

Center for Economic Institutions
Working Paper Series

CEI Working Paper Series, No. 2003-11

***Changes in Ownership Structures and Their
Impacts upon Corporate Performance in Japan***

Katsumi Matsuura



Institute of Economic Research
Hitotsubashi University
2-1 Naka, Kunitachi, Tokyo, 186-8603 JAPAN
Tel: +81-42-580-8405
Fax: +81-42-580-8333
e-mail: cei-info@ier.hit-u.ac.jp

企業金融・株式所有構造の変遷と企業業績への影響

- 地価依存と持ち合いの効果

横浜市立大学 松浦克己

1 反転した効果

日本型企业金融とコーポレート・ガバナンスは高度成長期から 1980 年代まで高い評価を得ていた。しかしバブル崩壊以降の打ち続く企業業績の低迷で、わが国企業でコーポレート・ガバナンスが機能しているのかということについて深刻な疑義がだされている(たとえば堀内・花崎(2000a)、(2000b)参照)。高度成長を支えたとされる土地担保を重視した銀行融資やメインバンク・システム、あるいは持ち合い、内部昇進者を中枢とする経営陣の構成等が 1990 年代以降消滅したわけではない。それにも関わらず 10 年以上も企業業績の低迷と経済不振が続くのは、従来の企業金融やガバナンス・システムが今日の経営不振を招くメカニズムを内包していたのではないのか、あるいは高度成長や安定成長期においてのみ企業利潤に寄与できるものではなかったのかという疑問が生じる。具体的には地価と持ち合いの効果である。

地価はその土地の生産力により決定される。高度成長や安定成長の時代には一国全体の生産力も高まるので地価も上昇する。戦後長く続いた経済成長は、消費者物価指数(CPI)の上昇と相まって GDP の伸び率を上回る地価の上昇をもたらした。結果的に土地所有は企業の資産選択として有利であった。企業の生産性あるいはキャッシュ・フローの予測に基づきなされる企業金融は、地価上昇という資産ベースのキャッシュ・フローの増加で成功した。このことが土地担保融資が成功する源泉となったと考えられる。しかし低成長下ではその効果は反転したのではないであろうか。

企業特殊的技術の重視と長期的視点に立った経営は、企業内容を熟知する内部昇進による経営陣を求めたと考えられる。その反面持ち合いの形成 = 安定株主化工作は、最終的な資金の出し手であり外部株主とされる個人投資家や外

国人投資家の比重を下げ、市場の規律を弱める効果を持ったのではないであろうか。高度成長が終わった 1980 年代以降、企業は内部蓄積を進めると共に資金調達を銀行借入から資本市場へとシフトした。このような企業金融の変遷は、企業経営監視の担い手がメインバンクから市場の投資家へと替わることを求めたと考えられる。しかし持ち合いは期待されるモニタリング主体の交替を阻害したのではあるまいか。この二つ検証が本章の主たる目的である。具体的には ROA と全国銀行貸出約定金利と全国市街地地価変化率の差(以下「金利地価乖離」ということがある)、および株式所有構造(以下「株主構成」ということがある)の関係を実証することで、その関係を明らかにする。

分析対象は東証・大証・名証上場企業であり、地価の効果について 2,407 社(1958 年 3 月期~2001 年 3 月期)、地価と株式所有構造の効果について 2,406 社(1979 年 3 月期~2001 年 3 月期)に関しパネル分析を行う。これほど長期間かつ広範囲な上場企業を対象とした分析は本章が初めてである。地価が貸出や設備投資に与える影響に関する分析は多いが、地価が企業業績に与える影響、あるいは地価と株式所有構造が ROA に与える影響を同時に考慮した分析は少ない。さらに推計に当たっては倒産などで上場廃止となった企業や逆に新規上場企業の存在というアンバランスド・データの問題にも配慮される。これらの点が本章の特徴である。

本章の構成は以下のとおりである。2 節で地価と企業金融・企業業績の関係を考察し、金利地価乖離値と ROA の推移を概観する。3 節で持ち合いが形成された背景と株主構成や株式売買の主体別状況の推移について説明する。4 節では株式所有構造と企業価値・企業業績に関する先行研究について紹介する。5 節でデータについて、6 節で推計結果を紹介し、最後に簡単なまとめが行われる。主な結果は次のとおりである。

貸出約定金利が地価上昇率を 5%上回る(下回る)と ROA は 0.71%ポイント低下(上昇)する。ROA に与えた金利と地価の乖離の効果は高度成長期と 90 年代以降では反転している。

純粹投資を目指す外国人・個人投資家の持株比率は ROA に正の効果を持つが、政策投資である持ち合い比率は ROA に負の影響を及ぼしている。かつ両者の影響はほぼ相殺されている。

2 地価と企業金融・企業業績

2.1 地価の効果

(地価・物価と企業金融)

戦後日本のコーポレート・ガバナンスではメインバンク・システムが大きな役割を果たしたとされる。その第一の要因としては、高度成長期における国内の資金不足で企業が資金調達の面で銀行借入に依存したことがあげられる。すなわち借入制約に直面していた企業は銀行借入により投資を実現することで、成長と利潤の拡大を可能にしたとされる。第二の要因として規制により社債市場での資金調達が多く企業にとり困難であったという事情も、企業と銀行の関係を強めたでことが上げられる。銀行融資では有担保主義の原則から、比較的評価の容易な土地担保が重視された。継続的に地価が上昇するという1950~1980年代のマクロ経済環境の中で、担保価値が上昇し融資の回収確率は高まる。継続的な消費者物価の上昇は名目売上高を増加させると共に、名目ベースで決済される過去の金銭債務の減価を通じて、やはり融資の回収確率を高める。かつてインフレ期に売上の増加が全てを癒すといわれたが、この間の事情を反映していると考えられる。

土地担保の融資慣行は、銀行に企業経営に対する事前の審査能力や事後的なモニタリング能力を十分蓄積することにつながらなかったのではないであろうか。物価や地価が継続的に上昇していたので、銀行の審査能力が十分ではなかったという問題は表面化しなかった可能性がある。

(地価と企業経営)

事業会社は地価上昇による担保価値増加でより多くの資金調達が可能となり、設備投資を増大させた。同時に簿価会計制度の下での地価の上昇は、土地の含み益を生み出して企業の内部留保の増加につながった。また会計的な企業業績の向上につながることができた。このルートから、地価の継続的上昇は含み益重視・含み益を緩衝剤とする企業経営を生み出した可能性がある。実際一

時的な経営不振でも、多くの企業は土地売却(益出し)により会計上の利益を確保することが可能であった。ただし土地の売却は子会社や関連会社になされて買い戻しやリース・バックされるケースも多く、その場合簿価は上昇した。また当座の投資の必要以上に不稼働資産となる土地を抱えることで収益は低下した可能性がある(ダイエーが当座の店舗展開以上に土地を取得していたのはよく知られた例である)。

しかし持続的な物価や地価の下落局面あるいは横這い局面では、銀行の不十分な審査能力や金銭債務の減価・含み益に依存した企業経営の問題が表面化する。担保価値の減少、金銭債務の実質的な増加あるいは含み損・売却損の増加となるからである。

2.2 金利地価乖離と ROA の推移

金利地価乖離(=全国銀行貸出約定金利 - 全国市街地価格上昇率)と上場企業の ROA の推移をみたのが図 1 である。なお ROA の算出は

$$\text{ROA} = \frac{(\text{当期営業利益} + \text{当期受取利息} \cdot \text{配当}) / \text{当期 CPI}}{(\text{当期末資産} / \text{当期 CPI} + \text{前期末資産} / \text{前期 CPI}) / 2}$$

