

わが国機関投資家の株式保有と 従業員の利益¹

壺 内 慎 二
三 和 裕美子

要 旨

本稿は日本のガバナンス改革の効果についての研究報告である。スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード導入後、国内機関投資家は受託者責任や運用効率を求められると同時に、企業への監視も期待されるようになった。これら2つのコード導入前後の株主利益や従業員利益と機関投資家との関係性を分析することで、日本のガバナンス改革の効果を示すことが本稿の目的である。2008年から2020年に東京証券取引所1部上場企業のうち3月決算企業935社について、配当、従業員給与、雇用と国内・海外機関投資家全体の株式所有比率を観察したところ、赤字の場合には機関投資家の株式所有比率が大きいほど配当が削減され、従業員の給与あるいは雇用の削減が抑制されていた。この観察から、企業が赤字のとき機関投資家の株式所有比率が大きいほど配当の削減率が大きく給与や雇用の削減率が小さい、また、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード導入後ではこれらの関係が強くなる、という仮説が得られた。バイバリエイト・プロビットモデルを用いて配当と従業員給与、配当と従業員雇用との同時決定を分析したところ、これらの仮説が支持された。この分析結果は、2つのコード導入後に国内機関投資家が株主利益と従業員利益に影響を及ぼしていることを示唆するものであり、日本のガバナンス改革の効果を示す結果であった。

キーワード：機関投資家、株主利益、従業員利益、スチュワードシップ・コード、
コーポレートガバナンス・コード

1 本研究は日本学術振興会科学研究費補助金（課題番号21K01709、研究代表者：壺内慎二）の助成を受けたものである。

目 次

- | | |
|-----------------------|-------------------|
| 1. はじめに | 4.1 株主利益と従業員利益の相反 |
| 2. 機関投資家と企業の配当政策・雇用政策 | 4.2 分析モデルとデータ |
| 2.1 機関投資家と株式所有 | 4.3 分析結果 |
| 2.2 機関投資家と配当・給与・雇用 | 4.4 考察 |
| 3. 既存研究 | 5. おわりに |
| 4. 分析 | |

1. はじめに

2000年以降、上場企業の配当や自社株買いは増加している。配当と自社株買いを合わせた株主還元総額は本稿の分析で用いたサンプル（東京証券取引所1部上場企業935社）で、最も少ない2009年度で約5.2兆円、2020年度では約14兆円であり、2000年代を通じて増加傾向であった。このような株主還元の増加は外国人投資家と関係している。彼らの多くは海外の年金基金、生命保険・損害保険など加入者からの資金を受託して運用する機関投資家である²。アメリカの機関投資家は受託資金を確実に運用する義務を負っており³、投資先企業が減益でも議決権を行使して増額を要求するほどである⁴。一方、従業員の平均給与は2010年の461.0万円をピークに2020年の435万円まで減少している⁵。このような従業員利益の減少もまた外国人投資家の増加が関係しているとする研究もある。例えば、外国人投資家と配当及び雇用との関係を実証した研究では、外国人投資家と配当とは正の

相関、雇用とは負の関係であることが報告されている⁶。

2014年に日本版スチュワードシップ・コードが導入され、国内機関投資家も受託者責任や運用効率を求められようになった。また、2015年にコーポレートガバナンス・コードが導入され、日本のコーポレート・ガバナンス改革が進み、企業と機関投資家との対話が促進されるようになった。本稿の分析で用いたサンプルでは2つのコード導入後に配当の増加率や従業員給与、雇用の削減率が大きくなっている。2つのコード導入後の配当増加や従業員給与や雇用の減少は国内機関投資家の運用効率と受託者責任の結果であろうか。本稿では、このような問題意識の下、国内外の機関投資家が配当と従業員利益や雇用に与える影響と2つのコード導入後の国内機関投資家の行動を分析する。

2008年から2020年に東京証券取引所1部に上場している企業のうち、3月決算の企業935社について、配当、従業員給与、雇用と国内・海外機関投資家全体（以下、機関投資家とする）の株式所有比率を観察したところ、赤字の場合

2 機関投資家とは年金基金、生命保険・損害保険など加入者からの資金を受託して運用している機関の総称である。鳥居（2017）、11頁参照。

3 企業年金を運用する機関投資家に対して課せられている受託責任（1974年 elisa 法）。

4 「「減益でも増配」最多に」日本経済新聞2019年5月30日朝刊。

5 国税庁「民間給与実態統計調査令和3年」より、個人の平均給与。

6 富山（2001）、安井（2005）、川口・西谷（2011）、壺内（2014）は外国人投資家が増えれば配当が増加し、雇用調整が進むことを実証している。

には機関投資家の株式所有比率が大きいほど配当が削減され、従業員給与あるいは雇用の削減が抑制されていた。また、この傾向は2つのコード導入後に強かった。この観察から、機関投資家は株主利益だけを追求するのではなく、株主利益と従業員利益との「調整」を行っているのではないかという想定の下、バイバリエイト・プロビットモデルを用いて配当と従業員給与、配当と従業員雇用との同時決定を推定した。その結果、①企業が赤字のとき、国内機関投資家の株式保有比率が高いほど配当の削減率が大きく給与の削減率が小さい、②企業が赤字のとき、国内機関投資家の株式保有比率が高いほど雇用の削減率が小さい、また、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード導入後ではこれらの関係が強くなるという結果が得られた。この結果は企業の利益配分を国内機関投資家が調整していることを示唆するものであった。

本稿の構成は次の通りである。2章では株主利益を配当、従業員利益を給与と雇用とし、国内・海外機関投資家の増加と増減率から機関投資家が利益の調整をしているという仮説を示す。3章では株主利益と従業員利益の同時決定問題を扱った既存研究をサーベイし、本研究の新規性を示す。4章ではバイバリエイト・プロビット分析を用いて、株主利益と従業員利益との同時決定を推定し、結果とその解釈を示す。

2. 機関投資家と企業の配当政策・雇用政策

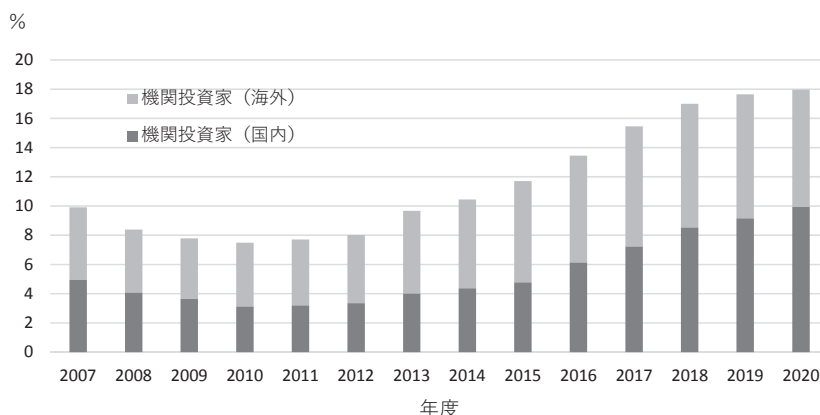
2.1 機関投資家と株式所有

本稿で使用する機関投資家の定義およびデータは Quick FactSet から得たものを使用している。Quick FactSet は長期投資のブロックホルダーを機関投資家としている。2000年代ではこれら投資家がサンプル企業の株式を半数以上所有しており、2020年度では57.2%に達する。ブロックホルダーから内部所有者と短期のブロックホルダーを除き、長期保有目的のブロックホルダーの所有推移を表したものが図表1「機関投資家株式所有比率推移」である。保有については売買回転率に基づいて四半期以内に売買をしているブロックホルダーを超短期、四半期から半年での売買を短期、半年から1年以内を中期、1年以上を長期、2年以上を超長期と分類している。本稿の分析における機関投資家はブロックホルダーから内部者を除き、この分類における1年以上の長期および超長期のブロックホルダーを機関投資家としている⁷。長期機関投資家に限定した理由は、スチュワードシップ・コードやガバナンス・コードの目的である投資先企業との対話やエンゲージメントを通じたモニタリングを行うことが機関投資家に期待されているからであり、企業の長期的な目標をモニタリングできるのは長期保有を目的とする機関投資家だからである⁸。このような機関投

