

『証券経済学会年報』第49号別冊
第82回秋季全国大会
学会報告論文

機関投資のスタイル，究極支配者と会社の資源配置の効率

——中国の上場企業に関する実証研究——

機関投資のスタイル，究極支配者と会社の資源配置の効率

——中国の上場企業に関する実証研究——

汪 志 平

札幌大学経営学部

1. はじめに

Shleifer and Vishny[1986]によると、機関投資家株主の存在はある程度企業の内部監督メカニズムを強化できる。實際上、近年、中国の上場企業において、機関投資家が重要な外部統治者として、コーポレート・ガバナンスのメカニズム改善に新たな可能性をもたしている。

たとえば、中国の著名な白酒メーカー「五糧液」集団は、1997年以後は絶えず多角化経営を展開していたがほとんど成功しなかった。2006年8月、多くの機関投資家の一致反対に会ったため、「五糧液」が計画していた普什集団の全体買収を放棄して、普什集団の中にある非関連の自動車業務などを除外し、酒類関連資産だけを買取った。

このケースから分かるように、上場企業の経営陣が行おうとする過剰投資に対して、機関投資家は黙認ないし退出を選ぶのではなく、結集して反対意見を表明して、その結果経営陣が不合理な買収計画を諦め、より合理的な意思決定を下して、買収の規模を大幅に縮小させることに成功した。

近年、海外に多くの研究者が機関投資家の株式保有先企業の投資決定に介入する可能性を検証してきた。たとえば、Cella[2012]は、長期型機関投資家の増加は過剰投資した企業のその後の投資を減少させ、他方、投資不足の企業のその後の投資を増加させるが、短期型機関投資家は企業の投資決定に影響を及ぼさないという結論を見出した。

Najah *et al.* [2011], Elyasiani[2010]によると、機関投資家が株式保有先企業の投資支出を監督するインセンティブを持っている。Gasparetal *et al.* [2005], Noe[2002]等は、機関投資家が高い株式保有比率により強い発言力を持ち、株式保有先企業の活動に参加して、企業の意思決定に大きな影響力を発揮できると論じている。

他方、中国の研究者王琨・肖星[2005]、熊遠[2009]、薄仙慧・呉聯生[2009]、潘立生[2010]、楊清香[2010]等の実

証研究は、機関投資家の存在が企業の非効率的な投資を抑制できると主張している。

以上のような先行研究はいろいろな示唆を与えてくれるが、いくつかの問題は残っている。たとえば、機関投資家には様々なタイプがあるし、上場企業にもいろいろな特徴を持っている。そこで、機関投資家の企業投資効率を改善する役割は、機関投資家のタイプ、企業の究極支配者の性質によって変わるのであるだろうか。

本稿こうした問題意識をもって、2005～2011年の中国の上場企業をサンプルとし、機関投資家の株式保有が企業の投資効率を改善できたのか、また改善の度合いは上場企業の究極支配者の性質および機関投資家の投資行動パターンに影響されるのかについて検証する。

実証研究による発見は以下の通りである。機関投資家の株式保有は企業の過剰投資および投資不足との間に有意に負の相関関係があり、基金全体の株式保有と成熟型基金の株式保有は企業の過剰投資を抑制し、投資不足を緩和できる。他方、準指数型基金、短期型基金および非基金の株式保有はそのような効果が顕著でない。

さらに、機関投資家の株式保有と企業の投資効率の関係は、上場企業の究極支配者の性質によって異なり、特に地方政府支配の上場企業において、機関投資家の株式保有の効果が顕著である。

2. 既存研究の検討と仮説設定

(1) 機関投資家の株式保有と保有先企業の投資効率

機関投資家は中小株主に比べて、強大な資金力、高度な専門知識、強い情報発見力と調査能力を持っているため、株式保有先企業の経営陣を監視して、エージェンシー・コストを引き下げ、積極的な株主として行動できる。

Shleifer and Vishny[1986]は、機関投資家が企業の非効率的な投資を抑制することに役立つと主張している。その後、海外多くの研究者は、機関投資家が株式分散の欠点を克服して、コーポレート・ガバナンスにおける特殊な

力として形成していることを論証してきた (Vsishny[1996], Noe[2002], Gasparetal[2005])。Najah *et al.* [2011]の実証研究は、長期投資を行う機関投資家は企業を監視するインセンティブと能力を持ちっているため、情報の非対称性とエージェンシー問題を緩和し、過剰投資を減少することができることを確認して。Liu and Bredin [2012] は、新興国家においても積極的な株主行動は存在し、基金と証券会社が企業の過剰投資を減少させ、機関投資家が企業業績に影響する重要なチャンネルは過剰投資の抑制であることを明らかにしている。

中国国内の学者、例えば王琨・肖星[2005]、熊遠[2009]、薄仙慧・吳聯生[2009]、潘立生[2010]、楊清香[2010]、計方・劉星[2011]等の実証研究は、非効率的な投資の観点から、機関投資家の企業統治の効果を考察し、機関投資家は企業の過剰投資の抑制と投資不足の緩和において一定の役割を果たしていると結論付けている。以上の既存研究に基づいて、以下の仮説 1 を提出する。

