

# 比較制度分析の視点から見た企業統治改革 ～資本市場，所有構造および支配権の在り方～\*

2019年度早稲田大学高等研究所・日本政策投資銀行設備投資研究所  
共同主催シンポジウム抄録

宮島 英昭

(早稲田大学常任理事 商学学術院教授／高等研究所顧問)

鈴木 一功

(早稲田大学商学学術院経営管理研究科教授)

中村 純一

(日本政策投資銀行設備投資研究所)

岡田 拓也

(日本政策投資銀行設備投資研究所)

[編]

\* シンポジウムに基調講演者・パネリストとしてご登壇を賜り，その記録を「経済経営研究」として刊行することをお許し頂いた皆様方に心より感謝申し上げます。本稿をまとめるにあたっては，英語で行われたシンポジウムの内容をできるだけ忠実に反映するよう万全の注意を払って原稿を作成したが，残された誤謬については全て編者たちの責に帰するものである。また，本稿に掲載された講演，討論の内容や参照資料は，全てシンポジウム開催時点（2019年11月7日）までの情報に基づく各登壇者の個人的見解であり，日本政策投資銀行や各々が所属する組織の公式見解を示すものではない。

Governance Reforms from Comparative Perspectives

~The Capital Market, Ownership and Control~

Economics Today, Vol. 41, No. 1, July, 2020

*Edited by*

Hideaki Miyajima

Executive Vice President for Financial Affairs/Professor, Graduate School of Commerce,  
Waseda University Director, Waseda Institute for Advanced Study (WIAS)

Kazunori Suzuki

Professor, Graduate School of Business and Finance  
Waseda University

Jun-ichi Nakamura

Research Institute of Capital Formation  
Development Bank of Japan Inc.

and

Takuya Okada

Research Institute of Capital Formation  
Development Bank of Japan Inc.

## 目 次

I. シンポジウムの概要 .....	1
II. 主催者開会挨拶.....	3
III. 基調講演録	
<b>繁栄，金融と所有構造</b> .....	7
<b>Colin Mayer</b> 〈オックスフォード大学サイド経営大学院ピーター・ムーア経営学教授〉	
IV. パネルディスカッション 資本市場，所有構造および支配権の在り方	
パネリスト <b>Colin Mayer</b> 〈オックスフォード大学サイド経営大学院ピーター・ムーア経営学教授〉	
<b>Julian Franks</b> 〈ロンドン・ビジネススクール教授〉	
<b>Marco Becht</b> 〈ブリュッセル自由大学ソルヴェイ・ブリュッセル経済経営学院教授〉	
<b>Vikas Mehrotra</b> 〈アルバータ大学ビジネススクール教授〉	
<b>Yupana Wiwattanakantang</b> 〈シンガポール国立大学ビジネススクール准教授〉	
モデレーター <b>宮島 英昭</b> 〈早稲田大学常任理事 商学大学院教授／高等研究所顧問〉	
<b>鈴木 一功</b> 〈早稲田大学商学大学院経営管理研究科教授〉	
1. 議事録.....	20
2. 参照資料（進行順）	
Slide 1 <b>宮島 英昭</b> 〈早稲田大学常任理事 商学大学院教授／高等研究所顧問〉 .....	49
Slide 2 <b>Vikas Mehrotra</b> 〈アルバータ大学ビジネススクール教授〉 .....	54
Slide 3 <b>Yupana Wiwattanakantang</b> 〈シンガポール国立大学ビジネススクール准教授〉 ...	64
V. 基調講演者・パネリスト・モデレーターのご略歴 .....	72
VI. プログラム .....	74



## シンポジウムの概要

早稲田大学高等研究所と日本政策投資銀行設備投資研究所は、2019年11月7日、「比較制度分析の視点から見た企業統治改革～資本市場，所有構造および支配権の在り方」と題した共同主催シンポジウムを開催し，企業関係者，金融機関関係者，実務家，学者など約120名の方々にご参加いただいた。

我が国における企業統治改革は，株主の企業経営に対する影響力を強化することで企業の稼ぐ力を強め，リスクを取る経営を促進することで成長の好循環に乗せることを基本的な課題としている。成長戦略の一環として企業統治改革に取り組む動きは，リーマン・ショック以降世界各国で見られるが，世界的には強すぎる株主の影響力を是正する方向を目指しているのに対し，日本の改革はむしろ経営者や従業員の強すぎる影響力を是正し，株主権限を強化することによって資本効率を高め，企業の成長の果実を広く国民に均霑させようとしている点が特徴である。

本シンポジウムは，上場廃止の増加とその意味，企業の所有構造の変化，自社株買い，株式持ち合い解消，株主アクティビズムの活発化，プライベートエクイティの役割といったテーマについて，企業金融・企業統治に関する第一人者を海外から招聘し，学術的な観点だけでなく実務的な観点も踏まえて討論を行い，比較制度分析の視点から見た企業統治改革の展望を探るべく開催された。まず，企業統治研究における第一人者であるオックスフォード大学サイド経営大学院教授の **Colin Mayer 氏** が「繁栄，金融と所有構造」と題して，基調講演を行った。続くパネルディスカッション「資本市場，所有構造および支配権の在り方」では，早稲田大学常任理事 商学学術院教授／高等研究所顧問の **宮島英昭氏** および同大学商学学術院経営管理研究科教授の **鈴木一功氏** をモデレーターとし，基調講演者である **Colin Mayer 氏** に，ロンドン・ビジネススクール教授の **Julian Franks 氏**，ブリュッセル自由大学ソルヴェイ・ブリュッセル経済経営学院教授の **Marco Becht 氏**，アルバータ大学ビジネススクール教授の **Vikas Mehrotra 氏**，シンガポール国立大学ビジネススクール准教授の **Yupana Wiwattanakantang 氏** を加えた5名のパネリストにより，それぞれの専門の観点からのプレゼンテーションと討論を行った。

本稿は，これら貴重な講演，プレゼンテーション，討論ならびにその際に用いられた資料について，登壇者の方のお許しが得られた範囲で，多くの方にご覧いただけるような抄録として，編者の責任において取りまとめたものである。掲載をご快諾いただいた登壇者の皆様には記して感謝申し上げたい。英語で行われた講演，プレゼンテーション，討論の

## I. シンポジウムの概要

翻訳および取りまとめにあたっては、シンポジウムの内容を忠実に反映するよう万全の注意を払って原稿を作成したが、残された誤謬については全て编者たちの責に帰するものである。また、本稿に掲載された講演、討論の内容や参照資料は、全てシンポジウム開催時点（2019年11月7日）までの情報に基づく各登壇者の個人的見解であり、日本政策投資銀行や各々が所属する組織の公式見解を示すものではないことをお断りしておく。

编者

**総合司会：**

皆様，大変お待たせしました．これより，シンポジウム「比較制度分析の視点から見た企業統治改革～資本市場，所有構造および支配権の在り方」を開会致します．本シンポジウムは，比較制度分析の見地から見た企業統治改革の展望をテーマに，上場廃止の増加とその意味，企業の所有構造の変化，自社株買い，株式持ち合いの解消，そして株主アクティビズムの活発化，プライベートエクイティの役割といったトピックスについて，グローバルな視点から議論を深めてまいります．はじめに，主催者を代表致しまして，日本政策投資銀行取締役常務執行役員 設備投資研究所長 穴山眞よりご挨拶を申し上げます．

**主催者開会挨拶：穴山眞 日本政策投資銀行取締役常務執行役員 設備投資研究所長**

皆様こんにちは，日本政策投資銀行設備投資研究所長の穴山でございます．本日は，このように多くの皆様にお越し頂きまして誠に有り難うございます．シンポジウムの開会に際しまして，主催者を代表して一言ご挨拶を申し上げます．

まず，今回の共同シンポジウムの開催にあたり当研究所にお声掛けをいただいた宮島英昭先生をはじめ，開催準備にあたってご尽力を賜りました早稲田大学高等研究所の関係者の皆様に厚く御礼申し上げます．また日本学術振興会，欧州コーポレート・ガバナンス協会，日本経済研究所の皆様には，シンポジウムに対するサポートに御礼を申し上げます．

今回のテーマは，「比較制度分析の視点から見た企業統治改革」という，まさに現在の資本市場にとって最も旬のテーマです．本日はこのテーマにふさわしい素晴らしい先生方をお招きしております．

オックスフォード大学の Colin Mayer 教授，ロンドン・ビジネススクールの Julian Franks 教授，ブリュッセル自由大学の Marco Becht 教授，アルバータ大学の Vikas Mehrotra 教授，シンガポール国立大学の Yupana Wiwattanakantang 准教授，遠路はるばるお越しくださり，心より感謝申し上げます．企業金融・企業統治研究を牽引する世界的に著名な先生方をお招きすることができ，大変光栄に存じております．

併せまして，実業界や学界から多数の方々にご参加頂いております．皆様の間で，どのような議論が交わされるのか私自身も大変楽しみにしております．

## II. 主催者開催挨拶

ここで一言、私ども設備投資研究所についてご紹介させて頂きたいと思います。設備投資研究所は、設備投資や資本市場に関するアカデミックな研究を長期的視点から進め、経済社会の持続的発展に貢献することを目的に、日本政策投資銀行の前身の1つである日本開発銀行の一部局として1964年7月に設立された、50年以上の歴史を有する研究所です。宇沢弘文教授をはじめ日本を代表する経済学者の長年のご指導のもと、私どもの関心分野は、設備投資だけではなく、宇沢教授の提唱された広義の資本概念である「社会的共通資本」全般へと広がってまいりました。企業統治の問題についても、環境・医療・教育などの制度資本と共に、社会的共通資本の一部として研究対象としております。また、海外から優秀な研究者の方々を招聘し研究活動を行っております。本日のパネリストのVikas Mehrotra先生、Yupana Wiwattanakantang先生もかつて当研究所にいらっしゃいました。

本日のシンポジウムにおきまして、持続可能な資本市場の在り方をテーマに、グローバルな研究者や実務家の方々の議論に貢献できますことは、私どもにとって大いに喜びとするところであります。活発なご議論を期待しております。

最後に今回のシンポジウムが、皆様にとって実り多きものとなりますことを祈念しまして、私の開会挨拶と致します。どうも有り難うございました。

### 総合司会：

続きまして、同じく主催者を代表致しまして、早稲田大学常任理事 商学大学院教授／高等研究所顧問 宮島英昭先生より、ご挨拶ならびに基調講演の講師のご紹介を申し上げます。

### 主催者開会挨拶：宮島英昭 早稲田大学常任理事 商学大学院教授／高等研究所顧問

本日はお忙しい中、シンポジウム「比較制度分析の視点から見た企業統治改革～資本市場、所有構造および支配権の在り方」にお越しいただきまして、誠に有り難うございます。

このシンポジウムは、早稲田大学高等研究所が日本学術振興会の支援を得て続けてまいりましたプロジェクトのまとめの機会であり、企業統治の問題をこの5年間研究してきたわけですが、国際的な視野から改めてこれまでの研究を総括する機会を持つというこ

とで企画致しました。カンファレンスは今日を含めて3日間にわたって開催されました。1日目はアカデミックな研究報告を行い、2日目の昨日は取締役会改革等の企業統治改革



の中心を検討致しました。本日は皆様と資本市場、所有構造の変化、あるいはアクティビストの役割と支配権の在り方といったテーマについて議論していきたいと考えております。

ご存じの通り、近年の日本の株式市場、資本市場の変化は極めて大きいと言えます。もともと資金調達の間だと捉えられてきた資本市場ですが、資金調達が細っていく一方で自社株買いの動きが活発化しています。また、上場企業の質についても疑問が投げかけられ、現在上場基準の見直しが検討されているところです。

さらに、所有構造の変化にも著しいものがあり、株式の相互持ち合いが急速に解消していく中で、機関投資家の役割が増加しており、近年再びアクティビズムが注目を集めている状況にあります。他方でアベノミクスの企業統治改革は2013年の着手後、この6、7年の間、株主主権を強める方向で改革を進めて企業の成長を促そうとしてきたわけですが、その成果についてはまだはっきりとしたものは見えてきていないという状況にあるかと思えます。

他方、米国では経済界の代表がこれまでの株主第一主義の見直しを表明し、加えてBlackRockやVanguardといった米国の資産運用業界を代表する会社のトップも、投資家の立場から企業統治の在り方について再検討を促しています。言わば日本とは逆の意味で潮流の変化が生じている状況かと思えます。

このような状況のもとで、日本の資本市場、所有構造、そして支配権の在り方を議論するというのは非常に重要な機会であると考え、私どもこのシンポジウムを企画した次第であります。

さて、本日の前半はオックスフォード大学のColin Mayer教授をお招きし、基調講演をしていただきます。簡単にご紹介させていただきます。

Colin Mayer教授は、これまで金融論のトップジャーナルの編集委員を務める一方で、欧州経済政策研究センター、あるいは今回共催をいただいております欧州コーポレート・ガバナンス協会の運営に貢献されてきました。また公的な仕事としては、英国競争控訴審判所の判事として独占禁止法の運用にも携わっておられます。昨年にはこうした貢献を顕彰して英国王室より大英帝国三等勲爵士司令官の称号を授与されました。

## II. 主催者開催挨拶

皆様よくご存じのように、Mayer 教授は企業金融や企業統治に関する実証研究に学問的な情熱を傾けてこられまして、多くの研究成果が学術論文として公刊されてきたわけですが、近年はより読みやすい書籍の形で成果を世に問うておられます。2013年には私どもも日本語版の翻訳にご協力した「ファーム・コミットメント」(原題“Firm Commitment: Why the corporation is failing us and how to restore trust in it”)という著書を上梓され、大きな反響を呼んだところかと思えます。また昨年、“Prosperity: Better Business Makes the Greater Good”という新著を上梓されまして、私どももまた日本語版の翻訳をお手伝いさせていただければと準備を進めております。本日はその成果をもとにシンポジウムのトピックであります資本市場、所有構造、そして支配権といった諸問題に焦点を当て、著作のエッセンスの部分をお話いただくようお願い致しました。それでは Mayer 教授、宜しくお願い致します。

## 基調講演：繁栄，金融と所有構造

**Colin Mayer**

オックスフォード大学サイド経営大学院ピーター・ムーア経営学教授

(2019年11月7日)

まず、本日のセッションを開催して下さった日本政策投資銀行に御礼申し上げたいと思います。また丁寧なご紹介をして下さった宮島先生、ありがとうございます。

これから私は、所有構造および機関投資家についてお話ししたいと思います。そこで、まず所有権とは何を意味するのかという問いについて議論するところから始めたいと思います。住宅、自動車、洗濯機など、ほぼ全ての形態の財産に関して所有権が意味するところは、その財産を、所有者が適切だと思う形で運用できる権利です。

このような「財産」の考え方は、18世紀にウィリアム・ブラックストーンというイングランドの法学者によって確立されました。彼は「財産とは、人間外部の事物に対する宇宙で唯一の人間の単独かつ専制的な領分であり、他の全ての人間の全面的な排除を伴う」と述べました。言い換えれば彼は「所有権」を、その財産に対して何でも好き勝手にでき、使わせたくない人は誰であれ排除することができる、完全なる権利として描写したのです。

このような財産の概念はある意味、企業の所有権に関するわれわれの考え方にも引き継がれており、株主による企業の所有はいま述べた財産の所有と非常によく似た権利であるという見解に反映されています。この見解は、取締役の唯一の義務は株主の利益のために会社の利益を極大化することであるという形で表現されることもあります。これが株主第一主義として知られる考え方です。

ところが近年、企業のリーダーや機関投資家が異論を唱え始めました。企業は株主の利益に貢献しさえすればいいというわけではないのではないか、という考えです。今年の8月にビジネス・ラウンドテーブルが開催され、米国の大企業の経営者181人が集まり、1997年の株主主権論に関する声明はもう撤回し、それに代わって企業の目的は価値を顧客に対して提供し、従業員に投資し、サプライヤーを公平に扱い、地域社会を下支えし、環境を持続可能にし、そして長期的な価値を株主のために創出することであると宣言しました。

企業と投資家の役割は、企業価値ないし株主に対する利益を追求すると同時に他の当事者の利益をも促進することである、あるいは会社の成功を促進するのに役立つ限りにおいて、従業員やサプライヤーなど他の当事者の利益を促進することは株主にとっても有益である、というこの見解は、企業の所有権に関するコンセンサスとして浮上しつつあります。「企業の現代的総合」として知られつつあるこの再解釈の魅力は、その時の企業や機関投資家が他の利害関係人をサポートすることの潜在的な利益を認識さえしていれば、法律を変更することなく自分たちでそれを行うことができることです。

このとき、企業の所有者あるいは株主には様々な規模や形態があることを念頭においておく必要があります。一部の株主は超長期の投資家です。たとえば自分の年金資産が企業の株に投資されている人々は、株式の長期的なリターンに関心があります。他方、短期的なリターンと株式市場が提供する流動性のメリットを求める人たちもいます。また、リスク許容度の低い投資家もいれば、積極的にリスクを取りたいと思う投資家もいるわけです。あの企業はこの戦略がいい、いやそうではない、こちらの戦略の方がいいと言う人もいるでしょう。こうした状況を背景に、取締役の役割はいま述べたような異なる株主の利害の均衡を図ることにあり、また、様々なタイプの投資信託の出現も多様な投資家のニーズを満たす役割を果たしているという見方は一般的なものとなりつつあります。投資信託は言わば顧客である投資家のニーズに合わせて組成されるのです。

投資家の選好には、単にリスクやリターンの時間軸の長さだけでなく、他の当事者すなわち従業員やサプライヤーの利益の促進が株主リターンにもたらす恩恵という観点も含まれることを踏まえると、そこには環境、社会、ガバナンス即ち ESG ファクターとも呼ばれる新たなリスククラスが存在し、企業の取締役会や機関投資家はそれを他のタイプの金融リスクと同様に重要なリスクとして考慮に入れなければならないということが明らかになります。そこから、取締役の役割を考えるにあたって多くの要素のバランスを取らなければならないことが示唆されるのです。さらに言えば、投資家の関心は単に金銭的な利益のみにあるのではないという視点もあります。彼らだって私や皆様と同じ人間ですから、自分自身の生存、健康、雇用、そして子孫の繁栄に関心を持っていて、投資先の企業にも金銭的な利益だけでなく、そういったことにも関心を持つよう求めるわけです。

そのことによって、今や、多様な株主の利益を考慮して企業のパフォーマンスを監視するという取締役や金融機関の経営者の役割はますます重要性と複雑さを増しています。この役割はスチュワードシップ機能と呼ばれ、特に機関投資家に投資先企業のスチュワード、つまり、執事として果たすべき役割があるという認識がますます高まっています。

執事の役割とはもともと、大邸宅の上階に住んでいる所有者と、地下に住んでいる使用人の間に立って、所有者の利益のために使用人の仕事を監視することです。このイメージは、大邸宅などの一般の財産と同じように、所有者である株主の利益に合う形で企業が経営されるよう監視するという、機関投資家の役割に対する昔ながらの見方にいまだに根強く結びつきます。しかし、このような関連付けはあまり良いものとは言えません。なぜなら、たとえば大気や水に対する生得の権利とは違って、企業という永続的な存在に対する有限責任という恩典を伴った所有権は、法の下で創り出された特権だからです。そして、その特権には、それを付与した社会に還元すべき義務と責任が伴います。

