

# 機関投資家としての生命保険会社と コーポレートガバナンス

小林 毅

(中京大学経済学部准教授)

## 1. はじめに

近年、コーポレートガバナンスにおける機関投資家の役割が注目されている。従来、日本企業のコーポレートガバナンスにおいては、主に内部昇進により地位を獲得した経営陣と、いわゆるメインバンクの発言力が大きく、株主の発言力は小さかったと考えられている。Lichtenberg and Puchner(1994) は、1980年代の日本において、金融機関の株式保有が経営監視等によってコーポレートガバナンスに大きな貢献をしてきたと論じている。しかし、株主主権を主張する声が高まり、また銀行の経営状態の悪化およびその結果としての資金供給能力の低下・株式持合いの解消に伴って、メインバンクの発言力は低下した(宮島2003)。株主のなかでも、コーポレートガバナンスにおける役割を期待されているのは主に機関投資家であると考えられる。個人投資家の役割を軽視するわけではないが、一般に、個人投資家が積極的にコーポレートガバナンスに関与するのは容易ではないと考えられている。藤井・鈴木(2004)はこの点に関して、個人投資家がコーポ

レートガバナンスに関与することが難しい理由を 1. 人的・金銭的資源が乏しい 2. 十分な発言力を持つためには集团的行動が不可欠だが、それが難しい 3. 投資額が小額なため、コストに見合う成果を得にくい という点にあると述べている。そこで、本研究では、生命保険会社に代表される機関投資家を取り上げ、機関投資家の投資行動とコーポレートガバナンスへの関与について実証研究を試みたい。生命保険会社のみならず、他の有力投資主体である外国人および年金をも取り上げることによって、生命保険会社の特性を浮彫りにしたい。

投資家がコーポレートガバナンスに関与する動機は投資収益にあると考えるのが自然である。投資家が投資先企業に働きかけ、その結果として投資先企業の業績の向上、株価の上昇を目指していると考えれば、投資家のコーポレートガバナンスに与える影響を分析するためのアプローチとして1. 議決権行使等、投資家の投資先企業への直接的な働きかけを分析する2. 投資先企業のガバナンス体制と企業業績・企業行動・株価等の「成果」との関係を明らかにする3. 投資家の持株比率等と投資先企業の「成果」との関係を直接分析する が考えられるであろう。

1. のアプローチは、機関投資家による議決権行使や投資先企業とのミーティング等、コーポレートガバナンスへの関与を直接的に解明しようとするものであり、日本を対象とした先行研究の例として大村・首藤・増子（2001）、川北（2003）などをあげることができる。大村・首藤・増子（2001）は、年金基金、信託銀行および生命保険会社に対するアンケート調査をもとに、それぞれの主体のコーポレートガバナンスに対する姿勢を分析している。その結果、受託機関である信託銀行や生命保険会社は、議決権行使等を通じてコーポレートガバナンスに関与する傾向がうかがえるが、年金基金にはそのような意欲があま

りないことを明らかにしている。生命保険協会に関しては、安宅川(2003)は、生命保険協会のコーポレートガバナンスに対する取り組みを評価して、協会の活動には一定の評価をするものの、個別投資先企業へのマイクロベースの活動については熱心ではなかったと述べている。

2. のアプローチをとるものとして、日本コーポレートガバナンス研究所(JCGR)の調査に基づいた報告書(日本コーポレートガバナンス研究所(2003))や、この調査をもとにした藤島(2004)若杉(2004)がある。これらの研究は、JCGRが開発したコーポレートガバナンスに関する指標であるJCGIndexが高い(コーポレートガバナンスが優れている)企業ほど業績が優れていることを明らかにしている。また、大谷(2006)のサーベイでは、コーポレートガバナンスに優れた企業は、後の企業価値の増大を実現しているとする先行研究がいくつか紹介されている。

最後のアプローチは、機関投資家の持株比率等と投資先企業のパフォーマンスや行動(配当性向、設備投資など)との関係を観察することにより、機関投資家が投資先企業に与える影響を間接的に明らかにする手法である。馬場(2000)は、製造業に含まれる6業種を分析し、外国人投資家の持株比率が高い企業ほど収益性が高く、また研究開発にも積極的であることを示した。