仮説 1 機関投資家の株式保有は、企業の投資効率を高める。

一方、Graham *et al.* [2005] は、どのタイプの機関投資家が、企業経営者に短期的な収益よりも、収益率の高い長期プロジェクトを選択させるかに注目している。その後、多くの研究者は機関投資家の異質性に関して考察を行ってきた。

Bushe[1998] [2001]は、投資のパターンにより機関投資家を 3 種類に分け、短期型機関投資家は短期的な目標に関心を持ち、集中型機関投資家と指数型機関投資家はともに企業統治を効果的に影響する動機を持つと確認している。

Matsumoto[2002] は、短期型機関投資家の株式保有と企業経営陣の負の利益回避傾向との間に、正の相関関係を確認している。Liu and Peng[2006] は短期型機関投資家の株式保有先企業が相対的に低い質の利益を持つことを発見した。

Cella[2012] は、長期型機関投資家が経営者の決定に影響し、投資の意思決定上のエージェンシー衝突を緩和した結果、過剰投資した企業のその後の投資が減少し、投資不足の企業のその後の投資が増加することになるが、短期型の機関投資家は保有先企業の投資決定に影響していないことを発見した。以上の既存研究の議論は、次の仮説 2 としてまとめられる。

仮説 2 異なる投資パターンでの機関投資家の株式保有は、企業の投資効率に対して異なる影響を及ぼす。

(2) 究極支配者の性質、機関投資家の株式保有と企業の投資効率

馬連福・曹春方[2010]によると、異なる制度環境に置かれる企業が受ける介入の程度は違う。制度環境は上場企業の行動に重要な影響を及ぼし、また機関投資家のガバナンス作用にも影響する。

計方・劉星[2011]によると、機関投資家が積極的な株主として監視者の役割を果たし、株式保有比率と企業の過剰投資または投資不足の度合いとの間に有意に負の相関がある。但しその監視効果は国有株支配の上場企業において制約されている。

王彦・俞雪華[2010]は、究極支配権、負債と会社の投資行動の関係を研究した結果、国有上場企業も非国有上場企業において、負債はともに過剰投資を抑制する効果をもつが、非国有上場企業において負債の規律効果は国有上場企業より大きいことを発見した。

杜曉哈[2012]は、異なる財産権性質の下で、社債発行の過剰投資への影響を考察した結果、社債は民営上場企業の過剰投資に対してより大きな抑制の効果を発揮することを示している。以上の研究に基づいて、本稿は次の仮説 3 を提出する。

仮説 3 民営上場企業に比較して、機関投資家は国有上場企業の投資効率の改善効果がより顕著である。

許小年[2010]、孫錚ほか[2005]は、国有企業の過剰投資の原因は、企業の非理性ではなく、制度にあると指摘した。政府が多くの非商業目的を企業に押し付けている。中央政府の支配企業は主として国民経済の根本にかかわる産業に所属し、国家の政治的戦略に基づいて経営活動を行い、他の株主はその経営決定にほとんど影響力を持たない。

北京大学中国経済研究センター[2004] は、中国国有企業の過剰投資と投資の低い効率の本質は、財産権制約と地方政府の業績観に問題があると指摘している。

夏立軍・方軼強[2005]によれば、国有企業が改組によって上場を果たした結果、企業の統治構造と監視環境に大きな変化が生じているが、依然として政府の支配下であり、各地方政府は自身の社会目標ないし政治目標を支配下の上場企業に押し付ける動機と能力をもっている。

その結果、究極支配者が中央政府の国有企業において、機関投資家の発言力は大幅に低下し、投資効率も影響される。以上をまとめて、次の仮説 4 を提出する。

仮説 4 中央政府支配の上場企業に比較して、地方政府

支配の上場企業において、機関投資家は企業の投資効率の改善により大きな役割を果たせる。

3. 研究の設計

(1) サンプルの抽出とデータセットの作成

本研究は、上海と深圳の2つの証券取引所のA株上場企業を対象とし、2005～2011年のデータを使った。データセットを作成においては、金融業および非正常状態（PT/ST）の企業、ならびに財務データが不完全な企業、異常値をもつ企業を除いた。その結果、計8569のサンプルを得た。サンプルの抽出プロセスは表1に示されている。

(2) 変数の設計

本研究で使用する変数の定義は以下の通りである。

(a) 機関投資家のタイプと株式保有

機関投資家の株式保有には2つの尺度を使う。1つは機関投資家の持株比率（IVPER）、すなわち機関投資家の持株と保有先企業の発行済み総株数の比率である。

もう1つは、機関投資家のタイプを基金（FUND）と非基金（IFUND）に分け、さらに基金を短期型基金（TFUND）、準指数型基金（QFUND）と成熟型基金（DFUND）に分ける。

変数 TFUND は短期型基金の持株合計と当該企業の流

通株数の比率で表し、QFUND は準指数型基金の持株合計と当該企業の流通株数の比率で表し、DFUND は成熟型基金の持株合計と当該企業の流通株数の比率で表し、IFUND は機関投資家の持株比率と基金の持株比率の差である。

