

日本企業の株式所有構造の進化： 機関投資家の多様性とブロック保有

早稲田大学商学大学院教授 宮島英昭



— 目 次 —

1. はじめに：所有構造と企業支配権
2. 所有構造の長期変化
3. 日本企業の所有構造の“静かな変容”

1. はじめに：所有構造と企業支配権

本日はファミリーファームの問題を考える前提ということで、日本企業の所有構造の現状の理解に資するような内容をご用意した。

資料1頁をご覧ください。はじめに問題の所在として、日本の企業を考えていく場合に、世界を見渡すと、世界の所有構造とそれに関連する企業支配権は実は非常に多様である。この点については、20世紀の末ぐらいから、特に新興国、大陸ヨーロッパの国々がアメリカ、イギリスと大きく異なる点が注目されて、この多様性が強調された。このように多様性を捉えていく場合にはいくつかの視点が必要だ。ここで私どもが採用している1番目は、株主の特性、株式保有の目的に注目して、アウトサイダー、インサイダーという視点を置くこと。2番目が、比較的なじみがあるかと思うが、株主の影響度あるいは企業経営への関与のインセンティブを規定するよ

うな集中度である。3番目が企業支配のあり方と支配権をめぐる規制で、主として少数株主保護等についての規制のあり方が重要になる。

資料2頁をご覧ください。このように見ていくと、世界の所有構造は、アメリカ、イギリスはアウトサイダー優位で、機関投資家や個人の投資収益の最大化を目標とするような株主が中心であるのに対して、ドイツから韓国まで、新興国、あるいは大陸ヨーロッパでは、創業者あるいは事業法人の保有比率が低い。それに対して、日本は創業者の比率が低くて、そういう意味ではファミリーファームの比重が低いということが理解できる。

資料3頁をご覧ください。一般に株式所有は経済が発展すると分散すると理解されるわけだが、世界の株式所有構造を見渡すと、上場企業だけを取り上げて見ても、公開というイメージとは大きく異なって、平均的には非常に集中度が高いということが知られてい

る。上位3社の集中度が3割程度であるのは日本、アメリカ、イギリスであるが、これらはむしろ例外で、世界的に上位3社の集中度の平均は5割を超え、フランス、ドイツは6割ぐらいに達している。

資料4頁をご覧ください。アメリカは株式が分散している点の特徴だが、その中でも近年は機関投資家への集中が進み、ブロックシェアホルダーが増加しているという事態になっている。例えばAppleを見ても、3大機関投資家、バンガード（Vanguard）や、ブラックロック（BlackRock）や、ステート・ストリート（State Street）の合計で16%程度の株式が保有されている。こうしてブロック化した機関投資家の中にはアクティビストと機関投資家双方があるが、これらが企業経営に対してしばしば事実上の協調行動を取って経営に関与していることになる。

その意味でアメリカでは機関投資家がモニターの主体であるわけだが、それが強すぎることにに対する対応としては、種類株とか、Business Judgement Ruleとかいった制度が存在している。また、最近増えているインデックスファンドの存在は企業の長期経営を支える基盤の側面があると理解されている。

他方、大陸欧州諸国は、ファミリーが支配株主、あるいは、ブロックホルダーであるというのが基本的な特徴であり、しかもそれぞれの企業は支配株主を頂点としたピラミッド型の組織を作っていて、企業グループを形成している。そうするとアメリカ、イギリスでは株主分散に伴うエージェンシー問題が深刻であり、企業統治上の問題のコアになるわけだが、それに対して大陸欧州諸国における企業統治上の問題は、支配株主による少数株主からの収奪にあり、これをどうやって防ぐか

が重要な問題になる。

こうした支配株主の存在は、少数株主の収奪というネガティブな側面を持つわけだが、創業者あるいは創業者に関連した財団の株式所有が、創業者の経営上のイニシアチブあるいはクイックな意思決定や長期経営を可能にする面もある。例えば、その創業者が地球環境に関連する問題の解決にミッション意識を強く持っているとする、その所有形態がこうした長期経営の基盤になると考えられる。

それに対して、日本は、株式が高度に分散しているという意味ではイギリス、アメリカに似ている側面がある反面で、株主の中心はインサイダーで、支配株主・ブロックシェアホルダーは、大陸欧州諸国がファミリーであるのに対して、事業法人がブロックシェアホルダーになっているケースが多いという特徴がある。逆に、創業者・ファミリーは、日本の上場企業全体を見ると、世界的に見ると比重は小さいということになる。こうした構造なので株式分散に伴うエージェンシー問題が発生するわけだが、これがかつてはメインバンクが解決したとされていた。現在それが後退する中で、一部の企業ではそうした企業特有の問題の解決者がいないという意味で空白状態が生まれているという指摘もある。他方、相互持合いによる長期経営がこれまで日本の特徴だと言われていたわけだが、それが後退する中で、現在新たな局面を迎えている。

資料5頁をご覧ください。最後に企業支配をめぐる規制を見ると、米国・英国では少数株主保護の規制が整備されているのに対して、大陸欧州では少数株主保護の水準が低く、日本は両者の中間的な少数株主保護の状況のもとで事業間の経営権の移転が可能になっていると理解することができる。

資料6頁をご覧ください。世界の所有構造は、今申し上げたように多様であり、日本の位置は米国、英国とも異なるし、大陸欧州・新興国とも異なる第3のタイプであると考えられる。そのように考えた上で、現在、日本の所有構造は大きく変化している。これをどのように理解するかということが本報告の課題で、米国型に徐々に収斂しているのか、それとも第3のユニークな位置を維持しているのが問題の焦点となる。結論から先に申し上げますと、日本の企業の所有構造の変化は、内容的に静かな変化は生じつつも、三つ目のユニークなタイプとして進化しているということを今日をご説明する。

2. 所有構造の長期変化

それでは本題に入りたい。資料8頁をご覧ください。まず所有構造の長期変化ということで、日本の所有構造を1955年以降から概観しておきたい。ここにある図はインサイダー、アウトサイダーとあるが、先ほどの定義と同じで、アウトサイダーが株式所有の目的が投資リターンの最大化にあるような株主で、機関投資家あるいは個人がそれにあたる。それに対してインサイダーは、金融論的に言えば、創業者、経営者、従業員が狭い意味でのインサイダーだが、日本の場合は銀行、保険会社、事業法人等も株式保有の目的が単に金融リターン、株式リターンの最大化に限らないという意味でインサイダーと考えることができる。

そうした点から見て、日本の所有構造は1990年代前半ぐらいまでは、この図から明らかのように、戦後徐々にできあがったインサイダー優位な構造が、ほぼ30年間安定してい

たわけだ。しかし、20世紀終わりぐらいから21世紀初頭にかけて、1997年の銀行危機を画期として不良債権問題が深刻化する中での金融機関の再編成の中で、アウトサイダーが急速に上昇、インサイダーが大幅に低下している。不良債権問題を契機に、特に企業・銀行間の持ち合いが解消する中で、その解消株を国内外の機関投資家が購入する形でこうした変化が起きていると理解できる。

資料9頁をご覧ください。では最近の変化はどうかということだが、2008～2009年の世界金融危機以降、こうしたインサイダー/アウトサイダーのレベルの変化は比較的緩慢のように見える。世紀転換点のところで大きな変化が生じたわけだが、現在は内外の機関投資家が徐々に増加していて、それは銀行、保険会社の保有部分が徐々に低下しているのと同じ形になっている。他方、過去20年間ぐらい事業法人の保有比率は驚くべき安定を示している。

こうして見ると、最近の変化はこの図の限りでは、小さいように見えるわけだが、それをさらにそれぞれのクラスを構成している投資家の構成や、その行動に即してみると、実はあまり十分に気づかれていないが、静かな変容が進展している。以下、この静かな変容の内容を四つぐらいの側面に分けてご説明して、皆様のご理解を深めていただければと思う。

3. 日本企業の所有構造の“静かな変容”