7 長期投資のブロックホルダーは、銀行信託部、証券ブローカー、ファミリーオフィス、ヘッジファンド、資産運用会社、保険会社、年金基金、寄付金などである。機関投資家とは年金基金、生命保険・損害保険など加入者からの資金を受託して運用している機関の総称としているため、証券ブローカーやファミリーオフィスを機関投資家に含めることは適切ではない。しかし、データの制約上（Quick FactSet のデータ分類上）、本稿では Quick FactSet のブロックホルダーを機関投資家として扱う。

8 長期機関投資家のスチュワードシップ責任については経済産業省（2017）、5～8頁を参照のこと。

図表1 機関投資家株式所有比率推移



(注) 機関投資家は Quick ファクトセット社が算出するブロックホルダーから内部者および1年未満の短期保有者を除いたブロックホルダー。

(出所) Quick FactSet 社の機関投資家データより作成。

資家は2010年度以降、増加傾向にあり、2020年では約18%（国内9.9%、海外8%）であった。次節では機関投資家と企業の配当政策、雇用政策の関係を観察する。その後、機関投資家が配当と従業員給与や雇用に及ぼす影響を明らかにする。

2.2 機関投資家と配当・給与・雇用

東京証券取引所1部上場企業のうちサンプル期間すべてでデータが入手できた936社について、株主利益である配当、従業員利益である給与および雇用に分け、その増減率、機関投資家の影響を算出した。図表2「機関投資家と配当・雇用・給与の増減率」は機関投資家の持ち分比率の上位25%の企業群のみの数値を取り出した表である。増減率はそれぞれ1年間の増減率である。ただし、配当の増減率だけはマイナス

100%からプラス100%の範囲内に収まるよう加工している。平均は調査期間における各年度増減率の平均、2008-2013は2008年度から2013年度の各年度の増減率平均、2015-2020は2015年度から2020年度の各年度の増減率平均を表している。期間を分けているのは2つのコード導入後では国内機関投資家の経営政策への影響が強く出ることを想定しているからである。また、当期純利益が二期連続マイナス企業については赤字1期、赤字2期とし、これら企業群についての配当、給与、雇用に対する機関投資家の影響を算出した⁹。企業がどちらかの利益を優先しなければならない状況下における機関投資家の影響をみるためである。差は平均から機関投資家の持ち分比率の上位25%の企業の値を引いた数値（「平均-機関投資家」）である。

配当増減率についてコード導入後では企業の

9 当期純利益が赤字でも過去の利益が企業内部に準備金として蓄積されている場合、その準備金（利益準備金）を原資として配当を行うことができる。しかし、利益準備金をすべて配当原資にできるわけではなく、貸借対照表の純資産額から資本の額、法定準備金の額、その決算期に積み立てることを要する利益準備金の額、特定の繰延資産の一定額、資産を時価評価した場合の評価益を控除した額を限度としてのみこれを行うことができるという財務上の制約がある（商法290条1項）。本稿では配当を減らす確率に焦点をおいているため、減配が財務上の制約によるものかは考慮していない。

図表2 機関投資家と配当・雇用・給与の増減率

(単位%)

	年度	全体			赤字1期× 機関投資家			赤字2期× 機関投資家		
		全体	機関投資家	差	赤字1期企業	赤字1期× 機関投資家	差	赤字2期企業	赤字2期× 機関投資家	差
配当	平均	5.19	3.08	-2.10	-4.66	-13.28	-8.62	-6.23	-26.00	-17.77
	2008-2013	3.31	-1.45	-4.76	-4.62	-11.48	-6.85	-7.71	-32.93	-25.22
	2015-2020	5.63	6.14	0.50	-6.19	-11.78	-5.59	-5.95	-30.93	-19.82
給与	平均	-0.13	-0.53	-0.40	-1.72	-1.32	0.41	-3.23	-2.82	0.42
	2008-2013	-0.84	-1.91	-1.07	-2.78	-2.21	0.57	-4.42	-4.22	0.20
	2015-2020	0.21	0.28	0.06	-1.05	-0.77	0.28	-2.72	-1.14	1.58
雇用	平均	1.49	1.56	0.07	-1.02	-1.33	-0.31	-4.34	-1.94	2.40
	2008-2013	1.36	1.17	-0.18	-1.03	-1.65	-0.62	-4.05	-1.85	2.20
	2015-2020	1.51	1.85	0.34	-1.32	-1.67	-0.34	-5.37	-2.42	2.94

- (注) 1) 配当の増減率はマイナス100～プラス100%の範囲になるよう加工している。
 2) 機関投資家は機関投資家の株式持ち分比率が全体の上位25%の企業群の平均値である。
 3) 当期純利益がマイナスの場合、赤字としている。
 (出所) 機関投資家は Factset 社より、赤字はプロネクスト社の eol データより作成。

配当増加率は大きく、また、機関投資家の多い企業では増加率がより大きくなっていることである。ところが、経営が悪化している状況－赤字1期目、赤字2期目では配当削減率はコードの導入前後にかかわらず、機関投資家の多い企業の方が大きい。例えばコード導入前、赤字1期目には赤字1期企業全体と比較して、機関投資家の多い企業の方が6.85ポイント、導入後でも5.59ポイント多く配当が削減されている。2期目でも機関投資家の多い企業の方が赤字1期目に25.22、2期目に19.82ポイントと赤字2期目企業全体と比較して削減率が大きくなっている。これら事実から機関投資家が増えると、配当の増減率が大きくなるのが分かる。機関投資家は経営状態が安定しているときにはより利益の分配を求め、経営状態が悪化しているときには利益分配を抑制するよう企業の配当政策に介入する。この傾向は2つのコード後に強くなっている。

給与増減率について特徴的なことは、機関投資家の多い企業の方が増加率も削減率も大きくなることである。しかし、減少率は赤字のとき

小さくなり、コード導入後では減少率はさらに小さくなる。機関投資家が増えるとコード導入前後にかかわらず、給与の削減も増加も大きくなる。分析期間全体では機関投資家の多い企業では全体よりも0.4パーセントポイント多く給与を削減、コード導入前では1.07パーセントポイント多く削減、コード導入後では0.06多く給与を増加させている。経営が悪化した状況では赤字1期目でコード導入前後にかかわらず機関投資家の多い企業群の方が給与の削減率は小さい(コード導入前で0.57パーセントポイント、導入後で0.28パーセントポイント削減率が小さい)。赤字2期目も同様である(コード導入前で0.20パーセントポイント、導入後で1.58パーセントポイント削減率が小さい)。