企業が他の当事者すなわち自社の従業員やサプライチェーンの労働者などに依存する度合いが高まるなか、企業が負う義務と責任もますます大きくなっていると認識されています。たとえば Amazon のことを考えてみてください。彼らは事業活動をしている社会に依存しているわけです。Google も Facebook もそうです。彼らは自然環境や天然資源に対するアクセスにも依存しています。COCA-COLA もきれいな水に依存しているわけです。こうした企業は、環境や天然資源にますます依存するようになっていくだけでなく、環境や従業員、サプライチェーンの労働者に影響を与えるようになっていきます。カカオ生産者の社会への影響を考えてみて下さい。企業がその支払う税金を通じて、社会の行動や環境にいかに関与し、影響を与え得るかを考えてみて下さい。航空会社とエネルギー会社についても考えてみてください。

そうすれば、企業の所有権は株主に属するという考えは覆され、自社の従業員やサプライチェーンの労働者、社会、そして環境に配慮することは、義務であり責任であるということになってきます。株主の代理人として資金を管理するという機関投資家の役割に関する見方も変わってくるわけです。

私は、この考えを私の母国である英国の会社法との関連で説明したいと思います。そこには、会社の取締役は、誠実に、株主の利益のために、長期的なことに配慮して、会社の成

功を促進する可能性が最も高いと考える方法で行動しなければならない、ということが定められています。その意味するところを考えてみましょう。

会社法は、株主のために会社の長期的な成功を促進する必要があると述べています。では、会社の長期的な成功の尺度は何でしょう。その最良の尺度は株価です。つまり、会社法は株価を最大化すべきだと言っているわけです。さらに続けて、それを行う際には会社の顧客、従業員、サプライヤー、地域社会、環境等々の利益に配慮すべきである、とも述べています。これは何を言いたいのでしょうか。金融機関を含む会社の取締役は、他の利害関係人のことにも配慮すべきである、ただしそれはあくまで会社の価値を高める限りにおいてだ、ということです。

これは、「啓蒙的な（他の当事者の利益も考慮に入れるという意味で啓蒙的な）」株主利益（enlightened shareholder interest）と呼ばれることがあります。他の当事者の利益を考慮に入れると言っても、株主すなわち企業の所有者の利益に適う限りという意味であって、それを超えるものでは全くありません。先ほどの執事の話で言えば、地下にいる使用人の面倒を見ることもあるが、それは上階に住んでいる所有者の利益に適う限りにおいてということです。

それが何を意味するかを考えてみてください。つまり、企業の取締役には、株主価値を高める限りにおいては、中毒性のある製品を作り、賃金を最小限に抑え、従業員の労働環境を最低限にとどめ、環境を汚染し、税金を最小限に抑える義務があるということなのです。たとえば、25年で解散する企業があるとしましょう。株主も25年の時間軸を持ちますから、取締役は株価を上昇させる限りにおいて、25年を超える時点で設定された大惨事に向けて環境を汚染するべきだということになります。

これは、啓蒙の一形態ではありますが、非常に限定的なものに過ぎません。われわれが企業の長期的な利益について語るときに意味するものとは懸け離れているということは、多くの方に同意していただけたと思います。われわれが言いたいのは、企業は現世代の株主のことだけではなく、25年後の将来世代の株主のことも考えなければならないということです。そして将来世代の株主のことだけではなく、将来世代の従業員、サプライヤー、地域社会、環境のことも考慮しなければならないということです。これは企業の本質について異なる見方をもたらします。先ほど説明したようなスチュワードシップだとか、取締役

は株主の利益を最大化するために存在し株主の利益に適う範囲でのみ他の当事者のことも考慮すればよいという、企業のエージェンシー理解とも呼ばれる考え方、それだけでは不十分だということです。

われわれが企業経営者や投資家に求める役割は、単なるスチュワードシップ機能ではありません。それは「受託者管理 (trusteeship)」機能と呼べるかも知れません。つまり企業の所有者や取締役は、現世代だけでなく将来世代のためにも、そして株主のためだけでなく企業の全ての当事者のためにも、受託者として存在するという事なのです。

そのような立場から考えるとき、企業の所有権に関してこれまでと全く異なる論点、とりわけ、われわれの眼前にある企業の受託者管理機能は何であって、誰のためにそれを果たすのかという問題が提起されます。会社の目的、会社が存在する理由、会社が何をするためにあるのか、会社が設立された理由、全てがそこに通じます。そして、会社がどのようになりたいと願うのか、それが極めて重要です。なぜならそれこそが、企業や金融機関の取締役が果たすべき受託者の役割の性質、すなわちその受託者機能を誰のために、何の目的で、いつまで果たすのか、等々を規定するからです。企業の目的という概念は、単に自動車を生産します、洗濯機を製造します、ということを書き記述するものでも、あるいはただ純粋に野心的に世界を救うと宣言するような類のものでもありません。会社が解決しようとしている課題は何なのか、誰のために、どのような期間で、どのようにして課題を解決するのか、またなぜその企業や投資家がそれらの課題を解決するのにより適しているのか、といったことについてもっと厳密に示す必要があるのです。

これに関連した事例を1つ説明したいと思います。少なくとも欧州と北米の経済において最も成功していないセクターの1つは銀行セクターです。これからご紹介するのは、その銀行セクターにおいて、欧州そしておそらくは世界中でも最も成功した銀行の事例です。その銀行は、世界金融危機の前、最中、後を通じて救済を受けることなく株主利益の増加を達成し続け、支払能力比率や流動性比率で見た財務健全性も最高レベルにあり、最高の格付を付与されています。そして明確に定義された目的を持ち、預金者や借入者のニーズという観点から顧客の利益を他の何よりも優先し、競合他社の中で最も低コストの銀行の1つでもあります。これらを過去46年間にわたって成功裡に続けてきました。英国で最も急成長している銀行の1つですが、英国の銀行ではなく **Handelsbanken** というスウェーデ

ンの銀行です。銀行の中で最も顧客満足度が高く、そのおかげで最も忠誠心の高い顧客を抱えています。これは重要な要素なので、また後ほど触れたいと思います。

なぜ、この銀行はそこまでの成功を収めているのでしょうか。その答は、中央集権的な、トップダウン型の経営を行っているほとんどの銀行とは正反対の、月並みでない経営手法にあります。つまり、全ての意思決定を個々の支店に委譲し、「支店こそ銀行なり」というスローガンに従って経営しています。これにより支店長は、どのような顧客を相手にどの商品をいくらで売るのが、融資に応じるか否かなどを自ら決定できるわけです。特に重要なのは、融資の延長など顧客と相対の交渉において、本部の上級管理職にお伺いを立てる必要がないという点です。

このことがなぜそこまで重要なのかというと、そのおかげで銀行は顧客と信頼関係を構築することができるからなのです。なぜなら顧客は、(意思決定者である)支店長が誰なのか分かっていますから、その人と関係を構築しようとするわけです。日本ではどのような状況かは知りませんが、英国では支店長が誰だか分かるのは珍しいことです。仮に今日の支店長の名前が分かったとしても明日の支店長の名前は分からないでしょう。すぐ交代してしまうからです。しかしこの銀行は違います。

それでは、この銀行はなぜそれを可能としたのか。これが次に重要な教訓です。この銀行は、支店のスタッフ、とりわけ支店長の選抜に力点を置いているのです。そして支店長を選んだら、その人に銀行の価値を植え付けたうえで、こう言います。「さあ支店を運営しなさい。われわれはあなたの支店経営を監督するつもりはありません。全てはあなた次第です。」

加えて最も興味深く重要な要素は、この銀行では従業員にボーナスを支給しないということです。多くの企業は、従業員に対してボーナスを継続的に支払います。そうしないと、従業員は定着しないし採用できないと言われるからですが、本当でしょうか。この銀行は60歳の定年までボーナスを支給しないのです。その代わりに、定年になった段階で Oktogonen とよばれる利益分配スキームの持ち分を獲得するのです。これは、非常に長期的なインセンティブスキームだと言えます。



なぜこれが重要なのか。2つの点が指摘できます。第1に、この銀行がやっていることは従業員に対して信頼をおくことです。この信頼によって権限委譲が可能になっています。加えて、金銭的なインセンティブではなく、信頼関係を通じて従業員を動機付けています。Handelsbankenの支店長に会えば、デスクの向こう側にいるその人が、単に自分のボーナスを増やすために銀行の利益最大化に関心があるだけでなく、顧客であるあなたに対して関心を持つ心からの理由があるのだとわかります。このことはいくつかの重要な点に関係しています。その1つは、私が「企業の目的」と言うときに意味するところです。それは問題の解決、すなわちいま説明したケースでは、顧客の預金や借入に対するニーズの解決ということになります。

第2に、なぜこれが企業としての商業的パフォーマンスを損なわないのかという点です。損なうどころか、Handelsbankenの成功に貢献しているのです。その理由は、従業員を信用し、顧客との信頼を構築するこのシステムによって、世界中のあらゆる金融機関にとって非常に貴重で最も価値のある「信頼性」という資産を生み出していることにあります。この信頼性という資産が、顧客が金融機関に対して持つ信頼の度合いを決定するのです。

そして、多くの人々の考えに反して、これは人間の自然な本能と矛盾するものではないことに注意してください。(標準的な経済学が想定する)合理的経済人は基本的に怠惰で、貪欲で、利己的であるとみなされており、われわれは、誰もがそうした特徴を持つ合理的経済人であることを前提として、怠惰で、貪欲で、利己的に行動しないように彼らを動機付けながら制度や経済を運営しなければならないと考えています。しかしこの銀行がしていることは、人々が貢献したいと思うような充実した有意義な仕事ができるという意味で、彼らの利益を促進することなのです。人々は良い仕事をしたいと思っていますから、そのための基礎さえ与えれば、期待に応えてくれるものです。逆に人々は怠惰で、利己的で、貪欲であるという概念にとらわれて動機付けようとすれば、そのように振る舞うものなのです。

私はこのモデルがより良い結果を生み出すという意味で機能することを強調したいだけではありません。これは私たちが住む実世界の説明にもなっているということについてお話ししたいと思います。企業の性質についての従来の見方は、先ほど述べた所有権の概念に基づいています。企業は株主の利益のために存在していると言うとき、どのような所有者

を思い浮かべるでしょうか。様々な投資信託の所有者、様々なタイプの投資信託、様々なタイプの株主……しかし世界を見渡したとき、それは支配的な所有形態ではありません。

企業の所有権は、世界中ほぼ全ての国で、比較的少人数の所有者、通常は創業家一族の手に著しく集中していることが観察されます。私は、非上場企業の話をしているのではなく、最大級の上場企業も含め、世界で最大の企業所有者は創業家一族だと言っているのです。そして創業家一族は、彼らが会社の経営を支配できる、とりわけ単なる金融市場の気まぐれに翻弄されないことを担保できるだけの量の株式を保有（ブロック保有）しています。たとえば、もし必要があれば、企業が買収されたり、ヘッジファンドのアクティビストに服従したりするのを防ぐことも可能です。彼らは言わばアンカー株主として、会社経営に安定性を与えることができます。

この種のブロック保有は、創業家一族によるものが最も典型的な形態ですが、他にも様々な形態が存在します。これも重要な点です。たとえばデンマークやドイツでは、ブロック保有者は創業家一族だけでなく、信託（trusts）や財団（foundations）であるケースも珍しくありません。世界中の株式市場で上場で取引されている Bertelsmann, Bosch, Ikea, Tata といった有力企業の最大の株主は信託や財団なのです。

また、一部の国では国家が重要な役割を果たします。従業員給付信託もその役割が重要になってきました。単なる従業員の株式保有ではなく信託形式がなぜ重要なのかというと、現世代の従業員だけでなく将来世代の従業員のことも配慮するからです。

さて、私がいま世界中で最も支配的な所有形態であると説明しているモデル、基本的には「所有権の並列システム」と呼ぶべきものは何かについて見てみましょう。そこでは、企業は株式市場に上場して活発に取引されていますが、同時に経営方針を決定するアンカー株主も存在します。これこそ、私が提案したい適切な所有形態、すなわち流動的な株式市場のメリットと、適切な経営統治という非上場のメリットの結合です。

ここで指摘しておきたいのは、上場企業の典型として想定されている所有形態、すなわち英国や米国の企業のような広く分散した株式保有は、世界中を見渡すと実は一般的なものではなく、むしろ衰退しているということです。英国や米国では、上場企業の数は一時的に減っています。英国では1960年から1990年の間に4千社から2千社に半減し、さらに1990

年から現在に至るまでに2千社が1千社に半減しました。米国でも似たようなペースで減少しています。基本的に企業は、そのような英米の分散所有システムはビジネスを行うのにも、もちろん投資家の利益のためにも適していないので、上場市場から退出することによって彼らの不満を示しているわけです。

最後に、これを日本で起きていることの文脈に当てはめて考えてみましょう。20世紀初頭の日本の株式市場の所有構造は、当初、今日の英国の分散型所有システムとそれほど懸け離れたものではありませんでした。しかしそれは1920年代までには、私が世界的に見ても一般的な形態であると説明してきた創業者一族所有タイプのシステム、すなわち「財閥」に置き換えられました。財閥システムは、第二次世界大戦終了まで続きましたが、戦後になって占領軍によって解体されました。その後しばらくは創業者一族の大株主も、それに代わる存在もないという、所有の空洞化が生じていました。1940年代の終わりに株式市場が崩壊すると多くの企業が財務危機に陥り、銀行は返済不能となった負債を株式と交換することによって主要株主となり、1950年代から90年代まで続く銀行中心の所有構造が生まれました。この銀行中心の所有構造は、日本経済の高度成長期とその後の変容の時期と重なりますが、1980年代の債券市場の規制緩和、特に銀行貸出の代替としての転換社債の台頭によって弱体化していきました。その結果、銀行は貸出先企業との長期的な関係性を維持できなくなり、銀行中心の所有構造が崩壊すると、並行して起きた株式市場の暴落に際し企業部門を守る安定株主は残っていませんでした。

そして失われた10年が始まり、今世紀に至って、われわれは銀行の株式保有の崩壊による第2の所有の空白期間に直面しました。そこで今世紀の初めには、企業部門内での株式の持ち合いが徐々に進んでいきます。要するに、銀行の株式保有ではなく相互の株式保有によってインサイダーシステムを構築しようとしたわけです。しかし株式持ち合いも、2015年の企業統治改革、すなわち持ち合いを続ける企業にはその必要性を正当化する説明責任があるという考え方が日本市場に導入されると、減少を始めています。

その結果が、現在の日本の変貌しつつある所有システムです。それは、株式持ち合いによるインサイダーシステムがまだ残っているものの減衰しつつあり、外部の機関投資家による経営コントロールにシフトしつつある中で両者が併存する、言わばハイブリッドフォーム、あるいは前に私が並列システムと説明したもの、と言えるでしょう。

ここで生じる疑問は、今後どのような所有形態が望まれるのかということです。私が問うているのは、単に機関投資家、特に外国の機関投資家による所有が増えるだろうということだけではなくて、日本の産業にとって将来のアンカー株主となるのは誰なのかを明確にすることです。

1つの答は、それでも企業による株式持ち合いがアンカーになるだろうということ、これはもちろん実現可能だと思います。先ほど私は、Handelsbanken を誰が所有しているのか明確には説明しませんでした。Handelsbanken はスウェーデンの株式市場で取引されていますが、2つの支配的株主が存在します。1つは先ほども触れた独自の利益分配スキームである Oktogonen です。もう1つは、スウェーデンの持株会社である Industrivarden です。しかし Industrivarden の主要な株主は Handelsbanken であり、つまるところ株式の持ち合いなのです。これは自分自身を所有することにほかならず、多くの人々はこれを所有とガバナンスの最悪の形態であると考えています。しかしながら Handelsbanken の例を見れば、株主企業が投資先の監督者、受託管理者として行動する責任を認識している限り、アンカーとして効果的に機能する持ち合いのシステムを構築することは完全に実現可能だということがわかります。

しかしながら、株式持ち合いの永続化という選択肢は、非常に明白な形で利益相反を潜在的に生じさせます。そこで2番目の選択肢は、機関投資家だということになります。機関投資家は、次の3つの理由によって、今後の日本企業のアンカー株主として根本的な役割を果たすことができると考えられます。第1に有力なブロック株主であるということです。この有力で、私が意味しているのは、英国や米国でよく見られる3%とか5%の持株比率ではなく、10%以上というレベルです。第2に、機関投資家のブロック株は長期間にわたって保有されるという特徴を持つことです。私が意味しているのは少なくとも10年以上、願わくは無期限ということです。第3に、機関投資家が能動的にブロック株を管理することです。私は、投資先に取締役を送るべきだと言いたいわけではありません。機関投資家は、プライベートエクイティではありませんから。機関投資家の役割は、産業財団や先ほどご紹介した Handelsbanken における株式持ち合いの例と共通しています。その重要な特徴は、株主の監督者および受託管理者としての役割と経営者の役割が異なるものであるということです。その分離は認識され、尊重されなければなりません。機関投資家の役割は、

企業が適切な目的を持ち、その目的を達成していること、それを維持する価値観と文化を持っていることを担保することであって、自らビジネスをすることではないのです。

ならば、それをどのように達成するのかということですが、本当に必要なものは、実は銀行中心の時代に見られたものと非常によく似ています。かつて大企業には、それぞれメインバンク、リードバンクがあり、それがアンカー株主としての銀行団と企業との関係を管理すべく責任を負っていたわけですが、それが正に機関投資家の時代にも必要とされるのです。投資先の監督者、受託管理者として機能する、長期的なブロック株主の代表としてのリード機関投資家です。このリード機関投資家システムは、かつてのメインバンクシステムと同様に、様々な機関投資家と企業との間で責任を担います。

このような仕組みを誰が促進していくのかということですが、多くの当事者の中でも、特に現在の日本市場における主要な投資家の1つである年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) は、そのマンドートを通じて機関投資家が企業に対して主導的な役割を果たすよう働きかけることができるでしょう。このような、能動的に関与する長期投資は、世界中いたるところで見られるようになりつつあります。たとえば、カナダの年金基金は長期保有する株式を大量に購入し、仲介ファンドマネージャーに依存することなく直接管理しています。

つまり、ブロック株を保有して直接管理する形態、これは完全に可能な形態なのです。そして実際すでに行われていて、多くの場合、これまでのようなアームズレングスの関係で管理される分散した株式保有の形態よりも、はるかに優れたパフォーマンスを発揮しているのです。逆に、もし企業セクターと機関投資家セクターがこのような取り組みを進めていくという難しい仕事に向き合わなければ、多くの点で非常に深刻な結果が生じる可能性がある、ということを指摘しておきたいと思います。

第1に、適切なガバナンス構造を構築することができず、また企業や機関投資家が社会一般の利益を満たし促進する役割を果たすことができなければ、最も起こりそうなことは規制の強化です。しかし、企業内部で起こっていることについて企業自身や機関投資家よりもはるかに情報の少ない規制当局が外部から規制を課すとなれば、あらゆる面でコストがかかり、非効率的になります。そして、企業や金融機関の成功にとって極めて重要な信頼関係の構築が難しくなります。

そしてより深刻な問題は、株主の優越性、株主主権論を超えるような所有権のメカニズムを確立できなければ、社会全体に対して非常に深刻なダメージを与えかねないということです。現在、日本企業における最高の報酬を得る CEO と一般従業員の給与との格差はおよそ 10 倍程度です。しかし英国や米国の企業ではこの差は 240 倍にもなります。つまり英米の企業内報酬格差は日本企業よりも桁違いに大きく、そのことが不平等、環境悪化、および企業セクターに対する信頼の欠如といった面で、企業活動の社会的悪影響に対する深刻な懸念を引き起こしているのです。これまで日本は、世界で台頭しているようなポピュリズムを回避することに成功しています。それには、他国で見られるような資本主義の行き過ぎを回避する、一定の社会的結束が必要とされるのです。

