一時的な低下はあるものの、全体としては堅調に推移している。

【図表 18．サンプル企業における ROA の推移】



モデル式による分析結果は図表 19 に示している。

海外機関投資家については、固定効果モデルではトービンの q と同じく海外全期間、CGC 前後に関わらずパフォーマンスの向上に寄与しているが、偏差距離に対しては有意な影響は見られない。分位点回帰モデルによる分析においても、すべての分位点で CGC 前後ともに偏差値に正の影響を及ぼしているが CGC 以前に見られた偏差距離の拡大作用は見られなくなっている。国内機関投資家は固定効果モデルにおける回帰分析では有意な影響は見られないが、分位点回帰モデルにおける分析では CGC 以前は中・高分位点を中心に、CGC 以降は全分位点で平均に収斂させる方向に抑制する作用がみられる。社外取締役比率については、固定効果モデルでは CGC 以前に偏差値に正の影響があったが、CGC 以降は有意な影響がみられない。海外機関投資家との交差項では、固定モデルにおいて CGC 前後で一貫して偏差値に対して負の影響、国内機関投資家との交差項では、分位点回帰モデルにおいて負の影響を抑制、もしくは相乗効果によって正の影響を与える作用がみられた。

【図表 19．ROA の分析結果マトリクス（有意水準 5％）】

		固定効果モデル				分位点回帰モデル											
						分位点0.25				分位点0.50				分位点0.75			
		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別	
		偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離
海外	2010~23	0.1835	-	0.1868	-	0.20943	-	0.24909	-	0.2091	0.0047	0.25661	-	0.22547	0.01129	0.24391	0.09046
	2010~14	0.2747	-	0.3079	-	0.19532	-	0.2248	-	0.22592	0.00897	0.26632	0.08023	0.29744	0.01687	0.27569	0.16015
	2015~23	**0.2274**	-	**0.2142**	-	**0.16708**	-	**0.18235**	-	**0.20216**	-	**0.2349**	-	**0.16629**	-	**0.20759**	-
国内	2010~23	-	-	-	-	-	-0.00681	-	-	-0.08754	-0.01018	-	-	-0.15269	-0.01583	-0.11397	-
	2010~14	-	-	0.1351	-	-	-	-	-	-0.14341	-0.00926	-	-	-	-0.0132	-	-
	2015~23	-	-	-	-	-	**-0.00925**	-	-	-	**-0.01121**	**-0.14247**	**-0.11754**	**-0.23217**	**-0.02362**	**-0.2236**	-
社外取	2010~23	-	-	-	0.0417	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.05488
	2010~14	0.2532	-	0.2339	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0976
	2015~23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	**-0.09924**	-	-	-
海外 × 社外取	2010~23	-0.0021	-0.0001	-0.0024	-0.0013	-0.00175	-	-0.003	-	-	-	-0.00236	-	-	-	-	-
	2010~14	-0.0076	-	-0.0072	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2015~23	**-0.0028**	-	**-0.003**	-	-	-	-	**0.0006**	-	-	-	-	-	-	-	-
国内 × 社外取	2010~23	0.0019	-	0.0018	-	-	-	0.00263	-	-	-	-	-	0.00269	-	-	-
	2010~14	-	-	-	-	-0.00674	-	-	-	-0.00755	-	-0.00471	-	-0.00568	-	-0.00903	-
	2015~23	-	-	-	-	-	-	**0.00357**	-	**0.00392**	-	-	-	**0.00517**	-	-	-

4-4-3.【仮説１】パフォーマンス指標に対する分析のまとめ

以上、パフォーマンスに対する分析結果をまとめると、CGC 導入以前、以降問わず、海外機関投資家の保有比率が大きい企業ではパフォーマンスを上昇させ、平均から乖離させる作用がみられる。国内機関投資家については、CGC 以降では高パフォーマンスを抑制し、平均に収斂させる作用がみられる。社外取締役比率については、単体でも特にトービンの q ではプラス影響を及ぼす点がみられるが、海外機関投資家・国内機関投資家の保有比率との交互作用では、社外取比率が高いとそれぞれの正・負の影響を抑制する作用がみられた。

4-5．分析３．【仮説 2】経営政策に対する分析

つぎに、国内外の機関投資家および社外取締役が企業の経営政策に与える影響についての分析を行う。ここでも宮島・保田・小川（2017）に倣って変数を選択している。目的変数は株主還元政策として配当性向および DOE、成長投資政策として設備投資比率、有形固定資産変動率、売上高研究開発費率、財務政策として有利子負債依存度と有利子負債比率を設定している。説明変数は、目的変数と組み合わせてそれぞれ以下の変数項目一覧の通りとしている。使用するモデルについては、パフォーマンスへの影響と同じ二方向固定モデルを用いた分析と併せて、目的変数とする経営政策指標の 25％点、50％および 75％点における影響を見るための分位点回帰分析も試みる。

分析対象とする期間も同じく(1)FY2010～FY2023 までの全期間、(2)CGC 導入以前となる FY2010～FY2014 の 5 年間、(3)CGC 導入以後の FY2015～FY2023 までの 9 年間の 3 区分に分けて分析を行う。

モデル式については以下の通り

$$POL_{i,t} = \alpha + \beta_1 IO_{i,t} + \beta_2 OD_{i,t} + \beta_3 (IO_{i,t} \cdot OD_{i,t}) + \beta_4 CONT_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \cdots (4)$$

$$Q_\tau(POL_{i,t} \mid X) = \alpha_\tau + \beta_{1,\tau} IO_{i,t} + \beta_{2,\tau} OD_{i,t} + \beta_{3,\tau} (IO_{i,t} \cdot OD_{i,t}) + \beta_{4,\tau} CONT_{i,t} + \mu_{i,\tau} + \lambda_{t,\tau} \cdots (5)$$

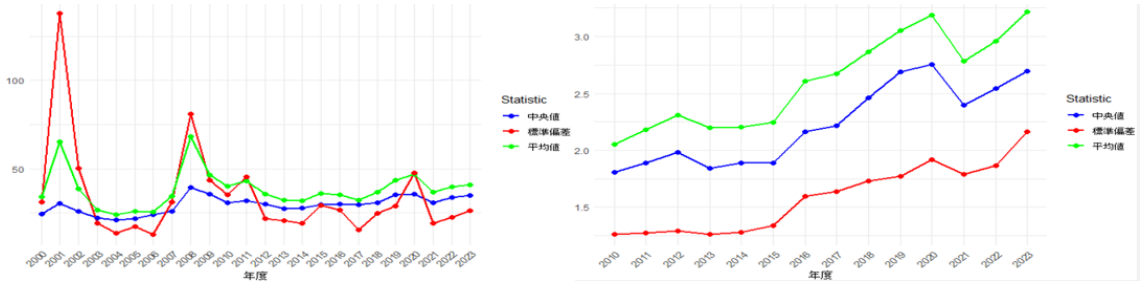
【図表 20．経営政策影響分析の変数項目一覧】

		POL						
変数項目		配当性向	DOE	設備投資比率	有形固定資産変動率	売上高研究開発費率	有利子負債依存度	有利子負債比率
IO	海外機関投資家比率	○	○	○	○	○	○	○
	国内機関投資家比率	○	○	○	○	○	○	○
OD	社外取締役比率	○	○	○	○	○	○	○
CONT	PBR	○	○	○	○	○	○	○
	売上高成長率	○	○	○	○	○	○	○
	ボラティリティ	○	○	-	-	-	-	-
	CF比率	-	-	○	○	○	○	○
	ROE	○	○	-	-	-	-	-
	ROA	-	-	-	-	-	○	○
	総資産対数値	○	○	-	-	-	-	-
	有形固定資産比率	-	-	-	-	-	○	○