資料11頁をご覧ください。第1の局面だが、一つ目と二つ目は日本における資本市場の規律が強まっている側面を示す。一つ目は、海外のアクティブファンドがこれまでの

大企業、リーディングカンパニーを中心とした投資のユニバースの範囲から少しずつ小型株まで投資を拡大していくという変化である。この表は時価総額別に5分位を作って、2010年から2019年までの10年間において平均的な海外機関投資家の保有比率の変化を見ている。最大規模の第5分位にはMSCI インデックスジャパンに組み入れられている銘柄が大部分を占めているので、その保有比率が記載されていることになる。その第5分位の保有比率の上昇が控えめであるのに対して、近年は第3あるいは第4分位の保有比率の上昇が目立っていることが理解できる。

資料12頁をご覧ください。この変化をさらに少しフォーマルな推定モデルで検討すると、被説明変数の海外機関投資家の保有比率は、これまで時価総額で示される規模とか、MSCI インデックスに組み入れられているか、組み入れられていないかというMSCI Dummy といった変数で説明力が高かった。しかし、2015年にコーポレートガバナンスコードが導入された以降は、海外機関投資家の保有比率の決定における規模の要因、あるいはMSCI Dummy の説明力が大きく低下している。このことはコーポレートガバナンス改革が非対称情報の緩和を通じて海外機関投資家の投資対象の拡大をもたらしているという理解と整合的である。

資料13頁は海外アクティブ投資家の株式保有のケースを整理したもので、どういうタイプの活動が見られるかということで事例が示されている。お時間があつたらご覧くださいればと思う。

資料14頁をご覧ください。所有構造の二つ目の変化はいわゆるアクティビストヘッジファンドの多様化である。アクティビスト

の活動のスタイルが、2000年代に比べて2010年代に多様となり、劇場型に加えて対話型のファンドが増加した、というのが2番目の変化である。14頁のグラフは、アクティビストが3%あるいは5%以上持っているケースを一部上場企業について整理したものだが、二つの波がある。2006~2008年ぐらいのところで一つ目の波があつて、これが村上ファンドとかスティール・パートナーズが活発に活動した時期にあたる。その後、世界金融危機以降、一旦アクティビスト、日本への投資は後退するが、2014年以降増加していて、2018年以降一つ目の波とほぼ同じ水準に達している。

第1番目の波と第2番目の波を比べると、2000年代はある種劇場型のスタイルのアクティビストファンドの優位だった。ターゲットの選択の仕方、ターゲットに対して何を要求したかという点から見ると、パフォーマンスが低くて、現預金が多くて、低レバレッジの企業を対象にして、ある種のガバナンス裁定を目指して介入が行われたと考えられる。ただ、こうした2000年代の劇場型のアクティビストの活動は、その要求・提案が実現されたかという成功確率だけを見ると、アメリカやヨーロッパに比べると非常に低かったということが知られている。

資料15頁をご覧ください。それに対して、2012年代半ば以降になると、再びアクティビストの活動が高まっていくわけだが、近年になると多様な形を取り始めた。まず投資のスタイルが、かつての劇場型、つまり公開活動もいとわずに会社に要求をするタイプから、フォーカスファンド/エンゲージファンドと言われるように、具体的な要求を目に見えない形で、behind the sceneと言われるが、

非公開な形で対話を重ね、それを通じて企業価値の上昇を実現させていくという形を取るファンドが増加した。

2番目に、2000年代前半は中小型株に投資対象は限られたが、近年はリーディング企業にも対象を拡大している。リーディング企業は株式総額が大きいので持分は少ないが、その提案内容に対する企業側の対応が伝統的機関投資家の対話・議決権行使活動の基準に合致すれば、争点によっては投資顧問や信託銀行などの伝統的な金融機関から事実上支持される可能性があるということで影響力を強めていると考えられる。また、事の性質上、対話型のアクティビズムの成功確率を測定するのは難しいが、私どもが検討した対話代行機関の活動の内部資料による推計によると、成功確率は約7割で、成功確率も上昇しているようである。また戦略についても、単なるガバナンス裁定から企業価値の向上策、さらに環境問題まで進んでいるというのが近年の変化かと思う。

次に、所有構造の変化の3番目、4番目の局面だが、資料16頁をご覧いただきたい。1番目、2番目の変化は日本の企業統治あるいは所有構造におけるマーケットベースの仕組みが整備され、変化しているという側面だが、第3、4の変化はインサイダー保有、あるいは長期経営の基盤と言われるような側面が静かに変化しているという面を示している。

1つ目は、特に事業法人の株式保有に関して、2010年代になると政策保有株の売却が進んできている。ここには保有の銘柄数を整理されているが、2015年のコーポレートガバナンスコードの制定は開示規制の導入以降、着実に低下している。これを少しフォーマルな推計モデルを使って、企業はどういうインセ

ンティブに基づき保有して、銘柄のうちどのような特性をもつ銘柄を売却したかを推計すると、売却する必要のある金融的な事情のある企業が、少額の保有部分についてボラティリティの高い銘柄から売却しているということがわかる。他方、保有分のうちでは、取引関係が強く、保有比率が高いブロックとして持っている部分については維持を続けているということが分かった。

資料17頁をご覧いただきたい。このように、一方で政策保有株の売却が進んでいるが、政策保有株の売却で得られた資金は、これまでのところ、投資に向かうというよりも、私どもの研究によると、全てとは言わないが、かなり多くの部分が自社株買いに向かっている。自社株買いは2001年の全面解禁以降、この17頁のグラフにあるように増加していて、非常に大きな規模を示すことになる。この濃いブルーと明るいブルーのバーのうち、濃いほうが新規の増資、明るいブルーのバーが自社株買いを示すが、世界金融危機後のもとで資金調達が増加した2008年、2009年の両年を除くと、基本的に21世紀に入って、日本のマーケットは自社株買いが増収を上回っているということになる。

そうした中で、自社株買いについて日本の大きな特徴として、自社株買いの方法として一般的な open market transaction、オークションによる買い付けに加えて、TOSTNeT (Tokyo Stock Exchange Trading NeTwork System)、東証の時間外取引を利用したものが大きな比重を占める点が注目される。両社はともに、市場を通じて自社株を購入するわけだが、市場買い付けの場合は、もっぱら買い手の側の事情で過小評価に対するシグナルを出すとか、自社にとって資金が過剰である

ために自社株を購入するということになる。それに対して、TOSTNeTの場合は、実は買い手というよりも売り手のほうから売却の希望が出て、それを受ける形で買い手が購入するというケースが非常に多い。この点で、ToSTNeTを利用した購入は市場買い付けとは大きく異なる方法だと理解できる。

資料18頁をご覧ください。私どもは自社株買いの決定要因と並んで、自社株買いの方法、Open marketか、ToSTNeTかの選択についても分析したわけだが、その結果によると、外国人／アクティビストの圧力が強かった場合は自社株買いが選択されるけれども、インサイダーが何らかの事情で売却する場合、親会社が子会社の株式を売却したり、ファミリーが一部の保有株を相続理由で売却したいという場合には、TOSTNeTを通じて買い付けるということがわかっている。

そうすると、自社株買いは単に金融的な取引だけではなくて、所有構造の調整という側面を持つことになる。マーケットが買うことによってアウトサイダーの保有部分を減らすという側面もあるし、買った株を償却しないで、金庫株で保持して、その後第三者割当で関連法人に売却すると株式所有構造が変化するという側面もある。この二つを考慮して、仮に自社株買いが許されない、あるいは仮にTOSTNeTが利用できなかった場合と、実際の株式所有構造を比較したものが、18頁のグラフである。自社株買いが禁止されたまま、TOSTNeTが選択できなかったとすると、実際のアウトサイダーの保有比率、国内合わせた機関投資家の保有比率は6割ぐらい出るのに対して、70%程度まで増加したと推計される。このことは、こうした仕組みが存在することによってインサイダー保有を維持され