最後に、これまでの考察を冒頭に申し上げた文脈に戻したいと思います。つまり、基本的な原則と哲学の観点から特に心に留めていただきたい重要な概念を 2 つ申し上げます。1 つは自由、もう 1 つは権利です。

企業に対する伝統的な見方の支柱は、財産を持つ者はそれを自分が最適だと思う形で使用する権利を付与されているという意味での自由の概念であり、そしてこれは特に米国の文化に特徴的ですが、ビジネスに資金を投じた人間にはそこから最大限の利益を稼ぐ権利があるという考え方に根ざしています。しかし、左翼的な人々は個人の選択ではなく社会の選択の観点からの自由を唱えます。それぞれの主張の基盤には、性質の異なる 2 つの企業モデル、すなわち前者には民間企業あるいは私企業、後者には公的企業あるいは国有企業が存在しています。

英国の場合、ジョン・ロックやデヴィッド・ヒュームらは個人の財産権の概念を提唱し、マルクスやエンゲルスは国家の権利と公共の選択といった概念を前面に押し出しました。しかし、これらの思想に共通する基盤は、自由は、私的な選択であれ社会的ないし公的な選択であれ、人々が単に選択する権利を持つかどうかではなく、その行使に相応しい能力を持つかどうかによって由来する、という考え方です。つまり根底にある理論は、アマルティア・センが提唱した「capability（自由を実現するために必要とされる選択を行使しうるだけの能力）」の概念に非常に近いものです。社会におけるビジネスの役割は、教育、訓練、リソース、その他問題解決に必要な支援を通じて、この capability を人々に提供することにあるのです。そのためには、会社の在り方に関する多元主義が必要とされます。つまり、全ての

会社が単に株主の利益を最大化するために存在するのではなく、様々な種類の目的があっ  
ていいのです。これは、英国の哲学者 **Isaiah Berlin** が提唱した多元主義の重要性、すなわ  
ち様々な種類の活動を繁栄させるための様々な種類のシステムの共存という考えとも整合  
的です。これこそが、資本主義システムの成功につながると私が信じているものの土台な  
のです。

最後に一言付け加えると、この考え方は西洋の哲学よりも東洋の哲学とより親和的である  
と私は信じています。また、これまでのところ、日本のビジネスや金融の在り方はそれと  
整合的なものです。今後、金融市場へのアクセスを拡大することによる恩恵を享受しつづ  
も、同時に顔の見えるアンカー株主を持つことを通じて多元主義的な目的をも許容するこ  
とができれば、日本経済は裕福で繁栄する時代を迎えられると確信しています。ご清聴あ  
りがとうございました。

**総合司会：**

Colin Mayer 先生、どうもありがとうございました。ご質問をお受けしたいところではあつ  
たのですが、時間も尽きましたので、宜しければ第2部のパネルディスカッションの際に  
ご質問、ご意見等々いただければ幸いです。

## パネルディスカッション：資本市場，所有構造および支配権の在り方

### パネリスト

Colin Mayer オックスフォード大学サイド経営大学院ピーター・ムーア経営学教授

Julian Franks ロンドン・ビジネススクール教授

Marco Becht ブリュッセル自由大学ソルヴェイ・ブリュッセル経済経営学院教授

Vikas Mehrotra アルバータ大学ビジネススクール教授

Yupana Wiwattanakantang シンガポール国立大学ビジネススクール准教授

### モデレーター

宮島 英昭 早稲田大学常任理事 商学学術院教授／高等研究所顧問

鈴木 一功 早稲田大学商学学術院経営管理研究科教授

(2019年11月7日)

### 総合司会：

それではシンポジウムを再開致します。続いてのプログラムは、「資本市場，所有構造および支配権の在り方」をテーマにしたパネルディスカッションです。以降の進行はモデレーターの宮島英昭先生並びに早稲田大学商学学術院大学院経営管理研究科教授の鈴木一功先生にお任せ致します。それでは先生方，宜しくお願い致します。

### モデレーター：鈴木一功 氏

それではパネルディスカッションを開始したいと思います。基調講演をされた Colin Mayer 先生に加えて，4人の海外からのパネリストの方にも加わっていただき，宮島先生と私の方で日本の状況について補足しながら進めていきたいと考えております。

ここでまず海外からお招きしたパネリストをご紹介しますと思います。皆様から向かいまして Mayer 教授の右側，ロンドン・ビジネススクールの Julian Franks 教授をご紹介します。Franks 教授は，1972年から同ビジネススクールで教鞭をとっておられますが，企業金融，企業統治，M&A等の分野で世界を代表する研究者の一人であり，ファイナンスのトップジャーナルに多数の論文が掲載されています。特に最近の英国の Hermes におけるエンゲージメントの論文，それから世界のヘッジファンドによるアクティビズムに関する



論文、こちらは彼の隣の Marco Becht 教授との共著になりますが、これらは日本の企業統治改革の議論にも非常に大きな影響を与えたと考えられます。

お隣ですが、ブリュッセル自由大学ソルヴェイ・ブリュッセル経済経営学院の Marco Becht 教授です。Becht 教授は 2011 年から同校のコーポレート・ガバナンス講座の教授を務めておられます。コーポレート・ガバナンスやスチュワードシップの国際比較を主要な研究テーマとされており、コーポレート・ガバナンスに関する書籍、それから先ほどの Julian Franks 教授との共著によるトップジャーナルへの掲載論文等が多数ございます。

そのお隣が、カナダのアルバータ大学の Vikas Mehrotra 教授です。Mehrotra 教授は 1992 年から同大学のビジネススクールで教鞭をとられており、日本の一橋大学に 2005 年と 2008 年に客員教授として来られたご経験もございます。企業金融、M&A 等、ファイナンス全般に関して数多くの論文をトップジャーナルに発表されており、特に 2013 年の日本の創業者一族の関与する上場企業に関する論文、これは彼の右隣の Yupana 先生との共著になりますが、日本のファミリービジネス研究の先駆けとなる論文として学界に非常に大きな影響を与えた業績だと考えております。

最後に、シンガポール国立大学の Yupana Wiwattanakantang 准教授です。申し訳ありませんが、発音が難しいのでファーストネームで Yupana 先生と呼ばせていただきますが、Yupana 先生は 2000 年に一橋大学で博士号を取得され、引き続き同大学で教鞭をとられたのち、2010 年から現職のシンガポール国立大学に移られました。Mehrotra 教授との共著論文を始め、アジア各国におけるファミリービジネスを分析した論文を多数書かれています。最近では、日銀による ETF の大量購入が日本の上場企業のガバナンスに与える影響についても研究しておられます。以上、Mayer 教授を含め 5 人のパネリストで議論を進めていきたいと思いますが、パネルディスカッションに入る前に宮島先生の方から資本市場と支配権の問題について簡単に論点をまとめたプレゼンテーションをお願いします。その後、いくつかのテーマを提示し、皆様のご意見を伺っていききたいと思っております。宜しくお願いします。

#### **モデレーター：宮島英昭 氏（資料 p.49～）**

今回のパネルのテーマは、資本市場、所有構造、それから支配権の在り方ということですので、議論の前提となるいくつかのファクトを共有しておきたいと思っております（Slide1-2）。

今日の論点は概ね5点でありまして、1点目が上場 vs 非上場問題です。近年、日本では上場基準の見直しが議論になっていますので、上場の意義について改めて考えたいということです。

2点目と3点目は、日本の所有構造の変化と持ち合いの解消です。持ち合いの解消は特にアベノミクスの企業統治改革がそれを促しているということですが、どの程度進んでいるのか。それから並行して進んでいる日本銀行のETF購入、あるいはGPIFの株式組み入れ比率の増大などの影響についても事実を確認しておきたいと思います。

4点目は日本におけるアクティビズムの動向ないし役割ということであり、現在、私は鈴木先生、それからFranks教授、Becht教授と共にアクティビズムの研究を現在進めておりまして、その成果の一端をご紹介したいと思います。

最後にこのパネルでは日本の資本市場の未来について皆様からご意見をいただければと考えており、そのためのたたき台を示したいと思っています。

次のスライド (**Slide1-3**) ですが、これは上場 vs 非上場問題に関連する総括的なスライドです。

先ほどMayer教授の説明にもありましたが、米国と英国では実は上場企業の数急速に減ってきています。米国の場合は既に1990年代から始まっており、その後英国でも2000年代から上場企業数が急速に減り始めたという状況です。

それに対して日本では上場基準の引き下げもあり、全体的に上場企業数は2000年代まで増加を続け、現在もほぼ一定の水準で安定しています。

次の表 (**Slide1-4**) は、上場企業ではなく、各国の売上上位1千社のうち、どの程度の割合の企業が上場しているのかについて調べたものです。欧州各国に関してはFranks教授とMayer教授がVolpin教授とともに行った国際比較研究があり、そこから数字を取っています。少し古いですが1996年のデータです。それと対比するために、日本の2006年と2013年について示したものが右側の2列です。一目でわかるように、欧州を見ると一番多い英国ですら1996年時点で3割程度ですが、日本は非常に多く、2013年もなお50%以上の企業が上場しています。そういう意味で日本は非常に上場志向が強いことが分かります。

この表の下部には、非上場も含む売上上位1千社全体の株式所有構造を示していますが、日本企業の場合、創業者一族の保有比率が小さく、また全般に分散保有されていることが確認できます。

次に株式所有構造について、いくつかのファクトを確認しておきます **(Slide1-5)**。これは Franks 教授、Mayer 教授と共同で日本企業の株式所有構造の推移を分析したものです。株主は、大きくインサイダーとアウトサイダーとに分けられます。インサイダーとは、株式保有の目的が必ずしも株価の最大化にはない主体で、銀行や事業法人が含まれます。他方、アウトサイダーは株価の最大化が目的であり、外国人や機関投資家、個人投資家が該当します。普通の金融論の枠組みですと従業員や経営者がインサイダーであると考えられるわけですが、日本の場合、銀行や事業法人も株式保有の目的は長期的な関係の維持にありますので、それらもインサイダーのカテゴリーに含めて検討しています。最近の変化はご覧のとおり、インサイダーの保有比率が急速に低下する一方、アウトサイダーの保有比率が上昇しており、その中心は外国人株主であることが分かります。

次に、最近のインサイダーの減少の中身ですが、2000年代初頭に持ち合いが解消され始め、とりわけ銀行と保険の保有比率が急速に低下しています。このグラフ **(Slide1-6)** で見ますと、銀行の保有比率（点線）は15%位から今や5%を切っています。それに保険を加えたものが橙色の線ですが、最近では10%にも届かない状況です。それに対し事業法人はいったん下がったあと、アベノミクスの前まで20%強の水準で安定しています。つまり、アベノミクスの企業統治改革に取り組んでいる株式持ち合いの解消の焦点は、事業法人間の持ち合いの問題だということです。

そこで、次の表 **(Slide1-7)** では、政策保有比率が高い企業を上場企業の中からソートし、その上位4分の1の200社を対象に、毎年どれだけの企業が政策保有株を売却したのかを見たものです。2014年までは、保有銘柄のうち1つでも売却した企業は全体の半分に満たなかったのですが、2017年になると殆どの企業が保有銘柄を売却するようになっており、岩盤と言われるような大企業を含めても政策保有株の20%程度は売却が進められているという姿がここから分かります。

次のグラフ **(Slide1-8)** は、こうした株式所有構造の変化を国際比較の観点で見たものです。各国を同じ土俵に乗せるのは難しいのですが、大まかに言いますと米国や英国ではア

アウトサイダー保有が極限近くまで進展しています。一方、ドイツと韓国ではアウトサイダー保有の増加は見られるものの、依然としてインサイダーの保有比率が多数派です。意外なことに、日本の場合 1990 年代の初めにはアウトサイダーの保有比率は 40%弱だったわけですが、2010 年代初めでは 3 分の 2 位にまで上昇しています。ただし、アウトサイダーは非常に多様な主体から構成されていますので、たとえば議決権行使にコミットするのはこの 67%のうちの半分とか 6 割程度ということで、現時点での日本の株式所有構造は事実上インサイダーとアウトサイダーが拮抗している状態にあると言ってよいのではないかと思います。

次のスライド (**Slide1-9**) は、近年の大きな変化として自社株買いが急速に進展していることを示したものです。赤い線が日本の自社株買いの推移ですが、2001 年の制度変更を契機に増加し、概ね年間 3～5 兆円、時価総額ベースで言うと多い時で 1%を超える規模の自社株買いが行われています。米国と比較すると規模はやや小さいですが、それ以前の自社株買いが許されていない、あるいは部分的に許されていた時期と比べれば大きな変化だと言えます。日経 500 のうち、この 10 年間で発行済み株式の 20%程度を自社株買いによって減らした企業が 12%ぐらいあります。全ての企業ということではありませんが、大企業の一部ではかなり急速なテンポで自社株買いを行っていることが分かります。

これが最後のグラフ (**Slide1-10**) です。左側は、近年の株式所有構造の変化をまとめています。アベノミクスの企業統治改革は、日本市場を魅力的にして機関投資家を呼び込む、あるいは機関投資家の活発な関与によって企業統治を改善するというのが 1 つのねらいです。そこで、機関投資家の保有比率を 2010 年と 2017 年とで比較すると、平均的にみて 8%ほど上昇しています。大企業の株式は、今や 45%近くを機関投資家が保有しています。しかし中規模以下の企業では、わずか 13%にとどります。

2 つのポイントを強調しておきますと、1 つは 8%の上昇分のうち、概ね 4.5%が外国人の増加で、残りの 3.5%が国内機関投資家によるものです。国内機関投資家の増分は、かなりの部分が日銀の ETF 購入と GPIF の組み入れ比率拡大によって説明できます。もう 1 つは、企業規模の 5 分位中 2 番目、3 番目の企業群の保有比率の増加幅が平均よりも大きく、機関投資家の増加というトレンドが中規模の企業にも及んできたという状況を確認することができます。

右側の表は、近年のアクティビストの動向を鈴木先生の実力によって1つのグラフにまとめたものですが、棒の高さは大量保有報告書で5%を保有していることが確認できるアクティビストの各年毎の保有企業の件数を示しています。2000年代前半に1つのピークがあって、最近また増加傾向にあることが確認できます。折れ線は実際にアクティビストが活動したイベントを各年毎に集計したものです。近年2番目のピークを迎えつつあり、アクティビストの役割についての検討が再び必要になっている状況だと言えます。

以上の事実を念頭に置いていただき、これからラウンドテーブルに入っていきたいと思えます。

### モデレーター：鈴木一功 氏

宮島先生、ありがとうございます。本日は大きく5つのテーマを掲げているわけですが、1つ目のテーマから順番に議論していきたいと思えます。最初のテーマは上場企業 vs 非上場企業ということであり。既にファクトが示されたように、米国、英国、それから欧州もほとんどの国がそうだと思いますが、上場企業の数が過去10年の間に減っています。その一方で増えているのが日本、それ以外は中国やインドなど、いわゆる新興市場と認識されている国ですが、日本は明らかに新興市場ではないのに増えているという意味である種のアウトライヤー（外れ値）と言えるかと思えます。

このことを踏まえ、そもそも米国や英国において上場企業の数が減っているのはなぜなのか、これは資本主義の陰りを示すものなのか、その一方で日本はなぜいまだに上場企業が増えているのか、これは多すぎるのか、何らかの規制が緩すぎるのもう少し厳しくした方がいいのか、といったことに関してご意見を伺いたいと思えます。

まず、Mehrotra 先生の方からお願い致します。

### パネリスト：Vikas Mehrotra 氏（資料 p.54～）

簡単な資料をまとめてきました。この中で2点申し上げたいと思えます。資料は2部構成になっていて、前半で上場 vs 非上場の問題を議論し、後半で株主価値最大化モデルの代替案を示します。

まず、上場企業の数が増えたとまでは言わないまでも、減っているのはなぜかということですが **(Slide2-2)**。これは既に宮島先生が示されたので、皆様ご覧になっている図です。米国と日本の上場企業数が対照的な動きを示しています。ご覧のとおり、米国の上場企業数のピークはドットコムバブルの頃です。NASDAQ 上場企業が爆発的に増え、社名に「.com」が付いていたなら問題なく上場できた時代です。

そして、それ以来長期的に上場企業数は減ってきています。これは他の国には見られない奇妙な現象です。実はもう1つ例外がありまして、それが英国なのですが、たとえば他の国を見ると、日本や香港では上場企業数はむしろ劇的に増えています。私の母国インドでも上場企業数が劇的に増えています。2年前にピークに達したようです。

そこで、なぜ米国と日本で正反対のトレンドが見られるのかについて、単純なモデルで考えてみましょう **(Slide2-3)**。ここに多数の上場企業が入っているバケツがあります。バケツには水栓があり、そこから新規上場企業が入ってきます。そして排水口もあります。そこから上場廃止企業が出ていくわけです。水栓から新たに入ってくる水の量と排水口から出ていく水の量が同じであれば、上場企業数は変わらないはずですが。

米国でバケツの中身の減少が続いている理由は2つだけです。つまり、新規上場の流入が弱いのか、上場廃止の流出が強いのか、あるいはその両方かも知れません。念のため計算式も書いてきましたが、図さえ見ればお分かりいただけるでしょう。

それでは、新規上場の方から見ていきましょう **(Slide2-4)**。これは、米国における IPO 件数の5年移動平均の推移です。ドットコムバブルのピークには年間 700 件近くの IPO があつたのが、最近では 200 件前後になっており、まさに劇的な減少を示しています。先ほどのバケツの図で言えば、水栓からの新たに流入が急速に絞られたということです。なお、これは件数であつて IPO による資金調達額ではないことに注意してください。

次のグラフは、米国の M&A 件数です **(Slide2-5)**。棒グラフはディールの成立件数で、仮にターゲット企業が上場企業であれば、先ほどのバケツの排水口から流出することになりますので、上場廃止件数の代理変数として見ていただければと思います。こちらは世界金融危機によって一時的に減少したものの、その後急速に回復し、長期的な増加傾向が続いています。

つまり、新規上場数の減少と上場廃止数の増加が同時に起きているわけです。米国で上場企業数の減少が続いている理由が、IPOの減少とM&Aの増加の二重苦（double whammy）だということは明白です。そしてその背景には、3つのトレンドがあります（Slide2-6）。

1つ目のトレンドは、プライベートエクイティ（以下「PE」）など代替的な資金調達ソースとの競争が激化した結果、米国企業はIPO申請を先送りするようになったということです。IPOと上場は厳密には同じではないのですが、今は同一に扱うことにすると、米国企業は上場するまでにより長い期間をかけるようになったということです。日本でもPEはこれから広まると思いますが、そうすると似たような現象が日本でも起き、上場企業が減ってくると思います。つまり上場申請するまでにより長い期間をかけるようになるのです。

2つ目のトレンドは、Sarbanes-Oxley（S-Ox）法による開示要件が上場の際の追加的な負担になっているということです。大企業であれば追加の開示負担はそれほど大変なことではなく、むしろ間接費の削減に役立つメリットの方が大きいかも知れません。ところが中小企業にとっては、これが大変な負担になります。中小企業としては、S-Oxのコストを回避する面からも、PEのおかげで資金調達が容易になっているという面からも、IPOを急ぐ理由が乏しくなっているのです。