によっている。両者の動きはコントラストである。このことは地価上昇が企業の資金調達を容易にして設備投資を促進したにとどまらず、企業収益に強く結びついていた可能性を示唆している。1956 年から 74 年までの高度成長期を通じて地価上昇率は全国銀行貸出約定金利を上回り金利地価乖離の値は負(例外はいわゆる証券不況の影響を受けた 66 年度)であり、企業にとって土地取得が地価上昇により十二分にペイするものであったことを示唆している。貸し手の銀行にとっても担保価値が確保されていたことを示している。87~91 年度のバブル期に再び金利地価乖離の値はマイナスとなり、92 年度以降はプラスに反転し ROA も低迷している。このエピソードは「土地本位制」とまでいわれたわが国企業経営の姿をある意味で象徴している。

==== 図 1 金利地価乖離と ROA の推移 =====

3 株式所有構造の効果

3.1 持ち合いの確立

持ち合い成立の要因として考えられるのは、資本自由化の中で本邦企業が外国企業による買収や方針を異にする者の経営介入を危惧したことである。メインバンク・システムと相対をなすとされる従業員管理型企业では、経営陣は内部昇進者(あるいは親会社からの派遣)が中枢を占める。その経営者は株式価値最大化よりも従業員の厚生を高めることにより関心を払ったと考えられる(たとえば米澤・上村[2003]参照)。経営者は株主総会で選出されるので、現経営者や従業員にとり株主総会で多数派を形成することに重要な利害関係をもった。それを象徴するのが取締役・監査役は日本国籍を有するものに限りとした定款の合法性を認めたトヨタ自工純血事件(名古屋地裁 1971 年 4 月 30 日)と 1974 年の累積投票権制度の廃止(旧商法 256 条の 4)である。名古屋地裁判決は外資系企業の経営権取得に大きな歯止めをかける効果を持った。旧法では 1/4 以上の株式を保有する株主が累積投票を求めた場合、比例代表的に役員を選出する累積投票を採用すべきことを義務づけていた。しかし 1974 年の法改正で取締役会に党派的対立を生みだし企業の業務運営を阻害する公算が大きいとして、定款を持って累積投票制度を完全に排除できることにされた(菅原(1975)参照)。これにより少数派株主が役員を送り込む道は絶たれた。

この少数派・外国人排除の合法化の上で、安定した多数派を確保するために広範囲な持ち合いを我が国企業は進めた。その中核となったのは銀行であった。同時に事業法人も株式の相互保有を積極的に進めた。内部昇進者主体の経営陣の構築は、長期的な視野に立つ経営を可能にするものとして評価された。最大の貸し手となると共に企業の大株主であるメインバンクは、債権者と株主の利害の衝突を回避し、かつ委託された監視者となることで企業経営の安定と成長に寄与するとされた。

3.2 株式所有構造と企業統治

持ち合いの存在は、企業の株主集団が投資目的により大きく二つに区分されることを意味している。一つは純粹投資(株式収益率に注目する)を目指す個人と外国人である。彼らは企業価値(株式価値)の最大化を目指すものであり、標準的なファイナンスの教科書が想定する投資家である。他方は銀行や事業会社である。株式価値の最大化よりは、経営者の相互安泰あるいは取引関係の維持を図ることを目的とするものである(政策投資)。政策投資であっても継続的な経済成長や物価・地価の上昇の下では株価も上昇するので、ある程度の株式収益率は確保できる。銀行や事業会社は自社が一時的な不振に陥ると、持ち合い株式を売却し会計上の利益を計上することが可能であった(益出しと売却相当部分の株数を改めて購入することで簿価は上昇した)。この点で持ち合いによる株式保有は土地保有と類似した効果を企業経営に持った。

(持ち合いと企業業績)

この二つの株式投資主体と企業業績の関係については議論が分かれる。株式価値の最大化を目指さない持ち合いの下では、経営者はより効率的な経営を行うインセンティブに欠けるので、企業業績は低下するというのが一つの見方である。他方で銀行や事業会社はブロック・ホルダーとして企業経営を監視するので、企業業績の向上につながるという見方がある。たとえば Pound(1988)は企業や機関投資家の株式保有について 効率的なモニタリングが行われる(企業業績に正の効果)、他の商売上の取引を重視するので、経営者を支持するという利害対立が生じる(負の効果)、機関投資家と企業経営者が相互に協力することに利害を見出し戦略的同盟が図られる(負の効果)、という3個の仮説を示しているのがその例である。

(外部株主と企業業績)

個人投資家や外国人投資家は企業価値最大化を目指すので経営効率を向上させるという見方がある。逆に少数で分散した株主集団は経営監視のインセンティブに欠けることから、経営者に対するプレッシャーがなくなり企業業績の低迷につながるという見方がある。個人投資家についてこの見方が特に指摘され

ることが多い(たとえば佐々木・米澤(2000)参照)。確かに株主安定化工作・持ち合いの下では個人投資家や外国人投資家は経営者の選任を左右できる支配的株主ではない。累積投票権制度が排除されている現行商法の下では、少数派株主である個人投資家や外国人投資家が会社側提案を否定することは不可能に近いであろう(たとえば2002年の東京スタイルと村上氏の事件参照)。しかし売買比率でみると個人株主は重要な地位を占めていたし、近年では外国人株主の売買比率が上昇している。彼らは自己の要求する株式収益率を得られないときはその株式を売却するであろう。株価の下落は資産効率の低下により持ち合い先の経営を悪化させる。経営者が持ち合いによる相互安泰を図ろうとしても、個人投資家や外国人投資家の要求に応えなければ持ち合いのコストを高めてしまう。このことを経営者が予想するならば、個人投資家や外国人投資家の持株比率の上昇は企業業績を高める可能性がある。このように株主構成が企業統治にどのような影響を与えるかは理論的には予め定まらない¹⁾。

3.3 投資主体別にみた株式保有と株式売買の推移

投資主体別に株式分布状況を概観すると、家計の株式保有比率が株式数ベースでみて一貫して低下傾向にある。1949年には財閥解体による株式放出を受けて69.1%(株式数ベース、個人・その他)とピークをつけた。その後88年には22.4%とボトムとなっている。言うまでもなくこの間上昇したのは金融機関(銀行、生損保、信託)と事業法人である。金融機関は49年にボトムの9.9%から89年の46%に上昇し、事業法人は49年の5.6%から73年には27.5%に上昇した。金融機関と事業法人の株式保有合計で持ち合いを代理させるならば、67年には51.1%と過半数を超え、89年に66.3%に達している。益出し等で売却が進められた2000年においても59.3%である。金融機関や事業会社が役員選出を左右する支配的な地位を占めている状況に変わりはない²⁾。外国人は緩やかな上昇傾向をみせ、91年以降5%以上のシェアを継続的に確保し、2000年には13.2%となっている。

3 証券市場での委託者別株式売買構成比(金額ベース)をみると(図2参照)、個人は調査が開始された1981年には58.3%を占めていた。それ以前の東証一部

のデータと併せると 1980 年代半ばまでは個人が売買の約半数以上を占めていたとみられる。80 年代半ば以降個人のシェアは漸減傾向をたどる。外国人は 83 年に 18.3% となった後バブル期を通じて漸減する。バブル崩壊後の 92 年以降外国人のシェアは上昇に転じ、2001 年には 51.8% と過半を占めるまでになる。純粹投資を目指すこれら二つのグループ合計の動きを見ると、80 年代半ば下から 90 年代前半にかけて低減した(ボトムは 89 年の 41.6%) が、最近では約 2/3 を占めており株価形成に一定の影響を持っているように思われる。ただしその中心は個人から外国人投資家にシフトしている。