これらのアプローチには、それぞれ特徴があると思われる。1. のアプローチは、投資家のコーポレートガバナンスへの関与の実態を直接観察する点では優れている。しかし、投資先企業の実態はそれぞれ異なり、最適な関与の手段も当然異なる。例えば、Carleton, Nelson, and Weisbach(1998)は米国TIAA-CREFが1992年から1996年までにコーポレートガバナンスに関して接触を持った45の投資先企業のうち、約70%は議決権行使を待たずして自主的にTIAA-CREFの要求を受け入れている

ることを明らかにしている。これは、単純に機関投資家のコーポレートガバナンスへの関与を議決権行使やミーティングなどに分類して論ずることの難しさと限界を物語っている。また、Karpoff, Malatesta, and Walking (1996) は、コーポレートガバナンスに関する株主提案がなされても、そのことが株価や業績の改善にはつながらないとしている。また2. のアプローチは、企業の組織のあり方と成果との関係を問うという面で興味深いが、投資家など外部者の態度・行動には触れていない。

本研究は3. のアプローチを採用する。このアプローチは、投資家のコーポレートガバナンスへの関与→投資先企業の対応→企業業績・行動の変化という経路によって機関投資家の意向が企業業績・行動に反映されると考える。持株比率の大きい投資家ほど企業経営により強く関与できるならば、例えば「長期的視野で投資を行う生命保険会社の持株比率が高い企業ほど、長期的視野で設備投資等を決定する」などといった傾向が観察されるであろう。投資家は常に最適な手段でコーポレートガバナンスに関与している（あるいはコスト面を考慮して関与しない）と仮定しているため、1. のアプローチで述べたような、議決権行使とミーティングの差異の有無といった問題は捨象される。このアプローチの欠点は、企業業績・行動の変化は景気や技術革新、他企業との競争などコーポレートガバナンス以外のさまざまな要因に左右されるため、必ずしも明確な結果が得られるとは限らない点にある。

本論文の構成は以下の通りである。第2節では実証分析の手法について述べる。第3節では実証分析の結果について議論する。第4節では結論を述べる。

## 2. 実証分析の手法

投資主体の持株比率と投資先企業のパフォーマンス等との関係について分析を行う際、留意する必要があるのは因果関係である。例えば外国人投資家の持株比率が高い企業の収益性が高いという結果が得られた場合、それは外国人投資家の投資先企業へのコーポレートガバナンスへの関与の結果なのか、あるいは外国人投資家が収益性の高い企業への投資を好む傾向があることが原因なのかを明らかにする必要がある。本研究では、限定的ではあるが因果性を考慮するため、以下の二つの回帰分析を行うこととした。

### 回帰分析(1) :

説明変数 : 2002年度 (本研究では、2002年4月から2003年3月までをさす、以下同様) 決算時における各投資主体の持株比率および財務指標 (後述)

被説明変数 : ROE、ROA、設備投資/売上 比率、研究開発支出/売上 比率、配当性向 のそれぞれの2005年度と2003年度の値の差分

### 回帰分析(2) :

説明変数 : 2002年度持株比率と2000年度持株比率の差分 (例えばある投資先企業の、生命保険会社の2002年度末持株比率が6%で、2000年度末持株比率が5%であれば、+1%) および2002年度の財務指標の値

被説明変数 : 2005年度におけるROE、ROA、設備投資/売上 比率、研究開発支出/売上 比率、配当性向の値

これらの被説明変数のうち、ROEおよびROAは収益性の指標である。

また設備投資および研究開発支出は、主に投資家の投資視野の長さに関する指標である。仮に短期的な利益を追求する投資家が存在するならば、そのような投資家の持ち株比率が高い企業の設備投資や研究開発支出は停滞する可能性がある。また説明変数には、これらの被説明変数に影響を与えると考えられる財務指標として、2002年度決算における現金/売上比率、Qレシオ（株式時価総額を会計上の株主資本で除したもの）、自己資本比率を取り上げた。現金/売上比率は、企業の内部資金の制約を表す変数である。ペッキングオーダー仮説では、企業が調達する資金には調達方法によりコストが異なり、一番低コストなのが内部資金であると考えられる。従って、内部資金の多寡が企業活動に影響を与える可能性を否定できないため、説明変数に加えた。Qレシオは、トービンのQの簡易的な代替指標として利用している。トービンのQが1より小さい企業は、設備投資を抑制するのが望ましいというのが教科書的な理解である。しかし、先行研究によれば日本では必ずしもこのことが成立せず、その理由のひとつとしてコーポレートガバナンスのあり方が考えられている。米澤・佐々木(2001)や宮島・蟻川・斎藤(2001)では、コーポレートガバナンスと過剰投資問題（トービンのQから判断して、日本企業の多くに過剰投資が見られる）の関係を扱っている。この過剰投資問題とは、企業が成長を重視するあまり非効率な投資を行っているというものである。米澤・佐々木(2001)は、外国人投資家の持株比率が高い企業では過剰投資は少ないことを示し、外国人投資家が、株主利益の重視を要求するという形でコーポレートガバナンスに関与していると主張した。本来であれば総資産・負債を時価評価したトービンのQを用いるのが望ましいが、本論文はトービンのQ自体を分析するのが目的ではないので、簡易的にQレシオを利用した。自己資本比率は、現金/売上比率と同じく企業の財務