4-5-1. 配当性向および DOE に対する分析

まず、企業の経営政策の指標のうち、株主還元に関わる配当性向と DOE について分析を行っていく。図表 21 はサンプル企業の 2000 年度以降の配当性向および DOE の中央値、標準偏差、平均値の推移を示している。配当性向については、サンプル企業群全体を通じて 2000 年前後の金融危機、2007 年のリーマンショック、2020 年前後の COVID-19 影響を除けば押しなべて安定して推移している。DOE については COVID-19 影響を除けば堅調に推移しており、標準偏差も拡大している。

【図表 21．サンプル企業における配当性向（左、％）と DOE（右、％）の推移】



配当性向に対する分析結果は図表 22 に示している。海外機関投資家は固定効果モデルによる回帰分析では CGC 以前に負の影響をもたらしていたが、CGC 以降は有意な影響がなくなっている。分位点回帰分析では、CGC 以降全分位点で偏差値に対して正の影響を及ぼしている。国内機関投資家については固定効果モデ

ルによる分析では有意な影響を及ぼしていないが、分位点回帰分析では CGC 以降低分位点で偏差値に正の影響、中・高分位点で偏差値に負の影響かつ平均へ収斂させる作用がみられる。社外取締役比率については、固定効果モデルによる回帰分析では CGC 以前に偏差値に負の影響かつ偏差距離を収斂させていたが、CGC 以降全体的な影響は低減している。一方で、分位点回帰分析では、全分位点で偏差値に正の影響を及ぼしている。また、海外機関投資家、国内機関投資家、社外取締役すべてが中位分位点で平均へ収斂させる作用を持つ。内外機関投資家と社外取締役比率の交互作用では、それぞれの正・負の影響を抑制するような作用がみられる。

【図表 22. 配当性向の分析結果マトリクス（有意水準 5%）】

		固定効果モデル				分位点回帰モデル											
						分位点0.25				分位点0.50				分位点0.75			
		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別	
		偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離
海外	2010~23	-0.1474		-0.1843	-0.0944	-	-	0.04234	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2010~14	-0.2232	-	-0.2408	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2015~23	-	-	-	-	**0.08432**	-	**0.10271**	-	**0.07744**	**-0.00558**	**0.09094**	**-0.04738**	**0.14015**	-	**0.16127**	-
国内	2010~23	-	-	-	-	0.04188	-	-	-	-0.0344	-0.00482	-	-	-0.13872	-0.00609	-0.168	-
	2010~14		-	-0.2097	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2015~23	-	-	-	-	**0.06913**	-	**0.10864**	-	**-0.00557**	**-0.00651**	-	**-0.11633**	**-0.22449**	**-0.01176**	-	-
社外取	2010~23	-	-	-	-	0.03306	-	0.05338	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2010~14	-0.3033	-0.0241	-0.3424	-0.2681	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2015~23	-	**0.0093**	-		**0.10473**	-	**0.14165**	-	**0.08924**	**-0.00512**	**0.0913**	**-0.06933**	**0.12414**	-	**0.19608**	-
海外 × 社外取	2010~23	0.0018		0.0031		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2010~14	0.0066	0.005	0.008	0.005	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2015~23	-	-	-	-	**-0.00188**	-	**-0.00211**	-	**-0.00184**	-	**-0.00209**	-	**-0.00425**	-	**-0.00515**	-
国内 × 社外取	2010~23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00012	-	-	0.00346	-	-	-
	2010~14	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2015~23	-	-	-	-	-	-	**-0.0029**	-	-	**0.00016**	-	**0.00284**	**0.00594**	-	-	-

DOE に対する分析結果は図表 23 の通りである。海外機関投資家の固定効果モデルによる分析では、CGC 以前に全体で正かつ偏差距離を拡大していたが、CGC 以降には有意ではなくなっている。一方、分位点回帰モデルによる分析では、全分位点で偏差値に対して正の影響を与えているが、偏差距離は平均に収斂させる作用がみられる。国内機関投資家の影響を見てみると、固定効果モデルでは CGC 以前は有意な影響がみられなかったが、CGC 以降に全体に対して負の影響がみられる。分位点回帰モデルでは CGC 以前に低分位点で正の影響がみられたが、CGC 以降は低・中分位点で負の影響がみられる。社外取締役比率は固定効果モデルでは CGC 以降特段の傾向はみられない。分位点モデルでは、低分位点で負の影響がみられる。内外機関投資家と社外取との関係では、おおむねそれぞれの正・負の影響に対して抑制的な作用が見て取れる。

【図表 23．DOE の分析結果マトリクス（有意水準 5%）】

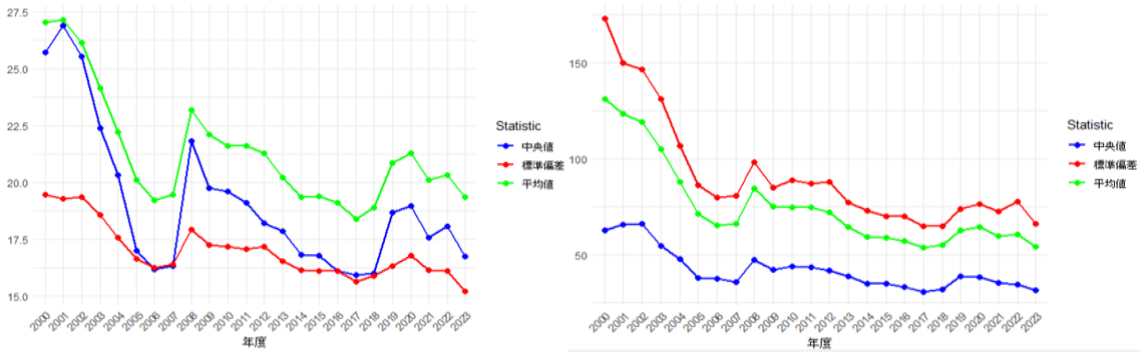
		固定効果モデル				分位点回帰モデル											
						分位点0.25				分位点0.50				分位点0.75			
		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別	
		偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離
海外	2010~23	-0.0611	-	-0.0552	-	-	-0.00349	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2010~14	0.1309	0.0083		-	-0.04386	-	-	-	-	-	-	-	-0.09624	-	-	-
	2015~23	-	-	-	**0.0651**	**0.17929**	**-0.00776**	**0.13923**	-	**0.12384**	**-0.00869**	**0.14425**	**-0.07908**	**0.13069**	**-0.00859**	**0.21221**	-
国内	2010~23	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-	-0.1533	-	-	-
	2010~14	-	-	-	-	0.09742	-	0.14974	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2015~23	**-0.0975**	-	-	-	**-0.09764**	-	-	-	-	-	**-0.14755**	-	-	-	-	-
社外取	2010~23	-	0.0039	-	0.0366	-0.06247	-0.00305	-	-	-0.0641	-	-0.0639	-	-0.17682	-	-0.10485	-
	2010~14	-	0.012	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.16606	-	-	-
	2015~23	-	-	-	-	-	**-0.00707**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
海外	2010~23	0.0016	-	-		0.00141	-	-	-	0.0228	-	-	-	0.00463	-	-	-
×	2010~14	-	-0.0003	-	-	0.00422	0.00022	0.00264	-	0.0039	0.00018	0.0045	-	0.00861	-	0.00644	-
社外取	**2015~23**	-	-	-	-	**-0.00255**	-	**-0.00228**	-	-	**0.00018**	-	**0.00167**	-	-	-	-
国内	2010~23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.00022	-	-
×	2010~14	-	-	-	-0.0035	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
社外取	**2015~23**	**0.0023**	-	-	-	**0.00359**	-	**0.00356**	-	-	-	**0.00425**	-	-	-	-	-