金融機関は 80 年代初期には約 5% 程度の比重であったが、バブルピークの 89 年には 27.7% まで上昇した。事業法人を併せるとこの年は 42.5% にも上った。近年における金融機関の内訳を見ると、都銀・長信銀・地銀から信託銀行へとその中心はシフトしている。

＝＝＝＝＝ 図 2 委託者別株式売買状況の推移 ＝＝＝＝＝

4 株式所有構造と企業価値・企業業績に関する先行研究

わが国における地価の形成あるいは地価と銀行融資、企業の設備投資の関係については西村(1990)、井手(1997)、井手・田口(1997)、清水(1997)、小川・北坂(1998)がある。ここでは株式所有構造と企業価値、企業業績の先行研究について概観する。

株式所有構造が企業価値に影響を与えるという視点は Berle and Means(1933)により、株主の分散化は経営と所有の分離を進めて専門経営者に対する圧力を弱めるので株主の利害を阻害する、という形で提示された。株主構成で代理させたコーポレート・ガバナンスと企業業績の関係についての実証に関する先行研究として Demsetz and Lehn(1985)がある。彼らは 1980 年の米国 511 社を対象に Berle and Means(1933)が提示した仮説への疑問を検証している。何故ならば専門経営者が費用を高め利潤を削減するような行動にできれば、M&A 等にさらされるからである(Demsetz(1983)参照)。具体的には株主の集中度合いと税引き後経常利益率の関係を検証し、株主の集中度合いが統計的に有意ではなく、資本の

分散が企業経営の非効率につながらないことを報告している。McConnel and Servaes(1990)は米国の1,173社(1976年)、1,093社(1986年)を対象にTobin's Qと株主構成の関係を検証している。内部株主(CEOなど)と外部株主、ブロックホルダー、機関投資家の関係に注目している。株主構成がTobin's Qに影響しかつその効果は非線形であることを示し、Demsetz and Lehn(1985)とは対照的な結果を報告している。

Prowse(1990)は日米の金融機関で株式保有に関する行動が違うことに注目し、日米企業を比較分析している(1980-84年)。エージェンシー・コストを負債比率の関係では、日本企業は金融機関の貸出と持株比率の相関が高いので、エージェンシー・コストが低いことを示唆している。Lichtenberg and Pushner(1994)は日本の製造業1,241社(1976-89年)を対象に、銀行の株式所有、事業会社間の持ち合い、個人持株比率さらには系列が経営効率に与える影響をTFPとROAを用い検証している。金融機関の持株比率はモニタリングを通じて企業の業績を向上させるが、事業会社の持株比率の上昇は外部からの経営介入を抑止し経営者の努力水準を低めるので企業業績にはマイナスに働くと報告している

Himmelberg, Hubbard and Paria(1999)は企業特殊的効果を考慮し、かつ企業構造と企業成果の内生性に配慮して米国の764~2,630社(1982-92年)についてパネル分析を行っている。Tobin'Qを経営者の持株比率やその二乗項、企業の性質をコントロールするために企業規模、モニタリングの容易さ、モラルハザードや市場支配力を説明変数に加えている。コントロール要因を考慮するともはや経営者の持株比率はTobin'Qに有意な影響は与えないとしている。Nickell, Nicolitsas and Dryden(1997)は英国の製造業582社(1982~94年)のアンバランスド・パネルデータを用いTFPと製品市場の競争³⁾、金融市場の圧力や株主コントロールの関係をダイナミック・パネルモデルで考察している。支配的株主の株主総会議決で勝者となる確率が0.9以上(Leech and Leahy(1991)参照)の場合、その支配的株主が機関投資家、保険会社あるいは金融機関であれば、TFPに有意に正の効果を持ちかつ金融市場の圧力も有意に正の効果を持つと報告している⁴⁾。

我が国に関しては佐々木・米澤(2000)、米澤・佐々木(2001)がある。米澤・佐々木(2000)では日興500銘柄のうち製造業278社(1992~96年度)のデータを用いてTobin'Qと労働分配率を連立させ、株主構成の他に負債比率などをコントロー

ルして分析している。役員持株比率と外国人持株比率が労働分配率の低下を通じて Tobins'Q を高めること、個人持株比率は逆の効果を持つことを報告している。メインバンクや負債比率も Tobins'Q を低下させることを報告している。米澤・佐々木(2001)は過剰投資について同様の問題があることを示している。松浦(2001)は上場企業延べ 16,989 社(1991~97 年度)について配当政策と雇用削減政策の関係について分析し、負債の規律付けが弱いこと、大株主やメインバンクも企業再生には寄与していないことを報告している。

西崎・倉澤(2002)は日本経済研究所の財務データより 1977 年度以降継続してデータが得られる 823 社のバランスド・パネルについて分析している(推計期間は 1980~99 年度)。Tobin'Q を前期持株比率(金融機関、法人、外国人、以上三者を合計したブロック・ホルダー、個人)と 当期及び前期の売上高利益率、年度ダミーに回帰している。全期間を通じた推計ではブロック・ホルダーが有意に正、特に外国人の効果が大きいこと、金融機関は正の効果を持つが法人は有意にマイナスであること、個人も同様に負の効果を持つことを報告している⁵⁾。

米英については株式所有構造が企業価値に関しどのような影響を与えるかの実証結果は分かれるが、わが国については概ね株式所有構造が企業価値や企業業績に影響を与えることを認めている。ただし、銀行や事業法人に対する評価は分析対象期間やサンプルにより分かれている。われわれの分析は、日興 500 中の製造業に限定しかつプールした佐々木・米澤(2000)とは対象の広がり与分析方法で異なる。松浦(2000)は期間が 90 年代に限定されている。アンバランスド・パネルによるという点でバランスド・データを用いた西崎・倉澤(2002)と異なる。われわれの分析対象・期間がより広範囲である。

5 データと定式化

5.1 データ

本章の分析対象は東証、大証、名証に 1956 年以降上場したことがある企業(除く金融保険業)である。変数作成の必要上 3 期間以上連続上場している企業を取り上げた。個別企業のデータは原則として日本政策投資銀行の企業財務デー

タによった。一部の項目については企業系列総覧と会社四季報(東洋経済新報社)により補正した。二期間の和半の金額を求めた ROA と投資比率は、分析期間中の物価変動に配慮し消費者物価指数で実質化した。異常値の問題に配慮し、平均から ± 4 標準偏差を基準に ROA が 20% 超または -14% 未満、3 期間平均の借入比率が 100% 以上、社債比率が 39% 超、企業間信用受信比率が 63% 超、投資比率が 32% 超または -20% 未満、無形固定資産比率が 5% 超のサンプルは除いた。また 3 期間の自己資本比率が 93% 超、売上高利益率が 75% 超のものも除いた⁶⁾。

実際の推計期間は 1958 年 4 月期から 2001 年 3 月期までである(データは 1956 年からのものである)。全期間で 2,407 社、延べ 60,287 サンプルである。ただし株式所有構造を考慮した推計は、データの利用可能性から 1979 年 3 月期から 2001 年 3 月期であり 2,406 社、延べ 39,726 サンプルである。このように本章のデータセットはわが国上場企業の大半をカバーしている。なお 4 月から翌年 3 月までに決算を迎えたものは当該会計年度に決算を行ったものとした⁷⁾。