たことを示している。

この金庫株を利用した第三者割当がマーケットにどのように評価されたかを整理したのが19頁である。金庫株の処分の一環として、第三者割当に利用するというのは、世界的に見ると、日本あるいは韓国に多く見られるのに対して、英米ではあまり例がない。第三者割当に対する市場の反応を見ると、持ち合いの復活のケースの場合に市場の評価は、ゼロ、ないし、マイナスであり、価値破壊的と評価されているが、戦略的提携の場合は3%ぐらいのCAR（累積超過収益率；Cumulative Abnormal Return）が示しており、企業価値を創造していると評価している。つまり、マーケットはこうした政策保有株の売却、自社株買い、金庫株、第三者割当というような経路に対して必ずしもマイナスに評価を与えていないことがわかる。

資料20頁をご覧ください。戦略的提携はアメリカでも見られるわけだが、日本ではその中心が事業法人で、こうした日本に一般的な事業法人による戦略的提携は、今申し上げたようなメカニズムを通じてマーケットで高く評価され、株式所有構造の変化につながっているというふうに見ることができる。

資料21頁をご覧ください。最後の変化であるが、企業が長期目的にコミットしていく上で、日本の所有構造がそれを支えるような形で変化しているということを示そうとしたものである。GPIFの日本株組み入れの増加、日銀のETFの購入増加を通じて、国内機関投資家の構成に占めるインデックスファンドの比重が増加しているということが注目される。2001年に比べると時価総額に占めるこうした資金の割合は、2.8%から12.8%に増加し、しかもその資金に占めるパッシブあ

るいはインデックスファンドの割合はほぼ9割ぐらいに達している。

資料22頁をご覧ください。こうした GPIF あるいは日銀の保有部分の意味が増加しているわけだが、日銀自身は全面的に運用を委託し、保有株式の議決権の行使に関して中立的な立場を取っているので、GPIF が焦点になるかと思う。GPIF について最近私もは研究を行って、GPIF が対話活動、エンゲージメント活動をアウトソーシングしながら ESG の促進に対して積極的に関与しているということを明らかとした。

GPIF のアウトソーシングの手法は非常に巧妙に設計されていて、二つの戦略からなる。一つは、2017年から始めたベストインクラスの ESG インデックスの採用という戦略である。パッシブファンドの運用の際に、ESG 活動に積極的な企業からなるファンドの運用を増やすという方針を明確にした。具体的には、FT Blossom と MSCI ESG という ESG インデックスで高いものが選定されたインデックスを利用して、この ESG ファンドに対する投資を増加させる。投資規模は、最初の1.2兆円から現在は6.7兆円まで引き上げられた。

2 番目に、GPIF は委託運用機関に対して、ESG 活動に積極的な対話を行う運用機関に対して追加的な手数料を払うという方針をとった。この運用機関に Asset Management One と、Fidelity が最初に採用されたことはよく知られている。運用規模の大きい Asset Management One の資料を利用させていた

だいて分析すると、こうした手数料に支えられた Asset Management One の活動は対話企業の ESG 活動を引き上げたということが確認できる。

資料23頁をご覧ください。GPIF のこうした戦略を通じて Asset Management One は、企業との ESG 対話を積極的に進めるわけだが、企業にとってそれに応じて ESG 活動を活発化させるメリットは、先の2つの ESG のインデックスに採用される、あるいは既に採用された企業だと、そのインデックスから排除されるリスクが下がるという、利益が発生することになる。この追加需要による価格上昇の利益の部分で資料23頁の価格の情報で、インデックスにインクルージョンされると上昇する。エクスクルージョンされると下落するということが見て取れる。

こうしたメカニズムを通じて ESG 活動に対する対話が進んでいる。この図は、FT の blossom を指標としているが、GPIF の ESG 対話のアウトソーシングの進展と並行して、日本の企業の ESG 活動の水準が近年世界水準に近づいてきている。GPIF の活動の影響がどの程度であるかを測定することは今後の課題だが、両者が並行して進展していることがよくわかる。

以上、まとめると、2010年代には、所有構造と企業支配の静かな変容が進行中であり、これはインサイダー優位、経営者支配の日本のユニークな構造が21世紀の急激な環境変化の中で、進化していると理解することができる。

(みやじま・ひであき)

【コメントと回答】

(コメント) 戸村肇氏

宮島先生のお話をまとめさせていただくと、日本の企業統治構造が大きく変化していて、これは皆さんご存じのことだと思うが、失われた30年とか20年とか



いうものが始まる前はメインバンク型の債権者が企業統治に大きな役割を果たして、そのツールというかインスツルメントとして株式の持ち合いが使われていたが、1990年代以降、銀行危機後の金融機関による保有株売却で株式の持ち合いによる企業支配というか経営の規律づけがなくなってきた。一方、並行する形で、1994年の商法改正、2001年の商法改正で、自社株買いの規制が緩和され、それに加えて安倍政権以降のコーポレートガバナンス改革で、外国人、アクティビストによる経営監視の改善が進められてきたという経緯がある。

それを所与にして宮島先生の分析で何を伝えるかという点、こういう経緯を経て、英米モデルでも従来のメインバンクモデルでもない、日本特有の経営権市場が生成されているのかという分析をされている。英米の経営権市場というのは基本的に外部株主による経営の規律づけを行ってきたというマーケットだが、日本では実は外部経営権の市場と並行して、内部インサイダー同士というか、インサイダーが保有する株式が転々と流通するようなマーケットが発生しているというのが宮島

先生の分析で、そのツールとして自社株買いが使われる。当該企業があるインサイダーからほかのインサイダーに株式を移すときに、既存のインサイダーから自社株買いをして、それを第三者割当する形でほかのインサイダーに株式を移転する。

それが実はネガティブなことではなくて、戦略的な提携先への株式の移転になるので、実は英米の外部経営権市場だとそういう内部株主がしばしばネガティブに見られるが、実は日本では、経営の効率性にポジティブな効果があるというのが宮島先生のご発見で、ここの理論的なほうは省略するが、宮島先生のご報告の基となる論文の一つでは理論的な説明をされているということである。

ここから質問になるが、既存のコーポレートファイナンスの文献は外部経営権市場の分析になると思うが、そこでは実はファミリーによる株式保有はしばしばネガティブな影響があるというふうに捉えられている印象を私は持っている。どういうことかと言うと、ファミリーがある企業を支配するときに、子会社を複数介在させ、持ち株会社またその子会社を経営して子会社として企業を持っていくという形になると、それぞれのレイヤーで50%以上持てば経営権は失われないが、キャッシュフローの持ち分はだんだん減ってくるということになる。

このような形でキャッシュフローの持ち分よりも経営権の持ち分が多いような状況がどうしてもファミリー企業では発生しがちだという理解があり、そうするとファミリー企業の株式保有が多いと外部株主からの経営規律づけを阻害するのではないかというような文献がある印象を持っているが、一方、最近の日本の議論では、ファミリー企業に対して好

意的な評価が多いようである。

これは論より証拠で、ユニクロとか、星野リゾートとか、二代目企業の著しい成功例がわが国で見られたこともあるが、理論的に言えば、株式保有の集中が迅速な経営を可能にし、また、これは宮島先生もおっしゃっていたが、家業にして株式を持つことで、長期的な視野で、人的資本の蓄積も含めて効率的に経営ができるという評価もあると思っている。

ここで最後の宮島先生への質問だが、この点を宮島先生はどう思われるかという点についてコメントいただきたい。日本では、新興国ではないのでファミリーによる株式保有をポジティブに考えていいのか、アクティビストファンドとか、あるいは外国人株主のような外部株主の経営監視がないとやはりうまくいかないと考えられるのか。また、ほかのコメントがあればうかがいたい。

(回答) 宮島英昭氏

戸村先生におっしゃっていただいたように、創業者の株式保有が持つ効果にプラスとマイナスがあるというのはよく知られている。直観的な感想として、創業者企業（ファミリーファーム）のパフォーマンスが高いか低いという点で見ると、もちろんいろいろな計測結果があるが、平均的な見方は、有意に高いという見方にとってよいのではない。自分たちがやった研究でも、通常利用される広い基準でファミリー企業を定義し、ファミリー、非ファミリー企業のパフォーマンスを比較すると、ファミリー企業のパフォーマンスは高い。