非基金 IFUND には、QFII（適格外国機関投資家）、社会保障基金、年金基金、保険基金、一般企業の法人持株、財務会社の持株及び銀行の持株などを含む。

(b) 企業の投資効率（過剰投資と投資不足）

本稿はRichardson[2006]の企業の非効率投資測定モデルと Titman *et al.* [2004] の手法を採用して、同時に $I_{new}^e > 0$ かつ $CI > 0$ を満足するサンプルを過剰投資

（OverINV）企業として認定し、 $I_{new}^e < 0$ かつ $CI < 0$ のサンプルを投資不足（UnderINV）企業として認定する。

Richardson[2006]では、 I_{new}^e は企業の実際投資額と推計適切投資額の差額、すなわち残差であり、 $I_{new}^e > 0$ であれば過剰投資、 $I_{new}^e < 0$ であれば投資不足と認定する。

Titman *et al.* [2004] では、企業の今期の投資額を前三年の平均投資額と比較する。すなわち

表1 サンプルの抽出プロセス

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	合計
総サンプル	1341	1421	1549	1601	1748	2105	2341	12106
金融業及び PT/ST サンプル (-)	104	177	219	162	262	466	354	1744
異常値のサンプル (-)	46	69	102	71	82	92	84	546
データが不完全なサンプル (-)	133	34	119	199	120	193	449	1247
回帰に使われるサンプル	1058	1141	1109	1169	1284	1354	1454	8569
過剰投資のサンプル	410	470	437	436	545	536	529	3363
投資不足のサンプル	648	671	672	733	739	818	925	5206

表2 基金の分類

	数量	投資行動の特徴
短期型基金 TFUND	2333	低い投資集中度、高い投資回転率、高い取引敏感度
準指数型基金 QFUND	2088	中レベル投資集中度、中レベル投資回転率、低い取引敏感度
成熟型基金 DFUND	2851	高い投資集中度、低い投資回転率、中レベル取引敏感度

$$CI_t = \frac{\text{Investment}_t}{(\text{Investment}_{t-1} + \text{Investment}_{t-2} + \text{Investment}_{t-3}) / 3} - 1$$

もし $CI > 0$ であれば過剰投資企業、 $CI < 0$ であれば投資不足企業と認定する。

(c) 究極支配者の性質

上場企業の究極支配者の代理変数は、CSMAR 中国上場企業の株主研究データベースにある『企業関係者性質分類の基準』にあるコード、ならびに 2004 年以後 CSMAR が提供する上市企業の『株主支配関係連鎖公告図』を使って確認・整理して作成する。

政府支配 (Gov) と中央政府支配 (Centralgov) の 2 つの指標を設ける。究極支配者が国有資本であれば、Gov の値が 1、究極支配者が民間資本であれば、Gov の値が 0 をとる。上市企業の究極支配者が中央政府であれば、Centralgov の値が 1、究極支配者が地方政府であれば、Centralgov の値は 0 をとる。

(d) コントロール変数

既存の研究、たとえば辛清泉[2007]、楊清香ほか[2010] (2010) および Aggarwal & Samwick[2006]などに習って、以下のような企業の投資効率に影響する可能性のある変数を設定する。

——営業収入の成長率(growth)。中国の株式市場において投機の雰囲気が非常に強いため、トービンの Q 値は中国の上市企業の成長機会を適切に反映できないと考えられる。その代わりに営業収入の成長率をもって、企業の成長機会の代理変数とする。過剰投資の時にこの変数の予想符号+、投資不足の時にこの変数の予想符号は-である。

——企業のフリーキャッシュフロー (FCF)。企業が投資を行う前提は必要なキャッシュフローを持っているので、フリーキャッシュフローが多ければ、過剰投資が発生する可能性が高くなる。予想符号は+である。

——資産負債比率 (Lev)。これが会社の財務リスクを耐える能力を反映し、予想符号は-である。

——上位三位株主の株式保有比率(Top3)。株式所有の集中度が高すぎる時に非効率的な投資を行う可能性が高く、予想符号は+である。

——流通株の筆頭株主と第 2 位株主の株式保有比率の比 (Shr1/2)。この変数は、第 2 位の大株主が第 1 位株主に対する制約力の強さを表し、制約力のバランスがよければ、非効率的な投資を抑制できるので、予想符号は-である。

——監査意見(Audit)。これは会社の情報の透明度と信頼

性を表す。当該会社の投資が合理的であれば、標準的な監査意見を得るので、1 をとり、保留意見のある場合 0 をとる。予想符号は-である。

——企業の上場年数(Age)。これは企業の成長段階を表す。年数が長いほど、非効率的な投資が起きやすい。予想符号は+である。

(3) 検証のモデル

仮説 1 を検証するために以下のモデル (1) を推定する。

$$\text{OVERIV}_i(\text{UNDERIV}_i) = b_0 + b_1 \text{IVPER}_{i-1} + b_2 \text{Growth}_{i-1} + b_3 \text{FCF}_{i-1} + b_4 \text{Lev}_{i-1} + b_5 \text{Top3}_{i-1} + b_6 \text{Shr1/2}_{i-1} + b_7 \text{Audit}_{i-1} + b_8 \text{Age}_{i-1} + \Sigma \text{year} + \varepsilon$$

(1)