5.2 定式化

ここでは Himmelberg, Hubbard and Paria(1999)と佐々木・米澤(2000)の先行研究を踏まえて定式化を試みる。被説明変数としては ROA を取り上げる⁸⁾。分析対象期間の 45 年にわたり企業資産の再取得価値を知ることが困難であることと我々が用いるデータに期末の株価が含まれていので Tobin's Q にはよらない。付言すれば、かつては株価よりも財務的な指標を企業が重視していたと考えられるからである。税制の変更の影響を避けるためと少なからざる企業で益出しにより特別損益が操作されていることから、ROE を用いることもしない。

土地所有による企業収益の変動と担保価値の増減を表す代理変数として金利地価乖離の値を用いる。貸出約定金利が地価上昇率を上回れば企業業績を圧迫するので、これにかかる係数は負となることが予想される。株式所有構造としては前期末の銀行、事業法人、外国人と個人の持株比率を取り上げる。持ち合い(政策投資)と外部株主(純粋投資)の効果をより直接的にみるために持ち合い=銀行比率+事業法人比率と外部株主=外国人比率+個人比率もみることにする。これらの係数の符号条件が予め定まらないことは前述のとおりである。

コントロール変数としては前期の土地比率(土地・建物/総資産)をまず取り上げる。その係数の符号条件は負となることが予想される。負債の構成として各前期の借入比率(長短借入金/負債・資本合計)、社債比率(社債/負債・資本合計)および企業間信用の短期受信比率(買入債務/負債・資本合計)を取り上げる。商社金融や問屋機能に代表されるように企業間信用の供与が活発なことがわが国の特徴である。企業間信用は日々の実取引から発生する運転資金供給であるので、貸し手のモニタリングと供与態度は金融機関よりも厳しいと予想される(たとえば倒産前後のマイカル納入業者の例)。この比率が相対的に高いということは優良企業である可能性がある⁹⁾。そうであれば企業間信用の係数は正となることが予想される。企業成長の代理変数として前期投資比率(=(有形固定資産増減額+減価償却額)/資産、ただしCPIで実質化した)、モラルハザードの代理変数として前期無形固定資産比率(無形固定資産/資産)を取り上げる。投資にかかる係数は正、無形固定資産にかかる係数は負となることが予想される。その他に合併や事業分離の可能性に配慮し、総資産が実質30%以上増加ダミー(MAと表記)と30%以上減少ダミー(DIVと表記)を加えた。MAにかかる係数は正、DIVにかかる係数は負となることが予想される。その時々々のマクロの経済状況をコントロールするためにIIPの変化幅(ポイント)を加える。その係数は正となることが期待される。記述統計は表1に掲げるとおりである。

=====表1記述統計=====

6 推計結果

6.1 1958年3月期～2001年3月期の推計 - 地価の影響を中心に

6.1.1 バランスド・パネルとアンバランスド・パネルの比較

上場企業の中には倒産や合併、完全子会社化などにより上場が廃止されるものが存在する。1997年から2001年の5年間で137社が東証で上場廃止となっている。他方では同時期に120社が東証に直接新規上場している。このように上

場会社については意外なまでに異動がみられる。パネル分析に当たってはこの除去されたサンプルや新規に加えられたサンプルの扱いがまず課題となる。分析対象の 45 年間一貫してデータが得られたのは 184 社である。いわば社歴の古い名門企業である。分析に必要な 3 年以上継続してデータが得られたのは 2,407 社である。当然ながら多くの新規上場企業を含んでいる。新規上場企業や上場廃止企業を除くと、社歴の古い企業に分析を限定するサンプルセレクション・バイアスの問題が生じる¹⁰⁾。最初にこの問題を検討するために 184 社のバランスド・パネルによる推計と 2,407 社によるアンバランスド・パネルによる推計を行い比較する。結果は下記の通りである。

バランスド・パネルの推計結果

ROA= -0.1177 金利地価乖離-0.0389 前期土地比率-0.0034 前期借入比率
 (-24.450) (-5.372) (-0.922)
 -0.0907 前期社債比率+0.0453 前期企業間受信比率-0.0147 前期投資比率
 (-13.064) (7.354) (-2.155)
 +0.5103 前期無形固定資産比率+0.6475MA-3.2357DIV+0.1088IIP 変化 1)
 (5.512) (3.258) (-2.403) (20.362)

Adj R2=0.4462 SER 2.753 F 検定 13.454 H-W 検定 150.13
 社数 184(延べ 7,912) カッコ内の値は t 値
 F 検定はプールした OLS と固定効果モデルの選択に関する検定
 H-W 検定は固定効果モデルと変量効果モデルの選択に関する Hausman 検定
 以下において同じ。

アンバランスド・パネルの推計結果

ROA= -0.1429 金利地価乖離-0.0427 前期土地比率-0.0217 前期借入比率
 (-58.446) (-15.422) (-13.454)
 -0.1111 前期社債比率+0.0580 前期企業間受信比率+0.0144 前期投資比率
 (-40.031) (21.405) (5.038)
 -0.0846 前期無形固定資産比率+1.0842MA-3.2886DIV+0.1209IIP 変化 2)
 (-2.236) (13.612) (-8.635) (47.017)

Adj R2=0.4409 SER 3.3502 F 検定 9.977 H-W 検定 873.90
 社数 2407(延べ 60,287)

バランスド・パネルとアンバランスド・パネルのいずれのモデルでも 1%水準で固定効果モデルが選択されている。係数をみるとバランスド・パネルでは前期借入比率の係数は統計的に有意ではない(アンバランスド・パネルでは 1%水準で有意に負)、前期投資比率は 5%水準で有意に負(同 1%水準で有意に正)、前期無形固定資産比率の係数は 1%水準で有意に正(同 5%水準で有意に負)となっている。前期投資比率と前期無形固定資産比率の係数は有意に符号が逆転している。収益率に対して前期投資比率がマイナスに、前期無形固定資産比率がプラスに影響するというのは不自然である。バランスド・パネルでは分析を社歴の古い企業に限定したことによるサンプルセレクション・バイアスが生じた可能性が考えられる。そこで Verbeek and Nijman(1992)によって提案された準 Hausman 型の検定を行った。二乗検定統計量は 294.54(自由度 10)であり、バランスド・パネルの推計にサンプルセレクション・バイアスが無いという帰無仮説は強く棄却された。以下ではアンバランスド・パネルの結果に基づき説明する。

6.1.2 地価に依存した企業業績

アンバランスド・パネルの推計結果をみると各変数の符号条件は満たされている。金利地価乖離の係数から貸出約定金利が地価上昇率を 5%上回る(下回る)と ROA は 0.71%ポイント低下(上昇)することがわかる。1958 年から 65 年の高度成長期の金利地価乖離の値は -5.86% ~ -34.28%であるから、この要因により 0.83 ~ 4.90%ポイント ROA は高められていたことになる(図 5 参照。要因 1 と表記。当時の ROA は 8.03 ~ 11.37%)。これの ROA に対する比重は 9.54 ~ 47.59%である(要因 2 と表記)。図 5 に見られるように 74 年度まで地価の上昇により ROA は底上げされていた。この傾向は 75 年度以降逆転している。75~86 年度までは全国銀行貸出約定金利が地価変化率を上回るので、両者の乖離は ROA を押し下げる傾向にあった。その ROA に対する比重は -0.02 ~ -9.81%である(80,81 年度を除く)。87~91 年度は高度成長期ほどではないが、地価の上昇率が全国銀行貸出約定金利を上回っていたので ROA は再び底上げされた。バブル崩壊後の金利地価乖離の値は 5.72% ~ 9.68%と正となったので、ROA は 0.82% ~ 1.38%ポイ