雇用増減率について特徴的なことは、赤字2期目に機関投資家の多い企業では雇用削減率が小さくなることである。赤字1期目の雇用状況を見ると、コード導入前に赤字企業全体では1.03%の雇用削減に対して、機関投資家の多い企業では1.65%の雇用削減、コード導入後は赤字企業全体で1.32%の雇用削減に対して機関投

わが国機関投資家の株式保有と従業員の利益

資家の多い企業では1.67%の雇用削減と両期間で機関投資家の大企業の方が削減率は大きかった。しかし、赤字2期目ではコード導入にかかわらず機関投資家の多い企業の方が削減率は小さい。

以上の観察から次の仮説が導かれる。

仮説1 企業が赤字のとき、機関投資家の株式所有比率が大きいほど配当の削減率が大きい

仮説2 企業が赤字のとき、機関投資家の株式所有比率が大きいほど給与の削減率が小さい

仮説3 企業が赤字のとき、機関投資家の株式所有比率が大きいほど雇用の削減率が小さい

仮説4 スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード導入後では仮説1～3の関係が強くなる

2000年代には機関投資家の増大とともに株主利益を代表する機関投資家の発言力が大きくなり、企業は必要以上に株主還元を以前よりも重視するようになった¹⁰。しかし、機関投資家は成長に結びつかない増配や自社株買いを評価せず、また、経営戦略に欠けたその場しのぎの給与や雇用の抑制、削減も評価しない。持続的な

成長や企業価値の向上には、企業のコア・コンピタンスを構成する従業員の利益を尊重しなければ困難であろう¹¹。機関投資家はこのような経営を株主還元の抑制や給与増減、雇用増減によって修正したと考えられる。雇用の削減比較で1期目に機関投資家の多い企業の方が削減率は大きく、2期目に削減率が小さいのは調整の時間的なずれが原因かもしれない。労働経済学では雇用者数は生産の動きに対して一定期間のラグをもって変動することが指摘されているからである。

また、機関投資家による給与や雇用の調整が2つのコード導入後に顕著に現れたことから、国内機関投資家の影響であると考えられる。国内機関投資家は2014年のスチュワードシップ・コードによって受託者責任や運用効率を求められようになった。国内機関投資家は企業の経営状態が良好な時には自らの利益を追求すると同時に、従業員の利益も重視する。企業は経営が悪化すると従業員利益を抑えて株主利益を重視するが、国内機関投資家は株主利益や従業員利益の削減を抑制する。企業の持続的な成長のため企業外部から企業経営を客観視し、発言権を行使、企業をモニタリングすることによって企業の持続的な成長を促していると考えられる。したがって以上の仮説を実証できれば、このような国内機関投資家の調整は2つのコード導入が影響しているといえる。

10 日本経済新聞2019年5月30日朝刊「減益でも増配」最多に」より、2019年3月末に最終減益にもかかわらず増配した企業数は金融・新興企業を除いた上場企業1409社中、268社あったことが報じられている。この背景には企業が内部留保を積み増すより、配当や自社株買いで還元した方が株主に評価されるとの考えが広まりつつあることが指摘されている。

11 機関投資家が経営者に株主利益と従業員利益との調整を求めることは世界中で見られる。コロナ禍で雇用不安が高まる中、は企業に従業員の健康と福祉の重視や雇用維持を求めたり、有給休暇の付与を求めたりしている（日本経済新聞2022年4月27日朝刊「配当より雇用維持を」より）。

3. 既存研究

株主のガバナンスが企業の経営政策に与える影響に関する実証分析としては大きく3つに分けられる。一つ目は株式所有構造の変化と企業パフォーマンスの関係を実証した研究、二つ目は株式所有構造の変化が雇用に与える影響を実証した研究、そして、三つ目は株式所有構造の変化が株主利益と雇用などの従業員利益へ同時に与える影響を実証した研究である。

一つ目の株式所有構造の変化が日本企業の経営政策に与える影響を実証した研究では、株式所有構造と企業パフォーマンスに関する研究が多い。1990年代後半以降は系列の解消、メインバンクに代わる外国人投資家の株式所有の増大などから、株主によるガバナンスの必要性が認識されたからである。このような株式所有構造がコーポレート・ガバナンスに与える影響については、外国人投資家が株主利益、例えば配当政策や株主還元政策に与える影響や企業パフォーマンスに与える影響が分析され、外国人投資家の株式所有比率が上がるほど、企業パフォーマンスや企業価値が上昇することが報告されている¹²。

二つ目は株式所有構造の変化が雇用に与える影響の実証分析である。Ofek (1993) は、1983年から87年の間にニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、ナスダック市場で取り引きされている企業を対象にして株式所有構造が企業のガバナンスにどのような影響を与えるかを分析している。その結果、業績が悪化した場合、内部経営者の株式所有比率が高いほど、資

産のリストラや従業員の解雇を行う可能性が小さく、外部大株主の株式所有比率が5%以上ある場合には資産のリストラや従業員の解雇を行う可能性が高いことを明らかにしている。日本企業の実証研究では、富山 (2001) や小佐野 (2005)、野田 (2008) が挙げられる。これらの研究でも外国人投資家の持株比率が上昇すると雇用調整速度を早め、その結果、経営効率が上昇することを報告している。また、富山 (2001) では、メインバンクとの関係の強さが雇用調整速度に与える影響を分析しており、メインバンク系列企業で調整速度が遅いことを確認している。野田 (2001) と同様に安井 (2005)、川口・西谷 (2011) もメインバンクの影響力が強いほど雇用調整速度が遅い傾向にあることを指摘している。これらの研究は従業員重視のガバナンスであれば雇用調整速度が遅くなり、株主重視のガバナンスであれば雇用調整速度が速くなるという点で一致しており、従来のコーポレート・ガバナンス論と整合的である。

三つ目の株式所有構造の変化が株主利益と従業員利益に同時に与える影響を実証した研究は多くはない。従来、従業員利益である雇用、給与、福利厚生などはコストであり、株主利益の原資とは関係が薄いと考えられていたためであろう。株主利益一つである配当は最終利益である当期純利益を原資としている。当期純利益はそのほかの条件を一定とすれば、企業経営にかかるコストを削減すれば増大する。こう考えると、過度な株主利益の追求は従業員の利益である雇用を削減して達成する可能性も否定できない¹³。シュライファー & サマーズ (Shleifer &

12 例えば、宮島・保田 (2015)。

13 実際には当期純利益すべてを配当できるわけではない。日本では、配当額の10分の1を利益準備金として積み立てる必要がある (商法290条の1項) などの制約がある。

Summer, 1988)の研究でも、外部の大株主の株式所有比率が高いときには経営の合理化を進めるため雇用調整を行うが、実際には株主の利益である配当原資を確保するためであることが実証されている。株式所有構造が株主の利益重視か従業員の利益重視かについての研究としては、配当と人的資本をテーマに実証を行った広田・山田(2006)、株式所有構造の変化と付加価値の分配を扱った岡村(2007)、経営赤字の下で株主利益と従業員利益のトレードオフを検証した久保克行(2011)、佐々木・花枝(2012)などがある。