3つ目のトレンドは、四半期決算など短期的な利益に対する株主のプレッシャーが強くなったので、非上場のままでいるインセンティブが働くようになったということです。これは今に始まったことではなく、以前からそうだったと思われるかも知れません。ただし、以前と違うのはPEやベンチャーキャピタル市場の成長によって、アーリーステージの資金調達に代替的な選択肢が増えたのです。日本の上場市場も、いずれこのようなトレンドの影響を必ず受けることになるでしょう。

最後に重要なことを申し上げます（Slide2-7）。逆説的に聞こえるかも知れませんが、それは株式市場の重要性です。米国では上場企業の件数が減少していますが、株式市場の重要性が低下したわけでは決してないのです。こちらの図（Slide2-8）は、上場企業の時価総額合計のGDPに対する比率を示しています。青い線が米国ですが、1985年対GDP比で60%弱に過ぎなかった株式市場の時価総額規模は、現在では160%を超えているのです。米国で上場企業の件数が趨勢的に減少したこの時期において、株式市場の重要性はむしろ上昇したということです。要するに上場企業の平均規模が大きくなったということです。

#### IV. パネルディスカッション 1. 議事録

これがいわゆる分布の右裾の長さ、すなわち Facebook や Amazon などごく一部のテック企業の牽引を意味するに過ぎないのか、もっと広範な現象を反映しているのかは今のところ分かりません。

同じようなトレンドは日本でも見られます。赤い線が日本の推移ですが、1989年が日本にとってのピークでした。日経平均が4万円に迫ろうとしていたのですから、当然です。しかしそれを除外すれば、そしてとりわけ過去7年間に注目すると、日本における株式市場の重要性は明らかに上昇しています。つまり、以前に比べて企業は上場時により成熟しており、上場するとさらに規模が大きくなるという基本的な傾向を物語っています。

長くなりましたので、とりあえずここまでにします。上場企業の減少の理由について少し説明させていただきました。あとで株主価値の最大化についてまた発言させてください。

#### **モデレーター：鈴木一功 氏**

今の点に関して Becht 先生が補足されたいとのことなので、お願い致します。

#### **パネリスト：Marco Becht 氏**

2点だけ付け加えます。まず新規上場に関して重要なことは、米国では、企業がますます議決権種類株式 (dual-class shares)、つまり種類株ごとに議決権の付与方法を変える発行方法で上場するようになってきているということです。もちろん、これは物議を醸しているのですが、最近の IPO に顕著なトレンドです。欧州においても同様のトレンドがあり、たとえばロイヤルティ株と呼ばれる種類株式は、何年か株式を保有し続けると2倍の議決権を付与されるという長期保有株主を優遇する制度です。これは重要なトレンドであり、ヘッジファンド・アクティビストの動向がそうであったように、日本もこの動きに追随していくのか、今後興味を持って見ていきたいと思います。

上場廃止に関してですが、ウォールストリートジャーナルは先週、米国の反トラスト法執行の割合が歴史的に低い水準にあることを報じました。つまり私は、上場廃止の増加の背景には多くの水平合併が重要な役割を果たしていると見ています。企業に M&A を行うよう迫っているヘッジファンド・アクティビストは、このトレンドを煽っていると言えます。したがって、もう1つ興味深いと思う問いは、独禁法の執行がどの程度行われるか、そし



で米国当局が重要な産業について容認しているのと同じ程度の産業集中を日本も許すのかどうかということです。

**モデレーター：鈴木一功 氏**

Becht 先生、ありがとうございました。コメントも踏まえまして、もう少し議論を続けていきたいと思えます。

非上場企業の数が増えているということは、コインの裏側として先ほど Mehrotra 先生からも言及があったように PE の果たす役割が増えているということに注目すべきかと思えます。そこで、PE の役割とは何か、そのメリットとコスト、それから日本では PE 市場の規模が米国などに比べて小さいわけですがその理由、あるいはもっと拡大すべきなのかどうか、といった点について、Franks 先生からお話いただければと思えます。

**パネリスト：Julian Franks 氏**

Mayer 教授の繰り返しになるのですが、上場企業の減少という点で言いますと、英国は米国よりもさらに大きく、15 年間で 50% 以上にも達します。その原因は、規制強化の影響というよりも、むしろ私募資本市場の台頭と関係があると考えています。そこでは、もちろん PE もとても重要なのですが、唯一の現象ではありません。フィンテックの興隆、具体的にはピア・ツー・ビジネス (P2B) 貸出は、今や中小企業に対して全ての商業銀行を合わせたより多くの融資を行っていますし、私募負債の市場も拡大しています。

PE と言うと KKR のような米国企業を連想するかも知れませんが、私は英国の企業、BAA (British Airports Authority) の買収事例をご紹介します。BAA は、皆様もおなじみのヒースロー、ガトウィックをはじめ、イングランドとスコットランドの全ての空港を所有していました。興味深いことに、ヒースロー空港は現在 5、6 人の株主によって所有されています。このうち Ferrovial というスペインの建設・インフラ会社が、非上場化後の空港の運営を担っている主要な株主です。その他の株主は、シンガポールのソブリンウェルスファンド Temasek、大学年金基金 USS (Universities Superannuation Scheme) や、カナダの年金基金といったところ。つまり、Mayer 教授の用語を借りると、会社を運営する「アンカー株主」、それと数人の長期投資家から構成される相対的に小口の株主という所有構造が実現しており、細分化された所有構造に起因するエージェンシー費用はほと

んど消えてしまっているわけです。PE と言うと KKR のようなプロ集団の印象が強いかも知れませんが、この事例が典型的に示すように、最近ではますます年金基金や保険会社が非上場化にかかわり、ターゲット企業の株式を直接保有するようになっているのです。

こうした PE のメリットの証拠に関しては、ニューヨーク大学教授で現在インド準備銀行の副総裁でもある Viral Acharya 氏の研究結果をご紹介します。彼はマッキンゼーのディレクターである Conor Kehoe 氏とともに、66 件の大規模な PE 取引についてアルファ、すなわち超過リターンを測定したところ、資本コストが 10~11% というオーダーであったのに対し、IRR は 30% 以上に達するという趣旨で、要するに超過リターンは非常に大きかったということです。

それで、このアルファの源泉を調べると、約 6 割が金融工学による負債コストの削減で、残りの 4 割は経営パフォーマンスの改善から生じていたということです。さらに興味深いことに、経営パフォーマンスの改善の源泉はマージン率の増加であり、分析対象である 66 件の PE 取引における従業員の削減数はゼロだったのです。実際、業界のベンチマークよりはやや低いものの、雇用は 1% 増加していました。

彼らの研究の重要な特徴は、サンプルを内部成長主導型案件と M&A 主導型案件に分けて分析した点です。興味深いことに、大きなアルファは内部成長型、言ってみれば金融業界の人が牛耳っていない方の案件に集中していることがわかったのです。面白くないのは金融工学が非常に重要な役割を果たしたという点ですが、経営パフォーマンスの改善が有意なものであり、それが企業の売買ではなく主として内部成長によって実現していたという結果は喜ばしい発見です。

日本への教訓は何でしょうか。私は、Mehrotra 教授の主張は完全に正しいと思います。現実仮想的に分析するならば、英国や米国のように日本にも繁栄した私募資本市場があったとすると、公開資本市場への依存は今ほど顕著でなかったと考えられます。したがって、今後の日本にとって PE や私募資本市場の発展は非常に重要だと思います。たくさんのお金を咲かせて、私募資本市場と公開資本市場の間で大いに競争すればいいのです。保険会社、年金基金は、私募資本市場において非上場企業に直接投資をするという大きな役割を果たし得ると思います。公開資本市場で見られる細分化された所有構造とそれに伴うエージェント費用を回避できる分、はるかに大きなアルファを享受できると思います。

## モデレーター：宮島英昭 氏

PEを含め上場 vs 非上場の問題について、可能であればもう少し議論したいところですが、まだ幾つかのトピックが残されているので、次に移りたいと思います。

次のトピックは、先ほど紹介した中で日本の最近の大きな変化として、自社株買いが急速に増加していること、この事実をどう理解したらいいかということです。自社株買いの動機は、一般にはキャッシュフローの株主への配分とかシグナリングであると理解されていますが、日本の場合はやや事情が異なるのではないかといいことで、それがどのような含意をもたらすのかも含めて、私どもは Colin Mayer 先生と一緒に日本の自社株買いについて研究を行っております。これまでの研究成果について Mayer 先生から簡単にご説明いただければと思います。

## パネリスト：Colin Mayer 氏

はい、日本において株式持ち合いは興味深く重要なことです。分析を通じてこれまでに分かったことは、株式持ち合いと自社株買いの背後にある動機に顕著な変化があったということです。日本では 2001 年の改革によって企業による自社株買いが全面的に許可され、本格的に自社株買いが始まりました。そこで観察されたことは、自社株買いのかなりの部分が、株式持ち合いの解消と維持に関連していたということです。すなわち、企業は購入した後、金庫株として維持した自社株を大口のブロック保有者である他の企業に転売することによってインサイダー所有を維持、また場合によってはその程度を高めたのです。つまり、先ほど基調講演でも申し上げましたが、銀行が事業会社株式の売却を余儀なくされた後に、インサイダー所有の代替策としての持ち合いシステムの構築のプロセスの一部として自社株買い制度が利用されたわけです。しかし、2013～14年に企業統治改革が導入されると、株式持ち合いの非効率性や、外部からの規律付けや説明責任の欠如といった問題にも批判的な目が向けられ、持ち合いを維持しようという機運は薄れていきました。

その結果、既に宮島先生が述べられた持ち合いの解消に加えて、自社株買いが別の目的のために利用されるという現象が観察され始めました。具体的には、株式持ち合いとは正反対の目的、すなわち株主還元を増やすためです。配当と代替的な株主還元的手段という自社株買いの動機は、日本以外の資本市場ではもともと一般的でしたから、それが予想通り

日本でも起きたということです。それまで日本企業を保護してきた株式持ち合いが縮小したことによって、配当や自社株買いという形で株主還元を増やすよう圧力がかかるようになったわけです。まとめると、2013、14年の企業統治改革以降に見えてきた変化は、配当支払の増加と、持ち合い解消への対応を動機とした自社株買いから株主還元強化のための自社株買いへのシフトという現象です。

**モデレーター：宮島英昭 氏**

2000年代初頭に導入された自社株買いの制度は、当初は主として株式持ち合いを継続するための所有構造の調整に使われていたわけですが、近年その目的が変化しており、そこにはアベノミクスの改革の政策効果が反映しているのではないかというご指摘でした。

さて、もう1つの近年の大きな変化として、日銀によるETF購入やGPIFの株式組み入れ比率引き上げの話題に移りたいと思います。もちろん、マクロ経済への影響もあるのですが、今日はコーポレート・ガバナンスへの影響に焦点をあてて、Yupana先生から近年の研究成果をご紹介します。

**パネリスト：Yupana Wiwattanakantang 氏（資料 p.64～）**

本日お招きいただきましたオーガナイザーの皆様、ありがとうございます。このプロジェクトを始めたとき、私はDBJの海外客員研究員として来日していました。その際、日本について色々と学ぶ機会を与えていただきましたこと、改めて御礼申し上げます。宮島先生から、過去の研究ではなく現在進行中の研究の話をして欲しいというリクエストがありましたので、このトピックを選びました。ですから、これからお話しする内容は、未完成のものだということをご理解いただけましたら幸いです。

ご案内のことと思いますが、日銀は、日経225とTOPIXの2つのインデックスにリンクしたETFを購入しています。これは、つまるところ中央銀行が株式を購入することと同じであるという意味でも、そしてその購入規模が対GDP比で4%にも達するという意味でも、驚くべき、他に例を見ないことです。日本の国家財政で言えば防衛費が対GDP比で1%、教育費が3.6%であること、企業部門の研究開発費が3.5%であることと比較しても、その規模がいかに巨大であるか実感できると思います（Slide3-2）。

日銀による株式購入は、2000年代の初頭、銀行が持ち合い株を売却し始めたときに遡りますが、その額はわずかでした。それが巨額になったのは、2014年に黒田総裁が就任してからです。現行のスキームでは、基本的には2つのインデックスファンド、日経225とTOPIXを買っています **(Slide3-3)**。

われわれの分析の結果わかったことは、第1に、日銀のETF購入は各インデックスにおいて大きなウェイトを持つ銘柄の株価に対して、一定の押し上げ効果を持っているということです。第2に、日銀が上場企業のほぼ半数に対して筆頭株主になっているということです。一部集計中ですが、恐ろしいことに、そのうち100社近くで5%以上の株式を保有しており、10%以上保有している会社も14社あるのです **(Slide3-4)**。

いくつかの例をご紹介します。ユニクロには2つのブロック株主がありますが、そのうちの1つが日銀で持株比率は現在20%です。同族株がほぼ50%ですから、浮動株は30%しかありません。また、新生銀行では日銀保有が20%、政府保有が19%となっていますし、京セラ、コナミ、TDKのような日経225において大きなウェイトを占めている大企業も日銀が10%以上保有しています **(Slide3-5)**。

果たして日銀がやっていることは企業の国有化ではないのか、何が起きているのかはまだ把握しきれませんが、少なくとも金融経済学者として懸念を表明せざるを得ないのは、株価の歪みと流動性の低下の問題です **(Slide3-6)**。日銀のETF購入によって押し上げられている株価は、企業のファンダメンタルズを反映していませんから、情報機能が発揮されません。そして先ほどもお見せしたように、インデックスに大きなウェイトを持つ一部の銘柄で流動性が低下しています。多くの研究が示してきたように、流動性の低下は *informed traders* (多くの情報量を持つ投資家) のマーケットへの参入意欲の低下を通じて、株価の情報機能を一段と損なうことにつながるかも知れません **(Slide3-7)**。

このことはまた、新たな株価の歪みを生み出します。株価が企業のファンダメンタルズを適切に反映していなければ、市場の規律付けは働きません。このような会社の経営陣は、主要な市場インデックスに組み込まれているだけで株価が高水準に維持され報酬が与えられますから、自社が常に革新的であるため、あるいは優れたビジネス戦略を獲得するために努力する必要がないのです。そんな難しいことをしなくても、日銀のETF購入で株価が上がっていれば、経営陣はよくやっているように見えるのです。 **(Slide3-8, 9)**

株式連動型報酬は経営陣にインセンティブを与えることがねらいですが、株価がもはや適切な KPI ではないとすると、報酬パッケージとして問題があります。そして、日銀は大株主ですが、経営上の意思決定に介入しない、物言わぬ大株主です。先行研究が示唆するように、このような状況に恵まれた経営陣は、物言わぬ大株主が提供する塹壕に隠れて、ばかげた M&A 案件のように自己利益の追求のために企業価値を犠牲にするような経営政策を採用することができます。われわれの研究でも、インデックスに大きなウェイトを占める会社は、より多くの現金を保有する傾向があることが明らかになっています。それが本当に悪いことかどうかは、もっと分析しないとわからないのですが (Slide3-10)。

一方で、全く別の論点として興味深いと思うのは、安定株主としての日銀のポジティブな側面に注目すれば、株式持ち合いを代替する役割を果たせるかも知れないということです。ひょっとすると日銀は、基調講演で Mayer 教授が述べたように、日本企業の再編を進めて、優れたイノベーションを生み出せるようにするという長期的な展望を持っているのかも知れません。もし日銀が GPIF と協力してそうしたことに取り組み、日本経済の再興につながるのであれば、それは素晴らしいことです。

そして最後の懸念材料ですが、いつの日か日銀が ETF 購入政策から Exit をすることになったらどうなるのかということです。持株をどのように処分するか、どれくらいの期間をかけるのか、これは国全体で考えなければならない大きなテーマだと思います (Slide3-11)。ひとまず、ここで終わりにします。

#### モデレーター：鈴木一功 氏

ありがとうございました。ETF 購入政策と経営介入というのは、日本のコーポレート・ガバナンスにおいて非常に興味深く、また大きな問題だと思います。それも絡めて、第3のテーマである、日本のアクティビズムに話題を移しましょう。

先ほどの宮島先生のプレゼンテーションにもありましたが、2010年、11年にはアクティビストによる提案はいったんゼロになりましたが、12年からまた少しずつ増え始め、18年にはほぼ2000年代半ば頃のピーク時に近い数の株主提案が行われています。

まず Franks 先生にお伺いしたいのですが、Becht 先生との共著で *Review of Financial Studies* 誌に掲載されたアクティビズムの国際比較に関する論文の中で、米国や欧州と比較して、

日本はアクティビズムの成功事例、つまりアクティビストの提案が通るケースが非常に少ないと指摘しています。これは 2000 年～10 年までのデータですが、先生のお考えとしてなぜ日本ではうまくいかなかったのか、そして今後に向けた変化の兆しは見られるか、といった点についてお話いただければと思います。

### パネリスト：Julian Franks 氏

まず、公開資本市場でダーウィンは健在だということを指摘したいと思います。つまり、公開資本市場の衰退に対する進化的な反応の 1 つが株主アクティビズムだということです。株主アクティビズムは PE の直接的な競争相手で、PE のように一社まるごと非上場にするのではなく、平均的には 10%弱とか、その程度の持ち分を取得して、企業の戦略やパフォーマンスに影響を及ぼそうとします。

鈴木先生が言及した研究ですが、北米、欧州、および日本での 1,700 件の取引を比較したところ、株主アクティビズムは北米と欧州では総じてかなり成功していると言えます。例外は日本であり、2010、11 年までアクティビズムはほとんどうまくいきませんでした。その大きな理由は文化的な違いだと思います。

英国人は恥をかかされることを厭いませんが、日本は違うと思います。英国や米国のアクティビストは時に非常に攻撃的になり、公の場で恥をかかせる手に出ることもあります。たとえば、私の知り合いでアクティビストの Knight Vinke は、ターゲット企業の株を購入すると、フィナンシャル・タイムズの一面や、ターゲットがイタリア企業ならイタリアの新聞紙面に広告を出して、この会社がこれまでいかに誤った経営を行ってきたかなど、不平を述べ立てます。しかし、このような公の場で恥をかかせる戦略はこれまでも、そしておそらくこれからも日本ではうまくいかないでしょう。それが、われわれの研究結果にも表れていたわけです。その結果は大変残念なものでしたが、責任の大部分はアクティビストが負わなければなりません。

では、その状況がなぜ変わったのかというと、アクティビストがいくつかの教訓を学んだからです。私が宮島先生、鈴木先生、Becht 先生と共同で分析しているアクティビストの例をご紹介します。彼らは経営に関与しますが、静かに、非公開の場で行いますので、アクティビストという名前は相応しくないかも知れません。彼らはターゲット企業を訪問

#### IV. パネルディスカッション 1. 議事録

して、こう言います。私たちは貴社を助けたい、何年もかけて一緒に業績を改善し、貴社の株主やわれわれの投資家のために良いリターンを得られると思っている、貴社がそれを望まなければわれわれは立ち去るだけだし、協働できるならわれわれは表に出ません、と。

彼らは、例外的に年次株主総会で反対票を投じることはありますが、公の場で経営陣を批判したりはしません。分析結果は、鈴木先生が昨日発表したのですが、驚くべきことにこのアクティビスト（エンゲージメント・マネージャー、あるいは静かなアクティビストと呼ぶ方が適切でしょうか）は、70%も提案を通すのです。一方、過去6～7年の公開型アクティビズムの成功率は、今世紀最初の10年よりは上がりましたが、それでも25～30%位ですから、70%という数字がいかに高いかお分かりいただけると思います。