ント低下したことになる(当時の ROA は 3.25 ~ 4.58%)。その ROA に対する比重は -21.83 ~ -37.43%である。この動きは日本の企業経営が地価に強く依存していたことを示すものである。同時に土地担保に依存した企業金融の効果が高度成長期やバブル期と 90 年代以降では反転したことを意味している。このことは 90 年代において本店所在地の地価下落率が大きい銀行ほど不良債権比率が高いという松浦・竹澤(2002)と整合的である。

図 5 = = = = 金利地価乖離が ROA に与えた影響 = = = =

(土地所有の効果)

前期土地比率の係数も 1%水準で有意に負である。生産要素として費用がかかるということもあるが、企業が地価上昇を見込んで将来投資のために取得していたり担保価値の上昇を目指して当座の事業展開以上に必要な土地を保有していた可能性がある。現に事業用に使われていた土地が大半であったらうから、遊休地の ROA に対する抑制効果だけを抜き出すことは困難である。前期土地比率の係数の値は金利地価乖離の係数値を(絶対値の意味で)約 0.1 ポイント下回っている。両者の係数から、土地比率を 5%増加させたとしても地価上昇率が貸出約定金利を 2%上回っていれば、それはペイしたことが分かる。この条件は 56~74 年という高度成長期には基本的に成立していた。その意味で企業が積極的な土地投資を進めたことには根拠があった。しかし 75 年以降はバブル期を除きこの条件は満たされてはいない。特に 92 年以降では金利地価乖離の値の上昇と相まって企業業績を抑制している。

6.1.2 債務構成の影響

債務構成の影響をみると、企業間信用受信比率の係数が 1%水準で有意に正でありかつその値が(絶対値の意味で)借入比率をかなり上回ることが注目される。これらの推移を示したのが図 6 である。上場企業においても企業間信用が相当のウエイトを持つことが分かる。銀行等からの借入比率は 75 年の 36.26%をピークとして 80 年代を通じて一貫して低下し、ほぼ半減した(90 年 18.45%)。

この借入比率の低下により ROA は改善した。企業間信用受信は 58 年の 16.81% から 69 年の 24.26% まで上昇基調にあり、高度成長期の企業経営に貢献したことがうかがわれる。しかし 79 年の 24.72% をピークに 98 年の 15.79% まで 8.92 ポイント低下し、過去最低の水準となった。この間の企業間信用受信の減少は限界性向から 0.52% ポイント ROA を低下させており、75~90 年にわたる借入比率低下による ROA の改善幅 0.39% ポイントを完全に相殺している。企業金融の構成の変化が企業業績を悪化させたことがうかがわれる¹¹⁾。

図 6 = = = = = 企業間信用等の推移 = = = = =

6.2 1979 年 3 月期 ~ 2001 年 3 月期の推計結果 - 株式所有構造の効果を中心に

結果は表 2 に掲げるとおりである¹²⁾。欄に株式所有構造を考慮しないケース、 ~ 欄に株式所有構造を明示的に考慮したケースが示してある。いずれのケースも固定効果モデルが採択されている。2) 式と 欄の結果は共通している。株式所有構造を除く説明変数については、 ~ 欄の間で変動はほとんどない。これらの説明変数の効果は頑健なように思われる。ここでは株式所有構造の影響を中心にみる。Schwarz の情報量基準からは 欄の結果が選択される。しかし追加的な説明力は高くない。欄と 欄を比較すると修正済み決定係数の上昇は 0.0054 である。これは西崎・倉澤(2002)や平元(2002)と共通した結果である。この点には留意する必要がある。

(持ち合いの効果)

欄をみると金融機関の持株比率の係数は 1% 水準で有意に負である。他方で事業法人持株比率の係数は統計的に有意ではない。多重共線関係の存在が疑われたので事業法人を除いた結果を 欄に、金融機関を除いた結果を 欄に掲げてある。持ち合いの効果みるために 欄に持ち合い比率を入れた結果を示している。欄は異なる投資目的を持つと考えられる二つの集団の効果を見るために、持ち合い比率と外部株主比率を入れた結果である¹³⁾。

欄の金融機関持株比率の係数も 1% 水準で有意に負である。メインバンク・

システムと持ち合いは日本型企业経営の特徴とされたが、第二次オイルショック以降の高度成長終焉後は金融機関の持株比率の上昇は ROA を低下させている。欄をみると事業法人持株比率は 1%水準で有意に正である。企業間信用の受信と共通するものがある。しかし 欄、 欄の結果を併せると持ち合い総体としては、Pound(1988)の示した他の商売上の取引を重視するので経営者を支持するという利害の対立あるいは経営者の戦略的同盟が図られるという負の効果が生じている。長期的多面的取引は商売上の利害を重視するものであり、累積投票権排除・外国人役員排除は経営者の相互安泰を図ろうとするものである。その効果は事業法人よりは金融機関において明瞭である。われわれの推計結果は企業価値の最大化を目指さない政策投資の性格を端的に表している。

(純粋投資)

外国人投資家と個人投資家の持株比率にかかる係数はいずれも 1%水準で有意に正である。外部株主は株式収益率に注目して企業価値最大化を目指すので、経営効率を向上させるという効果が現れているようである。係数の大きさから外国人投資家についてこのことは特に当てはまるようである。もちろん純粋投資を目指す個人や外国人は業績の良い企業を選んでおり、企業経営者は結果として純粋投資家の期待に応えているという因果関係を考えることもできる。その場合でも業績が悪化すれば株式の売却を浴びるということを経営者は認識していたであろう。

注目されるのは外国人・個人投資家の正の効果と持ち合いの負の効果がほぼ相殺されていることである(欄参照)。このことは最終的な資金の出し手である家計や外国人投資家を遠ざけた日本型コーポレート・ガバナンスが企業業績を低迷させる一つの要因であることを示唆している¹⁴⁾。

====表 2 1979 年 3 月期 ~ 2001 年 3 月期の推計結果====

7 結びにかえて

日本企業の業績が地価に強く依存していたことを明らかにした。デフレ対策

として地価上昇政策を求める声がやまない。企業業績が地価に依存していたことを思えばデフレ対策は一見もっともらしくみえる。しかし井手(1997)が示唆するように地価は長期均衡経路からかなり乖離しており、均衡へ向けて下落は長期的に続くと予想される。長期均衡を上回る地価をさらに上昇させる政策が維持可能であるとは考えにくい。むしろ問題をさらに拡大するであろう。均衡にたどり着くまでは地価下落を前提として企業経営の再構築を図るしかないと思われる。本章の分析対象は上場企業である。未上場企業に比べれば、金融機関と企業の間での情報の非対称性の程度は少ないであろう。中小企業などに比べれば、企業金融での土地担保の比重は低められるはずである。その意味で企業のプロジェクトをより精緻に判断する審査能力を金融機関が持つことが、長期的には重要な解決策となるであろう。

株主軽視ということがしばしば言われる。累積投票制度の廃止や持ち合いの確立の下でも、個人や外国人という最終的な資金の出し手の持株比率が企業業績と正の関係にあることを明らかにした。持ち合いが企業業績にマイナスの効果を与えていた。株式所有構造の効果の分析対象期間は主に1980年代以降である。それは企業がいわゆる「銀行離れ」を進めた時期である。企業金融は銀行借入から内部留保・資本市場からの調達へと大きく舵を切った時代である。このような企業金融の変遷は、企業経営監視の担い手がメインバンクから市場の投資家へと替わることを求めたが、持ち合いは期待されるモニタリング主体の交替を阻害したのではないかという疑問をわれわれの推計結果は裏付けている。最終的な資金の出し手が軽視されるようなところに、成長のための新たな資金が供給されるとも考えにくい。経営者の戦略的連携から離れたコーポレート・ガバナンスの構築が求められていることをわれわれの分析は示している。その第一歩として累積投票制度の復活は検討されるに値する。友好的な株式取得の形であるが、従来形にとらわれない経営者を迎えた日産のケースはその効果を示唆しているように思われるからである。さらに持ち合い株式を互いに買入消却(自社株買い)し、最終的な資金の出し手を株式所有構造の中核に据えることが求められている。

