

RIETI政策シンポジウム

# 「企業統治改革と日本企業の成長」

プレゼンテーション資料

---

江口 高顯

投資家フォーラム運営委員

2016年6月10日

RIETI政策シンポジウム 2016年6月10日

企業統治制度改革と日本企業の成長  
第1部 新たな所有構造に向けて  
～コメント～

江口高顯

# 1. どのような観点から2つの報告を読んだか

## 【問題設定】

- 株式保有構造の機関化。
  - 海外投資家比率の拡大のドライバーは米英の年金基金の海外投資拡大。
- 機関投資家によるガバナンスはどのような株主構成を「最適解」とするか？
  - 最適化＝企業価値の最大化。

## 【エンゲージメントの先進国である英国だけでなく、米国でも1990年代に機関投資家待望論】

- 株式保有構造のreconcentration(再集中)が背景。再集中で強化されたvoiceに期待。

## 【一方では、米英で短期主義が現実的な問題】

- 実証研究の蓄積 (Bushee 1998, 2001他)。
  - 投資家による短期情報の過度の重視→株価形成にバイアス→企業行動に影響。
- 短期主義抑制→長期保有株主の優遇。
  - 欧州だけでなく米国や英国でも勢い。
  - 特に time-phased voting (TPV) に注目 (Dallas & Barry 2015, Berger 2016他)。

# 1. どのような観点から2つの報告を読んだか

【それでは「売らない」長期保有の株主を集めることが「最適解」か？：恐らくNO】

- 「売る」ことは重要。
  - 企業のファンダメンタルズを評価するブロックホルダーがまとめて売ることが経営者への牽制効果 (Edmans 2009, Edmans & Manso 2011)。
- そもそも短期情報重視は投資家の宿命。
  - 本質はケインズの「美人投票」の問題 (Froot et al. 1992, Allen et al. 2006)。
- 実際、短期保有投資家の役割を評価する実証研究も。
  - “better informed” (Yan & Zhang 2009)。
  - 変革を迫られている企業で長期的に良好なパフォーマンスをもたらす (Giannetti & Yu 2016)。

【重要なのはexitとvoiceの相互作用】

- アクティビズム活動の大半はbehind-the-scenes (McCahery et al. 2016)。
  - 単純なvoiceではない。Communication。
  - 企業はどのような場合に投資家の意見に耳を貸すか？どのような投資家か？→「売る」ことは重要 (Levit 2015)。

## 2. 質問

### 【保田報告】

- 近年において国内投資家と海外投資家とに大きな差がないということか？
  - あるとすれば何か？
- “MSCI銘柄ではCGの実効性は(海外)機関投資家のvoiceとexitに依存する”。
  - どのようなメカニズムを想定しているか？
    - “経営陣は海外機関投資家に売却されたくない”→exitに比重を置いて考えているようだが。
    - 流動性との関係は？
  - 海外投資家の主体は米英の投資家で、米英では短期主義の問題が注目される。相互の関係をどう整理するか？
- “中小企業ほどCGコードが重要”。
  - 「出来ない子のお尻を叩いて」どういう意味があるか？誰が叩くか？
  - 別の方法もあるか？

## 2. 質問

### 【小佐野報告】

- 複数議決権株式が注目されるのは、1つにはentrepreneurshipの保護という文脈。この点をどう考えるか？
  - 資本調達に伴うファウンダーの支配権希薄化を複数議決権株式で防ぐ (Pacces 2012, Goshen & Hamdani 2016)。
  - 日本では支配権の拡散を過度に恐れる傾向 (宍戸他『ベンチャー企業の法務・財務戦略』11章 2012) → 成長制約？
- TPVによりレバレッジのかかった議決権を通して長期保有の影響力が強まる。
  - しかし重要なのは長期的な経営の観点からの企業評価。長期保有とイコールでない。どう整理するか。
  - 長期保有促進は結局、パッシブファンドの影響力を強める。
    - その効果をどう評価するか。