4-5-2.有利子負債依存度および有利子負債比率に対する分析

ここでは、財務政策の観点から、有利子負債/総資産で算出される有利子負債依存度と、有利子負債/株主資本等合計によって算出される有利子負債比率の二つの指標に対しての影響を分析していく。

図表 24 はサンプル企業における FY2000～FY2023 の有利子負債依存度と、有利子負債比率の中央値、標準偏差、平均値の推移を示している。銀行危機以降、有利子負債の圧縮が進行、リーマンショックや COVID-19 による若干の逆行があるものの、全体としては減少基調で推移してきている。

【図表 24．サンプル企業の有利子負債依存度（左、%）と有利子負債比率（右、%）の推移】



分析結果は図表 25 で示している。まず、有利子負債依存では、海外機関投資家は固定効果モデルによる分析では CGC 前後で一貫して負の影響を示しているが、偏差距離に有意な影響は与えていない。分位点回帰モデルによる分析では CGC 以前は全分位点で偏差値に負、かつ業種ごとに見ると偏差距離を拡大させて

いたが、CGC 以降は中・高分位点の偏差値に負の影響を与えるにとどまっている。CGC 導入以降は中分位点の業種別、高分位点で負の影響を与えている。国内機関投資家は固定効果モデルによる分析では CGC 以前に偏差値に負の作用、CGC 以降は偏差距離のみ有意に収斂させる作用がみられる。分位点分析では CGC 以降は中分位点の偏差距離と、高分位点の業種別偏差値に負の影響を及ぼしている。

【図表 25. 有利子負債依存度の分析結果マトリクス（有意水準 5%）】

		固定効果モデル				分位点回帰モデル											
						分位点0.25				分位点0.50				分位点0.75			
		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別	
		偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離
海外	2010~23	-0.1502	-	-0.163	-0.0366	-	-	-0.09179	0.04333	-	-	-0.13317	0.03991	-0.07562	-	-0.18327	-
	2010~14	-0.0501	-	-0.0615	-	-0.04553	-	-0.09782	0.07409	-	-	-0.10338	0.004086	-0.09228	-	-0.14752	0.0423
	2015~23	**-0.0953**	-	**-0.0928**	-	-	-	-	-	-	-	**-0.15527**	-	**-0.11703**	-	**-0.25129**	-
国内	2010~23	-0.0736	-0.0031	-0.0701	-0.0458	-	-	-	-	-	-0.01009	-	-0.04985	-0.12301	-0.00583	-	-0.04744
	2010~14	-0.0862	-	-0.0906	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.06377	-0.16774	-	-	-
	2015~23	-	**-0.0068**	-	**-0.0696**	-	-	-	-	-	**-0.0103**	-	-	-	-	**-0.17356**	-
社外取	2010~23	-	-	-	-	-	-	-	0.03166	-	-	-	-	-	-	-	-
	2010~14	-	-	-	0.0655	-	-	-	0.09161	-	-	-	-	-0.12423	-	-	-
	2015~23	-	**-0.0032**	**0.0493**	-	-	-	-	**0.04917**	-	-	-	-	-	-	**-0.14575**	-
海外	2010~23		-	0.0008	-	-	-	0.00182	-0.00111	-	-	0.00227	-0.00103	-	-	0.00283	-
×	2010~14	-0.0013	-		-0.0012	-	-	-	-0.00286	-	-	-	-	-	-	-	-0.0198
社外取	**2015~23**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	**0.00292**	-	-	-	**0.00439**	-
国内	2010~23	-	-	-	-	0.00165	-	0.0027	-	-	-	-	-	0.00347	-	0.00391	-
×	2010~14	-	-	-	-	0.00374	-	0.00544	-0.00323	-	-	-	-	0.00886	-	0.00803	-
社外取	**2015~23**	-	**0.0001**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	**0.00566**	-

有利子負債に対する分析結果は図表 26 で示している通り。海外機関投資家は固定効果モデルでは CGC 以降全体で偏差値に負の影響を及ぼしている。分位点分析においては、全分位点の業種別偏差値に負の影響をもたらしている。国内機関投資家の固定効果モデル分析では、CGC 前後で全体に偏差値に負の影響かつ、偏差距離を収斂させる作用がみられる。社外取比率と内外機関投資家との交差項については CGC 以降の分位点分析において、海外機関投資家、国内機関投資家との関係で正・負の影響を減じる作用を見せている。