機関投資家の株式保有と企業の投資効率の相関性を分析するために、OVERIV と UNDERIV をそれぞれ被説明変数とし、機関投資家の持株比率を説明変数として導入する。内生性問題を考慮して、モデルでは説明変数をすべて 1 期前のデータを使用する。つまり、前期の機関投資家の株式保有が今期の投資効率への影響を研究する。

仮説 2 を検証するために、以下のモデル (2) を推定する。

$$\text{OVERIV}_i(\text{UNDERIV}_i) = b_0 + b_1 \text{TypeIV}_{i-1} + b_2 \text{Growth}_{i-1} + b_3 \text{FCF}_{i-1} + b_4 \text{Lev}_{i-1} + b_5 \text{Top3}_{i-1} + b_6 \text{Shr1/2}_{i-1} + b_7 \text{Audit}_{i-1} + b_8 \text{Age}_{i-1} + \Sigma \text{year} + \varepsilon$$

(2)

このうち、TypeIV には FUND、TFUND、QFUND、DFUND および IFUND を含む。

仮説 3 を検証するために、究極支配者の性質によって、まずサンプルを国有企業と民営企業の 2 つサブサンプルに分け、それぞれのグループに対して、方程式

(1) および (2) を検証し、異なる制度環境が機関投資家のガバナンス機能への影響を考察する。

仮説 4 を検証するために、国有企業を中央政府支配企業と地方政府支配企業という 2 つのサブサンプルに分けて、それぞれのグループに対して、方程式 (1) および (2) を検証し、中央政府と地方政府の国有支配権が機関投資家のガバナンス機能への影響を考察する。

4. 実証研究の結果

(1) 記述統計

主要変数の記述統計の結果が表 3 に示されている。表 3 から分かるように、過剰投資サンプル (3288 個) は投資不足サンプル (5092 個) より少ない。また、過剰投資のサンプルの中に、機関投資家の株式保有比率の平均

値は 3.65%、最大値は 69.5%となっている。投資不足のサンプルの中に、機関投資家の株式保有比率の平均値は 2.26%、最大値は 39.98%となっている。ここから推測できるのは、機関投資家が大量保有の会社において、投資不足よりも過剰投資の問題が深刻である可能性が高い。

また、IVPER の平均値は 28.66%のため、上場企業株式の 4 分の 1 以上が機関投資家に保有されている。

FUND の平均値は 13.30%であり、基金の株式保有は機関投資家の持株の約半分を占めている。

範海峰・胡玉明・石水平[2009]は 2005～2007 年のデータを使用していたが、当該期間の機関投資家の株式保有比率の平均値は 13.8%、基金の保有比率の平均値は 11.9%であった。

それと比較すれば、近年中国において、機関投資家が迅速な発展を遂げ、その株式保有比率が 14.86 ポイントも増大し (13.8%⇒28.66%)、また基金の平均保有比率が 1.4 ポイント増えている (11.9%⇒13.3%) ことが分かる。

基金の種類別の株式保有比率をみると、短期型基金 TFUND の平均値は 4.51%、準指数型基金 QFUND の平均値は 0.77%、成熟型基金 DFUND の平均値は 10.39%であるため、成熟型基金はすでに基金の主体と

なっており、企業統治の中で最も活躍な存在となっている。

これに対して、準指数型の基金は受動的であり、ほとんど企業的意思決定に参加しない。他方、非基金 IFUND の平均値は 17.42%なので、基金の株式保有比率を超えており、中国の上場企業においては、法人の株式所有は分散しているが、大きな資金力を持つことを示している。

究極支配者の視点から分類すると、国有資本支配のサンプルは 5409 個、65%近くを占めており、民間資本支配のサンプルは 2955 個、約 35%を占めている。

劉芎佳ほか[2003]では、84%の上場企業は政府の直接または間接的に最終支配されていたが、本研究の結果から、その比率は次第に低下してきているが、大部分の上場企業では依然として、実際の支配者は政府であることが分かる。

(2) サブサンプルの T 検定

表 4 の上段のパネル A をみれば、機関投資家が株式保有している企業は、機関投資家が株式保有していない企業と比較して、過剰投資のレベルも投資不足のレベルも低くとなっており、しかも 1%水準で有意である。

表3 記述統計の結果

変数	標本数	平均値	標準偏差	最小値	中央値	最大値
OVERIV	3288	3.65	9.09	0.01	1.16	69.50
UNDERIV	5092	2.26	5.31	0.02	0.95	39.98
IVPER	8380	28.66	24.09	0.01	23.45	100
FUND	5548	13.30	16.56	0.01	6.15	100
TFUND	4069	4.51	5.23	0.01	2.60	42.61
QFUND	1683	0.77	1.06	0.01	0.36	9.24
DFUND	5211	10.39	13.32	0.01	4.71	75.94
IFUND	5548	17.42	19.67	0.00	9.35	100
Gov	5409	0.33	0.47	0	0	1
Centralgov	3990	0.65	0.48	0	1	1
Growth	8380	0.18	0.33	-0.98	0.15	1.98
FCF	8380	0.05	0.21	-5.61	0.07	2.14
Lev	8380	0.49	0.19	0.01	0.51	1.00
Top3	8380	13.26	16.91	0.11	6.10	97.60
Sh1/2	8380	8.07	30.24	1.00	1.70	694.14
Audit	8380	0.96	0.20	0	1	1
Age	8380	9.29	4.27	1.00	9.00	21.00