もしそうだとすると、次にそれをどう解釈するか、ということになる。日本の特徴を考

える前提として、一般には、創業者の保有比率については非線形、逆U字の分布を考えることが一般的である。創業者の所有比率（これを ω オメガと呼ぶ）、 ω が増加すると、あるところまでは企業価値が上昇するが、ある点を超えて ω が増加すると隔離効果（entrenchment effect）などのために、企業価値が減少する。日本のファミリー企業で、高いパフォーマンスが観察されるのは、 ω が低く、最適値より左側に分布している場合が多いのではないかというのが一つの説明だと思う。この説明は、日本のファミリー企業の国策的にもよく知られた特徴とも合致する。

国際比較で見ると、日本のファミリー企業のパフォーマンスの株式保有比率（先の ω ）は、他の国に比べるとずっと低い。例えば、20%以上株式を保有するファミリー企業が上場企業の中にどの程度の比重を占めるかを比較すると、フランスやイギリスは5割、6割いる。アメリカでも日本よりも高い比重のファミリー企業、創業者企業が存在するが、日本は2割程度にとどまる。

ファミリー企業をどう定義するかによるが、比較的広い定義で10大株主の中にファミリーがいるか、あるいはファミリーが役員をしているかというような緩い定義を採用すると、日本の上場企業の半分近くが、ファミリー企業と定義され、われわれの試算でも44%に達する。しかし、それを株式所有の分布で見ると、全体的には20%以下のケースが非常に多い。そういう意味で、ファミリーの保有比率が低い、つまり、ファミリー所有 ω の分布が、先の最適値の右側に行っていない、というのは一つの説明なのかなと思う。追加的に言うと、日本の場合はファミリーオーナーシップと言っても、海外みたいにピラミッ

ドの構造でキャッシュフローライツとコントロールライツを乖離させるような複雑な構造になっていないというのも低い ω と高いパフォーマンスとの対応を支えている要因の一つだと思う。

最後に、強調したい点だが、高い ω がポジティブな機能を果たすか否かは、発行株のうち、 ω 以外の部分を保有する株主の構成に依存することである。機関投資家あるいはアクティビストの圧力が、経営の規律付けに対して有効に機能して、 ω の持つエントレンチメントの危険を抑制する。戸村先生に紹介していただいたわれわれの最近の論文でも、事業法人の株式保有がマイナスの効果を持たない一つの条件として、近年になって機関投資家が増え、その圧力が上昇した点を強調している。それと同じことが、 ω の低い創業者型企業についても言えるのではないかというのが現在の私どもの見込みと展望である。

【質疑応答】

(吉野直行氏)

一つ質問です。昨日、アメリカとの日米金融の国際コンファレンスがあり、その会議の中で、アメリカ人はESGのインデックスをあまり信じていないということでした。特にS (Sustainability) とG (Governance) の指標は、いろいろな基準があり、信頼できないという見方です。宮島先生の表で、FT、MSCIなど、格付け機関によって、ESG指標の評価基準が異なっています。格付け機関によって、大きく評価が異なってくるESGインデックについて、宮島先生はどのように評価されておられるか、ご意見をいただきたいと思います。というのは、どの格付け機関を選ぶかによって、ESG投資は、ポートフォ

リオの歪みを発生させると思うからです。

(回答) 宮島英昭氏

それは非常に大きな問題で、ESG格付け機関の乱立が混乱をもたらしているということはそのとおりだと思う。特に、今日ここで紹介した中でも、FTブロッサムとMSCIとでは全然違ったスコアの作り方をしている。例えば、MSCIは各項目のウエイトを毎年変えたりする。つまり、企業がESGを改善すると、その重要度(ウエイト)が時期に下がったりするので、かえって、スコアが下がるという事態もおきる。

ただ、日本は2015年以前、世界的に見た場合に、広い意味でのESGのうちE (Environment) で見た場合の活動水準は低かったわけだが、その後着実に上がってきたという観察は全体としてみて正しいと思う。活動が上がってきた理由としては、もちろん企業側の変化があるわけだが、GPIFのアウトソーシングのアクティブ化を介して機関投資家が影響力を与えて企業のESG活動の積極化を促した側面も、数量的には確定できないが、あり得ると考えている。ただ、機関投資家の影響を考えていった場合にせよ、それに対応した企業のESGの取り組みにせよ、それらがどれくらい本気かという問題についてはこれから分析を丁寧にやる必要があり、これがグリーンウォッシングとか言われる問題だと思うが、今後丁寧に分析する必要があるということは十分自覚している。

(若杉敬明氏)

ちなみに、去年の夏のイギリスの『エコノミスト』でESGの特集があって、ESGは役に立たないという議論があったので、参考ま

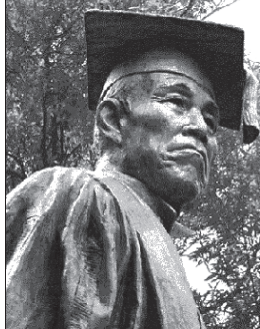
でに申し上げる。今の吉野先生が言われたの
と同じロジックで、あまり意味がないのでは
ないかという議論であるので紹介する。

信託経済コンファレンス



日本企業の所有構造の進化： 機関投資家の多様性とブロック保有

早稲田大学常任理事・
商学学術院教授・RIETI
宮島英昭
2023年11月18日



コンファレンス11月18日

はじめに： 所有構造と企業支配権

- 世界の上場企業の所有構造と企業支配は多様である。
(La Porta et al. 1999、OECD=De La Cruz et al. 2019、
Aminadav and Papaionnou 2020)
- 視点
 - ✓ アウトサイダー(金融パフォーマンスの最大化を保有の目的とする株主)vsインサイダー(金融パフォーマンス以外が目的=私的利害 ex. managerial discretionの確保を保有)
 - ✓ 集中度(ブロック5%、支配株主20%)/ブロックホルダーの存在形態
 - ✓ 企業支配の在り方と支配権の移動をめぐる規制
(Ex.少数株主保護)

世界の所有構造の多様性

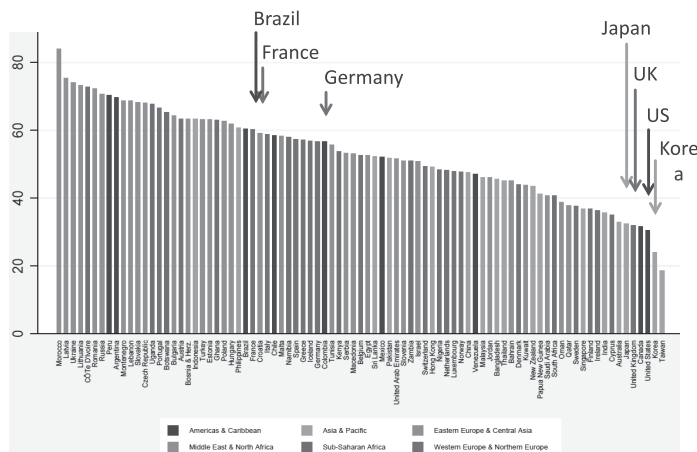
- 株式が高度に分散し、金融パフォーマンスの最大化を保有の目的とするアウトサイダーが英・米国の構造は例外的
- 大陸欧州・新興国： 支配株主は家族・創業者

世界の上場企業の株主構成(単純平均、De La Cruz et al. (2019))

	企業数	事業法人	創業者・ 家族	機関投資 家	個人投資 家・証券 会社	アウトサ イダー	インサイ ダー	政府・公 共部門
アメリカ合衆国	622	2	4	80	11	91	6	3
英国	243	6	6	68	16	84	12	4
ドイツ	461	23	21	21	31	52	44	3
フランス	480	27	21	21	31	52	48	4
香港(中国)	371	18	19	12	27	39	37	24
インド	295	34	13	19	18	37	47	15
韓国	300	27	17	13	33	46	44	10
日本	587	24	6	31	35	66	30	5