【図表 26．有利子負債比率の分析結果マトリクス(有意水準 5%)】

		固定効果モデル				分位点回帰モデル											
						分位点0.25				分位点0.50				分位点0.75			
		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別	
		偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離
海外	2010~23	-0.1413	-	-0.1894	-0.0646	-0.0227	-	-0.08344	0.03659	-	-	-0.09912	0.03525	-0.0883	-	-0.13847	-
	2010~14	-	-	-0.0695	-	-0.03712	-	-0.08342	-	-	-	-0.10523	0.002903	-0.11501	-	-0.15992	-
	2015~23	**-0.0712**	-	**-0.1047**	-	-	-	**-0.06163**	**0.03371**	-	-	**-0.08897**	-	-	-	**-0.14052**	-
国内	2010~23	-0.0924	-0.0061	-0.0847	-0.0636	-	-	-0.0409	-	-0.05154	-	-	-	-0.12211	-	-	-
	2010~14	-0.1111	-	-0.1209	-	-	-	-	-	-0.06547	-	-	-	-0.15082	-	-	-
	2015~23	**-0.0697**	**-0.0077**	-	**-0.088**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
社外取	2010~23	-	-	-	-	-0.0157	-	-0.04569	-	-	-	-	0.03105	-	-	-	-
	2010~14	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2015~23	-	-	-	-	-	-	-	**0.02704**	-	-	-	-	-	-	-	-
海外	2010~23	-	-	0.0012	-	0.00086	-	0.00195	-0.00095	-	-	0.00174	-0.00099	-	-	0.00203	-
×	2010~14	-	-	-	-	0.00133	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
社外取	**2015~23**	-	-	-	-	-	-	**0.00148**	**-0.00083**	-	-	**0.00166**	-	-	-	**0.00246**	-
国内	2010~23	-	-	-	-	0.00123	-0.00014	0.0022	-	-	-0.00011	0.00204	-	-	-	-	-
×	2010~14	-	-	-	-	-	-0.00037	0.00309	-0.00362	-	-0.00037	-	-0.00426	-	-	-	-
社外取	**2015~23**	-	-	-	-	-	-	**0.0025**	**-0.00129**	-	-	-	**-0.00211**	-	-	-	-

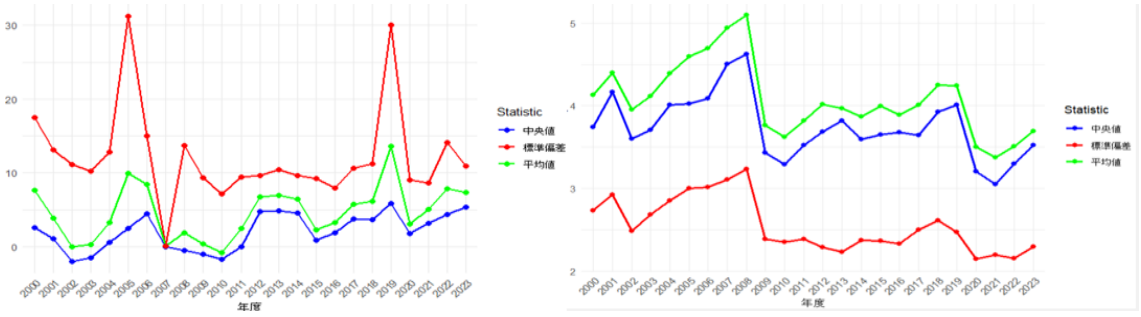
4-5-3．有形固定資産変動率および設備投資比率に対する分析

次に、有形固定資産に係る投資政策についての影響を、設備投資比率および有形固定資産変動率の二つの指標を使って分析していく。設備投資比率は、設備投資額/総資産によって算出されており、総資産に対してどれだけ設備投資に資金が投入されているかを表している。この指標では新規設備投資と維持更新設備投資の区別はできていないため、有形固定資産の前年比の変動率と併せてとらえていくこととする。図表 27 は 2000 年度以降の有形固定資産の変動率と設備投資比率の中央値、標準偏差、平均値の推移を示している。

設備投資比率については金融危機や COVID-19 などの環境により大きく左右されている。

また、有形固定資産変動率については、M&A 等による有形固定資産の増加もとらえていることから、ところどころのボラティリティの大きさが見て取れる。

【図表 27．サンプル企業の有形固定資産変動率（左、%）と設備投資比率（右、%）の推移】



まず、有形固定資産変動率についての分析結果は図表 28 で示している。固定効果モデルによる分析結果では、海外機関投資家は全期間および CGC 以前で正の影響を及ぼしている一方で、CGC 以降の期間では有意な影響は見られなくなっている。分位点回帰モデルによる分析では全期間では正の影響がみられるが、期間別では高分位点における CGC 前後の偏差値がともに有意に正となるのみであった。社外取締役比率が分位点の下位分位点の全体に負、中・高分位点の業種別で正、国内機関投資家と社外取締役比率との間の交互作用については、その影響を抑制する動きがみられる。
全体としては一貫した有意な傾向を見出すことは難しい結果となった。

【図表 28. 有形固定資産変動率の分析結果マトリクス(有意水準 5%)】

		固定効果モデル				分位点回帰モデル											
						分位点0.25				分位点0.50				分位点0.75			
		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別	
		偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離
海外	2010~23	0.1482	-	0.1293	-	0.04928	-	0.06482	-	0.06174	-	0.07425	-	0.12639	-	-	-
	2010~14	0.3123	0.0172	0.2347	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.11333	-	-	-
	2015~23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	**0.13812**	-	-	-
国内	2010~23	-	-	-	-	-	-0.00649	-	-	-	-0.0085	-	-	-	-	-	-
	2010~14	-	-	-	-	-	-0.00834	-	-	-	-0.00787	-	-	-	-	-	-
	2015~23	**-0.2157**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
社外取	2010~23		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2010~14		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2015~23	**-0.2286**	-	-	-	**-0.06495**	-	-	-	-	-	-	**0.05803**	-	-	-	**0.12079**
海外	2010~23	-	-	-	-	-	-	-0.00128	-	-	-	-	-	-	-	-	-
×	2010~14	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00256	-	-	-	-	-	-	-
社外取	**2015~23**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
国内	2010~23	-	-	-	-	-	0.00012	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
×	2010~14	-	-	-	-	-0.00573	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
社外取	**2015~23**	**0.0064**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

設備投資比率の分析結果は図表 29 にまとめている。まず固定効果モデルによる分析では、海外機関投資家、国内機関投資家ともに全期間では正の影響を与えている一方で、CGC 以降の対象期間では有意な影響はほとんど見られなかった。分位点回帰分析では、海外機関投資家の有意な影響が見いだせない一方で、CGC 以降の期間で国内機関投資家が下位分位点の業種別で正に働く一方、中・上位分位点の偏差距離を収斂させているという作用がみられた。社外取締役比率は下位分位点における国内機関投資家の正の作用を抑制する作用がみられた。