表 4 の下段のパネル B をみれば、機関投資家の株式保有比率 $IVPER$ の値が高いほど、会社の過剰投資と投資不足のレベルが有意に低くなっている。基金 $FUND$ の傾向も同じであるが、異なる種類の基金の間で、大きな違いが出ている。

具体的に言えば、成熟型基金 $DFUND$ の株式保有比率が高い企業では、過剰投資のレベルと投資不足のレベルはともに保有率が低い会社より低い。短期型基金 $TFUND$ と準指数型基金 $QFUND$ の保有比率は、過剰投

資および投資不足への影響において有意な差が見られない。非基金 $IFUND$ の保有比率も、投資効率に有意な影響が見られない。

これらのグループ別の検証結果からは、機関投資家がある企業の株式保有の有無、また機関投資家の持株比率の高低は、当該企業の投資効率に一定の影響を与えることが考えられるが、異なるタイプの機関投資家の方に大きな差異が存在するという仮説 1 および仮説 2 が初歩的に確認されている。

表 4 機関投資家の株式保有と企業の投資効率のグループ別検証

Panel A						
株式保有の有無	OVERIV		T 検定	UNDERIV		T 検定
	有	無		有	無	
$IVPER$	3.85	7.87	-4.17***	2.46	5.25	-4.87***
$FUND$	3.04	8.08	-5.94***	2.03	5.08	-6.12***
$TFUND$	2.41	7.07	-5.79***	1.54	4.48	-6.24***
$QFUND$	1.96	5.52	-3.62***	1.29	3.48	-3.68***
$DFUND$	3.01	7.64	-5.59***	1.99	4.82	-5.84***
$IFUND$	3.04	8.08	-5.94***	2.03	5.08	-6.12***

Panel B						
保有比率の高低	OVERIV		T 検定	UNDERIV		T 検定
	高い	低い		高い	低い	
$IVPER$	2.56	5.41	-4.04***	1.81	3.16	-3.19***
$FUND$	2.58	3.54	-2.06**	1.32	2.69	-3.74***
$TFUND$	2.36	2.47	-0.24	1.32	1.72	-1.61
$QFUND$	2.11	1.82	0.72	1.36	1.21	0.43
$DFUND$	2.33	3.76	-2.93***	1.27	2.67	-3.72***
$IFUND$	2.82	3.33	-1.08	1.90	2.19	-0.77

(注) ***は1%水準で有意, **は5%水準で有意, *は10%水準で有意。

(3) 重回帰分析の結果

(a) 機関投資家の株式保有と企業の投資効率

表 5 のパネル A とパネル B の回帰結果 (1) から分かることは、企業の特徴、経営状況、株式所有構造、キャッシュフローなどの変数をコントロールした後、 $IVPER$ は $OVERIV$ および $UNDERIV$ との間にもともに 1%水準で有意な負の相関が存在し、係数はそれぞれ -0.068 と -0.038 である。

この結果は、機関投資家の株式保有比率が高いほど、企業の過剰投資が抑制され、または投資不足が緩和され、企業の投資効率が改善されることを示している。このことから仮説 1 が支持されたといえる。

表 5 のパネル A とパネル B の回帰結果 (2) ~ (6) か

ら分かることは、企業の特徴、経営状況、株式所有構造、キャッシュフローなどの変数をコントロールした後、 $FUND$ と $DFUND$ は、 $OVERIV$ および $UNDERIV$ との間にもともに 5%水準で有意な負の相関は存在するが、 $TFUND$ 、 $QFUND$ および $IFUND$ は、 $OVERIV$ および $UNDERIV$ との間に回帰係数が 10%水準でも有意ではない。

すなわち、 $TFUND$ 、 $QFUND$ および $IFUND$ の株式保有は、企業の投資効率改善に大きな影響を与える可能性は小さいと思われる。

以上の回帰結果からは、異なる投資スタイルの機関投資家による株式保有が企業の投資効率に対する影響が違ってくる。基金 $FUND$ の企業投資効率改善機能は主に成熟型基金 $DFUND$ の存在によってもたらされ、短

期型基金 TFUND および準指数型基金 QFUND の株式保有は企業の投資効率に対する影響は見られない。したがって、本稿の仮説 2 が支持されたことになる。

(b) 究極支配者の性質、機関投資家の株式保有と企業の投資効率

表 6 のパネル A の過剰投資に関する回帰 (1) と (4) の結果から、国有企業の中で、IVPER と

OVERIV の間には 1%水準で有意に負の相関が存在し、他方、民営企業の中で IVPER と OVERIV の間には 10%水準で負の相関が存在する。

回帰(2)と(5)の対比から、国有企業において、FUND と OVERIV は 5%水準で有意に負の相関が存在し、民営企業においては FUND と OVERIV の間には相関が有意にみられない。