興味深い問題は、果たしてこの例のように日本ではアクティビストはもう少し静かに振る舞うべきなのかどうか、です。確かに、静かに振る舞えば成功率は高くなるでしょう。しかし、それを達成するのに長い時間がかかるとすれば、ファンドの利益率はかえって低下するかも知れません。鈴木先生が昨日発表した暫定的な分析結果によれば、超過リターンはそれほど見劣りしないということでした。つまり、超過リターンは同程度で成功率が2倍ですから、静かなアクティビズム戦略をとれば成功率調整済みのリターンはもっと高められるということを示唆しています。

このメッセージは、公開型アクティビストにも届いていると思います。私は、Elliotのような典型的な公開型のアクティビストとロンドンで定期的に意見交換を行っていますが、彼らの戦略も変わってきていることを実感します。ターゲット企業の株式を取得してもそれを公表しませんし、フィナンシャル・タイムズに広告を出したりもしません。経営陣とかなり長い時間をかけて静かに話をします。それでも合意に至らなかった場合には、公の場に姿を表すことは事実ですが、全体的にはより静かなアクティビズムへの変化が生じていると言えるでしょう。これは、成功率の上昇につながることはもちろん、超過リターンやアルファにも良い結果をもたらす可能性は高いと思います。

結論としては、アクティビズムそのものは非常に有望だと思いますが、アングロサクソンのやり方を日本やイタリアのような国にそのまま持ち込むことはできないということです。やはり、その国の風土や文化を考慮に入れなければ、うまくいかないのです。



### モデレーター：鈴木一功 氏

ありがとうございました。日本では、エンゲージメントにしてもアクティビズムにしてもここ数年盛んになっている中で、関連する話題として複数の投資家間の協働がいかに可能になるかが注目されています。そこで外国の状況、特にヘッジファンド・アクティビストが行う Wolf Pack（群狼）と言われる投資戦術について何らかの示唆をいただければと思っています。Becht 先生、お願いします。

### パネリスト：Marco Becht 氏

Franks 教授のご意見とは違って、私はアクティビズムの将来は、実際にはヘッジファンド・アクティビズムやノン・アクティビストの態度にかかっていると思います。なぜなら、ぎりぎりの争いになったとき、委任状争奪戦に勝てるかどうか、取締役を送り込めるかどうか、結局のところそこが決定的な問題だからです。アクティビストは通常、議決権の 50% を買い取るのに十分な資本を持ち合わせていませんから、これを独力で成し遂げることは難しく、他の投資家のサポートが不可欠です。Alon Brav, Wei Jiang たちの共同研究によれば、委任状争奪戦においてアクティビストが他の株主の協力を得て勝つ確率は半々であり、それはゲーム理論が予想する均衡と整合的な結果でした。

したがって、アクティビストの成功は、BlackRock であったり、Mayer 教授が言及したようなアンカー株主または潜在的なアンカー株主の態度に依存しているわけです。Franks 教授のお話を踏まえれば、アクティビストが欧米並みに成功するほど外国人の持株比率がまだ十分に大きくないというのが日本の現実のようです。しかし、これまでぎりぎりの争いになったときアクティビストに同調して議決権を行使することをためらってきた日本の機関投資家の姿勢は、ひょっとしたらこれから大きく変わってくるのかも知れませんね。これは正にジレンマです。

Mayer 教授が昨日 BlackRock の Larry Fink 会長について言及しました。アクティビストと協働するかどうか、それは確かに投資家としての目的、長期主義、そして文化の問題です。しかし、たとえば、水平的合併に関するアクティビストの提案が通れば、受益者は 20% のプレミアムを享受し、反トラスト当局の許可も得られる見込みだとしたときに、この提案

に反対票を投じることはなかなか難しいわけです。それを受益者に対して、どう正当化するのかということです。

私たちは以前、ある資産運用会社と話をしました。その会社は現在、GPIF から運用委託を受けています。彼らは、この質問にどう答えるでしょうか。アクティビストの提案に反対票を投じることができるでしょうか。それはチャレンジであり、ジレンマであると思います。Mayer 教授が述べたことに遡りますが、投資家としての目的や文化が非常に重要だと認識していても、年金基金のリターンは高いほど良いと思っている受益者を目の前にして、果たして短期的に 20%のリターンが得られるという提案に反対できるでしょうか。

**モデレーター：宮島英昭 氏**

ありがとうございました。続いて 4 番目のテーマである、所有構造の問題に移りたいと思います。

先ほども紹介しましたように、日本の株式所有構造は大きな変化を経て、大まかに言ってアウトサイダーが 65%を占めているのが現状です。しかし、アウトサイダーに分類される投資家の中にも日本市場に関心の薄い人たちはいますので、実際のところは、真剣に日本企業にコミットしている内外の機関投資家とインサイダー株主の保有比率がほぼ半々で拮抗している状況と言っているかと思います。これをどのように解釈したら良いのかというのが 1 つの論点ですが、今日はせっかく Yupana 先生に来ていただいているので、ご専門であるファミリー企業についてまずお伺いしたいと思います。同族所有企業に関しては、かつては同族株主による外部株主の搾取といった負の側面が指摘されてきたわけですが、近年では同族保有が永続的な東南アジア企業で外国人投資家が増加しています。このようなアジア諸国におけるコーポレート・ガバナンスや所有構造の変化をどう見たらよいのか、簡単にご説明いただければと思います。

**パネリスト：Yupana Wiwattanakantang 氏（資料 p.69～）**

まず、アジア経済を支配しているビッグ・ビジネスの重要性をご覧くださいませ。東アジアの超富裕層のファミリーの数は、北米や欧州を上回る勢いで伸びています（Slide3-12, 13）。

こうしたアジアのビッグ・ビジネスを支配しているのは、Mayer 教授が言及したように同族経営者です。彼らは裕福で、無名の創業家一族で、長期の所有者です。ご覧のとおり、上の方はインドの大きなブランドですね。フィリピンでは、Ayala が 100 年以上も存在し、もう 1 つの San Miguel は政治にも深く関与する同族企業です。タイでは、CP グループ、そして Chang、タイに行ったことがあればご存じでしょう、ビール会社です (Slide3-14)。

その背後にいるのは、もちろん超富裕層のファミリーです。これはインドの Aditya Birla グループです (Slide3-15)。彼らは国内で、アジアでビジネスを行う上での重要な要素である政治家との強固なコネクションを持っており、昔も今も変わりません。これらのグループをファミリー以外の誰かが引き継ぐことは果たして可能でしょうか。それは不可能です。第 1 に、政府の存在です。彼らはよそ者の侵入を妨害するよう政府に指示することができます。第 2 に、部外者が手を出せないような、ピラミッド型の複雑な所有構造による財閥システムを作り上げているからです。

しかし、インドでは興味深い変化も見られます。フォーブスが調査した長者番付のランキングを見ると (Slide3-16)、Tata, Birla のように 100 年以上の歴史を持つ富裕なファミリー経営グループの名前がある一方で、フィンテックなど、いわゆるテック・リッチに属する新興グループも着実に台頭してきており、オールドマネーがアジアの最も重要なビジネスグループからだんだんと消え始めているのがわかります。こうした動きは、他のアジア諸国ではまだ目立っていません。ただし、中国はもともと入れ替わりが激しい国ですから、別ですね。東南アジアでも、これから IT セクターの台頭が本格化してくると良いと思っています。

#### モデレーター：宮島英昭 氏

ありがとうございました。それでは Mayer 先生に質問なのですが、先ほどの基調講演で、流動的な公開市場とそれをアンカーするブロック株主という 2 つの要素の組み合わせがベストな所有構造であるとのお話がありました。そのような観点では、日本の現状は Mayer 先生の考える理想的な状態に近いとも言えそうですが、その点についてのご意見を伺いたいと思います。特に、受託者管理機能の基礎となるアンカー株主の役割が重要だと思いますが、日本の文脈ではどのような投資家はその役割を果たせるのか、その辺りもあわせてご意見をお聞かせいただければと思います。

**パネリスト：Colin Mayer 氏**

ご指摘の点は、全くその通りだと思います。適切なアンカー株主がいれば、Franks 教授や Mehrotra 教授が株式市場に伴うメリットを活かした PE という観点から話されていたことのうち、最良の結果がもたらされることと思います。そして、ここで明確にしておきたいのは、非公開市場の潜在的な効率性にもかかわらず、なぜわれわれは公開の株式市場を維持したいのかということです。

第1に、インデックスファンドの中で株式を保有したいわれわれのような投資家にとって、上場企業が存在することは非常に重要です。第2に、経営の透明性という点で、非上場企業は上場企業にはるかに劣ります。第3に、株価という形で評価されている限り、株式市場やアウトサイダー株主がたとえ直接経営に関与していなくても、その会社が投資家のためにどの程度の価値を生み出しているのかという非常に重要な情報が株価を通じて経営陣にもたらされるのです。

したがって、多数の銘柄が活発に取引される株式市場の存在は重要なのです。一方で、ブロック株主の存在は、両刃の剣です。アンカー株主として重要な役割を果たすこともできますが、宮島先生と Yupana 先生が先ほど指摘したように、多くの場合、むしろ有害、かなり搾取的です。排ガス規制不正スキャンダルを引き起こした Volkswagen や、米国や世界中に荒廃をもたらしているオピオイド製造で財を築いた Sackler 一族と Purdue Pharma を思い浮かべていただければ十分でしょう。

しかし、ブロック株主の目的が社会全体の利益と整合的ならば、その存在は長期的に社会全体の利益を推進する非常に大きな力になり得ます。だからこそ、私は、国内機関投資家はその役割を引き受けて、アウトサイダーとしての世界中の機関投資家による分散保有とともに、日本にとって適切なハイブリッド所有構造を構築する可能性に注目しています。もちろん、その場合、国内機関投資家にかかる任務を有効に行うという大きな責任を負うことを意味します。

**モデレーター：宮島英昭 氏**

ありがとうございました。それでは、最後の論点に移ります。アベノミクスはこれまで株主利益の視点からの企業統治改革を推進してきたわけですが、ちょうど振り返りの時期と

言いますか、岐路にさしかかっていると思われます。十分な成果が出ていないのは改革が不十分だからであり、継続的に改革を進めることが肝要だという見方がある一方で、5年経っても成果が出ないのだから、株主利益の視点の是非も含めて、方向性を見直すべきだという意見もあります。焦点の1つであるアクティビストの役割についても、漸く活発になってきたのでこれを促進しようという立場もあれば、日本の企業経営に対して悪影響が目立ち始めているから対策が必要だという主張も見られます。パネルディスカッションの最後の論点として、この問題をどのように考えるか、パネリストの方からそれぞれコメントいただければと思いますが、まず Mehrotra 先生、いかがでしょうか。

#### **パネリスト：Vikas Mehrotra 氏**

私は、声高な公開型であれ静かな非公開型であれ、日本においてアクティビストの役割はますます重要になっていくと思います。ご参考までに申し上げますと、日本の PE 市場の規模は中国の7分の1であり、米国よりも1桁小さいです。それでは日本企業は PE を受け入れられないのかというと、そんなことはないと思います。日本の成熟した大規模コングロマリットを見れば、上場廃止のために PE を必要としているところは多いのではないのでしょうか。

静かなタイプのアクティビストの方が声高なタイプよりもうまくいくという Franks 教授のご指摘には同意しますが、政治力がない限り、静かな外交はやがて持ち合いの未解消部分に根ざした抵抗運動に遭遇するでしょう。ただ、日本における持ち合い解消のトレンドには希望が持てます。このトレンドが続けば、PE による静かな介入戦略の、より効果的な成功への道が開けると考えています。

#### **モデレーター：宮島英昭 氏**

ありがとうございました。続いて Franks 先生のご意見をお伺いできればと思います。

#### **パネリスト：Julian Franks 氏**

何よりも、目指すべき政策的含意を問いたいと思います。それは、非公開資本市場の成長の促進です。これによって資本コストを引き下げることはもちろん、これから述べるような点で、公開資本市場の改革にもつながります。

#### IV. パネルディスカッション 1. 議事録

まず、株主アクティビズム、すなわち株主の経営関与の増加です。現在の日本のような、強い経営陣と弱い株主の組み合わせは駄目です。強い経営陣は必要ですが、同時に経営に関与する強い株主も必要なのです。

しかし、公開資本市場には、それ以上の改革が求められます。それは、分散した所有構造におけるガバナンスへのタダ乗り問題の克服です。そのためには、もう少し踏み込んで、機関投資家が相互に協調できるような仕組みが必要です。

と言うのも、英国と米国では投資家間の協調には深刻な障壁があるからです。株主同士が同じ企業に対する投資について話し合う場合、通常は弁護士の立ち会いが必要です。ですから、彼らは直接会うことはせず、電話で話をするのです。株主の協調の場としての投資家フォーラムは、この障壁を克服する典型的な英国流の仕組みです。そこでは、この4、5年の間に20の約束が交わされました。大きな株主に働きかけるのか、小さい機関投資家同士が協調できる仕組みを作るのか、いずれにしても分散した所有構造のもとではエージェンシー費用の削減が重要な課題ですが、もし非公開資本市場が公開資本市場の競争相手に成長すれば、これを加速させることができるのです。

#### **モデレーター：宮島英昭 氏**

ありがとうございました。続いてYupana先生にご意見を伺います。

#### **パネリスト：Yupana Wiwattanakantang 氏**

私は、エンゲージメント、話し合いを重視します。アジアの人々は互いに敵対することを嫌うからです。それでも企業経営には、良いチェック&バランスのシステムが不可欠です。そうでなければ、経営陣は対話の機会もないまま自分たちの殻に閉じこもってしまうでしょう。しかし、これまでのところ取締役会は、チェック&バランスの機能を十分果たしていないようです。ですから、外部の投資家が公正な立場から良い質問をすることは大変重要なのです。

#### **モデレーター：宮島英昭 氏**

ありがとうございました。それではBecht先生、ご意見をお願い致します。

**パネリスト：Marco Becht 氏**

良いアクティビズムと悪いアクティビズムを区別するのは、非常に難しいことです。Mayer 教授が述べたように、悪いアクティビズムは、経営を過度に近視眼的にし、企業文化や価値観を破壊し、劣悪な目的を追求させます。ファミリー株主も同じようなことをする可能性はあります。他方、行き詰まっている会社があることも事実です。うまくいかない原因がわかっているにもかかわらず、なぜか彼らは自分自身を改革することはできません。そこで問題を共有する部外者が背中を押す必要があるのです。

そしてもう1つの側面は、痛みを伴うリストラは、それが避けられない状況だとしても、合意形成が難しいということです。私は、英国の旅行代理店 Thomas Cook 社の事件に大変な衝撃を受けました。同社の経営破綻によって、15 万人もの人が海外の旅行先に取り残され、英国政府が彼らを連れ戻さなければならないという事態に至ったのです。それは、明らかな経営の失敗でした。アクティビストは一体何をしていたのでしょうか。そして人々は、株主はなぜもっと早く行動しなかったのか、なぜリストラをしなかったのか、と言いました。いったいどうすれば良かったのでしょうか。

誰が良いアクティビズムと悪いアクティビズムの判断を下すのでしょうか。それはアクティビスト以外の一般株主なのです。したがって、日本の場合も他国と同様、ヘッジファンド・アクティビズムの陪審員である一般株主が啓発され、情報を得て、難しい判決を下せるかどうか、そこにかかっていると言えるでしょう。

**モデレーター：宮島英昭 氏**

ありがとうございました。最後に Mayer 先生からご意見をお聞かせいただけますか。

**パネリスト：Colin Mayer 氏**

宮島先生からいただいた、アベノミクスの企業統治改革は方向転換すべきかどうかという質問にお答えするならば、ノーです。方向を転換するとかしないとか以前の問題として、まず進みたい方向と最終的なゴールを明確にすべきなのです。なぜなら、アベノミクスがこれまで実際に行ったことと言えば、市場プロセスのいくつかの要素をもっと日本のシステムに採り入れましょう、そうすれば全てうまくいきますよ、みたいな漠然としたことを

言っただけだからです。しかし、本日示された宮島先生のエビデンスは、この主張を必ずしも裏付けていないようです。これまでのところ、経営パフォーマンスの向上、R&D 投資の促進といった狙いが実現しているかという、はっきりしません。

今後、そこは改善されるのかも知れませんが、しかし、市場の力が企業の理想的な所有と経営支配の在り方を実現する源になると思うなら、企業統治に関して日本は最終的にどこを目指すのか、どのようなタイプのシステムを実現したいのか、本格的にアングロ・アメリカ的な方向にシフトしたいのか、あるいはそれとは少し違う立ち位置なのか、違う立ち位置ならばどう違うべきなのか、そしてゴールに到達したときどのような所有構造が実現しているのか、これら全てのことを、もっと注意深く考えなくてはなりません。たとえば、短期の株主やアクティビストと、対抗勢力としてのアンカー株主が併存する所有構造の中で、つまるところ何を達成したいのかを明確化する必要があるのです。それができれば、目的に到達するためにどのような政策が必要とされるのか、自ずと具体化されてくるはずなのです。

## 質疑応答

### モデレーター：宮島英昭 氏

どうもありがとうございました。ここで前半の Colin Mayer 先生の基調講演も含めて、フロアからご質問をお受けしようと思います。いかがでしょうか。

#### 質問 1

素晴らしいパネルをありがとうございました。Colin Mayer 先生の基調講演を中心に質問させていただきます。

一昨日の会議で報告された Mehrotra 先生の論文では、上場企業の生涯すなわち上場全期間を通じた株式リターンが、日本は米国に比べて非常に低いという報告がありましたが、同時に、その生涯の長さが米国の平均7年に対し、日本は 20 年であるという数字が印象に残っています。

これはすなわち、企業が持続性を重視する、あるいは長寿命を目指すという場合、株主利益最大化モデルというのは適切ではなく、むしろ日本的なステークホルダー型の企業統治



モデル、株主のコストにおいて雇用を守るという方向性が適していることの証左ではないかと思います。しかし、日本の ROE は欧米の約半分の水準であり、それを改善するためにアベノミクスの企業統治改革が導入されたわけです。そこで Colin Mayer 先生のご意見を伺いたいのですが、日本の企業統治は、日本型でもアングロ・アメリカ型でもない、第三の道を追うべきであると、こうお考えでしょうか。

### パネリスト : Colin Mayer 氏

はい、その通りで、現状維持を続けることでもなく、単純にアングロ・アメリカ型モデルを採択するということでもなく、第三の道を考えるべきだというのが私の答です。なぜなら、どちらのモデルにも、深刻な欠陥が見られるからです。アングロ・アメリカ型モデルは、環境への悪影響はもちろん、深刻な社会的、政治的懸念を引き起こしていますし、日本型モデルは、低成長、低収益、低水準のイノベーションの背景だと考えられています。

そして第三の道を目指すときに重要なのは、単純に方向転換してアングロ・アメリカ型に接近することではなく、アングロ・アメリカ型であらわになっている欠陥を持ち込むことなく日本型の問題点を解消するには、どのようなガバナンス構造が現実的なのかを、注意深く考えることなのです。

基調講演でご紹介したガバナンスのモデルに戻ってみましょう。デンマークやドイツ、あるいはインドの Tata グループにも見られる非常に興味深い組織形態は、信託や財団所有の企業です。標準的なガバナンスの考え方から言うと、これは壊滅的なモデルです。なぜなら、こうした企業は大株主である信託や財団が自選した理事によって経営されているからです。しかし、デンマークの例を見る限り、信託や財団所有でない類似の他社に比較して、少なくとも同等の業績、リターンを記録しています。さらに、信託や財団所有企業の平均的な寿命は 60 年であり、類似の上場企業が 20 年であるのに対して 3 倍長いのです。