例えば、広田・山田(2006)は人的資本の重要性が財務政策(主に配当政策)に与える影響を分析している。企業の従業員が企業特殊的な投資を行っている場合、株主のみならず従業員も将来の企業価値に対する何らかの請求権をもつ。そして、企業は企業特殊的な投資へのインセンティブを確保するために利益をできるだけ社内に留保し、財務上の安全を確保、暗黙の契約を守ることを信用させる必要がある。一方、株主資本を利用することが重要な場合には当期の利益を配当の形で支払うことが合理的であるとし、「従業員の企業特殊的な投資がみられる企業ほど配当を抑制する」「株主資本が必要な企業ほど配当を支払う」という仮説を検証している。分析では、人的資本の重要性が高い企業ほど、増配を実施する確率が低く、減配する確

率が高いという実証結果であった。そして、人的資本の重要性が高い企業は、利益を配当の形で社外に支払うことを抑制すると結論付けている¹⁴。

最近では企業と株主は対立するものではなく、持続的な成長に向けた対話を通じて企業価値を高めていく傾向にある。例えば、企業が株主との対話を通じて、持続的成長に向けた資金を獲得し、企業価値を高めていくための分析、提言を行った「伊藤レポート」¹⁵や「伊藤レポート2.0」¹⁶が代表的である。佐々木・花枝(2012)は企業と株主の対話を直接扱った研究ではないが、株主利益と従業員利益との両立を示唆している点で重要である。彼らは1999年から2011年の3期連続経常赤字企業1,379社を対象に、配当政策と雇用政策に従業員の賃金を加え三者の関係を同時に検証している。佐々木・花枝は配当と雇用に正の相関を、雇用と賃金の間に負の相関を見出し、企業が危機的な状況に陥った場合、配当と賃金を削減し、雇用を維持しようとする「損失の共有」が行われていると結論付けている。しかし、外国人持株比率が高い企業の場合、この関係が弱まること、配当の削減よりも雇用や賃金の削減を優先することも報告されている。

以上をまとめると、株式所有構造の変化が株主利益や従業員利益に及ぼす影響に関する実証研究では、株主の代理変数として外国人投資家

14 広田真一・山田宏昭(2006)を参照のこと。

15 経済産業省の「『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト」最終報告の通称。企業と株主との間の「協創」と表現される、両者の長期的な企業価値創造を指針とした一種の協力関係を構築(エンゲージメント)し、企業による長期的イノベーションを促し、日本の経済成長につなげるべきであると提言している。(みずほ証券ファインダンス用語より、https://glossary.mizuho-sc.com/faq/show/319?category_id=1&site_domain=default)

16 「伊藤レポート2.0」では、伊藤レポートで示された企業と投資家の「協創」(協調による価値創造)に向けて、より具体的な道筋を検討している。主たる検討課題は、①企業による戦略投資がどのように行われ、それをどのように評価すべきか、②投資家の資動向が現状どのようになっていて、今後いかにすれば中長期的な投資を促せるか、の2点である。(みずほ証券ファインダンス用語より)

の増大（金融機関の減少）が用いられ、従業員利益に影響を及ぼすかについての実証では雇用調整が用いられることが多かった。株主利益と従業員利益の同時決定を扱った研究でも同様である。これらの分析では、企業の株式所有において外国人投資家が増えれば（金融機関が減少すれば）、株主利益が増え、雇用が削減されるという結果が報告されている。また、既存研究では株主利益か従業員利益かのトレードオフが分析の前提となっており、「株主と従業員の利益・損失の共有」を前提とした実証研究は佐々木・花枝（2012）のみであった。企業が経営危機に陥った時、すぐに正規従業員の雇用調整を行わず、非正規雇用の雇止めや正規従業員の給与削減を行った後に正規従業員の雇用削減を行う企業は多い¹⁷。このことを考慮すると、分析において従業員利益を雇用と給与に分ける必要がある。また、最近では企業と投資家是对立するものではなく、持続的な成長に向けた対話を通じて企業価値を高めていく存在へと変わってきている。企業との対話を期待されているのは機関投資家である。既存研究のように株主利益の代理変数を外国人投資家ではなく機関投資家と変更すべきであると考えられる。本研究では株主利益を代理する存在として、機関投資家を、そして、従業員の利益を雇用と給与に分けて、株主利益と従業員利益の同時決定問題として分析する。この点に本研究の新規性が認められる。

4. 分析

4.1 株主利益と従業員利益の相反

本章では2章で導いた4つの仮説を検証する。仮説1～3の検証では、ある特殊な状況下で企業が株主の利益か従業員の利益かを選ばざるを得ない状況を設定し、企業はどちらを優先するのかを、そして、その意思決定に機関投資家が影響するのかを分析する。既存研究と同様、株主利益か従業員利益かのどちらかを選ばざるを得ない状況を二期連続赤字のときと仮定して仮説の検証を行う。従来の研究では従業員の利益を雇用のみに絞り、雇用が二期連続赤字下で削減されるかどうかを検証しているが、本検証では従業員の利益を雇用と給与に分けて分析する。伝統的な日本企業では給与の削減で経営危機を吸収できない場合にはじめて雇用調整を行うからである¹⁸。株主利益は配当とする。また、国内機関投資家の影響を分析するために分析期間を前期（2007–2013年度）と後期（2014–2020年度）に分ける。

4.2 分析モデルとデータ

分析にはバイバリエイト・プロビットモデルを用いる。被説明変数は配当を削減する・しないという2値、雇用（あるいは給与）を削減する・しないという2値である。バイバリエイト・プロビットモデルを用いるのは、雇用（あるいは給与）を削減し、株主の利益である配当原資を確保するというように、配当削減と雇用（ある

17 アベグレン（2004）、邦訳128–132頁参照。

18 既存研究の多くで従業員の利益を雇用だけを対象にしているが、佐々木・花枝（2012）は従業員の利益を雇用と賃金に分けている。そして、配当・雇用・賃金の同時決定問題として分析している。

わが国機関投資家の株式保有と従業員の利益

いは給与) 削減が同時決定されるという想定をしているためである。以下に分析の基本モデルを示す。

$$\text{prob}(y_1 = 1, y_2 = 1) = F(a + \beta_1 \text{def}_{1,i} + \beta_2 \text{def}_{2,i} + \beta_3 \text{lnsale}_i + \beta_4 \text{roa}_i) \quad \dots (1)$$

$$\text{prob}(y_1 = 1, y_3 = 1) = F(a + \beta_1 \text{def}_{1,i} + \beta_2 \text{def}_{2,i} + \beta_3 \text{lnsale}_i + \beta_4 \text{roa}_i) \quad \dots (2)$$

$$y_1 = \text{div}_t - \text{div}_{t-1} \quad y_1 = 1 \text{ if } y_1 < 0, y_1 = 0 \text{ otherwise} \quad \dots (3)$$

$$y_2 = \text{employees}_t - \text{employees}_{t-1} \quad y_2 = 1 \text{ if } y_2 < 0, y_2 = 0 \text{ otherwise} \quad \dots (4)$$

$$y_3 = \text{wage}_t - \text{wage}_{t-1} \quad y_3 = 1 \text{ if } y_3 < 0, y_3 = 0 \text{ otherwise} \quad \dots (5)$$

被説明変数 y_1 は配当 (div) を削減する確率、 y_2 は雇用 (employees) を削減する確率、 y_3 は給与 (wage) を削減する確率をそれぞれ表す。配当は年間配当総額、雇用は期末の年間平均従業員数、給与は年間平均給与をそれぞれ用いる。これらは連結ベースの数値であるが、平均給与に関しては連結ベースの数値が入手できないため親会社単体ベースの数値を用いた。説明変数 def_1 は当期純利益¹⁹が1期のみ赤字、 def_2 は当期純利益が2期連続での赤字を表している。添え字 i は各企業を表す。lnsale は当期売上高の自然対数値、roa は当期総資産利益率 (ROA) である。いずれも連結ベースの数値であるが、