表 5 機関投資家の株式保有と企業の投資効率の重回帰分析の結果

変数	Panel A: OVERIV						Panel B: UNDERIV					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
IVPER	-0.068 (-3.19)						-0.038 (-2.97)					
FUND		-0.034 (-2.36)						-0.029 (-2.49)				
TFUND			-0.048 (-1.03)						-0.028 (-1.13)			
QFUND				0.133 (0.68)							-0.078 (-0.45)	
DFUND					-0.04 (-2.16)							-0.033 (-2.20)
IFUND						-0.000 (-0.00)						-0.011 (-0.57)
growth	-0.533 (-0.43)	-2.881 (-3.47)	-2.939 (-3.59)	-2.071 (-2.97)	-2.753 (-3.16)	-3.312 (-4.08)	-2.373 (-3.51)	-2.117 (-3.58)	-1.004 (-2.50)	-0.900 (-1.58)	-2.236 (-3.68)	-2.31 (-3.94)
Lev	0.751 (0.35)	-0.628 (-0.45)	0.893 (0.63)	2.512 (2.00)	-0.675 (-0.46)	-0.407 (-0.29)	-0.483 (-0.41)	-0.421 (-0.41)	-0.051 (-0.07)	-0.707 (-0.73)	-1.048 (-0.99)	-0.342 (-0.33)
FCF	-1.466 (-0.82)	-0.381 (-0.33)	0.090 (0.09)	0.274 (0.30)	-0.283 (-0.24)	-0.334 (-0.29)	0.760 (0.70)	1.031 (1.11)	0.011 (0.02)	0.080 (0.10)	1.134 (1.20)	1.142 (1.22)
Top3	0.008 (0.28)	-0.043 (-3.03)	-0.04 (-2.92)	-0.021 (-1.92)	-0.043 (-2.94)	-0.042 (-1.44)	0.031 (1.72)	-0.001 (-0.11)	-0.004 (-0.60)	-0.008 (-0.86)	-0.005 (-0.40)	0.010 (0.47)
SH1/2	-0.001 (-0.11)	0.003 (0.34)	0.001 (0.16)	0.003 (0.44)	0.003 (0.30)	0.004 (0.47)	-0.001 (-0.13)	-0.001 (-0.12)	0.006 (1.10)	-0.002 (-0.20)	0.001 (0.18)	0.000 (0.01)
Age	0.247 (2.76)	0.111 (1.89)	0.103 (1.79)	0.024 (0.47)	0.112 (1.83)	0.114 (1.94)	0.232 (4.53)	0.192 (4.39)	0.126 (4.19)	0.095 (2.24)	0.192 (4.30)	0.196 (4.47)
Audit	-4.219 (-1.55)	-6.543 (-3.37)	1.389 (0.58)	1.619 (0.78)	-6.683 (-3.35)	-6.673 (-3.43)	-0.203 (-0.14)	-0.154 (-0.12)	-0.646 (-0.61)	0.837 (0.36)	-0.250 (-0.19)	-0.332 (-0.26)
標本数	2544	2167	1623	697	2045	2167	3989	3381	2446	986	3166	3381
AD-R ²	0.009	0.020	0.012	0.012	0.019	0.018	0.010	0.012	0.010	0.002	0.012	0.010
F 値	3.938	6.552	3.499	2.088	5.831	5.841	6.267	5.943	4.149	1.281	5.706	5.198

(注) 上段は系数, 下段の () 内はt値。t>1.65、t>1.96、t>2.58 はそれぞれ 10%、5%、1%水準で有意を表す。

表 6 究極支配者の性質、機関投資家の株式保有と会社の資源配置効率 (1)

	Panel A: OVERIV						Panel B: UNDERIV					
	GOV			PRIVATE			GOV			PRIVATE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
IVPER	-0.054			-0.09			-0.042			-0.03		
	(-2.88)			(-1.72)			(-2.51)			(-1.74)		
FUND		-0.037			-0.03			-0.029			-0.03	
		(-1.96)			(-1.37)			(-2.15)			(-1.41)	
DFUND			-0.045			-0.03			-0.029			-0.04
			(-1.87)			(-1.10)			(-1.76)			(-1.41)
標本数	1672	1458	1379	863	701	658	2617	2254	2119	1365	1120	1040
AD-R ²	0.018	0.027	0.025	0.01	0.01	0.01	0.007	0.010	0.010	0.01	0.01	0.01
F 値	4.909	6.022	5.496	1.64	1.82	1.74	3.415	3.796	3.615	3.49	2.24	2.18

(注) 上段は系数, 下段の () 内はt値。t>1.65、t>1.96、t>2.58はそれぞれ10%、5%、1%水準で有意を表す。

表 7 究極支配者の性質、機関投資家の株式保有と会社資源の配置効率 (2)

	Panel A: OVERIV						Panel B: UNDERIV					
	Centralgov			Localgov			Centralgov			Localgov		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
IVPER	-0.04			-0.06			-0.07			-0.03		
	(-1.28)			(-2.73)			(-1.75)			(-1.92)		
FUND		-0.02			-0.05			-0.04			-0.02	
		(-0.69)			(-1.86)			(-1.53)			(-2.00)	
DFUND			-0.02			-0.06			-0.05			-0.02
			(-0.68)			(-1.80)			(-1.38)			(-1.05)
標本数	551	486	460	1121	972	919	920	809	764	1697	1445	1355
AD-R ²	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
F 値	1.74	2.30	2.20	3.68	4.40	4.01	1.16	1.66	1.60	4.19	2.94	3.09