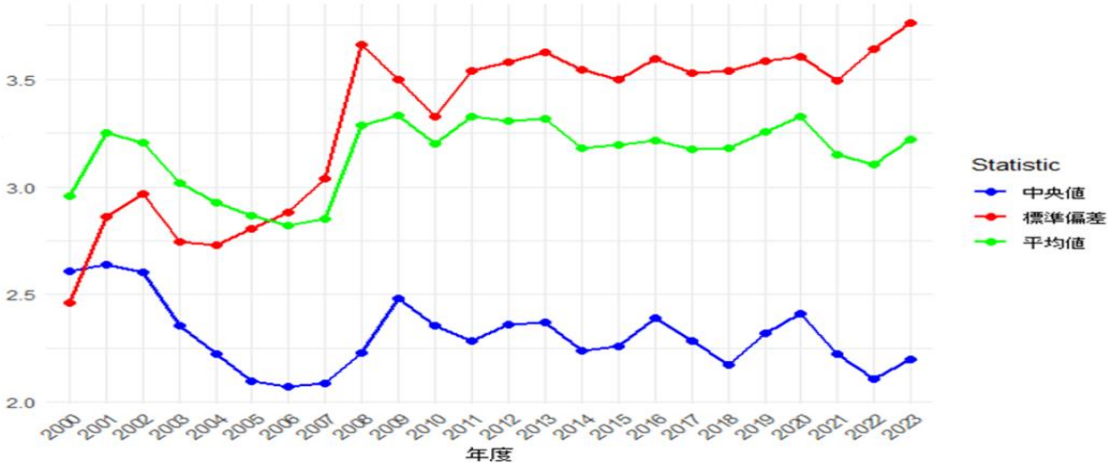
【図表 29. 設備投資比率の分析結果マトリクス(有意水準 5%)】

		固定効果モデル				分位点回帰モデル											
						分位点0.25				分位点0.50				分位点0.75			
		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別	
		偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離
海外	2010~23	0.09	0.0047	0.0932	-	-0.00771	-	-	-	-0.0996	-	-	-	-	-	-	-
	2010~14	0.2056	-	0.1809	-	-	-	-	-	-0.1889	-	-	-	-0.17247	-0.01549	-0.12214	-
	2015~23	-	**0.0094**	-	-	**-0.10631**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
国内	2010~23	0.1203	-	0.1627	-	0.16501	-0.00669	0.15849	-	-	-0.01208	-	-0.09469	-	-0.0157	-	-
	2010~14	0.187	-	0.1407	-	-	-0.00877	0.18494	-	-	-0.01248	0.17958	-	-	-	-	-
	2015~23	-	-	-	-	-	-	**0.12724**	-	-	**-0.01342**	-	**-0.09745**	-	**-0.0172**	-	-
社外取	2010~23	-	-	-	-	-	-	0.07726	-	-	-	-	-0.05476	-	-	-	-
	2010~14	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.15684	-	-	-	-	-	-	-0.0454
	2015~23	-	-	-	-	-	-	**0.07612**	-	-	-	-	**-0.06266**	-	-	-	-
海外 × 社外取	2010~23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2010~14	-	-	-	-	-	-	0.00488	-	0.00717	-	0.00488	-	0.00526	-	-	-
	2015~23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
国内 × 社外取	2010~23	-	-	-0.0026	-	-	-	-0.004	-	-	-	-	0.00166	-	-	-	-
	2010~14	-0.0053	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2015~23	-	-	-	-	-	-	**-0.00328**	-	-	-	-	-	-	-	-	-

4-5-4. 売上高研究開発費率に対する分析

最後に、売上高研究開発費率に対する内外機関投資家と社外取締役比率に対する分析を行う。図表 30 で 2000 年以降の変動率の中央値、標準偏差、平均値の推移を示している。2000 年代にばらつきが拡大した以降は中央値・標準偏差・平均値はそれぞれ安定的に推移している。高位企業と下位企業の差が大きいものの、全体としての差異はあまり変化していない。

【図表 30. サンプル企業における売上高研究開発費率の推移(%)】



モデルを用いた分析結果は図表 31 の通り。海外機関投資家は固定効果モデルによる回帰分析では CGC 以降正の影響を与え、かつ偏差距離も拡大させる。分位点回帰分析においても全分位点で正の影響、下位・中位分位点では平均に向けて押し上げる作用がみられる。国内機関投資家については固定効果モデルの CGC 以降の期間において業種別で正の影響があるものの、分位点回帰モデルでは

下位分位点に負の影響を及ぼすほかは影響を見出せない。社外取締役比率については、CGC 導入以降は全体的に正の影響かつ偏差距離も拡大させる。業種別でみると全分位点で偏差値に正の影響が見いだせる。

海外機関投資家、国内機関投資家と社外取との関係では、それぞれの影響に対して抑制的な作用が見て取れる部分がある。

【図表 31．売上高研究開発費率の分析結果マトリクス(有意水準 5%)】

		固定効果モデル				分位点回帰モデル											
						分位点0.25				分位点0.50				分位点0.75			
		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別		全体		業種別	
		偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離	偏差値	偏差距離
海外	2010~23	0.0489	0.0034	0.0578	0.0435	-	-0.00498	0.13023	-	0.14942	-0.00649	0.13721	-	0.12226	-	0.21318	-
	2010~14			-	-	-	-0.00373	0.14121	-	0.13242	-0.00622	0.13521	-	0.18163	-	0.15305	-
	2015~23	**0.0622**	**0.0043**	**0.088**	**0.088**	-	**-0.00682**	**0.1479**	-	**0.15684**	**-0.00678**	**0.16541**	-	**0.20191**	-	**0.32433**	-
国内	2010~23	0.0382	0.0033	0.0768	-	-	-0.00456	-	-	-	-	-	-	0.20328	0.00284	-	-
	2010~14	-	-	-	-	0.07623	-0.00531	-	0.06788	-	-0.00981	-	-	0.25615	-	-	-
	2015~23	-	-	**0.0567**	-	**-0.09**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
社外取	2010~23	0.0264		0.0384	-	-0.04674	-	0.09338	-	-	-	-	-	-	-	0.12856	-
	2010~14	-	-	-	-	-	-	0.16903	-	-	-	0.19258	-	0.17899	-	0.24311	-
	2015~23	**0.0517**	**0.0027**	**0.0642**	**0.0418**	**-0.07324**	-	**0.12585**	-	-	**-0.00452**	**0.093**	-	-	-	**0.24498**	-
海外	2010~23	-0.0008	-	-0.0008	-	0.00123	-	-0.00226	-	-	-	-0.00163	-	-	-	-0.00487	-
×	2010~14	-	-	-	0.0016	-	-	-0.00341	-	-	-	-	-	-	-	-	-
社外取	**2015~23**	**-0.0016**	**-0.0001**	**-0.0015**	**-0.0015**	**0.00129**	-	**-0.00266**	-	-	-	**-0.0027**	-	-	-	**-0.0078**	-
国内	2010~23	-	-	-0.0013	0.001	0.00247	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00257
×	2010~14	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.0781	-	-	-	-0.01129	-0.00629
社外取	**2015~23**	-	-	-	-	**0.00523**	-	-	-	**0.00601**	-	-	-	-	-	-	-

4-5-5.【仮説 2】 経営政策指標に対する分析のまとめ

ここまでの分析における各種経営政策指標への影響についてまとめると、海外機関投資家の保有比率が大きいほど、有利子負債は圧縮され、売上高研究開発費率も高まっていく傾向がある。また、株主還元にも正の影響を与えているなど、各指標に対して偏差値を改善する効果と併せて、一部株主還元施策で改善方向に同質化させる作用もみられる（高位同質化）。一方で、国内機関投資家は、海外機関投資家と同じく財務面の規律はある程度効くものの、それほど投資を促せていない。また、株主還元に対しても、低分位の配当性向を押し上げるような動きを除けば抑制的かつ平均に収斂させる影響が見受けられる。また、内外機関投資家ともに、CGC 以前と比較して投資における有形固定資産・設備投資比率への影響は低下しており、一方で売上高研究開発費率に有意に正の影響が出てきている傾向もみられる。社外取比率は、指標により影響は異なるものの、業種内の比較で正にに作用する部分が見受けられるほか、内外機関投資家それぞれの作用を抑制する交互作用も見られた。