1)花崎・小黒[2003]は銀行業について株式所有構造と業績の関係を実証している。上位三株主が全て金融機関である場合には、バブル期に拡張主義的行動にで、かつその後リストラクチャリングも遅れたことを報告している。

2)金融機関の中には信託を含んでいる。実質的な所有者が別にいる可能性がある。信託銀行や年金信託が会社側提案に白紙委任状を出すか大多数のケースで賛成するという状況では安定株主の変形に過ぎないであろう。

3)市場の競争圧力と経営規律の関係についてはたとえば Agion, Dewarpoint and Rey [1997]参照。

4)ただし株主のコントロールと金融市場の圧力は代替的であるとしている。

5)このほかに手嶋[2000]、宮嶋他[2002]も参照。多角化と専業とに注目してガバナンスの効果を分析したものに Lins and Servaes [1999], 平元[2002]がある。

6)データの信頼性確保のために、説明変数が欠値であるものの他、有形固定資産残高またはその増減が負となるもの、減価償却費、任意積立金取り崩し、もしくは営業外費用が負となるものもサンプルから除いた。

7)決算期変更ダミーを加えた推計も行ったが有意な結果は得られなかった。

8)ROA の定義は次による。

$$\text{ROA} = \frac{\text{当期営業利益} + \text{当期受取利息・配当}}{\text{当期 CPI}}$$

$$\text{ROA} = \frac{\text{当期末資産} + \text{前期末資産}}{\text{当期 CPI} + \text{前期末資産} / \text{前期 CPI}} / 2$$

9)大村他[2002]は倒産中小企業の分析で、企業の業績悪化に企業間信用は敏感に反応し、倒産直前局面では急激に減少すること、また企業間信用比率が倒産確率の安定したシグナルであることを報告している。

10)パネルデータでサンプルを限定する場合の問題 (attrition) については、たとえば Wooldridge[2001]参照。

11)ただし与信の面を考慮していないということに留意する必要がある。

12)パネル分析で期間を短期間に分割すると結果が不安定になることが指摘されている (Bandt and Davis[2000]参照)。本稿では地価の効果に注目しているが、

それは年次データである。全期間でも 43 サンプルである。しかし株主構成の影響を見るために 79 年 3 月期以降に分割した場合は 23 サンプルである。決して多くはない。また 79 年 3 月期以降のサンプルの平均対象期間は 16.5 年である。このような場合大標本を前提とする時系列データに関する各種の検定は困難である。以下の解釈にはこの二点に留意する必要がある。

13) 金融機関にかかる係数と事業法人にかかる係数が等しい、あるいは個人投資家と外国人投資家の持株比率の係数が等しいと統計的に主張するつもりはない。持ち合い(政策投資)と外部株主(純粋投資)の効果の違いを際立たせるために、両変数を仮に統合している。

14) 分析期間が 1980 年度 ~ 1999 年度とほぼ本研究と重なる西崎・倉澤[2002]は、Tobin's の限界 Q と株式保有構造の推計で。金融機関は有意に正、事業法人は有意に負、個人は有意に負、海外投資家は有意に正と報告している。本研究とはかなり異なる。分析対象が ROA と Tobin's の限界 Q と異なることの他に、西崎・倉澤がデータが一貫して得られる 823 社のバランスド・パネルによったことがこの違いをもたらしたと考えられる。

参考文献

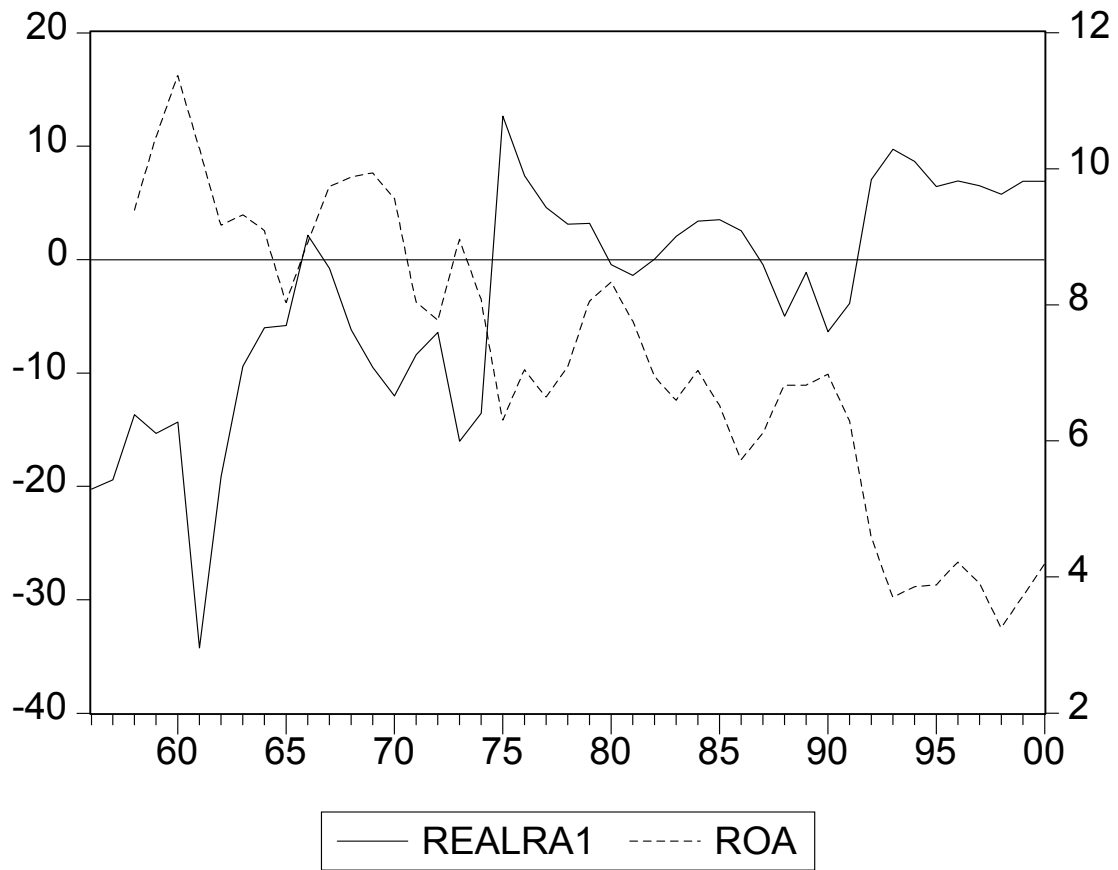
- Agion, Ph., M. Dewatripont and P. Rey (1997), "Corporate governance, competition policy and industrial policy," *European Economic Review* 41: 797-805.
- Berle, A. and G. Means (1933), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan.
- De Bandt, P. and E. P. Davis (2000), "Competition, contestability and market structure in European banking sectors on the eve of EMU," *Journal of Banking and Finance* 24: 1046-1066
- Demsetz, H. and K. Lehn (1985), "The structure of corporate ownership: causes and consequences," *Journal of Political Economy* 93: 1155-1177.
- Himmelberg, C., Hubbard, R. and D. Palia (1999), "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance," *Journal of Financial Economics* 53: 353-384.
- Leech, D. and J. Leahy (1991), "Ownership structure, corporate type classifications and the performance of large British companies," *Economic Journal* 101: 1418-1437
- Lichtenberg, F. R. and G. M. Pushner (1994), "Ownership structure and corporate performance in Japan," *Japan and the World Economy* 6: 239-261
- McConnell, J. J. and H. Servaes (1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics* 27: 559-612.
- Nickell, S. D., Nicolitsas, D. and N. Dryden (1997), "What makes firms perform well?," *European Economic Review* 41: 783-796.
- Poud, J. (1988), "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight," *Journal of Financial Economics* 20: 237-265.
- Prowse, S. D. (1990), "Industrial investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan," *Journal of Financial Economics* 27: 237-66.
- Verbeek, M. and Th. E. Nijman (1992), "Testing for selectivity bias in panel data models," *International Economic Review* 33: 681-703
- Wooldridge, J. (2001), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press
- 井手多加子 (1997), 「地価バブルと地域間資本移動」浅子和美・福田慎一・吉野直行編 『現代マクロ経済分析 - 転換期の日本経済』東京大学出版会: 219-247
- 井手多加子・田口輝幸 (1997), 「地銀パネルデータによる地価と貸出供給」成蹊大学 DP