信託経済コンファレンス11月18日

多くの国で所有構造は集中している Share of 3 Largest Shareholders, 2012



信託経済コンファレンス11月18日

ブロックホルダーの多様性

- **米国：機関投資家**
 - ・ 株式が分散しているという理解は神話 (Edmans/Holderness 2018)
 - ・ 機関投資家、とくに3大機関投資家 (Vanguard, BlackRock, State Street) への集中。 Ex. Apple, 15.6%, Microsoft 17.0%, JP Morgan 16.7% (2016 Q4)
 - ・ 活発なアクティビストと機関投資家の協調
 - ・ 機関投資家がモニター/種類株、Business Judgement Rule、インデックスファンドが長期経営・ESG活動の基盤
- **大陸欧州・新興国**
 - ・ 支配株主・ブロックホルダー＝創業家族・起業家、政府
 - ・ ピラミッド組織による内部資本市場
 - ・ 支配株主による少数株主の収奪 (Self dealing transactions)
 - ・ 創業者、財団の株式保有が長期経営/ESG活動の基盤
- **日本**
 - ・ 高度に株式分散、インサイダー (取引先企業)
 - ・ 支配株主・ブロックホルダーは、事業法人。創業者・ファミリーの比重は低い
 - ・ 株式分散によるエイジェンシー問題：かつてはメインバンクが解決
 - ・ 相互持合いによる長期経営の確保 ⇒ 地球的問題の解決？

信託経済コンファレンス11月18日

4

企業支配と規制

(Franks et al. 2023)

- **米国**：整備された少数株主保護 (第三者割当に厳しい規制)、**外部経営権市場** (株主による決定・最も高い価格を提示した主体に経営権が移動)、
- **大陸欧州・新興国**：低い少数株主保護、支配株主による決定、**支配株主 (ファミリー内) での経営権の移転**
- **日本**：modest な少数株主保護、内部者 (専門経営者による決定、株式を保有しない2：3代目経営者?)、事業法人間で経営権が移転 (**内部経営権市場**)

	集中度	insider vs outsider	支配的なブロック株主	経営権の移転
英・米	分散	Outsider	機関投資家	外部経営権市場
大陸欧州 新興国	集中	Insider	創業家族	支配株主間
日本	分散	Insider	事業法人/機関投資家	内部経営権市場

信託経済コンファレンス11月18日

5

日本の企業の所有構造の進化をいかに理解するか？

- 日本企業のユニークな位置：英米とも大陸欧州・新興国とも異なる第3のタイプ
- 課題：21世紀における日本企業の所有構造の進化の実態 = 米国型に収れん、or 各国とも基本特徴を同じくしながら進化？
- 所有構造の進化は、現代企業の2重の課題、資本効率の向上と社会的課題に対して、何を意味するかは？
- 現時点の理解と今後の企業統治改革の課題

信託経済コンファレンス11月18日

6

所有構造：長期変化

信託経済コンファレンス11月18日

7

所有構造の長期変化 I

(Frank et al. 2014)

<定義>

アウトサイダー：金融的リターンの最大化 = 内外機関投資家+個人

インサイダー：Private benefit, 取引関係の維持 = 創業者、経営者、従業員、銀行、生保、事業法人

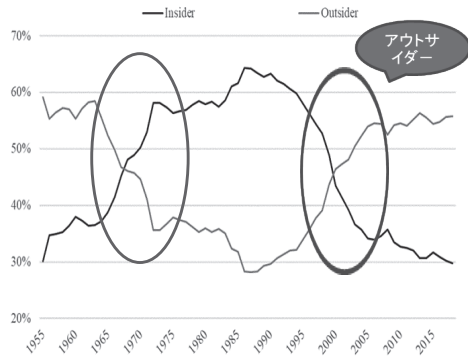
□ 伝統的日本企業

- ・インサイダー優位 (60%)
- ・戦後改革から1970年代初頭20年間に出現
- ・1970-95年：安定的な構造
- ・法人保有・相互持合い・メインバンク2重のコミット

□ 劇的な変化は世紀転換点

- ・不良債権問題、持合いの解消 (企業・銀行)
- ・メインバンクの後退
- ・国際展開するLeading 企業のガバナンスにおける (海外) 機関投資家の役割上昇

インサイダーvsアウトサイダー



信託経済コンファレンス11月18日

所有構造の長期変化 II

世界金融危機以降

□ インサイダー/アウトサイダレベルでは、2006年前後の構造で安定。

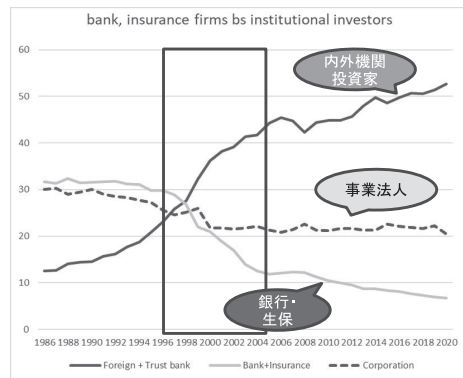
→2010年代・一見変化は少ない

□ 機関投資家の微増、銀行・保険会社の微減

□ 事業会社の驚くべき安定

□ さらに個々の主体でみると、十分に気づかれていない“静かな変容”が進展

保有主体別動向



信託経済コンファレンス11月18日

- 資本市場による経営の規律付け： **アクティブファンド**
アクティビスト・ヘッジファンド
- 長期的経営の基盤：**事業法人の保有**
Index fundsの比重増加

日本企業の所有構造：“静かな変容”

信託経済コンファレンス11月18日

10

所有構造の静かな変容 I：アクティブファンド

- 市場の圧力の上昇：Profitableな経営を促す
 - ✓ アクティブファンド・投資対象の拡大（大型株から中小型株）
 - ✓ 規模別所有比率の格差が縮小（Miyajima et al. 2022）
 - ✓ PE的なHands onによる企業価値の引き上げ ⇒ 日本のガバナンスの担い手になりつつある

東証1部上場企業・規模別海外機関投資家保有比率(単純平均)

percentile	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	12-17	12-19	10-19
第1分位	3.3	3.5	3.9	4.5	5.4	5.0	4.9	6.0	5.6	5.7	2.1	1.8	2.4
第2分位	7.5	7.2	7.9	9.3	9.3	10.7	10.5	10.9	10.5	9.2	3.0	1.2	1.7
第3分位	11.8	12.5	12.3	13.7	16.1	15.8	16.2	16.0	14.9	15.4	3.7	3.1	3.6
第4分位	16.7	16.7	17.6	19.9	20.3	20.3	20.3	21.4	19.9	19.0	3.7	1.3	2.3
第5分位	25.7	24.9	26.7	29.4	30.3	29.4	29.4	29.2	27.9	27.6	2.5	0.8	1.9
Total	12.5	12.5	13.2	14.9	15.8	15.9	16.4	15.6	15.3		3.3	2.1	2.8

信託経済コンファレンス11月18日

11

ホームバイアス要因の縮小

(宮島・斎藤・篠 ongoing)

□ 推計モデル

SH = F (規模、MSCI ダミー、海外売上比率、Control, YD, YD×ホームバイアス要因)

SHは海外機関投資家の所有比率

□ CGコード 2015の導入

- ・規模(時価総額) の係数が－
- ・2019 MSCI 説明力著しく低下

□ CG改革が非対称情報の緩和→ 海外機関投資家の投資対象の 拡大

Home bias 要因の追加

	YD×時価総額	YD×MSCI Dummy
時価総額	2.234*** (8.66)	2.281*** (9.80)
MSCI Dummy	1.426** (2.20)	1.456** (2.80)
2012	0.245*** (3.53)	0.738*** (2.71)
2013	0.642*** (7.57)	1.622*** (4.85)
2014	0.455*** (4.65)	0.918** (2.33)
2015	0.17 (1.55)	0.47 (1.10)
2016	0.05 (0.41)	-1.126*** (-2.59)
2017	0.13 (-1.11)	-1.866*** (-3.95)
2018	-0.302** (-2.37)	-2.216*** (-4.44)
2019	-0.268** (-2.12)	-2.195*** (-4.30)