データがない場合には単体の数値を用いている。分析ではプーリングデータを用いる²⁰。また、基本となる分析モデルに機関投資家および機関投資家と赤字との交差項を加えたモデルが以下である。

$$\text{prob}(y_1 = 1, y_2 = 1) = F(a + \beta_1 \text{BI}_i + \beta_2 \text{def}_{1,i} + \beta_3 \text{def}_{2,i} + \beta_4 \text{BI}_i \times \text{def}_{1,i} + \beta_5 \text{BI}_i \times \text{def}_{2,i} + \beta_6 \text{lnsale}_i + \beta_7 \text{roa}_i) \quad \dots (6)$$

$$\text{prob}(y_1 = 1, y_3 = 1) = F(a + \beta_1 \text{BI}_i + \beta_2 \text{def}_{1,i} + \beta_3 \text{def}_{2,i} + \beta_4 \text{BI}_i \times \text{def}_{1,i} + \beta_5 \text{BI}_i \times \text{def}_{2,i} + \beta_6 \text{lnsale}_i + \beta_7 \text{roa}_i) \quad \dots (7)$$

BI は機関投資家の株式所有比率 (%) を表す。機関投資家はさらに国内機関投資家と海外機関投資家に分けられる。機関投資家を国外と国内に分けて分析するのは、国内機関投資家よりも海外機関投資家の方が株主利益を追求する等の違いをみるためと、ガバナンス改革の影響をみるためである。国内機関投資家は機関投資家 BI に添え字 d をつけ BId、海外機関投資家は機関投資家 BI に添え字 f を付け表す。

係数の符号について、削減される確率が高まる場合、プラスの符号、削減する確率が下がる場合マイナスの符号となる。売上が上がるほど減配、雇用調整、給与削減の確率が減るため売上の係数はマイナスと予想される。ROA の係数も同様の理由でマイナスと予想される。経営状態が悪化したとき、すなわち赤字が1期 (def_1)、2期連続 (def_2) のときは配当、雇用、給与すべての係数がプラスと予想される。しか

19 2015年4月1日以後に開始する連結会計年度から連結財務諸表における当期純利益の定義が変更されたため、2015年度以降の分析では「親会社に帰属する当期純利益」を用いている。しかし、当期純利益は2015年度以前と実質的に変わりはない。

20 年度が異なれば同じ企業であっても別のサンプルとみなされる。

図表3 符号の予測

変数	def ₁	def ₂	BI	def ₁ × BI	def ₂ × BI	lnsale	roa
div	+	+	-	-	-	-	-
wage	+	+	+	+	+	-	-
employees	+	+	+	+	+	-	-

(注) 被説明変数である div, wage, employees は削減確率を表す。説明変数の符号がプラスであればそれぞれの削減確率の上昇を、マイナスであれば削減確率の低下を意味する。

し、日本企業が従来の経営政策を変えなければ、この限りではない。雇用調整せずに経営の悪化を減配と給与削減で乗り切ろうとするからである。機関投資家全体では株主の利益を守るため減配についてはマイナス、給与、雇用ではプラスと予想される。以下図表3「符号の予測」に係数の符号予測をまとめる。

4.3 分析結果

4.3.1 分析結果 (2008-2013年度)

企業が赤字のとき、配当と給与のどちらが優先されるかといった同時決定、および、配当と

雇用のどちらが優先されるかという同時決定それぞれの分析結果を図表4「分析1 赤字の影響 (2008-2013年度)」にまとめて示す。赤字1期目を表す変数 def₁の係数は配当 (div), 給与 (wage), 雇用 (employees) のうち給与のみに対して有意にプラスであった。被説明変数の係数はそれぞれ削減確率を表しているの、赤字になると給与のみを削減することを意味する。企業は赤字1期目には給与を削減するが、配当や雇用に削減しないという経営政策を行っている」と解釈できる。一方、企業が連続赤字を表す変数 def₂の係数は配当 (div), 給与、雇

図表4 分析1 赤字の影響 (2008-2013年度)

	div	wage	div	employees
def ₁	0.013 (0.064)	0.373 *** (0.064)	0.005 (0.064)	0.010 (0.064)
def ₂	0.393 *** (0.081)	0.643 *** (0.085)	0.381 *** (0.081)	0.395 *** (0.082)
sale	-0.001 *** (0.000)	0.000 (0.000)	-0.001 *** (0.000)	0.000 (0.000)
roa	-0.054 *** (0.005)	-0.037 *** (0.004)	-0.056 *** (0.005)	-0.066 *** (0.005)
cons	0.106 ** (0.044)	0.140 *** (0.042)	0.116 *** (0.044)	0.100 ** (0.044)
observatio	5,610	5,610	5,610	5,610

(注) 1) 係数の符号がプラスならば、div, wage, employees の削減確率が上がる。
2) 括弧内は標準誤差。***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% で有意を表す。

図表5 分析2 機関投資家の影響 (2008-2013年度)

	div	wage	div	employees
def ₁	0.014 (0.075)	0.357 *** (0.076)	0.005 (0.075)	-0.032 (0.075)
def ₂	0.357 *** (0.092)	0.704 *** (0.097)	0.344 *** (0.092)	0.404 *** (0.094)
BI	0.012 *** (0.002)	0.005 ** (0.002)	0.012 *** (0.002)	-0.013 *** (0.002)
BI × def ₁	-0.022 (0.050)	0.013 (0.052)	-0.023 (0.050)	0.077 (0.050)
BI × def ₂	0.047 (0.066)	-0.091 (0.067)	0.050 (0.068)	0.002 (0.065)
sale	-0.001 ** (0.000)	0.000 (0.000)	-0.001 ** (0.000)	-0.001 ** (0.000)
roa	-0.060 *** (0.005)	-0.039 *** (0.004)	-0.062 *** (0.005)	-0.060 *** (0.005)
cons	-0.001 (0.049)	0.098 ** (0.048)	0.008 (0.049)	0.215 *** (0.050)
observatio	5,610	5,610	5,610	5,610

(注) 1) 係数の符号がプラスならば, div, wage, employees の削減確率が上がる。

2) 括弧内は標準誤差。***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% で有意を表す。

用 (wage) すべてに対して有意にプラスであった。この結果は、赤字が連続すると配当、給与、雇用を削減する確率が高まることを意味する。2013年度まで、経営危機の初期段階（赤字1期目）では、企業は従業員の給与を減らすことで雇用を守りつつ株主の利益を維持するが、経営状態の悪化が続く場合（連続赤字）には、株主利益も従業員利益も削減する経営を行っていたと解釈できる。

次に、機関投資家の影響を分析した結果を図表5「分析2 機関投資家の影響(2008-2013年度)」に示す。機関投資家を表すBIの係数は配当(div)、給与(wage)の同時決定で符号が有意にプラスであった。配当と雇用(employees)との同時決定では雇用に対する符号が有意にマイナスであった。この結果は、機関投資家が増

えるほど配当や給与が削減されるが、雇用は増えることを意味する。さらに、経営が危機的な状況でも変わらないのかを確かめるため、機関投資家と赤字1期および赤字2期との交差項（それぞれBI × def₁, BI × def₂）を使って分析した。しかし、有意な結果は得られなかった。