ここから示唆されるのは、われわれが所有やガバナンスの問題を考えるときに前提とする標準的な枠組みというのは、現実世界の企業のパフォーマンスの善し悪しを決めている要因の裏付けを欠いているということです。これを踏まえれば、日本で企業統治改革の骨格を定める際に、標準的な枠組みにとらわれることなく、どうしたらアクティビストや機関投資家のいる市場システムを持つことと、株主と一般社会の双方に対する長期的な利益を

促進するアンカー株主を持つことのメリットを同時に享受できるのかということについて、もう少し想像力を働かせる必要があることがわかると思います。

## 質問 2

Mayer 教授に質問です。Mayer 教授は、アンカー株主の重要性を指摘されました。そして、アンカー株主の条件は、上場企業に対して 10%以上の持分を最低でも 10 年の時間軸で保有することだとおっしゃいました。私の質問は、果たして誰がどのようなインセンティブで、おっしゃるようなアンカー株主になろうとするのか、ということです。

もちろん、資金力のあるアクティビストなら上場企業の 10%以上の持分を保有することもあります。彼らは割安な価格で購入して、株価が本源的な企業価値を超えて上昇したらすぐに売り抜けようと考えていて、だからこそリスクを取って大金を投資しているわけです。もし、アンカー株主のように最低 10 年間の保有を要求されたら、そういうリスクを負うインセンティブはいったい誰にあるのでしょうか。

## パネリスト : Colin Mayer 氏

非常に興味深い質問です。実際に私が話したことをそのまま実行している機関投資家があることをご紹介します。カナダ年金基金投資委員会やオンタリオ州教員年金基金は、長期保有対象であるいくつかの企業のブロック株主になっています。彼らのポートフォリオでは、他の保有株は基本的に分散所有で、あたかもインデックスファンドを持っているようなものです。ですから分散投資のメリットを享受する中で、少数の銘柄に極端なオーバーウェイトをかけて、それら重点投資先に対しては本格的なエンゲージメントを行うという形になっています。

その利点は何かといいますと、重点投資先にガバナンスを集中させることによって、着実に経営パフォーマンスを改善できるということだと思います。それはファンドの長期的な運用成績の向上に貢献するはずですが。また、長期保有には、ポートフォリオの組み替えにかかる仲介ファンドマネージャーのコストを節約できるというメリットもあるわけです。その代わりに彼らは、産業と金融の知識をあわせ持って、企業に対する長期的なエンゲージメントを実行できる人を雇い、専門家として育成しています。こうした独自の戦略は、

資本市場における競争上の優位性を生み出し、非常に有望であると言えますし、また日本でも再現できるモデルだと信じています。

**モデレーター：宮島英昭 氏**

時間もいよいよ迫ってきましたので間もなく閉会したいと思います。最後に本シンポジウムを共催していただきました欧州コーポレート・ガバナンス協会を代表しまして、Becht先生に一言ご挨拶をお願いします。

**パネリスト：Marco Becht 氏**

当協会をこのイベントにかかわらせていただき、ありがとうございました。当協会は、世界各地の 277 人ものコーポレート・ガバナンス研究者の連携組織で、素晴らしいことに Colin Mayer 教授はその創設者の一人です。

当協会の目的は、正に今日ここでも行われたように、メンバーの研究成果を政策論議に活かしてもらうことです。欧州だけでなく国際的に、地域間の対話も進めようとしています。すでに欧州と米国の間で共通のテーマについて有益な議論を行うことができましたし、また日本でも東京大学の神田秀樹先生のご尽力を賜り、同様の試みを何度か行ってきました。とりわけ、アベノミクスの開始前だったと思いますが、駐日 EU 代表部がホストになって行われた日欧経済連携協定（EPA）の投資の章に関するカンファレンスは大変実り多いものでした。

私は、本日の議論には非常に勇気づけられました。欧州と日本には共通する課題がたくさんあります。欧州の投資家は日本との EPA、ちなみにそこにはまだ英国も含まれますが、その一部として日本への投資を増やすでしょうし、日本が資産配分を変更するにつれて、日本の投資家の欧州でのプレゼンスも大きくなってくると思います。注目されるのは投資家の態度です。たとえば GPIF は欧州企業に対してどのように議決権を行使するのか、Mayer 教授が言うアンカー株主の 1 つになるのか、議論の対象は尽きません。

目下の欧州での大きなトピックは、ご存じかも知れませんが、先だつての欧州議会選挙での緑の党の躍進です。欧州委員会も、政策課題にグリーン関連の項目を数多く盛り込んでいますし、金融の世界でも持続可能性が合言葉になっています。そして今回の訪問で、こ

の流れは日本でも同じだと分かりました。日欧は、おそらくこのトピックに対して、他の国々や地域よりお互いに近い考え方を持っていると思います。将来、こうしたトピックについても、壇上にいらっしゃる先生方、早稲田大学、DBJ、あるいは駐日 EU 代表部などもコラボレートして、研究成果を持ち寄る会議を開催できると良いと思います。どうもありがとうございました。

**閉会挨拶：鈴木一功 氏**

以上を持ちまして本日のシンポジウムを終了したいと思います。われわれ早稲田大学高等研究所は、日本学術振興会の Core-to-Core プログラムの支援のもとで、4年間にわたってコーポレート・ガバナンスの研究プロジェクトを推進してまいりました。本日を持ちましてプロジェクトはいったん終わりますが、今し方 Becht 先生からお話があったように、当研究所としてはまた新しいフォーマットでコーポレート・ガバナンスの研究を続けたいと思っております。

最後になりますが、本日のシンポジウムを開催するにあたり、準備段階から多大なご支援を賜りました日本政策投資銀行設備投資研究所の皆様に厚く御礼申し上げます。また、私ども早稲田大学高等研究所のスタッフの頑張りにも感謝しています。それから共催者である欧州コーポレート・ガバナンス協会と一般財団法人日本経済研究所、そして一昨日と昨日行われたイベントにご協力いただいた経済産業研究所（RIETI）と早稲田大学ビジネス・ファイナンス研究センターなど、多くの皆様のお力を借りて3日間のカンファレンスを無事終わられましたこと、非常に嬉しく思っております。ご来場の皆様、本日の長時間のご清聴、誠にありがとうございました。

**総合司会：**

パネリストの先生方、また宮島先生、鈴木先生、どうもありがとうございました。皆様今一度、盛大な拍手をお願い致します。以上を持ちまして本日のシンポジウムを終了させていただきます。

以上



Core-to-Core Program



November 7th, DBJ

## The Capital Market, Ownership and Control

Miyajima, Hideaki (Waseda University, RIETI and WIAS)

This work was supported by JSPS Core-to-Core Program, A. Advanced Research Networks

Slide1-1

### Main Topics of Today



**How to understand the current changes of ownership, capital market and control in Japan?**

- **Listed vs. delisted issues**
- **Changing ownership in Japan**
- **Dissolving cross-shareholding, increasing stock repurchase and ETF purchase**
- **The role of activism**
- **The capital market in the future of Japanese corporate governance**

Slide1-2

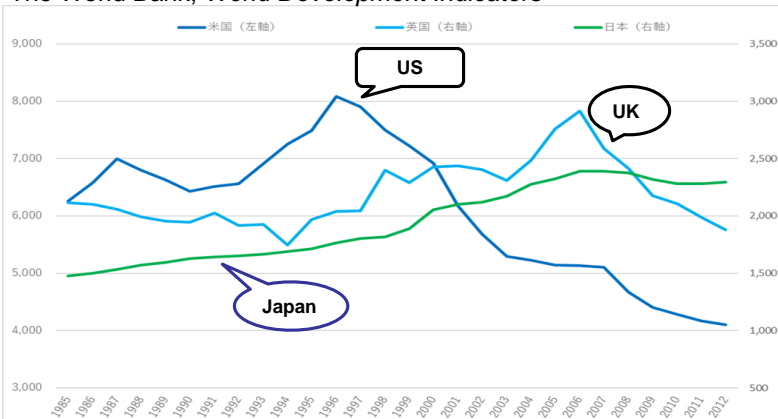
## Listed and de-listed issues



- Going private is major phenomenon in the US /UK.

### No of listed firms in the US, UK and Japan

The World Bank, *World Development Indicators*



Slide1-3

## Listed firms vs Non Listed Issues



- Based on 1000 firms on sales. Four countries except Japan comes from FMV, and Japan is own estimation. 25% is the threshold.

	Germany	France	UK	Italy	Japan	
	1996				2006	2013
Listed firms	134	132	272	80	559	531
%	14.5	13.6	27.8	8.4	58.4	54.2
Non-listed	789	838	708	874	399	449
%	85.5	86.4	72.2	91.6	41.6	45.8
Total number of firms with ownership data	923	970	980	954	958	980
All firms						
Widely held %	9.9	8.9	27.4	5.6	46.3	42.3
Family owned %	38.6	43.8	21	33.1	7.4	7.6
Listed firms						
Widely held %	21.6	20.5	85.3	2.5	76	73.8
Family owned %	34.3	48.5	7.7	16.3	3.4	4.5

Slide1-4

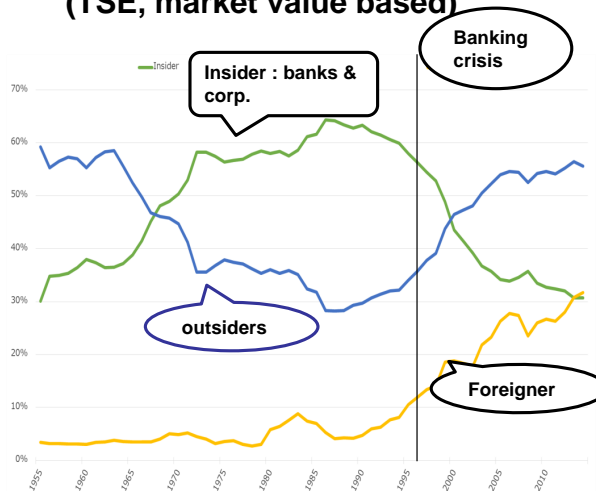
## The First Wave of Governance Reform



### Banking crisis (1997)

- ❑ Main bank system dissolved– implicit bailout rule
- ❑ Cross shareholding unwinded between banks and firms
- ❑ Institutional ownership increased – exercising voting right is in reality since 2005

### The long-term Trend of Ownership (TSE, market value based)



This figure shows insider and outsider ownership ratios based on the *Shareownership Survey*. **Insider** ratio is the aggregated ratio of city and regional banks, life insurers, other financial institutions, and business firms. **Outsider** ratio is the aggregated ratio of foreigners, individuals, investment trusts, and pension trusts. Ownership ratio is aggregated on a market capitalization basis.

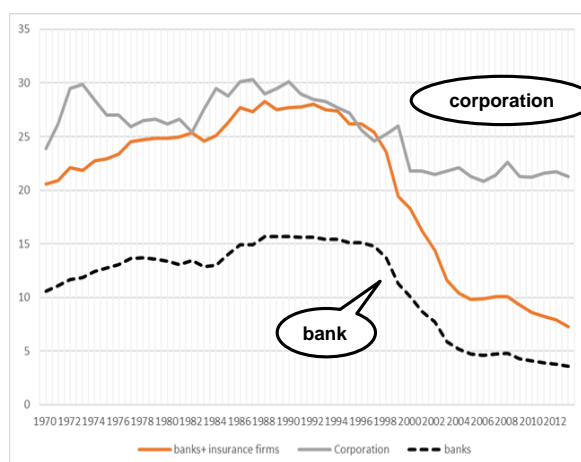
Slide1-5

## Dissolving insider ownership



- Bank ownership mostly dissolved.
- Stake of insurance firms dramatically declined.
- Corporate ownership remained high-level
- Listed subsidiaries
- Cross shareholding among firms

### The Ownership of Banks, Corps. and Insurance Firms) from 1970 to 2017



Slide1-6

## Selling Stock before and After CGRs



- CGC required to reconsider the relational shareholding by firms.
- Discontinuous increase of selling stocks

Fiscal Year		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
A	A. Number of Companies in Dataset	200	200	200	200	200	200	200
	B. Total Decision to sell	57	72	57	80	101	150	178
	(B) / (A) (%)	29%	36%	29%	40%	51%	75%	89%
B	A. Number of assets held	4948	5006	5083	5183	5082	5125	5151
	B. Decisions to sell	330	347	326	337	482	737	1073
	(B) / (A) (%)	7%	7%	6%	7%	9%	14%	21%
C.	Number of Decision taken to sell assets	2,74	2,89	2,84	2,69	3,35	4,31	5,79
	Total Number of shareholdings (10000X)	2630	2550	2690	2680	2710	2410	2120

Slide1-7

Waseda Institute for Advanced Study ◆ Waseda University

## Insider and Outsider Ownership



Board of Governors of the Federal Reserve System, Financial Accounts of the United States, Office for National Statistics, UK, Historical Annual Tables 2005-2013. Deutsche Bundesbank, Special Statistic Publication 4. Korean Exchange, Annual Report, Park. S. Korean Capitalism.

	Insider ownership	Outsider ownership	Foreign institutional investors	Domestic Institutional investors	Individuals
Japan (1990-92 average)	<u>62.3</u>	37.4	5.7	11.3	20.5
Japan (2010-12 average)	32.4	<u>67.4</u>	27.0	20.1	20.3
US	1.0	<u>98.6</u>	13.3	46.0	39.2
UK	5.2	<u>91.8</u>	46.0	35.4	10.3
Germany	<u>55.8</u>	44.2	18.4	17.2	8.6
Korea	<u>56.1</u>	40.3	34.3	15.8	20.3

Slide1-8

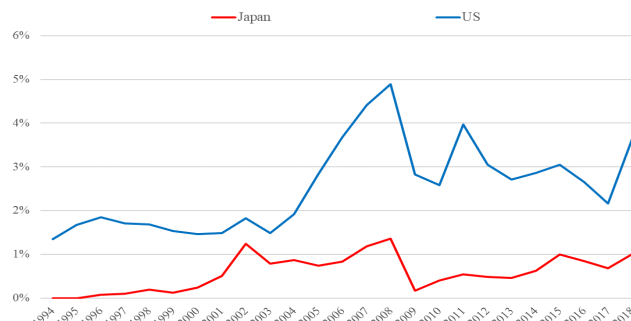
Waseda Institute for Advanced Study ◆ Waseda University



## Time series of stock repurchases in Japan and the US



- Stock repurchase increased
- One of main motivations is ownership allocation



Panel B: Cumulative stock repurchases for the period 2001 to 2018 for companies in the Nikkei 500 index

Repurchase in the sample consists of Nikkei 500 for Japan and S&P 500 firms for the US. Data are obtained from Astra Manager and Commercial Law Review for Nikkei 500 and J.P. Morgan (2019) for S&P 500.

No. of firms	726	100.0%
No. of firms that have NOT share repurchase	131	18.0%
that MADE share repurchase	595	82.0%
that shows the aggregates share repurchase with more than 5%	332	45.7%
with more than 10%	226	31.1%
with more than 15%	148	20.4%
with more than 20%	87	12.0%

Slide1-9

## Increasing Outsider and revival of Activist Funds

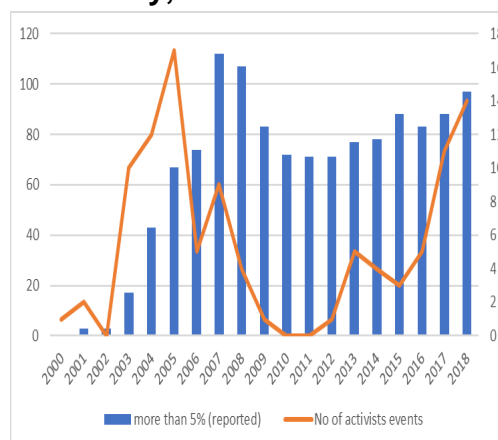


- Outsider Ownership increased.
- Medium size firm of extended target of institutional investors
- **4.5%** –foreign institutional investors/
- **3.5%** Domestic BOJ/GPIF

- The first boom 2004-06
- The second boom
- New players/ Diversified
- Confrontational – quite, friendly, and value added

Panel 1: Institutional ownership

	2010	2017	Change from 2012 to 2017
Mean	19.5%	27.8%	8.0%
Standard deviation	15.4%	16.5%	
Quintiles of market value of equity at the end of each year			
<b>First quintile</b>	<b>smallest</b>		
Mean	6.0%	13.1%	6.6%
Standard deviation	6.4%	8.5%	
<b>Second quintile</b>			
Mean	12.1%	20.4%	8.6%
Standard deviation	9.8%	11.7%	
<b>Third quintile</b>			
Mean	17.4%	27.9%	9.7%
Standard deviation	10.3%	13.0%	
<b>Fourth quintile</b>			
Mean	26.5%	34.0%	7.1%
Standard deviation	12.5%	14.5%	
<b>Fifth quintile</b>	<b>Largest</b>		
Mean	36.9%	44.6%	7.4%
Standard deviation	13.8%	13.5%	



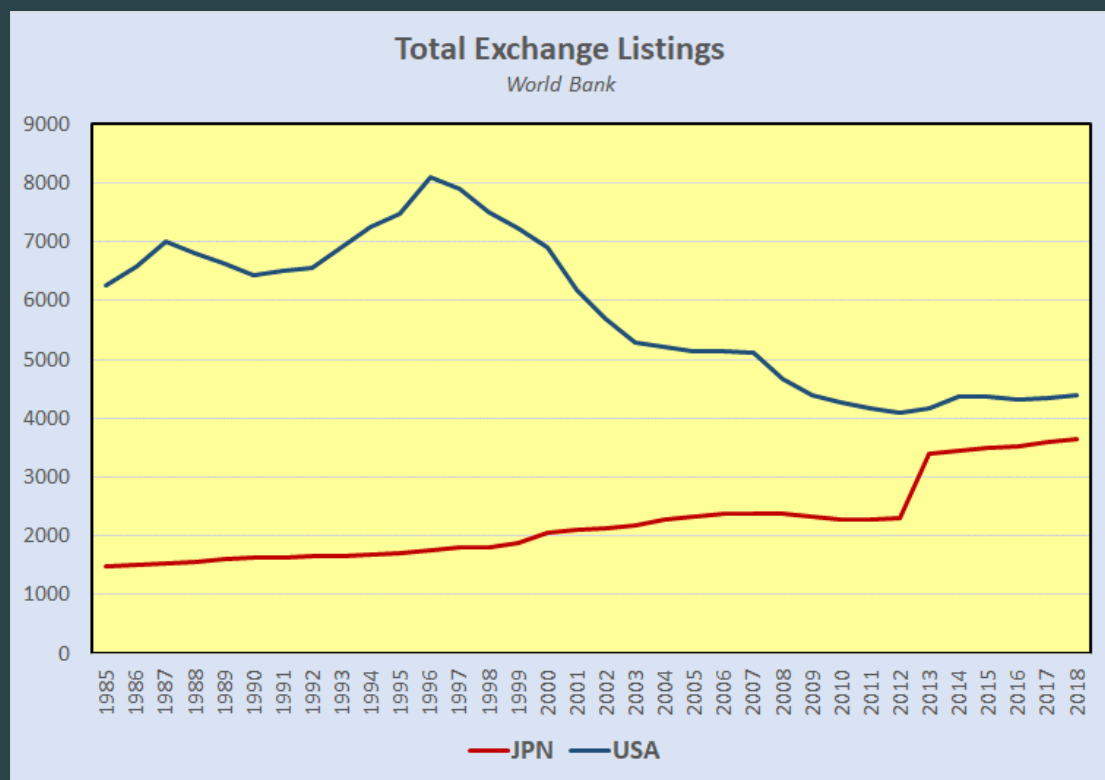
Based on Becht, Franks, Miyajima and Suzuki (2019)