５考察と結論

5-1 分析結果の考察

本研究の分析では、海外機関投資家は保有比率の大きさが企業のパフォーマンスや経営政策指標の多様化や高位同質化（偏差値に正かつ偏差の絶対距離は負の影響）を及ぼしていることが示唆されている一方で、国内機関投資家では高パフォーマンスに抑制的となる影響や、平均回帰的な同質化影響を及ぼすことが示唆された。また、社外取締役比率は単独でトービンのｑや売上高研究開発費に正の影響を与え多様化させるほか、内外機関投資家それぞれの影響に対して抑制的に作用する部分が見受けられた。これらの作用はどのような経路・要因によるものなのだろうか。内外機関投資家、社外取締役それぞれについて順を追って考察していく。

まず、内外機関投資家が及ぼしている影響について、エンゲージメントと機関投資家の銘柄選好の観点から考える。エンゲージメントは内外機関投資家ともに活発に行われてきており、企業のパフォーマンスに正の影響を与えているとされている。また、パッシブ運用の割合が増加してきていることや、機関投資家内での行動原則の策定、議決権行使助言機関の活用といった、エンゲージメントそのものが画一的かつ形式的になりうるという背景などは内外機関投資家に共通した事象だと考えられるが、保有銘柄の選好については異なった傾向を示している。海外機関投資家の銘柄の選好は、先行研究が対象としてきた 2010 年代前半までと比較して、ホームバイアス（海外売上高比率）の重要度が低減している。これは日本市場のガバナンス改革やグローバルな IR[9]の広がり等により、海外機関投資家の日本企業への理解度が上がってきたことがその一因として考えられる。市場全体の保有比率の変動は見られなくなってきているが、個社の選別が進み、企業ごとの保有比率のばらつきにつながっているのではないだろうか。また、今まで重視されてこなかった配当利回りも有意になっており、これは海外機関投資家においてもパッシブ運用が増加してきていることなどから、より中長期的なリターンやインカムゲインを志向してきていることが考えられる。一方で、国内機関投資家においては銘柄の選好において依然として海外機関投資家と現預金比率や社外取締役比率で反対の影響があり、パフォーマンスへの選好が弱くなっていることが示唆された。これは日銀による ETF 購入の

9 株式会社東京証券取引所の集計によれば、2023/12 月末時点で何かしらの IR 情報の英文開示を実施している企業は 98.2％であり、2020 年 12 月の 79.7%と比較しても上昇している。開示する書類の種類も豊富になってきている

影響で国内機関投資家の保有比率が大きく上昇し、多くの企業に対してほぼ均等な保有比率で投資を行っているような分布が形成された結果として、海外機関投資家と比較して市場平均的な影響を取り込んでいることによるものと考えられる。

これらのことから、海外機関投資家は、パッシブ運用が増えて[10]きているものの、依然として国内機関投資家と比較して株式保有の流動性が高く、銘柄の選別の過程におけるイグジットの可能性を通じた企業へのプレッシャーも強いと考えられる。そのエンゲージメントの効果も、保有比率の大きさに応じて大きくなるのではないだろうか。これは、Ferreira and Matos(2008)や Aggarwal et al.(2010)が示した外資機関投資家の影響力が内資機関投資家と比較して、大きいという研究結果とも整合的である。また、一部で高位同質化の作用がみられる点については、機関投資家のエンゲージメントの画一性が影響しているのではないかと考える。

一方、国内機関投資家については、海外機関投資家と比較してより市場平均的な保有傾向となっていることが考えられることや、国内機関投資家のエンゲージメントはそのリソース不足から投資先のエンゲージメントに対して濃淡があることも踏まえると、エンゲージメントが十分にできていない企業の影響も多分に取り込むことで、全体平均的に見たときに効果が希薄化されていると考えられる。機関投資家による画一的なエンゲージメントの影響と併せて、保有傾向の帰結として国内機関投資家の影響力のほうが弱く、平均回帰的に同質化を促すような作用が見えているのではないかと考えられる。

社外取締役比率については、CGC 以降、単独でトービンのｑや売上高研究開発費の業種別などでプラスの影響を与えている。売上高研究開発費率においては高分位点の業種別の偏差距離を拡大するなど、同一業種内で比較したときに多様化を促す作用もみられる。また海外･国内機関投資家との間の交互作用では、パフォーマンス、経営政策それぞれに対して機関投資家の及ぼす影響に対して抑制的に作用する部分が見受けられた。

単独で影響を及ぼしているトービンのｑについては株価という市場の企業価値評価を内包している変数であるが、社外取比率の高い企業は CGC の趣旨に則って独自のガバナンス政策をとれている、ガバナンス改革への理解度・感応度の高い企業であるととらえることができ、その比率の高さが海外機関投資家の銘柄選好から投資資金を呼び込み、株価の向上につながるといったメカニズム

10 直近において包括的な動向や推移を定量的にまとめた資料は見当たらないが、金融庁のフォローアップ会議等においても言及されている。

も考えられるだろう。また、同様に独自のガバナンス政策をとれるという観点から、他の経営政策においてもその行動原理が共通していると推定され、売上高研究開発費などについて競合他社と差別化を図ろうとすることも整合的に解釈できるのではないかと考える。

社外取締役が内外機関投資家の影響に対して抑制的な作用をもたらすという点では、社外取取締役比率が大きいほど、より意思決定に際しての透明性と時間が要求されると考えられることから、正の経営判断に対して抑制的に、また一定の経営規律を持たせるという観点からは負の影響に対して抑制的に作用することで[11]、企業のパフォーマンスと経営政策指標の上下への動きを抑制する作用があるのではないかと考えられる。

5-2. 結論

海外機関投資家は今でものその保有比率の大きさが企業の政策やパフォーマンスに正の影響を与えており、多様化や高位同質化を促している作用がみられる。一方で国内機関投資家は高パフォーマンスに抑制的であり同質化を促す作用がみられる。社外取締役比率についてはそれら内外機関投資家の影響を抑制的に調整している面がある。依然として海外機関投資家の日本企業の経営に与える改善プレッシャーは大きく、国内機関投資家を通じた改善作用はその投資先企業の幅広さもあり限定的であるといえる。

このような作用があるとすれば、日本のコーポレートガバナンス改革の趣旨を踏まえたうえでどのような示唆が得られるであろうか。まず、海外機関投資家の正の同質化作用は、そのすべてが必ずしも企業それぞれの特性にあった成長を促しているとはいいきれないであろう点である。無論、改善することで日本企業の底上げがなされている点は良いとしても、例えばPBR 1 倍やROE8%といった、広く言われているような市場平均的な目標に収斂していくのみでは、真に企業の特性にあった成長を望むことはできないのではないか。国内機関投資家による作用に目を向けても、国内機関投資家のエンゲージメントのみでは適切なプレッシャーを企業に与えられていない可能性が考えられるほか、現状のエンゲージメントのリソース不足を踏まえても一部の投資先にしか影響を与えられていないことが考えられる。社外取締役においても、日本の制度趣旨としては適切なリスクを促進して企業の持続的な成長を促すための存在として期待されている部分もあったが、機関投資家の影響をさらに補強するような作用は