- 大村敬一・楠美将彦・水上慎士・塩貝久美子(2002),「倒産企業の財務特性と金融機関の貸出行動」内閣府景気判断・政策分析 DP
- 小川一夫・北坂真一(1998),『資産市場と景気変動』日本経済新聞社
- 佐々木隆文・米澤康博(2000),「コーポレート・ガバナンスと企業価値」,証券アナリストジャーナル Vol138,No9:28-46
- 菅原菊志(1975),「取締役概論」商事法務研究会編『新版取締役ハンドブック』商事法務研究会:1-92
- 手嶋宣之(2000),「経営者の株式保有と企業価値」,現代ファイナンス No7:41-55
- 西崎健司・倉澤資成(2002),「株式保有構成と企業価値 - コーポレートガバナンスに関する一考察」日本銀行金融市場局ワーキングペーパー 2002-J-4
- 西村清彦(1993)「日本の地価決定メカニズム」西村清彦・三輪芳朗編『日本の株価・地価』東京大学出版会:
- 花崎正晴・小黒曜子(2003),「銀行の所有構造とパフォーマンス - エントレンチメント仮説の検証」林敏彦・松浦克己・米澤康博編『日本の金融:問題と解決策』日本評論社:165-185
- 堀内昭義・花崎正晴(2000a),「金融システムと企業統治」吉川洋・大瀧雅之編『循環と成長のマクロ経済学』東京大学出版会: 83-110
- 堀内昭義・花崎正晴(2000b),「日本の金融危機から何を学ぶか - 金融システムと企業経営統治」宇沢弘文・花崎正晴編『金融システムの経済学』東京大学出版会: 55-82
- 松浦克己(2001),「雇用削減と減配、無配の関係 - 企業利潤、企業財務、コーポレート・ガバナンスからの視点」フィナンシャル・レビュー 60号: 106-138
- 松浦克己・竹澤康子(2002),「不良債権問題 - 原因とこれからの解決策」日本経済研究 No44: 88-105
- 宮島英明・新田敬祐・斉藤直・尾身祐介(2002),「1990年代日本企業の統治構造と生産性 - 統治構造の変容は経営効率改善に寄与したか」mimeo
- 吉川洋編著(1996),『金融政策と日本経済』日本経済新聞社: 145-163
- 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 60号: 90-105
- 米澤康博・土村宣明(2003),「コーポレート・ガバナンスと過剰投資、過剰負債」

林敏彦・松浦克己・米澤康博編『日本の金融:問題と解決策』日本評論社:363-383

図1 ROAと金利地価乖離値

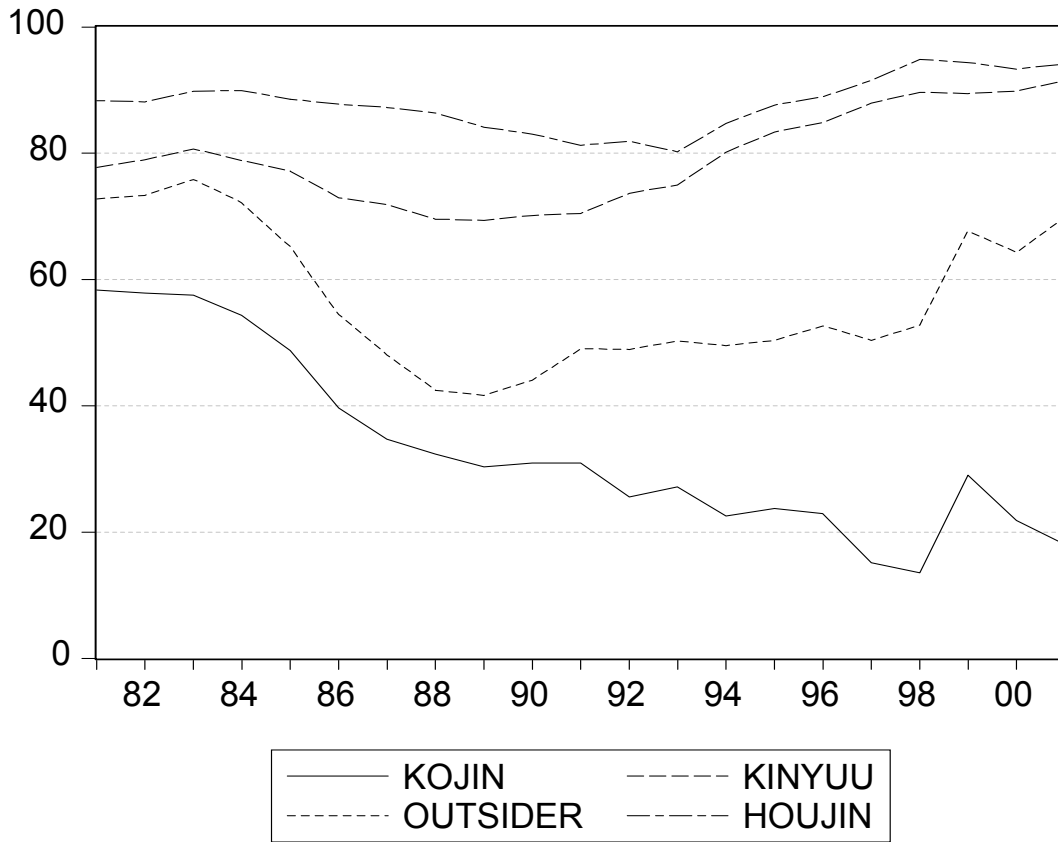
REALRA1は金利地価乖離値



出所)筆者の計算および平成12年経済白書(長期経済統計)および日本銀行金融経済統計月報により作成

図2 投資部門別株式売買比率(金額ベース)