Slide1-10

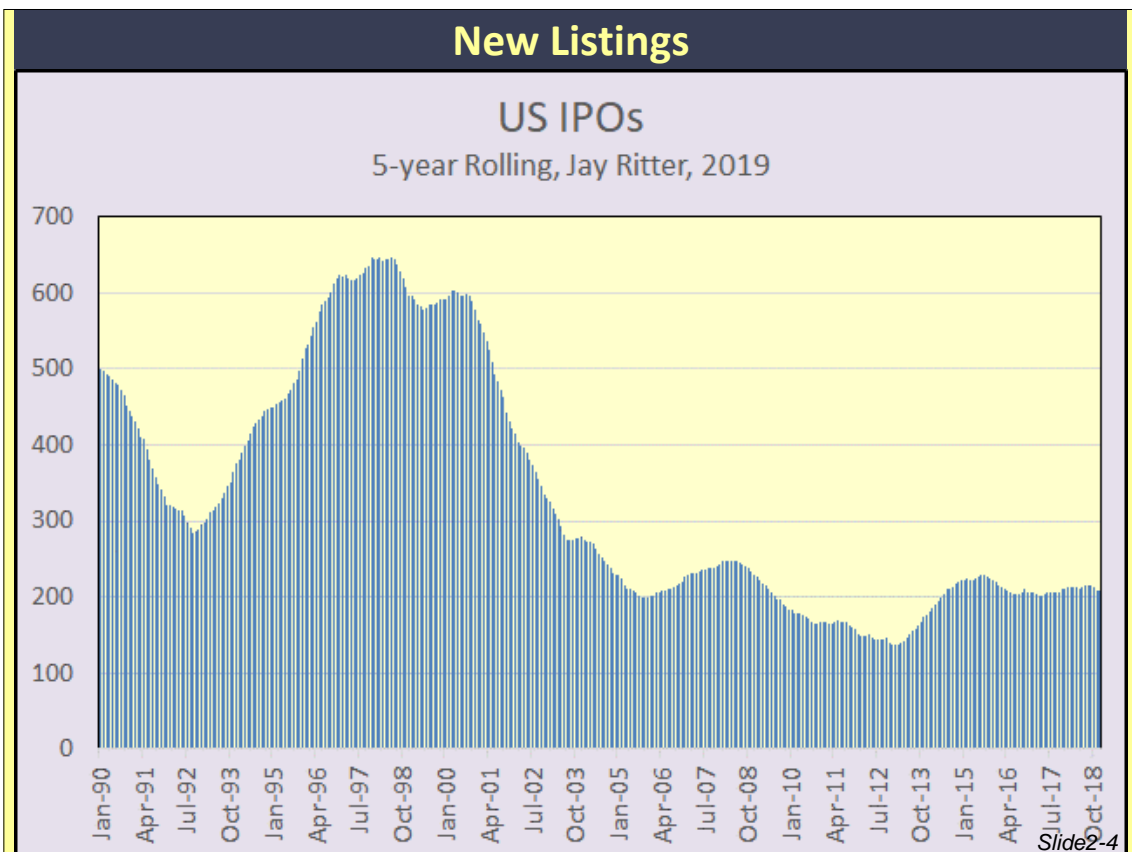
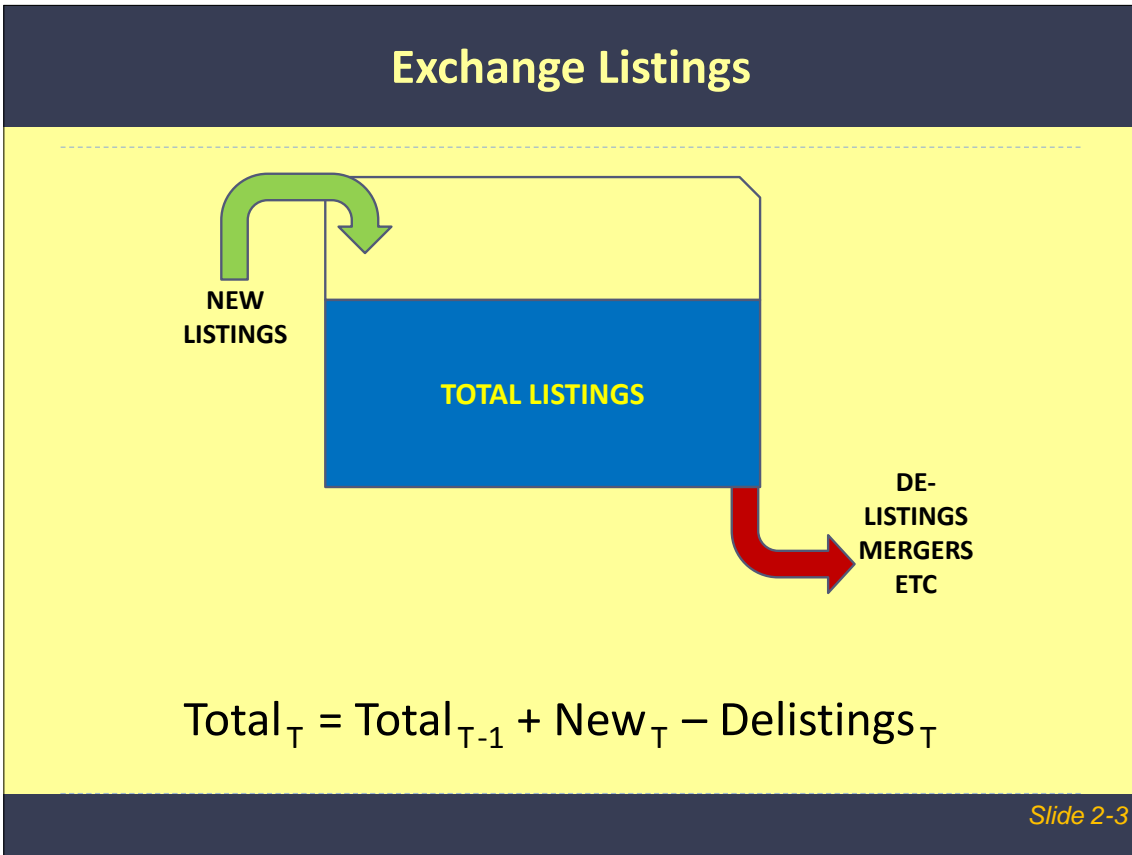
# The Decline, But Not Fall, of Exchange Listings & Alternatives to the SWM Model

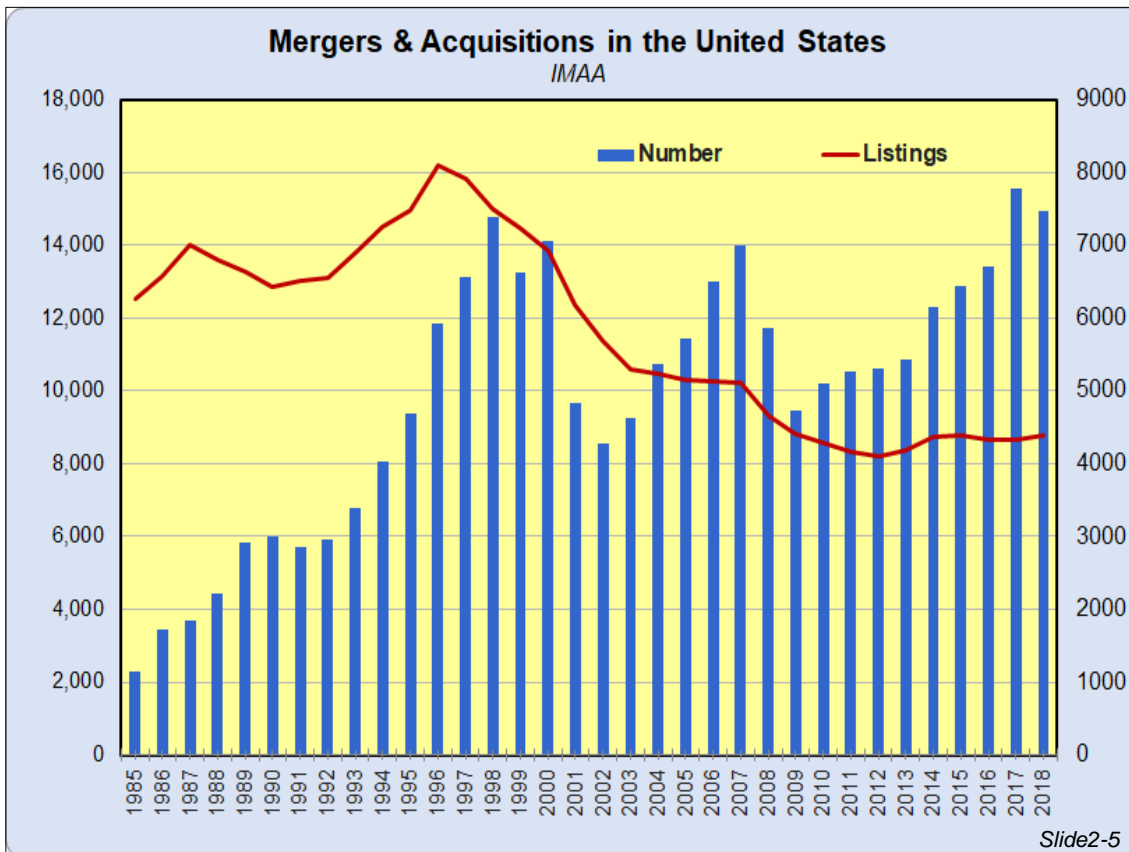
Vikas Mehrotra  
University of Alberta

Slide2-1



Slide2-2





## Costs and Benefits

Three reasons underlying the trend.

First, of course, is the competition to listing from private equity and venture capital. In the US, companies are waiting longer before getting listed. As PE picks up in Japan, a similar decline in listings may follow

Second, there is the extra disclosure burden brought about by S-Ox that is discouraging smaller younger firms to list.

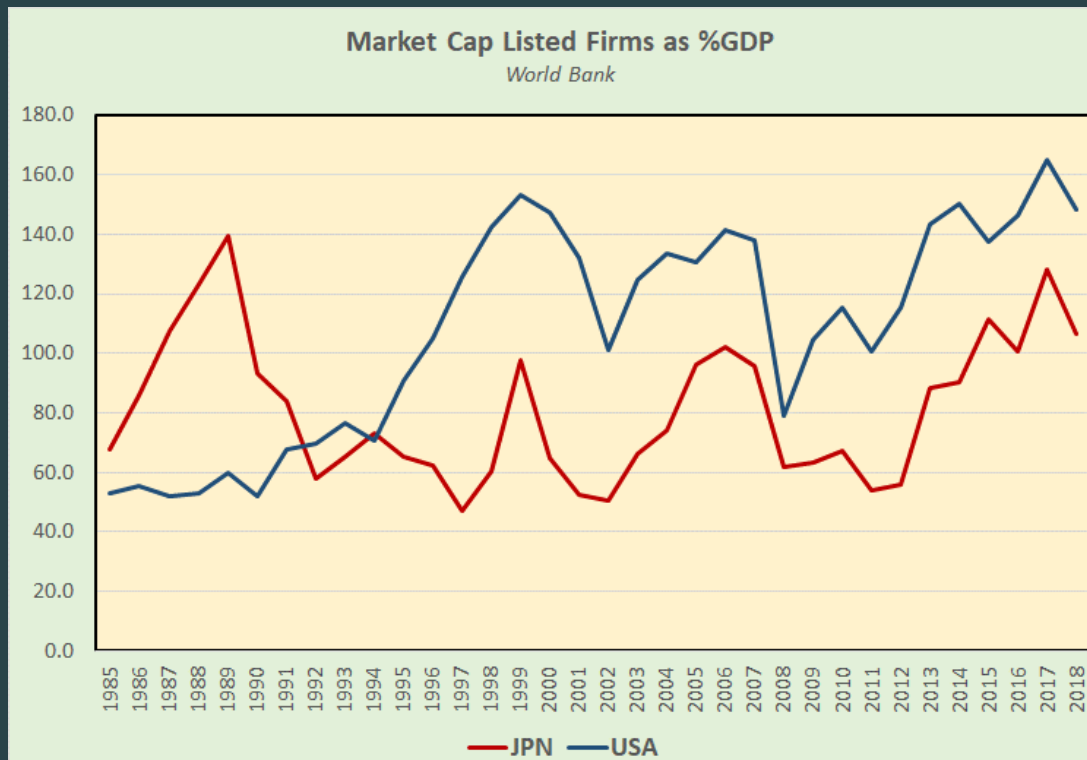
And third, shareholder pressure on short-term earnings has increased the attraction of staying private. This was always the case, but now the PE/VC market has given firms an alternative way to raise early stage financing. Japanese listings are vulnerable to this trend too.

Slide 2-6

## Importance of Market

Somewhat paradoxically, even as listings have declined in the US, the importance of equity markets has not.

Slide 2-7



Slide2-8

## Importance of Market

This means firms are listing at a more mature stage with larger market capitalizations.

Slide 2-9

## Shareholders Wealth Maximization

Slide2-10

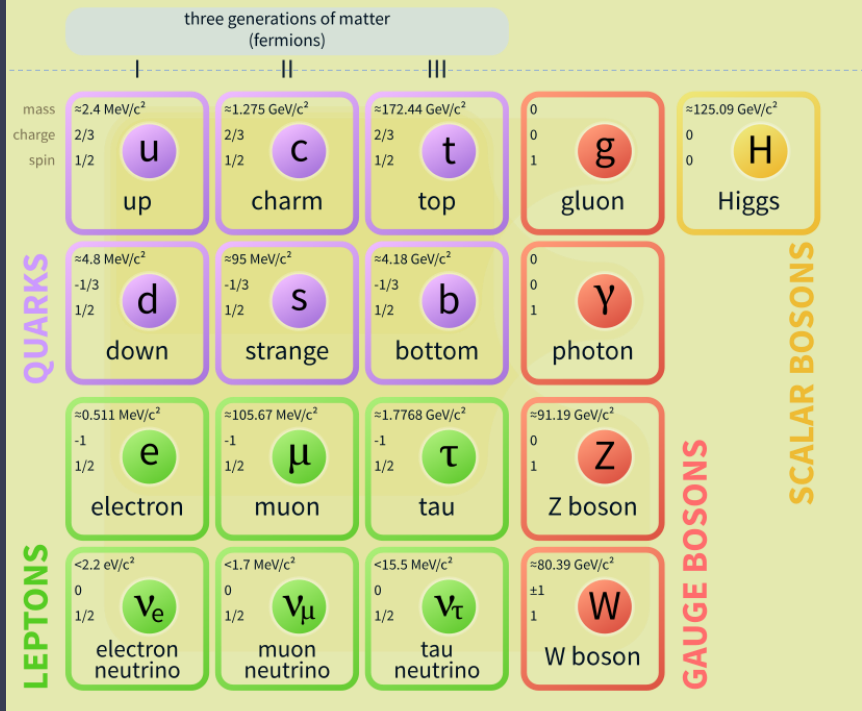
## Shareholders Wealth Maximization

How did we get to the shareholder-centric standard model in finance?

Slide 2-11

Standard Model in Physics

### Standard Model of Elementary Particles



Slide 2-12

**Standard Model in Finance**

Modern Corporation

Slide 2-13

**Standard Model in Finance**

Shareholder-centrism

Principal-Agent (J&M)

Managers  
• Agents

Shareholders  
• Owners  
• Residual Claimants

Slide 2-14



## Shareholders Wealth Maximization

How did we get to the shareholder-centric standard model in finance?

Two things come to mind. The first is the idea that shareholders are owners of the corporation, and hence maximizing their welfare is the task entrusted to agent-managers.

*This is legally incorrect.*

The second is that shareholders are residual claimants. All other stakeholders, in stark contrast, are contractual claimants. Hence maximizing shareholder welfare is the same as maximizing firm value, even if assumption #1 above is not valid.

*This too is legally incorrect, or at least, more nuanced.*

Slide 2-15

Stout, Lynn A. (2002)

## Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy

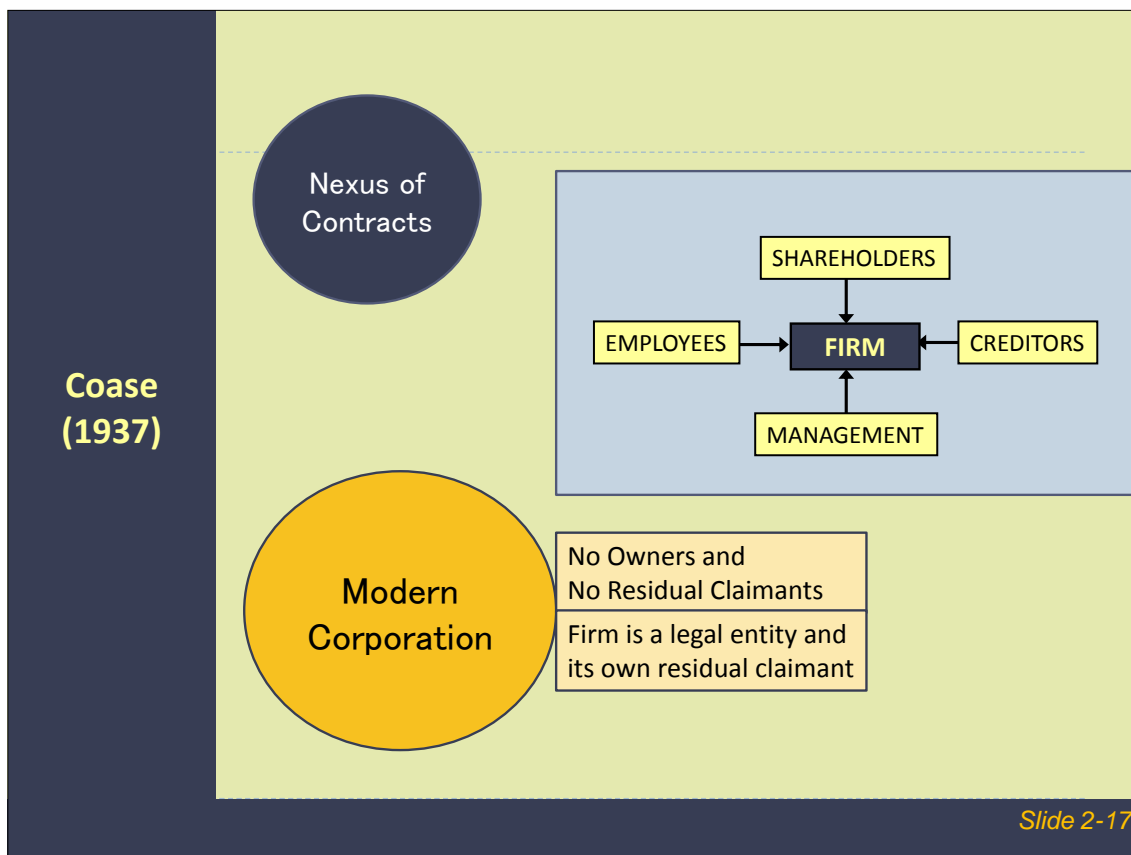
*Cornell Law Faculty Publications. Paper 448.*

Professor Lynn Stout points out that shareholders are neither owners, nor residual claimants under normal firm operations.