(注) 上段は系数, 下段の () 内はt値。t>1.65、t>1.96、t>2.58はそれぞれ10%、5%、1%水準で有意を表す。

回帰(3)と(6)の対比から、国有企業において、DFUNDとOVERIVは10%水準で有意に負の相関が存在し、民営企業においては、DFUNDとOVERIVには相関が有意にみられない。

表6のパネルBの投資不足に関する回帰(1)と(4)の結果から、国有企業の中で、IVPERとUNDERIVの間には1%水準で有意に負の相関が存在し、他方、民営企業の中でIVPERとUNDERIVの間には10%水準で負の相関が存在する。

また、回帰(2)と(5)の対比から、国有企業において、FUNDとUNDERIVは5%水準で有意に負の相関が存在し、民営企業においてはFUNDとUNDERIVは相関が有意にみられない。

回帰(3)と(6)の対比から、国有企業において、DFUNDとUNDERIVは10%水準で有意に負の相関が存在し、民営企業においては、DFUNDとUNDERIVは相関が有意にみられない。

以上の回帰結果からは、国有資本支配の企業において、機関投資家全体、基金と成熟型基金は過剰投資および投資不足の双方に対してガバナンスの役割を果たしている。他方、民営企業においては、機関投資家全体が10%水準で一定のガバナンスの役割が見られるが、基金と成熟型基金は企業の非効率的投資行動に対する影響は見られない。

表7のパネルAの過剰投資状況の回帰(1)と(4)の結果から、中央政府支配の企業においては、IVPERと

OVERIV の間に相関が有意に見られない。他方、地方政府支配の企業においては、IVPER と OVERIV の間に1%水準で有意に負の相関関係が存在する。

また、回帰 (2) と (5) の比較から、中央政府支配の企業においては、FUND と OVERIV の間に相関関係が有意に見られない。しかし、地方政府支配の企業においては、FUND と OVERIV は10%水準で有意に負の相関関係が存在する。

さらに、回帰 (3) と (6) の比較から、中央政府支配の企業においては、DFUND と OVERIV の相関関係が有意に見られない。他方、地方政府支配の企業においては、DFUND と OVERIV の間に10%水準で有意に負の相関関係が存在する。

次に、表7のパネルBの投資不足状況の回帰 (1) と (4) の結果から、中央政府支配の企業においては、IVPER と UNDERIV は10%水準で有意に負の相関関係が存在する。同時に、地方政府支配の会社においても、IVPER と UNDERIV は10%水準で有意に負の相関関係が存在する。

また、回帰 (2) と (5) の比較から、中央政府支配の企業においては、FUND と UNDERIV の間に相関関係が有意に見られない。他方、地方政府支配の企業においては、FUND と UNDERIV の間に5%水準で有意に負の相関関係が存在する。

さらに、回帰 (3) と (6) の比較から、中央政府支配の企業と地方政府支配の企業においては、DFUND と UNDERIV の間に相関関係がともに有意に見られない。

以上の結果を総合すると、地方政府支配の企業においては、機関投資家、基金と成熟型基金はともに、過剰投資と投資不足に対して効果的なガバナンス役割を果たしている。他方、中央政府支配の企業においては、機関投資家全体で投資不足を緩和する効果が10%水準で有意に見られるが、基金と成熟型基金はともに非効率的な投資行動を抑制する効果が有意に見られない。

これによって、本稿の仮説4が支持されたことになる。つまり、中央政府支配の上場企業に比べて、機関投資家は地方政府支配の上場企業の投資効率の改善により顕著な役割を果たしている。

(4) 頑健性のチェック

本稿は機関投資家の株式保有と企業の投資効率の間の関係を研究する。ところが、機関投資家の存在とガバナンス役割によって企業の非効率的な投資を抑制しているのか、それとも、投資効率の高い企業が機関投資家からの投

資を惹きつけたのか。

筆者は Ramalinggowda and Yu[2012] の残存所有権推計法および Rosenbaum and Rubin[1983] の傾向得点マッチ法 (PSM) を使って、内生性の問題を解決してみた。紙幅の関係で詳しい説明を省略するが、得た結論は上述の回帰結果とは基本的に一致しており、係数の符号および統計の有意性においても、基本的に同じ結果を得ているため、仮説1、仮説2と仮説4の成立が支持されたことになる。

しかし、仮説3の結果は予想に反する。本稿が得ている結論は頑健性 (ロバスト性) を持ち、先行研究の結果をも支持している。

5. 結論と政策へのインプリケーション

本稿は中国2005~2011年の上場企業のデータをサンプルとし、機関投資家の株式保有が保有先企業の投資効率を改善できるか、また改善の度合いは上場企業の究極支配者の性質と機関投資家の投資スタイルに影響されるかについて検証した。検証の結果が示唆するものは、以下の3点である。

第1に、機関投資家の株式保有は企業の投資効率を向上できる。

第2は、機関投資家の投資スタイルは企業の投資効率の改善度合いに影響し、基金全体の株式保有と成熟型基金の株式保有は企業の投資効率を改善できるが、その他のタイプの機関投資家の企業投資効率への影響は顕著でない。