信託経済コンファレンス11月18日

12

ケース

Case 1: PE タイプのアクティブ投資家による株式保有事例

・米系 ファンドは、2010 年代前半に製造業の X 社の株式を 20 %を購入して経営に関与した。当該ファンドは、大きくアンダーバリュースされた企業をグローバルで発見し 3 年程度で価値を高めてイグジットする戦略をとっていた。PE ファンドとはいえ、上場している銘柄であっても、市場のプレゼンスが低いために実態に比して割安になっている株を買い、CFO 的な人材を派遣して財務戦略的アプローチでバリュースアップを図る手法も採用していた。当時、X 社は低株価でカバーするバンカーやアナリストもいない状況であった。定期的ミーティング、財務面に明るい専門人材を外部から採用、親子上場の再検討を提議した後、2015 年 X 社の TOB による自社株買いを通じて撤退した。

信託経済コンファレンス11月18日

13

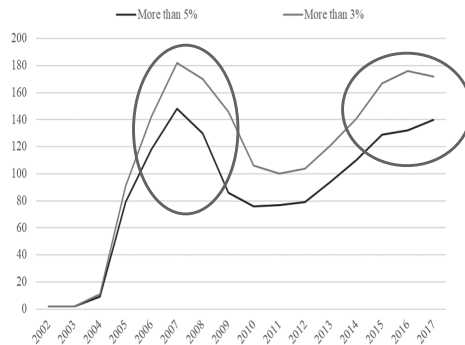
静かな変容2：アクティビストの多様化

(Becht, Franks, Miyajima, & K. Suzuki 2021)

□ 2000年代：第1の波

- ・ 劇場型の優位(2000年代半ばがピーク)
- ・ ターゲット：低Q, 現預金（含み資産）、低レバレッジ
- ・ 戦略：ガバナンス裁定（財務戦略の変更）
- ・ 成功確率（提案の採用確率）低位
38%、vs. 米国60%、欧州61%
(Becht et al. 2017)
- ・ 長期パフォーマンスの低さ（ROA, Hamao m & Matos 2018）

アクティビストファンドがブロックを保有する企業の推移



信託経済コンファレンス11月18日

静かな変容 II：アクティビストの多様化

□ 企業統治改革前後からの第2の波

- ・ 劇場型から**対話型**（Quiet activism）
フォーカスファンド/エンゲージメントファンド、対話代行機関
- ・ 中小型株からリーディング企業へ
Ex. サードポイント-ソニー
エリオット-ソフトバンク/東芝
条件： 伝統的機関投資家の対話・議決権行使活動の活発化。争点によっては事実上支持の可能性
- ・ 対話型アクティビズムの**成功確率上昇**？（Ex. 対話代行機関の成功確率70%）
- ・ 戦略・ガバナンス裁定（財務政策）から企業価値の向上策（Ex. 事業ポートフォリオ） + 環境問題(インパクトファンド)

信託経済コンファレンス11月18日

静かな変容Ⅲ：持ち合いの解消とブロック保有の維持

□ 2015年・CGコード - 政策保有株/持ち合い株の売却 (宮島・齋藤 2023)

- ・開示規制(原則1-4)
- ・取締役会による保有意義確認→売却進展
 - ✓ 持ち合いの漸進的な解消
 - ✓ ブロック保有の維持

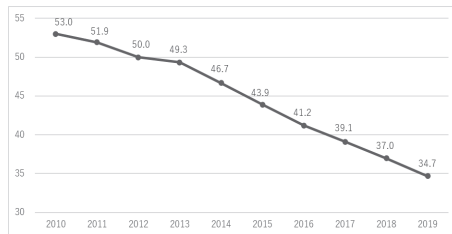
□ 政策保有売却の決定モデルの推計:

サンプル： 2011-2019 東証一部上場企業 (1200社) × 政策銘柄 × 9年間

政策保有の売却 = F (保有主体iの特性、保有対象jの特性、iとjの相互関係、CG要因、iのjの保有比率)

- ✓ 少額の保有から売却
- ✓ ボラティリティの高い銘柄から売却
- ✓ 取引関係が強く、保有比率 (α) が高い銘柄は維持

政策保有銘柄数の推移



売却率の推移

年度	観測数	売却数	売却率
2011	12,918	505	3.9%
2012	13,919	720	5.2%
2013	13,939	735	5.3%
2014	14,110	609	4.3%
2015	14,260	949	6.7%
2016	13,959	836	6.0%
2017	13,943	868	6.2%
2018	13,913	1,113	8.0%
2019	13,447	1,258	9.4%
Total	124,408	7,593	6.1%

16

静かな変容Ⅲ：企業(経営者) による所有構造の調整・自社株買 (Franks, Mayer Miyajima and Ogawa 2023)

□ 2001年・自社株買全面解禁

□ 2つの方法

・市場買い付け(open market transaction)

・TOSTNeTs (東証時間外取引)

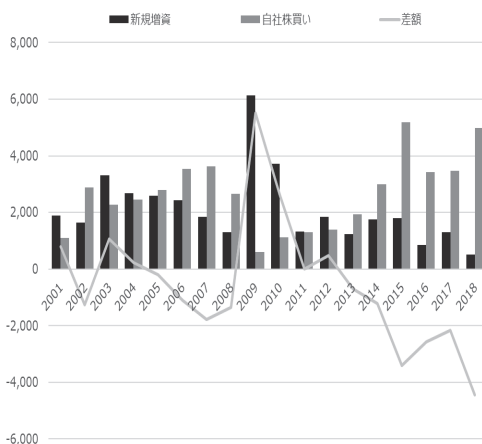
- ✓ 発表 翌日、開場まえに前日終値で取引
- ✓ 保有主体(売り手)の売却意思→発行体・TOSTNeTsによる自社株買い

□ 自社株買いの決定要因の分析

・外国人/アクティビスト → 自社株買い(市場)

・インサイダ-の売却 → ToSTNeTによる買い付け (宮島・小川2022, Franks et al. 2023)

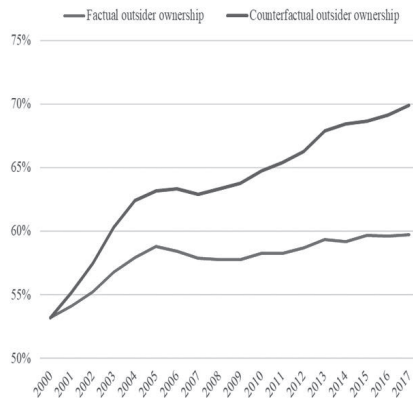
自社株買いと公募発行



静かな変容 Ⅲ：企業(経営者による) 所有構造の調整(続)

- 自社株買いによる**取得株式**
のうち40%は消却(国際的には低い)、残りは金庫株
- **処分** (購入の毎年20%程度)
 - ・ 市場売却 (28%)
 - ・ 第三者割当 (38%)
 - ・ M&A対価 (グループ再編・22%)
- 自社株が禁止、ToSTNeTが導入されていなかった場合 (counterfactualな)所有比率との差：10%以上引き下げる

自社株/ToSTNeTがない場合のアウトサイダーの保有比率



信託経済コンファレンス11月18日

18

静かな変容Ⅲ：相互持合いからブロック保有へ

第三者割当に対する市場の反応 (CAR, -1 to +3)

□ 金庫株の処分

- ・ 米国：M&A、報酬、売
出、第三者割当は事実上
ない
- ・ 日本：第三者割当が多い。
- 第三者割当：価値破
壊的ではない
- ・ 持合いの復活はもはや
少ない。
- ・ 金庫株処分は戦略的
提携が多いvs通常の財
務危機企業
- ・ 戦略的提携を市場は
ポジティブに評価。

	Private placements to business corporations (>=1.0%)					
	金庫株			Authorized shares		
	Frequency	Percentage	CAR (-1, +3)	Frequency	Percentage	CAR (-1, +3)
Total	127	100%	1.52%	124	100%	1.53%
Single purchaser	100	79%	1.91%	90	73%	1.91%
Multiple purchasers	27	21%	0.05%	34	27%	0.51%
Issuer holds purchaser's share	34	27%	0.11%	35	28%	2.24%
Purchasers hold issuer's share	53	42%	0.69%	73	59%	1.05%
Cross-shareholding	30	24%	-0.05%	33	27%	1.94%
Operating loss	10	8%	4.17%	33	27%	2.95%
ICR <= 1.5	12	9%	3.51%	39	31%	2.83%
Joint projects/ventures	44	35%	3.15%	41	33%	2.06%
with cash-in	30	24%	2.53%	34	27%	2.49%
with cross-shareholding	14	11%	4.48%	7	6%	-0.12%