これらの結果から2013年まで、機関投資家は配当や従業員の給与を下げ、雇用を増やすことに影響を及ぼす存在であることが示唆された。

ガバナンス改革以前の国内機関投資家の特性をみるために、機関投資家を国内機関投資家、海外機関投資家に分けて分析した。結果を図表6「分析3 国内・海外機関投資家の違い(2008-2013年度)」に示す。国内機関投資家(BI_d)の係数は雇用に対してのみ有意にマイナスである。国内機関投資家が増えれば雇用を削減する

図表6 分析3 国内・海外機関投資家の違い (2008-2013年度)

	div	wage	div	employees
def ₁	0.013 (0.097)	0.315 *** (0.100)	0.007 (0.097)	-0.134 (0.097)
def ₂	0.166 (0.117)	0.790 *** (0.126)	0.153 (0.117)	0.319 *** (0.119)
BI _d	0.006 (0.005)	0.004 (0.005)	0.006 (0.005)	-0.028 *** (0.006)
BI _d × def ₁	-0.020 (0.018)	0.018 (0.019)	-0.020 (0.018)	0.020 (0.018)
BI _d × def ₂	0.058 ** (0.028)	0.009 (0.027)	0.060 ** (0.028)	0.011 (0.025)
BI _f	0.012 *** (0.003)	0.005 (0.003)	0.012 *** (0.003)	-0.009 *** (0.003)
BI _f × def ₁	0.011 (0.011)	-0.003 (0.011)	0.011 (0.011)	0.018 (0.011)
BI _f × def ₂	0.013 (0.017)	-0.037 ** (0.016)	0.012 (0.017)	0.010 (0.016)
sale	-0.001 ** (0.000)	0.000 (0.000)	-0.001 ** (0.000)	-0.001 ** (0.000)
roa	-0.060 *** (0.005)	-0.039 *** (0.004)	-0.062 *** (0.005)	-0.060 *** (0.005)
cons	0.017 (0.050)	0.096 ** (0.049)	0.025 (0.050)	0.250 *** (0.051)
observatio	5,610	5,610	5,610	5,610

(注) 1) 係数の符号がプラスならば, div, wage, employees の削減確率が上がる。
2) 括弧内は標準誤差。***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% で有意を表す。

確率が低下する結果となった。赤字1期の交差項では配当, 給与, 雇用に対して有意ではなかったが, 赤字2期目では配当に対して係数が有意にプラスであった。赤字が続くと国内機関投資家が多い場合, 2期目に配当削減がより大きくなることが示唆された。

一方, 海外機関投資家 (BI_f) の係数は配当に対して有意にプラス, 雇用に対して有意にマイナスであった。海外機関投資家が増えるほど配当の削減確率が上がり, 雇用の削減確率が低下する結果であった。また, 赤字2期目の交差

項は給与で有意にマイナスであった。2期連続赤字のような経営が危機的状况にあるときには給与削減を是正し, 企業による従業員の利益削減を緩和させていることが示唆された。

4.3.2 小括 (2008-2013年度)

分析1~3の結果から, ガバナンス改革前, チュワードシップ・コード, ガバナンス・コード導入以前の機関投資家の配当, 雇用政策への影響を次のようにまとめることができる。企業は経営状態が悪化すると (赤字), 従業員の給

与を削減することで配当や雇用を維持し、経営状態が改善しない場合（2期連続赤字）、配当や雇用も削減する。機関投資家が多い場合には配当削減は行われず、従業員の給与や雇用削減のみを行う。このような企業経営に対して、国内機関投資家は配当を抑制し、海外機関投資家は従業員の給与削減を抑制する存在であることが示唆された。

4.3.3 分析結果（2015-2020年度）

2015-2020年度の分析では、スチュワードシップ・コード、ガバナンス・コードの導入後の企業経営と機関投資家の影響を見ることによって、2つのコード導入の効果を明らかにする。2つのコード導入後に企業の株主利益や従業員利益に関する経営政策が変化している。その変化に対して国内機関投資家の影響が確認できれば、ガバナンス改革の効果を実証することができるからである。

図表7「分析4 赤字の影響（2015-2020年度）」は分析期間が2015年度から2020年度に分

析結果である。赤字1期目の係数の符号、赤字2期目、配当 (div), 給与 (wage), 雇用 (employees), すべての符号が有意にプラスである。経営が危機的な状況に陥ると株主利益も従業員利益も削減する確率が高まる結果となった。企業の経営状態が良ければ配当、給与、雇用を増やし、悪ければ削減するといった経営であると解釈できる。従業員の給与を削減することで雇用削減にまで及ばないようにしていたコード導入前の経営と異なる結果であった。

次に、コード導入後の機関投資家の影響を図表8「分析5 機関投資家の影響（2015-2020年度）」に示す。機関投資家の係数の符号は配当、給与で有意にプラスであった。コード前と大きく異なるのは赤字2期目のときである。コード導入前には赤字2期目を表す係数の符号は配当、給与、雇用のすべてでプラスに有意であった。しかし、コード導入後には給与と雇用に対してプラスで有意であり、配当に対しては有意ではなかった。赤字が続き経営状態がより悪化すると従業員の利益のみを削減する確率が高ま

図表7 分析4 赤字の影響（2015-2020年度）

	div	wage	div	employees
def ₁	0.332 *** (0.079)	0.417 *** (0.079)	0.324 *** (0.079)	0.204 ** (0.079)
def ₂	0.532 *** (0.120)	0.640 *** (0.123)	0.521 *** (0.119)	0.777 *** (0.128)
sale	-0.001 *** (0.000)	-0.001 ** (0.000)	-0.001 *** (0.000)	-0.001 * (0.000)
roa	-0.057 *** (0.005)	-0.032 *** (0.004)	-0.058 *** (0.005)	-0.066 *** (0.005)
cons	-0.107 ** (0.048)	0.018 (0.045)	-0.100 ** (0.048)	-0.031 (0.049)
observatio	5,610	5,610	5,610	5,610

(注) 1) 係数の符号がプラスならば、div, wage, employees の削減確率が上がる。
2) 括弧内は標準誤差。***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% で有意を表す。

図表8 分析5 機関投資家の影響 (2015-2020年度)

	div	wage	div	employees
def ₁	0.172 (0.131)	0.350 *** (0.131)	0.167 (0.131)	0.290 ** (0.131)
def ₂	0.137 (0.186)	0.360 * (0.190)	0.124 (0.185)	0.746 *** (0.201)
BI	0.006 *** (0.002)	0.000 *** (0.000)	0.006 *** (0.002)	-0.001 (0.002)
BI × def ₁	0.009 (0.007)	-0.039 (0.004)	0.009 (0.007)	-0.005 (0.007)
BI × def ₂	0.028 *** (0.011)	0.009 * (0.002)	0.029 *** (0.011)	0.002 (0.011)
sale	-0.001 *** (0.000)	0.003 (0.007)	-0.001 *** (0.000)	-0.001 * (0.000)
roa	-0.062 *** (0.005)	0.020 *** (0.012)	-0.063 *** (0.005)	-0.065 *** (0.005)
cons	-0.193 (0.056)	-0.115 ** (0.052)	-0.191 *** (0.056)	-0.021 (0.056)
observatio	5,610	5,610	5,610	5,610