状態を表す変数として採用している。自己資本比率の小さい企業は、そうでない企業と比較して資金調達が容易ではなく、その結果設備投資などが制約を受ける可能性がある。

## データ

本研究に必要な、株主に関するデータは「大株主総覧」（東洋経済新報社）各号から得ている。有価証券報告書では、上位10大株主についてのみ公表義務があるが、「大株主総覧」は独自調査を行い、最大30位までの大株主の名前と持株数を明らかにしている。さらに、「役員」、「外国人」、および「年金（信託）」の持株数をも調査している。この資料は有用であるが、以下の点に注意する必要がある。まず、独自調査であるため、一部の企業においては欠落している項目がある。また、上位30位より少ない株主しか記載されていない場合もある。さらに、生命保険会社については、上位30位以内に含まれない生命保険会社の持株比率が不明である。本研究における「生命保険会社の持株比率」は、大株主として名称および持株数が明記されている生命保険会社の持株数の合計から算出しており、上位30位以内の大株主に含まれない生命保険会社は無視している。そのため、実際の生命保険会社全体の持株比率よりは小さい値となっている。このような限界があることを指摘した上で、本研究では「大株主総覧」より株主データを得ることとする。また、投資先企業の財務データについては「会社四季報」（東洋経済新報社）各号から得ている。

分析の対象は、分析の対象期間を通じて東京証券取引所第一部に上場している製造業全社である。このような企業は計808社存在した。ただし、一部の企業については、数値の一部が欠落しており、分析に必要な数値が得られない企業は分析の対象外となっている。分析対象を

製造業に限定した理由は、製造業と非製造業とでは、経営内容に大きな差異があり、同一の分析対象とみなすのは無理があると思われるからである。例えば、非製造業には研究開発支出がゼロである企業が少なくない。もちろん製造業に含まれる企業も、業種によって経営内容は異なるが、この差は製造業と非製造業の差異よりも小さく、適切な業種ダミー変数を利用することで業種間の経営内容の違いを吸収できると思われる。本研究では、東京証券取引所の業種分類に基づいて製造業を分類し、業種ダミー変数（定数ダミー）を説明変数に加えている。

### 3. 分析結果の解釈

まず、役員、生命保険会社、外国人、および年金のそれぞれの投資主体の持株比率の状況について概観する。分析対象である2002年度の値および2002年度と2000年度の変化の大きさの平均値（単純平均）を表1に示す。これらの主体のうちでは外国人の持株比率が最も高く、すでに株式市場における外国人の存在は大きなものとなっている。また年金の持株比率が増大し、生保をしのぐまでになっている。また、役員の持株比率も生保や年金と比較しうるほどに達しており、無視できない。ただし、この数値は単純平均であるため、比較的規模が小さく、役員持株比率が高いと思われるオーナー系企業が全体の数値を押し上げている可能性があることを指摘しておく。



表 1 投資主体の持株比率の平均値およびその増分

|     | 02年度(%) | 2000年度からの増分(%) |
|-----|---------|----------------|
| 役員  | 3.324   | -0.061         |
| 生保  | 4.023   | -0.767         |
| 外国人 | 7.689   | -0.283         |
| 年金  | 4.290   | 0.972          |

実証分析の結果は表 2 および 3 に示されている。表 2 は、前節で説明した回帰分析(1)の結果である。説明変数に含まれる持株比率は 2002 年度のものであり、一方被説明変数は 2005 年度と 2003 年度の差分である。すなわち、2002 年度の各投資主体の持株比率が、その後の 3 年間の経営指標の変化幅にどのように影響しているかを推計している。被説明変数が研究開発支出/売上であるとき、生命保険会社の持株比率の係数は有意に正である。すなわち、2002 年度末に生命保険会社の持株比率が高い企業ほど、2003 年度から 2005 年度までの間に売上に対する研究開発支出の伸びが大きくなっている。ただし、ROE や ROA などの経営効率性を被説明変数にした場合には生命保険会社の持株比率の係数は有意ではなく、配当性向の差分を持株比率とした場合には係数は有意に負である。これに対して、外国人持株比率の係数を見ると、投資や研究開発支出には影響しないが、ROE には有意に正の影響を与えている。すなわち、外国人投資家は経営効率性を重視しており、その結果が ROE の伸びに表れていると考えられる。また、年金に関しては、係数が有意であるものはなかった。