In the eyes of the law, firms enjoy their own legal existence, and as such, are their own residual claimants. It is only when a firm is being liquidated that shareholders acquire residual claimancy status. And at that time, other stakeholder claims are obviously impaired.

Do we have an alternative to the standard model in finance?

Slide 2-16



## Shareholders Wealth Maximization and Industrial Organization

by Mark Roe, Penn Law Rev, 2001

Professor Roe makes an interesting point that SWM norms are more easily accepted on utilitarian grounds in countries that have competitive Industrial Organization.

In countries with concentrated industries, SWM norms are harder to justify vis-à-vis employee welfare and other stakeholder welfare.

Slide 2-18

## Shareholders and Stakeholders...

What then accounts for the primacy of the widespread acceptance of the shareholder-centric model in finance?

Perhaps in the end the bright lines afforded by the SWM model makes it the best among available alternatives.

*Slide 2-19*

Yupana Wiwattanakantang  
NUS Business School

JSPS Core-to-Core Program:  
Governance Reforms from Comparative Perspectives,  
5 - 7 November 2019, Tokyo

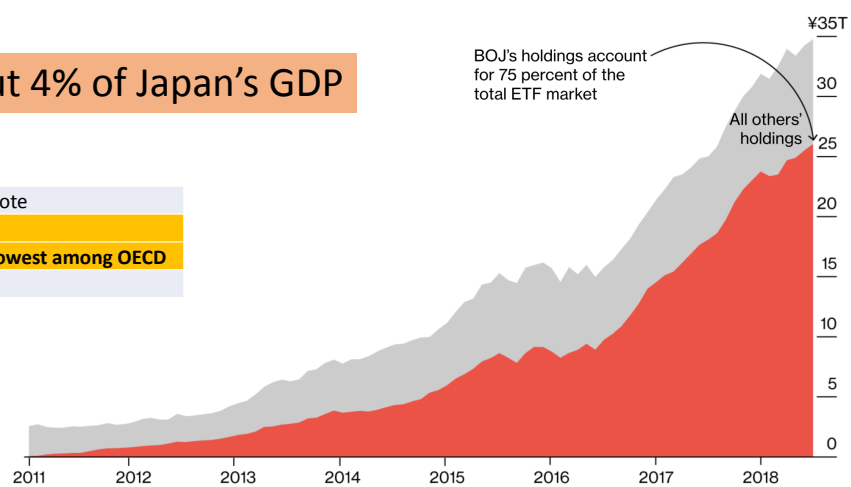
Slide3-1

**Market Cornered**

The central bank has exerted a big influence on the Japanese stock market

About 4% of Japan's GDP

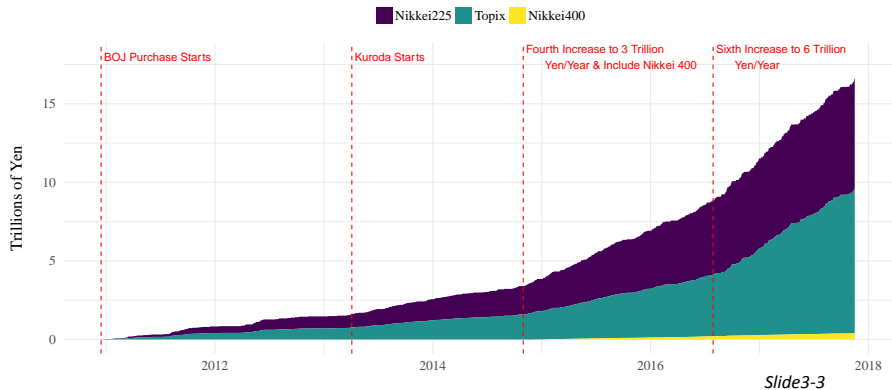
	% of GDP	Note
Defence	1	
Education	3.6	Lowest among OECD
R&D	3.5	



Sources: Banks of Japan, The Investment Trusts Association

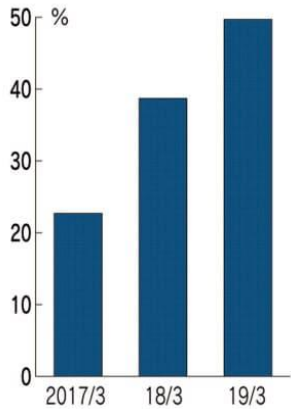
Slide3-2

**BOJ Purchase rule: ETFs purchases in proportion to the market cap of the indexes.**  
 Nikkei 225 = 53-55%  
 Topix = 45-47%  
 Nikkei 400 = 0-2% (buying started in 11/2014)



**BOJ emerged as the largest shareholder of around 50% of the listed companies**

日銀は上場企業の5割で大株主となった



発行済み株式数の保有する企業数  
 5%以上: 83社  
 10%以上: 14社

<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO43792260W9A410C1EA2000/>

Slide3-4

## Some examples



- BOJ: 20%
- The founder, Yanai's block: 48%

- BOJ's shareholding: 19%
- The Japanese government: 19%



Slide3-5

## BOJ's ETF Purchases & Market Distortion

### Distortion of Stock price

- **Stock price** is not informative as it does not reflect the firm's fundamental value.
- **Low liquidity**

Slide3-6

## The BoJ Will Own The Entire Free-Float Of Uniqlo in a few Years



- Low liquidity might discourage the entry of informed investors who trade based on managerial behaviour and hence make price become less informative.

Slide3-7

## BOJ's ETF Purchases & Market Distortion

### Distortion of Stock price

- **Stock price** is not informative as it does not reflect the firm's fundamental value.
- **Low liquidity** might discourage the entry of informed investors who trade based on managerial behaviour and hence make price become less informative.

### Distortion of Market discipline

- Companies and top management are rewarded simply for being in major market indexes, rather than for having new business strategies or innovation.

Slide3-8

## BOJ's ETF Purchases & Governance

### Stock price does not reflect the firm's fundamental value

- Companies and top management are rewarded simply for being in major market indexes, rather than for having new business strategies or innovation.
- Stock price is not informative as it does not reflect the firm's fundamental value.
- Low liquidity might discourage the entry of informed investors who trade based on managerial behaviour and hence make price become less informative.

### Distortion of Market discipline

Slide3-9

## The effect on Corporate Governance

### Managerial incentive

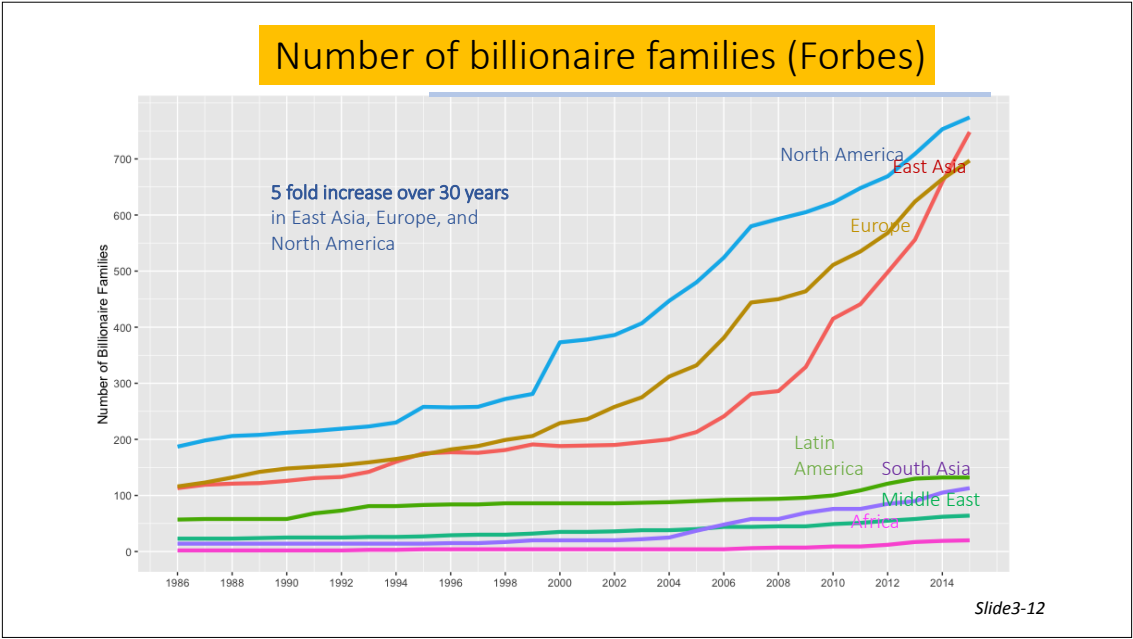
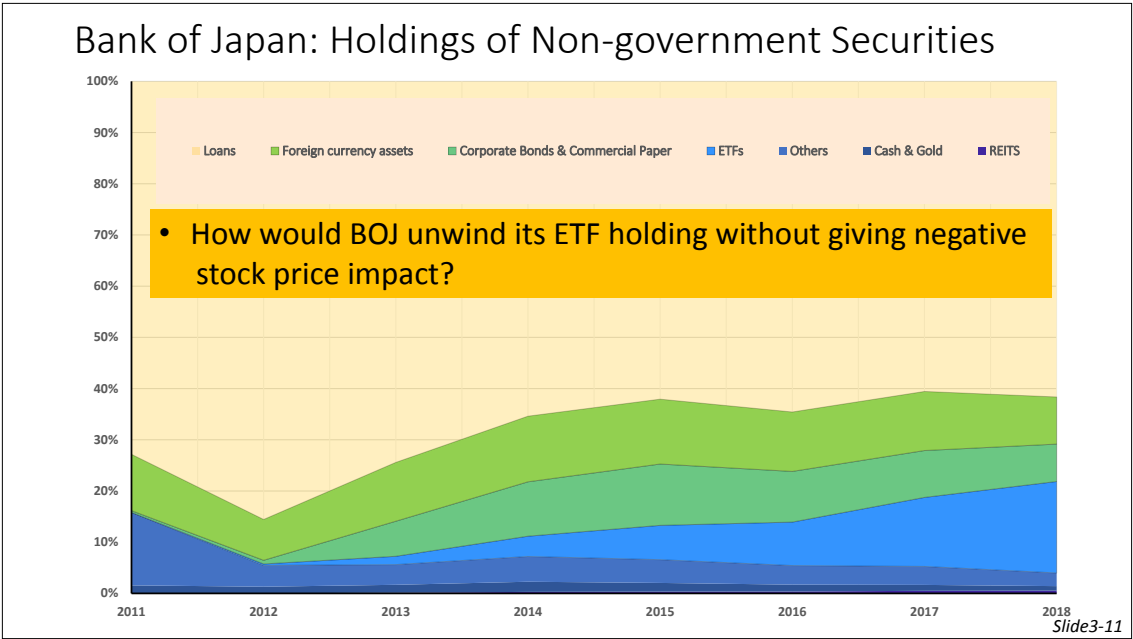
- Stock-based compensation is ineffective.

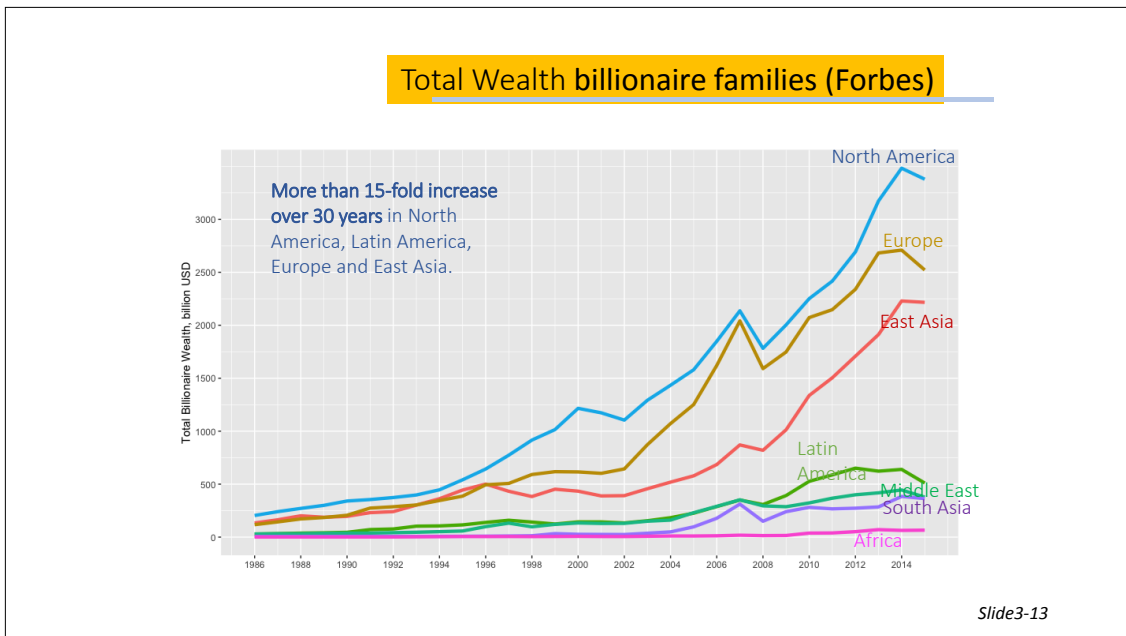
### Managerial Entrenchment

- **Passive large shareholders** who do not interfere with managerial decisions eventually might help management solidify their control of the firm, and pursue corporate policy that is non-firm value maximising (e.g., M&As, holding cash).
- It is difficult to unseat underperforming management.

Slide3-10







# The family behind the business group



(From left) Aditya Birla, Kumar Mangalam, G.D. Birla (the founder) and B. K.

Slide3-15

**INDIA'S TOP 20 BUSINESS GROUPS BY ASSETS**

1951		1990		2016	
Rank	Business group	Rank	Business group	Rank	Business group
1	Tata	1	Tata (excl ACC)*	1	Tata
2	Birla	2	Birla	2	Mukesh Ambani
3	Martin Burn	3	Ambani	3	Birla AV
4	Sahu Jain	4	JK Singhania	4	Anil Ambani
5	Bird Heilgers	5	Thapar	5	Vedanta
6	Andrew Yule	6	Mafattal	6	Bharti
7	Shriram	7	Bajaj	7	L&T
8	Mafattal	8	Modi	8	Adani
9	Kasturbhai Lalbhai	9	MA Chidambaram	9	HDFC
10	JK Singhania	10	TNS	10	Mahindra
11	Walchand	11	Shriram	11	ICICI
12	Thapar	12	UB	12	OP Jindal
13	Bangur	13	Bangur	13	JSW GROUP
14	Khatau	14	Kirloskar	14	Jaypee Group
15	Indra Singh	15	Walchand	15	Infosys
16	Seshayee	16	Mahindra	16	Wipro
17	Ramakrishna	17	Goenka	17	DLF
18	Kirloskar	18	Nanda (Escorts)	18	Axis Bank
19	Mahindra	19	Lalbhai	19	GMR
20	Shapoorji	20	Ruia (Essar)	20	Rahul Bajaj

\*Sources for data for 1990 and 1951 are RK Hazari's The Structure of the Corporate Private Sector: A Study of Concentration, Ownership and Control, Gita Piramal's Big Business and entrepreneurship in Seminar, August 2003 ; 2016 figures based on data from Capitaline database. Financial figures have been adjusted for listed subsidiaries of key group companies. For bank and financial companies network has been taken into consideration instead of total assets

Among top groups, very few old money has persisted.

- Tata
- Ambani
- Birla
- Bajaj



Slide3-16

## 基調講演者・パネリスト・モデレーターのご略歴

### Colin Mayer 氏

オックスフォード大学サイド経営大学院ピーター・ムーア経営学教授

オックスフォード大学卒, 同大学経済学博士. ロンドン・シティ大学教授等を経て現職. オックスフォード大学ワダム・カレッジフェロー, セント・アンズ・カレッジ名誉フェロー. 金融論のトップジャーナルの編集委員を務める一方, 欧州経済政策研究センター(CEPR), 欧州コーポレート・ガバナンス協会(ECGI)フェローなどを歴任.

### Julian Franks 氏

ロンドン・ビジネススクール教授

シェフィールド大学卒, コロンビア大学修士(MBA), ロンドン大学博士. 前コーポレート・ガバナンスセンター所長. 専門はコーポレート・ファイナンス, コーポレート・ガバナンス, 企業再生, M&A, 等. カリフォルニア大学バークレー校及びロサンゼルス校客員教授のほか, Journal of Law, Finance and Accounting 等のファイナンス系ジャーナルの編集委員を務める.

### Marco Becht 氏

ブリュッセル自由大学ソルヴェイ・ブリュッセル経済経営学院教授

コーポレート・ガバナンス, 企業再生と法, ファイナンス, 経済について修士課程で教えるかたわら, 国際的な非営利学術団体である欧州コーポレート・ガバナンス協会の設立に関わり, フェロー, 所長も務める. オックスフォード大学サイド経営大学院, ザンクトガレン大学(スイス), スタンフォード大学, コロンビア・ロー・スクールの客員教授などを歴任.

### Vikas Mehrotra 氏

アルバータ大学ビジネススクール教授

インド工科大学化学工学部卒業, 米国フロリダ大学ロリンズ大学にてMBA取得, 米国オレゴン大学にて博士号取得, カナダ アルバータ大学ビジネススクール助教授・准教授を経て現職. 2006年11月~12月にかけて日本政策投資銀行設備投資研究所下村フェロー在籍.

### Yupana Wiwattanakantang 氏

シンガポール国立大学ビジネススクール准教授

タマサート大学経済学修士課程修了, 一橋大学経済学修士課程修了, 同大学博士課程修了, 一橋大学経済学博士. 一橋大学経済研究所客員教授, 同准教授, 同教授等を経て現職. 2017年4月~7月にかけて日本政策投資銀行設備投資研究所下村フェロー在籍.

### 宮島 英昭 氏

早稲田大学常任理事 商学学術院教授/高等研究所顧問

立教大学経済学部卒業, 同大学大学院修士課程修了, 東京大学大学院経済学研究科博士

課程単位取得修了，早稲田大学商学博士。東京大学社会科学研究所助手，早稲田大学商学部専任講師，助教授，教授，商学学術院教授／高等研究所所長などを経て現職。

**鈴木 一功 氏**

早稲田大学商学学術院経営管理研究科教授

東京大学法学部卒業。株式会社富士銀行に入社後，M&A 部門のチーフアナリストとして企業価値評価モデル開発等を担当。INSEAD(欧州経営大学院)にて MBA，ロンドン・ビジネススクールにて金融経済学博士号取得。中央大学国際会計研究科教授等を経て現職。

早稲田大学高等研究所・日本政策投資銀行設備投資研究所  
共同主催シンポジウム

JSPS Core-to-Core Program: Governance Reforms from Comparative Perspectives  
～The Capital Market, Ownership and Control～

主催: 早稲田大学高等研究所  
日本政策投資銀行設備投資研究所

共催: 一般財団法人日本経済研究所  
欧州コーポレート・ガバナンス協会

プログラム

14:00 開会の辞

14:10 基調講演 Colin Mayer 氏 (オックスフォード大学)  
“Prosperity, Finance and Ownership”

15:10 休憩

15:30 パネルディスカッション “The Capital Market, Ownership and Control”  
パネリスト Colin Mayer 氏 (オックスフォード大学)  
Julian Franks 氏 (ロンドン・ビジネススクール)  
Marco Becht 氏 (ブリュッセル自由大学)  
Vikas Mehrotra 氏 (アルバータ大学)  
Yupana Wiwattanakantang 氏 (シンガポール国立大学)  
モデレーター 宮島 英昭 氏 (早稲田大学)  
鈴木 一功 氏 (早稲田大学)

16:55 閉会の辞

17:00 終了予定