(注) 1) 係数の符号がプラスならば, div, wage, employees の削減確率が上がる。

2) 括弧内は標準誤差。***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% で有意を表す。

る。つまり、コード導入後では機関投資家の割合が多くなると、企業は従業員利益のみを削減することが示唆された。

機関投資家が原因で株主重視の経営に変化したのかを、赤字2期目と機関投資家の交差項(BI×def₂)の係数の符号で確認する。コード導入前では配当、給与、雇用のいずれも有意ではなかったが、導入後の分析では配当、給与に対してプラスに有意となった。赤字2期目には機関投資家が多ければ配当を削減する確率や、従業員の給与を削減する確率が高まる結果となった。赤字2期目の係数が配当では有意にならなかった結果と合わせると、株主利益を過度に重視し、赤字が2期続いても配当を削減しない企業経営を機関投資家が是正したと解釈できる。

ガバナンス改革の効果をみるために、国内機関投資家と海外機関投資家の影響について分析した結果を図表9「分析6 国内・海外機関投資家の違い(2015-2020年度)」に示す。注目すべき係数は国内機関投資家と赤字1期目との交差項(BI_d×def₁)である。赤字1期目の係数の符号は給与と雇用で有意にプラスであった。ところが、赤字1期目と国内機関投資家の交差項が給与に対してプラスに有意、雇用に対してマイナスに有意であった。この結果は、給与削減を大きくして(0.282の削減確率を+0.039高める)、雇用削減を抑制(0.327の削減確率を-0.029抑制)することに機関投資家が影響していることを示唆している。ガバナンス改革以後の経営では経営状態が悪ければ初期段階でも雇用に削減するが、国内機関投資家が配当削減、

図表9 分析6 国内・海外機関投資家の違い（2015-2020年度）

	div	wage	div	employees
def ₁	0.159 (0.133)	0.282 ** (0.134)	0.156 (0.133)	0.327 ** (0.132)
def ₂	0.121 (0.193)	0.390 ** (0.194)	0.108 (0.192)	0.673 *** (0.209)
Bl _d	0.004 (0.003)	0.012 *** (0.003)	0.004 (0.003)	-0.001 (0.003)
Bl _d × def ₁	0.018 (0.015)	0.039 ** (0.015)	0.017 (0.014)	-0.029 ** (0.014)
Bl _d × def ₂	0.038 (0.029)	0.002 (0.029)	0.038 (0.029)	0.038 (0.029)
Bl _f	0.007 ** (0.003)	0.005 * (0.003)	0.007 ** (0.003)	-0.001 (0.003)
Bl _f × def ₁	0.003 (0.011)	-0.020 * (0.011)	0.003 (0.011)	0.011 (0.011)
Bl _f × def ₂	0.022 (0.022)	0.035 (0.026)	0.022 (0.022)	-0.022 (0.020)
sale	-0.001 *** (0.000)	0.000 (0.000)	-0.001 *** (0.000)	-0.001 ** (0.000)
roa	-0.062 *** (0.005)	-0.038 *** (0.004)	-0.064 *** (0.005)	-0.065 *** (0.005)
cons	-0.192 *** (0.056)	-0.123 ** (0.052)	-0.189 *** (0.056)	-0.018 (0.056)
observatio	5,610	5,610	5,610	5,610

(注) 1) 係数の符号がプラスならば、div, wage, employees の削減確率が上がる。
2) 括弧内は標準誤差。***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% で有意を表す。

給与削減をして雇用削減を抑制していると解釈できる。

一方、海外機関投資家では赤字との交差項がコード導入前後で異なる。赤字1期目と機関投資家との交差項 (Bl_f × def₁) の係数の符号が給与に対して有意にマイナスである。この結果は、赤字のときの給与の削減確率を海外機関投資家が緩和することを意味する。コード導入前には赤字2期目にこの傾向がみられたが、導入後には赤字1期目に見られた。赤字1期目に従業員の給与を下げる経営に対して、海外投資家

がこの給与削減を抑制しようとしていることが示唆される。この結果は外国人投資家が増えると雇用調整が進むという既存研究と異なる結果となった。

4.3.4 小括（2015-2020年度）

分析の結果から、ガバナンス改革後—スチュワードシップ・コード、ガバナンス・コード導入後の分析結果を次のようにまとめることができる。コード導入後、企業は経営状態に合わせて配当、給与、雇用に柔軟に増減させるように

なった。特に、経営状態が悪化した場合には、給与や雇用を削減し配当を削減しない株主利益偏重の経営政策をとるようになった。この経営政策に対して、機関投資家は配当を抑制させる存在であり、2期連続赤字のような経営状態が改善しない状況では配当抑制への影響が顕著にみられた。また、国内機関投資家は従業員の給与削減を促し雇用削減を抑制することが分かった。

4.4 考察

スチュワードシップ・コードおよびガバナンス・コード導入前後の分析から以下の3点の発見があった。第一に両コード導入後に企業の経営が変わったこと、第二にこの経営変更に対して機関投資家の影響がみられたこと、第三にガバナンス改革の効果が明らかになったことである。

第一の経営変化は伝統的な日本の大企業が市場の変化や二つのコードに対応したためだと考えられる。1990年代後半から大企業の株式相互保有が徐々に崩れ始め、海外投資家や個人投資家の株式所有比率が大きくなった。従来型の企業の存続維持や従業員利益を重視する経営と株主利益や資本市場と適合した経営が求められるようになった。この市場への対応が株主利益重視と従業員利益の抑制となって表れたと考えられる。

第二の機関投資家の影響であるが、経営変更に合わせて機関投資家の経営介入が示唆されたことである。2000年代以降の配当増加、従業員給与の減少にみられる株主利益偏重経営を国内外の機関投資家の増加の影響だとしていた。し

かし、分析では機関投資家が多いほど配当や雇用削減を抑制している結果となり、むしろ株主利益と従業員利益とをバランスさせる存在であることが示唆された。

第三のガバナンス改革の効果は、2つのコード導入後の経営変化に合わせて国内機関投資家の影響が統計的に有意であったことである。ガバナンス改革後には経営状態が悪化した初期段階で企業は給与削減と雇用削減を行う。この雇用削減に対して国内機関投資家は雇用削減を抑制することが示唆された。スチュワードシップ・コードは「企業と投資家の「競争的な関係」を促進する「建設的な対話・エンゲージメント」の重要性、そして、それらを通じた中長期的な成長と企業価値の持続的向上に向けた方策を提言するものである」²¹。機関投資家はこのコードに従い、行き過ぎた株主重視あるいは従業員軽視の経営を建設的な対話を通じて是正したものと考えられる。

以上の結果は株式所有構造の違いが株主利益と従業員利益に与える既存研究とは異なる結果となった。既存研究では株主所有構造の違いを金融機関、海外投資家の株式所有比率の違いとし、配当をはじめとする株主還元や雇用調整の程度を分析するものであった。分析結果は海外投資家の株式所有比率が増えれば（金融機関の株式所有比率が減れば）、株主還元が増えるとともに雇用調整も進むといった関係が多く報告されてきた²²。本稿のように従業員利益を給与と雇用に分けて、経営状態が悪化した状況下では給与を削減し雇用を維持するという前提を置いた佐々木・花枝（2012）の結果でも、海外投資家が多くなると株主と従業員が損失を分けあ