表 2 回帰分析の結果(1)

被説明変数：2003年度から2005年度にかけての各変数の変化

説明変数：「役員」「生保」「外国人」「年金」は2002年度の各投資主体の持株比率

その他は2002年度の値

|                | 投資/売上<br>差分 | 研究/売上<br>差分 | ROE<br>差分 | ROA<br>差分 | 配当性向<br>差分 |
|----------------|-------------|-------------|-----------|-----------|------------|
| 役員             | -0.0003     | 0.0002*     | -0.1804   | -0.0500   | -0.0054    |
| 生保             | 0.0001      | 0.0003*     | -0.1282   | 0.0310    | -0.0438*** |
| 外国人            | 0.0002      | -0.0000     | 0.3260*   | 0.0168    | 0.0062     |
| 年金             | 0.0000      | 0.0002      | -0.5407   | -0.0871   | -0.0030    |
| 自己資本比率         | 0.0025      | -0.0020     | -1.1464   | 0.4320    | -0.1259    |
| Qレシオ           | -0.0003     | -0.0001     | 0.2082    | 0.1827    | 0.0226     |
| 総資産            | -0.0043***  | 0.0005      | 0.2011    | -0.2294   | 0.0299     |
| 現金/売上          | -0.0685***  | -0.0004     | -0.9973   | 0.1033    | -0.1900    |
| R <sup>2</sup> | 0.4298      | 0.0521      | 0.0414    | 0.0788    | 0.0427     |

注) 本論文を通じて、有意性を表す記号を以下のように定める。

\*\*\*: 1%水準で有意

\*\*: 5%水準で有意

\*: 10%水準で有意

表 3 は、回帰分析(2)の結果であり、説明変数に含まれる持株比率は2002年度と2000年度の差分であり、被説明変数は2005年度の値である。すなわち、2000年度から2002年度にかけての各投資主体の持株比率の変化が、その後(2005年度)の経営指標にどのような影響を与えたのかを推計したものである。被説明変数として設備投資/売上をとった場

合、生命保険会社、外国人それぞれの持株比率（の差分）は共に有意に正である。ただし、係数の大きさは、生命保険会社のそれ(0.0027)は外国人(0.0008)と比べて3倍以上の値をとっている。また、被説明変数が研究開発支出/売上の場合は、外国人持株比率の係数は有意に負である一方、生命保険会社のそれは有意ではない。また、経営効率性の指標であるROEおよびROAに関しては、被説明変数をROEとしたときに生命保険会社と年金の持株比率の係数が有意に正であり、一方被説明変数をROAとしたときは外国人の持株比率の係数のみが有意に正であった。

表 3 回帰分析の結果(2)

被説明変数：2005年度の値

説明変数：「役員」「生保」「外国人」「年金」は2002年度と2000年度の各投資主体の持株比率の差

その他は2002年度の値

|                | 投資/売上    | 研究売上      | ROE       | ROA       | 配当性向     |
|----------------|----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| 役員             | 0.0003   | 0.0000    | 0.2186    | 0.0385    | -0.0053  |
| 生保             | 0.0027** | -0.0001   | 0.7230*   | 0.1375    | -0.0168  |
| 外国人            | 0.0008** | -0.0003*  | 0.0673    | 0.1118*** | 0.0052   |
| 年金             | -0.0003  | -0.0004   | 0.4526**  | 0.0751    | -0.0002  |
| 自己資本比率         | 0.0173** | 0.0115*** | 5.0332**  | 3.1183*** | 0.1331** |
| Qレシオ           | 0.0005   | 0.0005    | 0.9459    | 0.4055*** | -0.0223  |
| 総資産            | 0.0011   | 0.0024*** | 1.6113*** | 0.3425*** | 0.0176   |
| 現金/売上          | -0.0058  | 0.0005    | 1.8874    | 0.3226    | -0.0497  |
| R <sup>2</sup> | 0.0654   | 0.5127    | 0.0816    | 0.1446    | 0.0499   |

