

外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係 —分散不均一性による同時方程式の識別—

一橋大学 岩壺 健太郎
一橋大学大学院 外木 好美

1990年代以降、日本の上場企業の株式所有構造は大きく変化した。1960年代から1970年代にかけて形成された金融機関と企業との株式持ち合い、および事業会社同士の持ち合いが1990年代に入って解消されるに伴い、金融機関と事業会社の持株比率は低下傾向にある。それに代わって日本企業の株式保有を増やしたのが外国人投資家である。これまで株式の持ち合いにより株主からの規律付けを免れてきた日本の経営者が、外国人投資家の持株比率の上昇によって株主価値の向上を強く意識するようになったのかは、実証的に興味深い問題である。

既存研究によると、外資比率の上昇は日本企業のパフォーマンスに貢献するという結果が多く報告されている。しかしその一方で、外国人投資家の株式所有を外生とするこれらの実証結果は、外国人投資家に高パフォーマンス企業の株式を保有する傾向があることを示しているに過ぎないという逆の因果関係を強調する見方もある。したがって、株式所有と企業のパフォーマンスの因果関係を明らかにするためには両者の内生性を考慮する必要がある。内生性を考慮することの重要性はたびたび指摘されてきたものの、これまでのコーポレート・ガバナンスの研究ではその困難さにより十分に説得的な推計方法が採られていなかった。

そこで本稿では、このような内生性の問題を克服するために、Rigobon (2003) の分散不均一性による同時方程式の識別法を利用し、外資比率と企業価値の因果関係の解明を試みる。Rigobon (2003) の不均一分散を用いた識別法の特徴は、外資比率と企業価値を表すトービンの Q の分布が右への歪みをもっていることから生じる分散不均一性を推計に利用できることと、説明変数に除外制約を課す必要がないためにいずれの推計式にも同じ説明変数を入れることができることである。

推計した結果、外資比率の推計式において Q の係数は負、 Q の推計式において外資比率の係数が正という結果が得られた。これは、企業価値が低くなると外資比率が上昇する一方で、外資比率が高くなるとその企業は企業価値が高まるということを表している。外国人投資家の投資能力の高さを示す証左であると同時に、外国人投資家によって株式を多くの保有された企業の企業価値が上昇するという経営向上効果を表している。さらに、外資比率の上昇が企業価値に与える影響は、内生性を考慮しない場合よりもはるかに高く、両者の内生性を考慮することの重要性が確認された。