信託経済コンファレンス11月18日

19

静かな変容Ⅲ：相互持合いからブロック保有へ

□ 戦略的提携

米国でも見られる（37%）、米国はファンドの関与/Exitが中心（48%）、日本は、70-80%が事業法人

第3者割当の購入主体
米国は、Wruck, and Wu, 2009,
日本は、Franks et al. 2023

	米国		日本
	第3者割当増資(授權資本の枠内の)	金庫株処分	第3者割当増資(授權資本の枠内の)
経営者	16%	0%	5%
ビジネスパートナー	37%	70%	83%
役員をすでに派遣している機関投資家	18%	5%	9%
その他の機関投資家	30%	8%	2%

□ 持合いからブロック保有へ

・政策保有株の売却 = 持合いの解消 → 自社株買い → 金庫株による維持 → 第3者割当 = 戦略的提携/報酬としての交付（譲渡制限株）

信託経済コンファレンス11月18日

20

静かな変容Ⅳ： 長期目的へのコミット・国内機関投資家

□ 国内機関投資家：ユニバーサルオーナーの 比重増加 ←日銀ETF/GPIFの日本株組み入

GPIF、日銀、厚生年保有残高/時価総額

2001年	8.5兆円	2.8%
2012年	20.6	5.7%
2016年	51.5	9.2%
2022年	91.4	12.8%

□ GPIFの運用のパッシブの比重上昇

2000年代	75%
2016年以降	90%



地球的課題の解決の実現をサポートするユニバーサル・オーナーの形成

ユニバーサルオーナーの比重の増加

	兆円						
	GPIF		日銀	厚生年金連合会	国家公務員共済組合	合計	時価総額に占める比重
	運用資産合計	国内株合計	ETF買入残高	(企業年金連合)	(1-4)		
(1)	(2)	(3)	(4)	(1-4)			
2001	38.6	6.7	-	1.8	NA	8.5	2.8%
2004	87.2	12.4	-	3.2	NA	15.6	4.3%
2008	117.6	11.4	-	1.6	NA	13.0	5.2%
2012	120.5	17.6	1.6	1.5	NA	20.6	5.7%
2013	126.6	20.8	2.9	1.5	NA	25.3	5.9%
2014	137.5	31.7	4.6	2.2	NA	38.4	6.9%
2015	134.7	30.6	7.6	1.9	1.0	41.1	8.2%
2016	144.9	35.2	13.2	1.9	1.2	51.5	9.2%
2017	156.4	40.7	19.3	1.9	1.5	63.5	9.9%
2018	159.2	38.7	25.0	1.9	1.5	67.1	11.2%
2019	150.6	35.6	30.9	1.6	1.5	69.5	13.1%
2020	186.2	47.2	36.0	2.0	1.9	87.2	12.1%
2021	196.6	49.5	36.6	1.9	2.0	90.0	12.7%
2022	200.1	50.3	37.1	1.9	2.1	91.4	12.8%

信託経済コンファレンス11月18日

21

静かな変容Ⅳ：GPIFのアクティブ化

(Becht et al. 2023)

GPIFの2重のESG 促進戦略

□ 2017：ベストインクラスのESG Index の採用

- FT Blossom, MSCI ESG Leaders
- 例えば、FTは、1391社から230社、
- 2017年**1.2兆円** → 2021年**3.9兆円**、+その他のESGインデックスを加えると**6.7兆円**、GPIFの日本株に対するパッシブ投資の**14%**

□ 2018年：追加的報酬とモニター

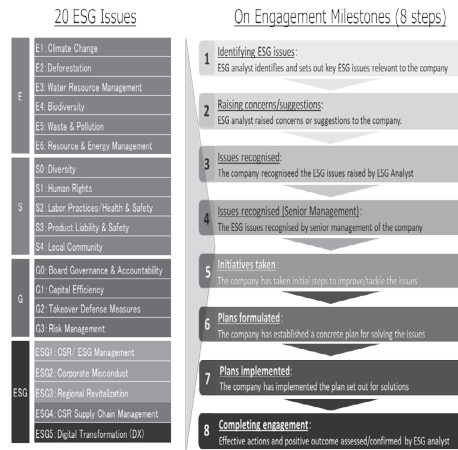
- 通常のパッシブファンドの1BPIに対して2BP
- AM One、**フィデリティ**を採用
- モニター：定性評価におけるスチュワードシップに係る取組の割合大幅引き上げ(10%~30%)、定期的な運用機関との対話

□ 委託機関の対話活動の積極化

- 2018-2021年までの対話企業数は総計571社、総件数は2292件
- DID分析：対話企業は、非対話企業に比べてESG総合0.2ポイント(平均3.1P)、環境0.3P上昇。

信託経済コンファレンス11月18日

AM Oneエンゲージメントの対話活動



静かな変容Ⅳ：GPIFのアクティブ化

□ 運用機関の対話→ESG インデックスへの採用/除外の可能性低下

- 追加需要/リプテーション効果によるリタンの上昇
- 組入公表のCARは、3.6%
- うち2%が需要効果、1.6%がリプテーション

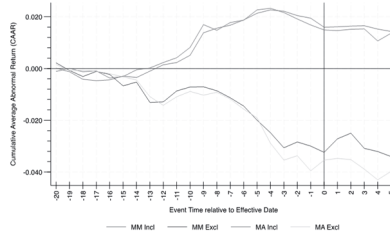
□ ESG Indexの投資拡大、企業へのESG活動へのインセンティブの提供

- ESG活動水準の上昇。

信託経済コンファレンス11月18日

FT blossomへのInclusion/Exclusionのインパクト

Figure 1. Returns from Blossom Index Inclusions and Exclusions
The figure shows cumulative average abnormal returns for FTSE Blossom inclusions and exclusions between 2017 and 2022 for the market model and the market adjusted model. Event time is set at t=0 for the effective date. Inclusions and exclusions are announced to companies and the market nine trading days in advance. See the event study return table for further details.



FT blossom総合スコアの推移

	世界	フランス	日本
2013	21	28	13
2017	22	28	17
2021	25	30	23

株式所有構造の静かな変容：まとめ

□ 所有構造と企業支配の静かな変容が進行中

- ・ アクティブファンドの投資領域の拡大
- ・ アクティビストの多様化とエンゲジメント → 機関投資家の協調
- ・ 事業法人の保有比率は、内部構成を変えながら持続
 - ✓ 持合いは縮小（entrenchmentの温床・縮小）
 - ✓ 事業法人保有はブロックへ、集中度の上昇
 - ✓ このプロセスにおける自社株買い-金庫株の重要な役割、
 - * 持合い解消 ⇒ outsiderの保有上昇 ⇒ 自社株買いによる吸収 ⇒ 金庫株の利用-第三者割当、
- ・ Index fundsの増加 - GPIFのアクティブ化・ESG活動のドライバー



□ インサイダー優位/経営者支配の進化 ⇒

US/UKと異なる外部経営権市場と異なる内部経営権市場の形成（Franks et al.2022）

信託経済コンファレンス11月18日

24

展望と政策課題

□ 環境変化、社会的規範の変化のなかで、所有構造の変化が進行

- ・ アクティブファンド・アクティブ・ファンドによる経営の規律、
- ・ Index + insider block/事業法人のインサイダーブロックの両者の結合。
現代日本の直面する企業統治改革に沿った方向、
⇒ 両方向：資本市場からの規律の促進、企業経営にコミットする長期保有の株主の維持を、意図的・戦略的に促進することが重要。