21 「伊藤レポート2.0」, 6頁より引用。

22 例えば、富山（2001）、安井（2001）、川口・西谷（2011）、壺内（2014）など。

う「損失の共有」が弱まることを報告していた。本稿の分析結果は配当の据置や減配と人的資本の関係性を分析した広田・山田（2006）と近い結果－利益を配当の形で社外に支払うことを抑制するため、人的資本の重要性が高い企業ほど増配する確率が低く、減配する確率が高い－となった。

5. おわりに

本稿では、国内機関投資家が株主重視経営を修正する役割を果たしているのではないかとの想定の下、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード導入前後の企業経営と国内機関投資家の影響を分析し、2つのコード導入後における国内機関投資家の役割を明らかにした。2つのコード導入後の機関投資家と企業の配当、給与、雇用を観察した結果、仮説1企業が赤字のとき、機関投資家の株式所有比率が大きいほど配当の削減率が大きい、仮説2企業が赤字のとき、機関投資家の株式所有比率が大きいほど給与の削減率が小さい、仮説3企業が赤字のとき、機関投資家の株式所有比率が大きいほど雇用の削減率が小さい、仮説4スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード導入後では仮説1～3の関係が強くなる、という4つの仮説が得られた。バイバリエイト・プロビット分析を用いて配当と従業員給与、配当と従業員雇用との同時決定を分析したところ、2つのコード導入後には機関投資家全体についておおむね仮説を支持する結果が得られた。また、機関投資家を国内、国外

と分けた分析でも、2つのコード導入後の分析で、国内機関投資家が株主重視の経営を修正することが示唆された。これらの結果から、国内機関投資家は株主と従業員間の損失の偏りを「均（なら）して」いるといえる。コード導入前には、国内機関投資家は経営に口を出さないサイレント・パートナーとされていたが、コード導入後では積極的に経営介入していることが示唆された。本研究の貢献はこのように国内機関投資家の株主利益・従業員利益間の利益調整を明らかにすることで、日本のガバナンス改革の効果を実証したことである。

本研究の貢献とは別に分析の限界もある。株主の利益を配当、従業員の利益を給与と雇用に限定していることである²³。株主利益は近年の研究では配当と自社株買いを合わせた株主還元額を使っていることが多い。しかし、自社株買いは一時的な株主還元手段なので、本稿の分析では利益還元の継続性を重視して株主利益を配当のみとしている。次に、企業にとって給与と配当、雇用と配当は同時決定なのかという問題もある。給与の請求権の方が配当の請求権よりも優先されるからである。分析方法についても、バイバリエイト・プロビット分析では機関投資家の行動を配当削減や給与削減、雇用削減の発生確率でしか分析できない。分析では企業の株主還元政策や雇用政策に機関投資家が影響を及ぼすかどうかを明らかにする目的なので、削減確率だけで実証できると判断した。機関投資家の経営政策に与える影響をより厳密に分析するのであれば、パネルデータを用いた分析の方が適していたかもしれない。以上の問題点は今後

23 久保（2011）は株主利益と従業員利益との同時決定分析の限界点として、株主利益の範囲、内生性の問題、同時決定の問題の3点を挙げている。

の課題としたい。

引用文献

- 岡村秀夫 (2007) 「企業の株式所有構造」 橋本俊詔編著『日本経済の実証分析』 東洋経済新報社, 119-139頁。
- 小佐野広 (2005) 『コーポレート・ガバナンスと人的資本』, 日本経済新聞社。
- 金融庁 (2020) 「「責任ある機関投資家」の諸原則 <日本版ステewardシップ・コード> ~投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために~」 2020年改訂版。
- 経済産業省 (2014) 「持続的成長への競争力とインセンティブ~企業と投資家の望ましい関係構築~」 プロジェクト (伊藤レポート) 最終報告書。
- 経済産業省 (2017) 「持続的成長に向けた長期渡欧し (ESG・無形資産投資) 研究会」 (伊藤レポート2.0) 最終報告書。
- 川口章・西谷公孝 (2011) 「コーポレート・ガバナンスと女性の活躍」 『日本経済研究』 65号, 65-93頁。
- 久保克行 (2011) 「配当政策と雇用調整-日本企業は株主重視になってきたのか-」, 宮島英昭編著『日本の企業統治』 東洋経済新報社, 409-438頁。
- 佐々木寿記・花枝秀樹 (2010) 「我が国企業の配当行動のマクロ分析」 『経営財務研究』 第29巻第1.2合併号, 2-31頁。
- 佐々木寿記・花枝秀樹 (2012) 「人的資本と雇用政策-賃金・雇用調整が配当政策に与える影響-」 日本経営財務研究学会第36回全国大会報告論文。
- 壺内慎二 (2014) 「コーポレート・ガバナンスと雇用調整」 『金融構造研究』 第36号, 22-33頁。
- 富山雅代 (2001) 「メインバンク制と企業の雇用調整」 『日本労働研究雑誌』 488号, 40-51頁。
- 鳥居陽介 (2017) 『株式所有構造の変遷と経営財務』 中央経済社。
- 日本経済新聞 「「減益でも増配」 最多に」 2019年5月30日朝刊。

- 日本経済新聞 「配当より雇用維持を 機関投資家が転換」 2020年4月27日。
- 野田知彦 (2008) 「メインバンクはリストラを促進するのか」 『経済分析』 180号, 36-62頁。
- 花崎正晴 (2017) 「日本型コーポレート・ガバナンス構造の再検討」 『一橋ビジネスレビュー』 2017年WIN, 94-107頁。
- 広田真一・山田宏昭 (2006) 「人的資産と配当政策: 日本企業の実証分析」 Waseda University Institute of Finance Working Paper series, WIF-06-001: June 2006。
- 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-」 『ファイナンシャルレビュー』 平成27年第1号 (通巻第121号), 3-36頁。
- 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, 97-131頁。
- 三和裕美子 (2016) 「ヘッジファンド・アクティビズムと現代企業」 『経済』 新日本出版社, 12月号 No.255, 67-76頁。
- 安井健悟 (2005) 「雇用調整における不確実性の影響について-企業パネルデータによる実証分析」 『日本労働研究雑誌』 536号, 110-122頁。
- Abegglen, J.C. (2004), '21st Century Japanese Management,' Nihon Keizai Shinbun (邦訳『新・日本の経営』) .
- Aoki, M. (1994), "Monitoring Characteristics of the Main Bank Systems," Aoki, M and H. Patrick eds. *The Japanese main bank system: its relevance for developing and transforming*, Oxford University Press, Chap. 4.
- Gaspar, J.M., M. Massa and P. Matos (2005), "Shareholder investment horizons and the market for corporate control" *Journal of Financial Economics*, vol. 76, issue 1, 135-165.
- Lintner, J. (1956), "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings,

わが国機関投資家の株式保有と従業員の利益

and Taxes,” *American Economic Review*, 46, pp.97-113.

Ofec,E. (1993),“Capital structure and firm response to poor performance An empirical analysis” *Journal of Financial Economics* 34, pp. 3-30.

Shleifer, A. and R. H. Summers (1988),” Breach of Trust in Hostile Takeovers,” ‘*Corporate Takeovers: Causes and Consequences*’, University of

Chicago Press.

Yan, S. X. and Z. Zhang (2009),“Institutional Investors and Equity Returns: Are Short-term Institutions Better Informed?” *The Review of Financial Studies*, Volume 22, Issue 2, Pages 893-924.

壺内 慎二 (名城大学経済学部教授)

三和裕美子 (明治大学商学部教授)