11 青木(2014)では、ガバナンスがよい企業のほうが、低パフォーマンス時により機動的な経営戦略の転換がみられるとしている。

見られず[12]、平均回帰的な作用がみられる結果となった。

機関投資家、企業双方においていまだに形式的な対応がみられるコーポレートガバナンス改革をより実効的なものとするためには、双方のコーポレートガバナンス改革への理解の深化と企業価値の向上に対する意識の更なる向上が求められているのではないだろうか。

5-3. 研究の限界と課題

本研究における限界として、まず分析のサンプルの問題があげられる。本研究で使用したデータは 2024/3 月末時点の TOPIX500 構成銘柄としているため、過去のデータになるほどサンプルサイズが小さくなってしまっている。このため、対象期間内の構成銘柄の見直しや新規上場・上場廃止、M&A などによるサンプル企業同士の経営統合などの影響は排除しきれていない。企業群としても比較的成熟した大企業が分析の中心となっており、特に財務や投資面の分析で成熟企業特有のトレンドをとらえている部分があると考えられる。また、日本企業に限定していることから、日本の国内機関投資家が与える影響が日本市場において特有のものなのか、日本の国内機関投資家そのものの持つ傾向によるものであるのかまでは踏み込めていない。

また、分析の対象期間においては、データの入手可能性から期間を 2010 年度以降の分析としているが、本来であれば 1990 年代以前のバンクガバナンスが主体の時代における同質化影響との比較も行いたいと考えていた。本研究では CGC 導入以降の期間をとらえているが、分析対象期間の直近期では COVID-19 などの要因も含まれていることから、実際の足元の影響については示唆が乏しいといえる。この点については、今後時代が進むとともに検証が必要になると考えられる。

分析の手法では、サンプルサイズとの兼ね合いなどから十分に頑健性を担保した分析ができているとは言えない点もあり、因果の双方向性について十分に遮断できていない面もある。このため、本研究で掲げてきた機関投資家と社外取締役が及ぼす影響を分析するための因果推論としては十分でない点は考慮しなくてはならないと考えている。

考察においては、内外機関投資家が与える影響の差異の要因の一つとして、エンゲージメントを経路として取り上げたが、国内機関投資家の保有銘柄の市場平均的な傾向があるという、日銀の政策に由来する固有要因の影響が大きいと考えられ、内外機関投資家それぞれのエンゲージメントが与える効果自体に

12 この点については Miyajima & Saito(2019)や森川(2019)とも整合的であると考えられる。

差異があるとまで言いきれないと考えている。また、ある企業において内外機関投資家が併存し、それぞれが類似の内容のエンゲージメントを行った場合、よりイグジットのプレッシャーが強い海外機関投資家が国内機関投資家のエンゲージメント効果を増幅することなども考えられる。これらの点についてその影響を明らかにするためには、内外機関投資家のエンゲージメントを分離し、それぞれの効果を測定するなどの研究が必要になるのではないかと考える。

社外取締役についても、本研究では対象企業ごとの機関設計まではコントロールできておらず、それぞれの機関設計ごとで取締役会や社外取締役に求められる役割が異なっているという点までは織り込めていない。この点についても、社外取締役の影響を明らかにするためにはより精緻に見ていく必要があると考える。

全体を通じて、本研究で焦点を当てた同質化の影響をどのように評価すべきかという点も今後の課題として考えられる。日本のコーポレートガバナンス改革が目指してきた理想と現状を比較すると、現段階ではいまだ途上にあるといえ、今後の改革の進展とともに、中長期的なフォローが求められるであろう。

引用・参考文献

青木英孝(2014).「企業のガバナンス構造が経営戦略の変更に与える影響：多角化戦略の分析」『日本経営学会誌』34, 37-50.

浅羽茂(2002). 『日本企業の競争原理: 同質的行動の実証分析』東洋経済新報社

株式会社東京証券取引所(2023).東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書2023

株式会社東京証券取引所 上場部(2023).「株主との対話の推進と開示」に関する企業の対応状況とフォローアップ.

株式会社東京証券取引所 上場部(2024).英文開示実施状況調査集計レポート

金融庁(2024).第 1 回スチュワードシップ・コードに関する有識者会議 事務局説明資料.

金融庁(2024).コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム 2024

齋藤卓爾(2011).「日本企業における社外取締役の導入の決定要因とその成果」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.

酒井絢美(2024).「株主優待における『横並び行動』に関する実証分析」 会計プログレス, 2024(25), 37-54.

芹田敏夫・月岡靖智・花枝英樹(2022).「パッシブ運用がコーポレート・ガバナンスに及ぼす影響」『現代ファイナンス』44, 57-93.

畠田敬.(2013). 「日本における配当の硬直性」国民経済雑誌, 207(6), 81-92.

みずほリサーチ＆テクノロジーズ株式会社(2023).機関投資家等のスチュワードシップ活動に関する実態調査 最終報告書.

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」RIETI Policy Discussion Paper Series 12-P-013.

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―」『フィナンシャル・レビュー』第 121 号,3-36.

宮島英昭・保田隆明・小川亮(2017).「海外機関投資家の企業統治における役割とその帰結」,宮島英昭編著『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社

森川正之（2019).「社外取締役と投資行動・経営成果」RIETI Discussion Paper Series 19-J-030.

安田行宏・金鉉玉・長谷川信久(2013)「ストック・オプション導入の『横並び行動』に関する実証分析」東京経大学会誌（経営学), 280, 25-40.

Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of financial economics*, 100(1), 154-181.

Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *Journal of political economy*, 81(3), 607-636.

Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of financial economics*, 88(3), 499-533.

Gompers, P. A., & Metrick, A. (2001). Institutional investors and equity prices. *The quarterly journal of Economics*, 116(1), 229-259.

Miyajima,H., Hoda,T. & Ogawa,R.(2015).*Does Ownership really matter? The role of foreign investors in corporate governance in japan* (RIETI Discussion Paper 15-E-078)

Miyajima,H. & Ogawa,R.(2016).*Convergence or Emerging Diversity? Understanding the impact of forign investors on corporate governance in Japan* (RIETI Discussion Paper Series 16-E-053)

Miyajima, H., & Saito, T. (2019). Corporate governance reforms under the Abenomics: the economic consequences of two codes. Available at SSRN 3684372.