KOJINは個人投資家 outsiderは外国人投資家 kinyuuは金融機関 houjinは事業法人



注) 東証統計年報による。個人、外国人、金融機関、事業法人

図3 金利地価乖離値とROAの関係

要因1 要因

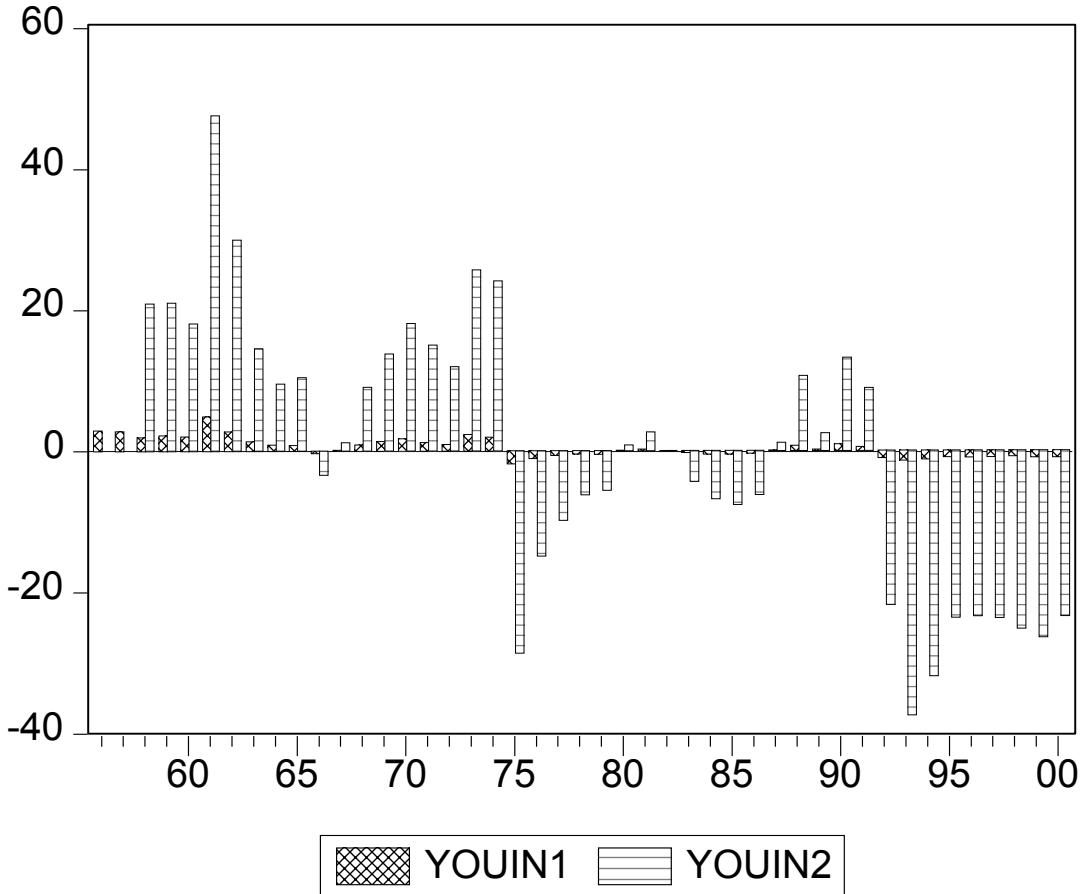


表1記述統計

表1 記述統計	平均	標準偏差	最小	最大
ROA	6.541 5.512	4.481 4.142	-13.958 -13.958	19.998 19.996
実質金利	0.129 3.075	7.744 4.507	-34.280 -6.416	12.604 9.679
土地比率	16.153 16.807	11.933 12.442	0.000 0.000	93.835 93.835
前期借入比率	26.124 22.486	18.606 18.958	0.000 0.000	151.846 140.754
前期社債比率	4.220 5.616	7.364 8.297	0.000 0.000	50.079 50.079
前期企業間 受信比率	20.481 19.581	12.684 12.460	0.000 0.000	79.772 69.742
前期投資比率	4.770 4.279	6.224 5.373	-38.360 -38.104	93.847 85.784
前期無形固定 資産比率	0.317 0.297	0.567 0.566	0.000 0.000	7.628 7.628
MA	0.042 0.033	0.200 0.178	0.000 0.000	1.000 1.000
DIV	0.004 0.002	0.055 0.046	0.000 0.000	1.000 1.000
IIP変化	4.590 2.218	6.872 4.252	-9.700 -7.100	25.200 8.900
金融機関	29.608	15.543	0.000	81.80
事業法人	31.554	18.906	0.000	100.0
持ち合い	61.162	15.657	0.000	100.0
外国人	4.159	7.225	0.000	81.330
個人	32.943	15.881	0.000	100.00
外国人・個人	37.103	15.612	0.000	100.00

注)ROAからIIP変化までの上段は全期間(2407社、60,287サンプル)、
下段は1979年3月期～2001年3月期(2406社、39,726サンプル)である。

表2推計結果

表2 1979年3月期 - 2001年3月期の推計結果

実質利子率	-0.1954 (-50.92)	-0.2025 (-52.13)	-0.1985 (-50.45)	-0.2002 (-50.92)	-0.2030 (-52.20)	-0.1946 (-49.89)
前期土地比率	-0.0636 (-18.21)	-0.0627 (-18.09)	-0.0648 (-18.55)	-0.0650 (-18.61)	-0.0619 (-17.85)	-0.0641 (-18.33)
前期借入比率	-0.0130 (-5.94)	-0.0136 (-6.08)	-0.0128 (-5.68)	-0.0122 (-5.44)	-0.0112 (-5.06)	-0.0131 (-5.97)
前期社債比率	-0.0719 (-23.79)	-0.0613 (-20.03)	-0.0612 (-20.00)	-0.0626 (-20.57)	-0.0649 (-21.35)	-0.0650 (-21.40)
前期企業間 受信比率	0.1075 (28.78)	0.1009 (26.52)	0.1014 (26.69)	0.1027 (27.10)	0.1057 (28.14)	0.1038 (27.71)
前期投資比率	0.0013 (2.31)	0.0012 (2.33)	0.0216 (6.13)	0.0218 (6.19)	0.0012 (2.19)	0.0235 (6.63)
前期無形固定 資産比率	-0.2266 (-4.62)	-0.2459 (-5.00)	-0.2445 (-4.97)	-0.2435 (-4.96)	-0.2464 (-5.02)	-0.2418 (-4.94)
MA	1.0938 (10.53)	1.0602 (10.32)	1.0422 (10.15)	1.0498 (10.22)	1.0795 (10.47)	1.0704 (10.34)
DIV	-2.7403 (-5.44)	-2.6979 (-5.35)	-2.7112 (-5.38)	-2.7095 (-5.37)	-2.6680 (-5.29)	-2.6813 (-5.30)
IIP変化	0.0832 (21.27)	0.0726 (18.36)	0.0737 (18.63)	0.0752 (19.07)	0.0748 (18.97)	0.0759 (19.20)
金融機関		-0.0323 (-5.91)	-0.0347 (-8.71)			
事業法人		0.0039 (0.68)		0.0290 (7.06)		
持ち合い					-0.0134 (-2.59)	-0.0125 (-2.40)
外国人		0.0547 (8.23)	0.0508 (10.07)	0.0786 (14.60)	0.0494 (7.45)	
個人		0.0163 (3.22)	0.0134 (4.67)	0.0422 (14.10)	0.0150 (2.95)	
外国人・ 個人						0.0188 (3.69)
Adj R2	0.4982	0.5033	0.5036	0.5036	0.5021	0.5016
SER	2.9346	2.9197	2.9182	2.9192	2.9231	2.9243
F 検定	10.645	10.532	13.939	13.939	10.494	13.939
H-W検定	3955.3	1203.5	86417	26367	1826.6	3577.2
SC	12.0362	12.0248	12.0239	12.0246	12.0274	12.0283
社数(延べ)	2406(39726)	SCはSchwartzの情報量基準。				