□ 政策的インプリケーション

- ・ 政策保有株の売却促進 - 規模の小さい相互持合い部分の政策保有の売却 → 資本効率の上昇/持ち合いの解消
- ・ 事業法人のブロック保有の維持(情報面のアドバンテージ/commitment device)
- ・ 親子上場：上場を維持する場合の厳格なルール（一律抑制は不可）
- ・ 自社株買い：企業の自由な選択を保証（制限はシステムの進化に逆行）
- ・ 買収防衛策 / 市場買付けの場合、株主総会の意思決定を軸とする買収防衛策の導入のルールを緩める。
- ・ 国内運用機関のエンゲジメント活動のsmall capへの拡大

信託経済コンファレンス11月18日

25

参考文献

- Aminadav, G., & Papaionnou, E. (2020). Corporate control around the world. *The Journal of Finance*, 75(3), 1191–1246.
- Becht, M., Franks, J., Grant, J., & Wagner, H. (2017). The returns to hedge fund activism: An international study. *Review of Financial Studies*, 30(9), 2933–2971.
- Becht M., J. Franks, H. Miyajima, and K. Suzuki (2021) “Outsourcing Active Ownership in Japan”, ECGI – Finance Working Paper, No. 766/2021.
- Becht, M., J. Franks, H. Miyajima, & K. Suzuki (2023) “Does Paying Passive Managers to Engage Improve ESG Performance?”, SSRN WP. 4506415, ECGI, Finance WP. 922/2023
- Edmans, A., and Holderness (2018), “Blockholders: A Survey of Theory and Evidence, in Hermalin B. and M. Weisbach eds., *the Elsevier Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Elsevier.
- Franks, J., Mayer, C., & Miyajima, H. (2014). The ownership of Japanese corporations in the 20th century. *Review of Financial Studies*, 27(9), 2580–2625.
- Franks, J., Mayer, C., Miyajima, H., & Ogawa, R. (2023). Managing ownership: The evidence from Japan. RIETI Discussion Paper Series.
- Holderness, C. G., 2018. Equity issuances and agency costs: The telling story of shareholder approval around the world. *Journal of Financial Economics*, 129:415-439.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54: 471-517.
- Miyajima, H., Saito, T., & Shino, J. (2022). Quite Changing the role of foreign investors: the evidence from Japan, mimeo, Waseda University.
- 宮島英昭・小川亮（2022）『『新しい資本主義の課題① 自社株買いの安易な規制回避』、日本経済新聞・経済教室、2022年4月29日。
- 宮島英昭・齋藤卓爾(2023). 企業統治改革と政策保有の売却：その決定要因と経済的帰結、RIETI DP

「日本企業の所有構造の進化： 機関投資家の多様性とブロック 保有」へのコメント

戸村 肇

早稲田大学政治経済学術院

2023年11月18日

1

Franks, J., Mayer, C., Miyajima, H., & Ogawa, R.
(2023). “Managing ownership: The evidence from
Japan.” RIETI Discussion Paper Seriesの要旨

- 1990年以前の日系企業のガバナンス
 - 銀行を中心とする企業グループ内の株式の持ち合い。
 - メインバンクによるグループ内企業の救済、経営の規律付け。
- 1994年商法改正：自己株式取得規制の緩和。
- 1990年代後半の銀行危機後の株式の持ち合いの解消。
 - 金融機関による保有株売却。
- 2001年商法改正：金庫株解禁。
- 2013年以降のコーポレートガバナンス改革（CGC、SSC）
 - 外部株式保有者（外国人、アクティビスト）による経営監視の改善。

2

Franks, J., Mayer, C., Miyajima, H., & Ogawa, R.
(2023). “Managing ownership: The evidence from
Japan.” RIETI Discussion Paper Seriesの要旨

- その結果、英米モデルでも従来のメインバンクモデルでもない新しいタイプの経営権市場が生成。
 - 英米の外部経営権市場：外部株主による（潜在的な）買収による経営の規律付け、経営改善。
- 日本の「内部経営権」市場
 - 企業が内部株主（ブロックホルダー）から時間外取引などで自己株式を取得し、金庫株として保持した後、戦略的提携先企業に第三者割当。
 - （自社株買い経由の）内部株主の間での経営権の移転による経営改善。
 - 外国人やアクティビストなどの外部株主による経営の監視が前提。

3

Franks, J., Mayer, C., Miyajima, H., & Ogawa, R.
(2023). “Managing ownership: The evidence from
Japan.” RIETI Discussion Paper Seriesの要旨

- 戦略的投資の外部性による内部経営権市場の必要性
 - 一般の株式市場での株価は外部株主向け価格。
 - AとBが戦略的提携しているとする。Bが戦略的投資を行う。
 - Bは戦略的投資費用を負担するので、その分、戦略的提携のためにAの株を購入する時に、一般市場で外部株主向け価格を支払うのは割高。
 - AはBの戦略的投資から正の影響を受けるので、Bに自己株式を割り引いた価格で発行して戦略的提携を行うのが、お互いに最適。
- 日本の上場企業データによる実証分析でも、内部市場での経営権の移転が株式リターン（Cumulative Abnormal Return）に正の効果を持つことを確認。
 - 英米の外部経営権市場とは異なり、内部株主の増加が経営者の保身（entrenchment）を必ずしも意味しない。

4

コメント・質問

- 従来のコーポレートファイナンスの文献（外部経営権市場の分析）では、経営陣・創業家一族による株式保有率は、外部株主による経営規律を阻害する指標として利用されることが多い。
 - 先進国ではなく、新興国のクロスカントリー分析（Claessens et al. [2002]、Harvey et al. [2004]など）。
 - ピラミッド的株式保有構造により、経営陣の
キャッシュフローの持ち分 < 経営権の持ち分
 - この場合、経営陣が企業のキャッシュフローではなく、私的利得を最大化するインセンティブを持つ。
 - 従来の文献では日本を含む先進国は経営権が分散しているとの評価。

5

コメント・質問

- 一方、日本での最近の世間一般の議論では、ファミリー企業への好意的評価が多い印象。
 - 株式保有が経営陣に集中していることにより、迅速な意思決定と大胆な経営の効率化が可能。
 - 二代目企業の著しい成功例。
 - 経営陣が家業として企業の経営権を長期保有することにコミットしているため、長期的視点からの経営の最適化が可能。
- 日本では、ファミリーによる株式保有を外部株主からの経営規律を阻害するものとして考えなくてもよいか？
 - 内部経営権市場の存在から見える新たな視点はあるか？
 - 例えば、ファミリーによる株式保有にも、アクティビストファンドのような外部株主の存在が必須か？

6

(論文への) その他のコメント

- 外部性のある戦略的投資の費用の分担は、外部性を受ける側の企業の株式の割安な移転以外にも理論的には可能。
 - 自社に特化したサプライヤーへの支払価格に、サプライヤーの投資費用を算入。
 - 長期的なサプライヤーとの関係で、繰り返しゲーム的構造でのコミットメント。
 - 共同出資によるジョイントベンチャーの設立。
 - 戦略的投資を行う企業側への出資。
- なぜ戦略的投資に外部性がある時、自社株式の移転によって費用負担をする必要があるのかについての説明があるとより分かりやすい。

7

(論文への) その他のコメント

- 時間外取引で自己株式を取得する場合と株式を第三者割当する場合に観察された高い株式リターンは、単に流通株式の減少・増加懸念の消失に対する投資家の反応とは言えないのか。
 - 流通株式の増減の影響を除いても、内部株主間の株式の移転時の企業評価へのポジティブな効果を観察できるか。
- 戦略的提携の価値が無くなった既存の内部株主から、新しい戦略的提携先への株式の移転ということが確認できると、より「内部経営権市場」の「市場」的意味合いが強まる。自己株式取得時の売り手側企業が戦略的提携先であったことが分かるデータがあるとなお良い。
 - 市場 = 資源分配の再分配が行われる場。

8

(論文への) その他のコメント

- 回帰分析の説明変数に被説明変数と同じ期のものが入っている。その中には被説明変数の影響を受けうるものが含まれる。
- 例えば、
 - REP: 自己株式取得額の時価総額比
 - Div: 配当支払い/EBITDA
 - DINS: 法人の内部株主（ブロックホルダー）の持株比率
- 全ての説明変数をラグ項にする方が良い（もしくはその他の手法での内生性への対応を行う必要がある）のではないか。