第3は、機関投資家の株式保有が企業投資効率への影響は、上場企業の究極支配者の性質によって変わり、その作用は主に地方政府支配の企業において顕著である。

以上の実証研究の結論に基づいて、筆者は2つの政策提言を出したい。

①中国の上場企業の株式所有構造を改善し、国有株の比率をさらに引き下げ、機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの参加により良い環境を提供すること、

②中国資本市場の発展、法律法規の整備、機関投資家および上場企業の努力を通じて、機関投資家の発言権を高め、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の積極的な監視者としての役割を強化しながら、市場のニーズに適応させるための機関投資家の内部管理体制の改革を促進することを、本研究は示唆している。

〈参考文献〉

- 汪志平[2007],「中国の証券市場と企業統治—支配株主の関連取引による利益操作を中心に」『証券経済学会年報』, 第 42 号: 235-240
- 丁方飞・刘维・侯宁宁・李苏 [2013], “机构投资者异质性与公司股价反映未来盈余信息的关系”, 《财会月刊》, 02:3-6.
- 杜晓晗[2012], “产权性质、债券融资与过度投资—基于中国 A 股上市公司的经验证据”, 《经济与管理》, 26 : 23-28.
- 范海峰・胡玉明・石水平[2009], “机构投资者异质性、公司治理与公司价值—来自中国证券市场的实证证据”, 《证券市场导报》, 10:45-51.
- 计方・刘星[2011], “机构投资者持股对企业非效率投资行为的治理效应”, 《财政研究》, 03:69-72.
- 李青原[2009], “会计信息质量与公司资本配置效率—来自我国上市公司的经验证据”, 《南开管理评论》, 02:115-124.
- 李映照・肖维娜[2012], “机构投资者异质性对公司股利政策的影响”, 《财会月刊》, 23:11-13.
- 刘芍佳・孙霁, 刘乃全[2003], “终极产权论、股权结构及公司绩效”, 《经济研究》, 04:51-62+93.
- 潘立生・张清政[2010], “股权结构、机构投资者与企业过度投资行为研究”, 《中国市场》, 31 : 101-103.
- 孙铮・刘凤委・李增泉[2005], “市场化程度、政府干预与企业债务期限结构—来自我国上市公司的经验证据”, 《经济研究》, 05:52-63.
- 唐松莲・袁春生[2012], “机构投资者角色发凡:2004~2007 年部分上市公司样本”, 《改革》, 21501 : 131-140.
- 唐松莲・胡奕明[2011], “机构投资者关注上市公司的信息透明度吗?——基于不同类型机构投资者选股能力视角”, 《管理评论》, 2306 : 31-40+48.
- 王彦・俞雪华[2010], “终极控制权、负债融资与公司投资行为”, 《北京市经济管理干部学院学报》, 25 : 33-38.
- 吴联生・薄仙慧[2009], “国有控股与机构投资者的治理效应”, 《经济研究》, 81-91
- 夏立军・方轶强[2005], “政府控制、治理环境与公司价值—来自中国证券市场的经验证据”, 《经济研究》, 05:40-51.
- 徐晓东・张天西[2009], “公司治理、自由现金流与非效率投资”, 《财经研究》, 10:47-58.
- 杨海燕・韦德洪・孙健[2012], “机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗?——兼论不同类型机构投资者的差异”, 《会计研究》, 09:16-23+96.
- 殷红春・曹玉贵[2006], “机构股东积极主义博弈分析及政策建议”, 《北京理工大学学报(社会科学版)》, 03:58-61.
- Aggarwal R K. and A. A. Samwick [2006], “Empire-builders and shirkers: Investment, firm performance, and managerial incentives”, *Journal of Corporate Finance*, 12(3): 489-515.
- Bushee, Brian J. [1998], “The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior”, *The Accounting Review*, 73 : 305-333
- Bushee, Brian J. [2001], Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value? *Contemporary Accounting Research*, 18 : 207-207
- Cella, Cristina [2012], “Institutional Investors and Corporate Investment”, *Stockholm School of Economics*, August 22,
- Elyasiani, Elyas [2010], “Distribution of institutional ownership and corporate firm performance”, *Journal of Banking and Finance*, 34: 606-620
- Matsumoto, D. A. [2002], “Management's incentives to avoid negative earnings surprises”, *The Accounting Review*, 2002, 77(3): 483-514.
- Noe, T H. [2002], “Investor activism and financial market structure”, *Review of Financial Studies*, 15(1): 289-318
- Rosenbaum P. R. and Rubin D. B. [1983], “The central role of the propensity score in observational studies for causal effects”, *Biometrika*, 70(1): 41-55.
- Shleifer A. and Vishny R. [1986], Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3): 461-488
- Santhosh Ramalingegowda and Yong Yu [2012], “Institutional ownership and conservatism”, *Journal of Accounting and Economics*, 53:98-114
- Yan, X. S. and Z. Zhang [2009], “Institutional Investors and Equity Returns: Are Short-Term Institutions Better Informed”, *Review of Financial Studies*, 22:893-924.