以上をまとめると、生命保険会社の持株比率が高い、もしくは増加している企業は設備投資や研究開発支出に重点をおくことが多く、一方外国人投資家の持株比率が高い（上昇している）企業は収益性の改善が見られる。このことは、外国人投資家は（比較的短期の）収益性を重視するという（真偽はさておき）一般的な見解と矛盾しない。また、長期投資に重点をおく生命保険会社は、意図はともかく、結果的には、単年度の利益より、長期的な利益に結びつく設備投資や研究開発支出を重視するように投資先企業を誘導してきたと考えられる。また、年金の影響力は生命保険会社や外国人ほど大きくないと考えられる。これは、第1節で述べた大村・首藤・増子（2001）の見解、すなわち年金は個別投資先企業に対するコーポレートガバナンスへの関与にあまり興味を持たないとする結論と一致する。

#### 4. 結論

本研究では、大株主としての生命保険会社が、投資先企業の行動や収益性にいかなる影響を与えているのか、外国人投資家や年金と比較しながら明らかにすることを試みた。その結果、生命保険会社の持株比率の高さは、その後の設備投資や研究開発支出の大きさにプラスに働く。一方、外国人投資家の場合は収益性にプラスに働く。また、年金の持株比率は企業行動や収益性にあまり影響を与えない。これは、年金基金がコーポレートガバナンスにあまり積極的ではないとの従来の見解を支持する結果である。なお、配当性向に関しては、各投資家の持株比率が影響したという証拠は得られなかった。一般に、外国人投資家は配当に対する要求が強いといわれ、また生命保険協会も毎年

のように株主への利益還元を提言している。しかしながら、今回の研究の結論を見る限り、外国人投資家や生命保険会社が株主として投資先企業の配当性向を上昇させることに成功したとはいえない。ただし、近年では配当のほか自社株買いによる資金の還元も盛んに行われるようになった。自社株買いも含めた株主還元については今後の研究課題としたい。

(本稿は、財団法人生命保険文化センターから受けた平成18年度研究助成による研究成果である。同センターに対して記して御礼を申し上げる。)

## 参考文献

- 安宅川 佳之(2003)「コーポレート・ガバナンスと機関投資家の役割」『保険学研究』580号。
- 大谷昌児(2006)「コーポレート・ガバナンスとパフォーマンスの関係」『年金レビュー』(日興ファイナンシャルインテリジェンス)2006年6月号。
- 大村敬一・首藤恵・増子信(2001)「機関投資家の役割とコーポレートガバナンス」『フィナンシャル・レビュー』December-2001。
- 川北英隆(2003)「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『フィナンシャル・レビュー』December-2003。
- 日本コーポレートガバナンス研究所(2003)「2003年度「コーポレートガバナンスに関する調査」報告書」
- 馬場大治(2000)「日本的コーポレートガバナンスの変貌と企業経営」『甲南経営研究』41巻1・2号。

- 藤井康弘・鈴木誠(2004)「米国年金基金の投資戦略」東洋経済新報社。
- 藤島裕三(2004)「JCGRのコーポレート・ガバナンス調査」『年金ニュースレター』(大和総研)2004年7月号。
- 宮島英昭(2003)「多様化する日本企業の統治構造—高まる機関投資家への期待とガバナンス評価の試み」『経済産業ジャーナル』2003年7月号。
- 宮島英昭・蟻川靖浩・斎藤直(2001)「日本型企业統治と「過剰」投資—石油ショック前後とバブル経済期の比較分析—」『フィナンシャル・レビュー』December-2001。
- 米澤康博・佐々木隆文(2001)「コーポレート・ガバナンスと過剰投資問題」『フィナンシャル・レビュー』December-2001。
- 若杉敬明(2004)「日本企業のガバナンスと企業業績JCGRの2003年ガバナンス調査から」『株主が目覚める日—コーポレート・ガバナンスが日本を変える—』若杉敬明監修 所収、商事法務。
- Carleton, W. T., J. M. Nelson, and M. S. Weisbach, (1998), 'The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF', *Journal of Finance*, Vol. 53.
- Karpoff, J. M., P. H. Malatesta, and R. A. Walking(1996) "Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence." *Journal of Financial Economics*, Vol. 42.
- Lichtenberg, F. R. and G. M. Pushner (1994) "Ownership structure and corporate performance in Japan." *Japan and the World Economy*, 6.