付録資料

(1) サンプルデータの全期間（FY2010～2023）における基本統計量

項目名	平均	標準偏差	最小	中央値	最大値	第一四分位	第三四分位
海外機関投資家比率	26.651	11.588	0.000	26.060	86.886	18.483	34.396
国内機関投資家比率	15.355	7.538	0.000	14.930	46.780	10.010	20.150
社外取比率	28.856	17.009	0.000	30.000	88.888	16.667	38.462
安定保有比率	24.719	14.672	0.000	22.040	100.000	13.900	32.680
総資産対数値	5.807	0.588	3.347	5.767	8.483	5.431	6.187
売上高成長率	6.053	16.700	-78.951	4.320	709.197	-0.672	10.704
時価総額対数値	5.673	0.456	4.240	5.614	7.172	5.351	5.957
海外売上高比率	32.390	29.150	0.000	29.716	94.131	0.000	57.738
PBR	1.743	1.839	0.000	1.284	39.525	0.896	2.003
ROA	4.410	3.434	-7.862	3.981	27.274	2.172	6.211
ROE	9.069	8.534	-86.971	8.612	161.371	5.207	12.352
ボラティリティ	2.074	0.538	0.000	1.990	5.197	1.713	2.324
現預金比率	14.523	10.634	0.400	11.691	88.305	6.585	19.995
トービンのq	1.439	1.194	0.000	1.141	34.390	0.976	1.511
DOE	2.527	1.695	0.000	2.167	19.204	1.537	3.055
配当性向	45.705	177.200	0.000	30.583	10653.061	23.732	42.088
配当利回り	2.421	10.439	0.000	1.912	614.470	1.290	2.687
有利子負債依存度	19.705	15.382	0.000	17.281	63.614	6.319	29.936
有利子負債比率	57.935	66.684	0.000	35.437	500.223	10.135	79.374
有形固定資産変動率	5.129	11.965	-31.284	2.901	312.136	-0.789	8.512
設備投資比率	3.863	2.294	0.113	3.575	14.231	2.110	5.189
売上高研究開発費率	2.966	4.081	0.000	1.771	39.362	0.271	3.959

(2) 各変数の項目定義とデータソースについて

項目名	内容	データソース
B/S項目		
現預金	現金・預金、定期預金、譲渡性預金、別段預金、短期性預託金、コールローン 現金及び現金同等物	スピーダ
有形固定資産	連結B/Sの有形固定資産	スピーダ
資産合計	連結B/Sの資産の部の合計値	スピーダ
負債合計	連結B/Sの負債の部の合計値	スピーダ
有利子負債	長短借入金+社債+転換社債+新株引受権付社債+リース債務	スピーダ
株主資本等合計	純資産合計-非支配株主持分	スピーダ
総資産	連結B/Sの資産の部の合計	スピーダ
P/L項目		
売上高合計	連結P/Lの売上高、売上収益	スピーダ
経営指標項目		
時価総額	期末終値×発行済株式数（野村総合研究所提供値）	スピーダ
トービンのq	時価総額＋負債合計/資産合計	スピーダ数値をもとに筆者算出
ROA	（親会社株主に帰属する当期純利益÷期首期末平均総資産）×100	スピーダ
ROE	（親会社株主に帰属する当期純利益÷期首期末平均株主資本等合計）×100	スピーダ
DOE	配当性向×ROE	スピーダ数値をもとに筆者算出
PER	時価総額/親会社株主に帰属する当期純利益	スピーダ
配当性向	（配当総額÷親会社株主に帰属する当期純利益）×100	スピーダ
総資産現預金比率	（現預金同等物÷総資産）×100	スピーダ数値をもとに筆者算出
有利子負債比率	有利子負債÷株主資本等合計	スピーダ数値をもとに筆者算出
有利子負債依存度	有利子負債÷総資産	スピーダ数値をもとに筆者算出
設備投資比率	{CF計算書の設備投資額（有形固定資産）÷有形固定資産}×100	スピーダ数値をもとに筆者算出
有形固定資産変動率	（当年の有形固定資産ー前年の有形固定資産）÷前年の有形固定資産×100	スピーダ数値をもとに筆者算出
売上高研究開発費率	研究開発費÷売上高合計×100	スピーダ
配当利回り	一株当たり年間配当金÷期末株価終値	スピーダ
負債比率	負債合計÷自己資本	スピーダ
株式リターン	決算期末までの１年間の株式トータルリターン（日次平均、配当込み）	日経NEEDS　Cges
ボラティリティ	株価変動３年（事業年度ベース）	日経NEEDS　Cges
ガバナンス関連項目		
海外機関投資家比率	前期末の外国人(個人)保有比率(有価証券報告書記載ベース)	スピーダ
機関投資家比率	外国人株式保有比率＋信託勘定株式保有比率＋生保特別勘 定株式保有比率	日経NEEDS　Cges
国内機関投資家比率（FY2015以前）	機関投資家比率ー海外機関投資家比率	日経NEEDS　Cgesおよび スピーダをもとに筆者算出
国内機関投資家比率（FY2016以降）	前期末の信託勘定株式保有比率+生保特別勘定株式保有比率(ニッセイ基礎研究所算出)	日経NEEDS　Cges
社外取比率	前期末の取締役のうち、独立役員の比率（コーポレートガバナンス報告書記載ベース）	日経NEEDS　Cges
安定保有比率	前期末の国内会社による保有株式のうち ①相互保有関係にある会社が保有する株式 ②生損保・銀行・信金が保有する株式(除く特別勘定、信託勘定) ③公開会社が保有する金融機関株式 ④公開関連会社(親会社など)が保有する株式に該当する場合の株式保有比率合計 ⑤ 役員持株比率 ⑥ 持株会持株比率 ⑦ 法人が保有する大口株式(3%以上、含む外国会社、除く信託銀行等)のいずれかに属する株式の比率 (ニッセイ基礎研究所算出)	日経NEEDS　Cges
特定集中度	大株主上位10位と役員持分、自己株式の合計	日経NEEDS　Cges
その他項目		
海外売上高比率	有価証券報告書における海外売上高の割合	スピーダ
TOPIX500構成銘柄	2024年3月末時点での構成銘柄	J-quants
業種分類	東証17分類	J-quants

謝辞

まず、本研究にあたり、主査として最後まで熱心にご指導を賜りました慶應義塾大学大学院経営管理研究科の齋藤卓爾教授に深く感謝申し上げます。副査の武田史子教授、木村太一専任講師におかれましても、論文全体や分析、考察のロジックについて大変有益なアドバイスを頂戴でき、理解や議論を深めることができたと考えております。

また、齋藤ゼミやKBSの同期生の皆様方とは、互いに取り組むテーマは異なってはいてもそれぞれの研究の完成に向けて議論をする過程で様々な示唆を得ることもできましたし、よい励みにもなりました。

そして、私を2年間本研究科に派遣していただくとともに、様々な面でご支援をいただいた株式会社群馬銀行ならびにステークホルダーの皆様にも心から感謝申し上げます。

本研究に取り組む過程で、日本におけるコーポレートガバナンスや企業と投資家のあるべき姿について私なりに理解を深め、知見を得られたと考えています。本研究で学んだことを生かして、社会に貢献できる人材になれるよう、さらなる研鑽に励みたいと思います。

2025年2月

田口　卓