T2R2 東京科学大学 リサーチリポジトリ
Science Tokyo Research Repository

論文 / 著書情報
Article / Book Information

論題(和文)	会長講演「株式所有構造と企業統治： 我々はどこから来たのか、どこへ行くのか」
Title(English)	President's Speech: "Ownership Structure and Corporate Governance: Where We Came From, Where We're Going
著者(和文)	井上光太郎
Authors(English)	Kotaro Inoue
出典(和文)	日本ファイナンス学会第29回大会
Citation(English)	Nippon Finance Association 29th Conference
発行日/Pub. date	2021, 6

Powered by T2R2 (Science Tokyo Research Repository)



株式所有構造と企業統治：
我々はどこから来たのか、どこへ行くのか

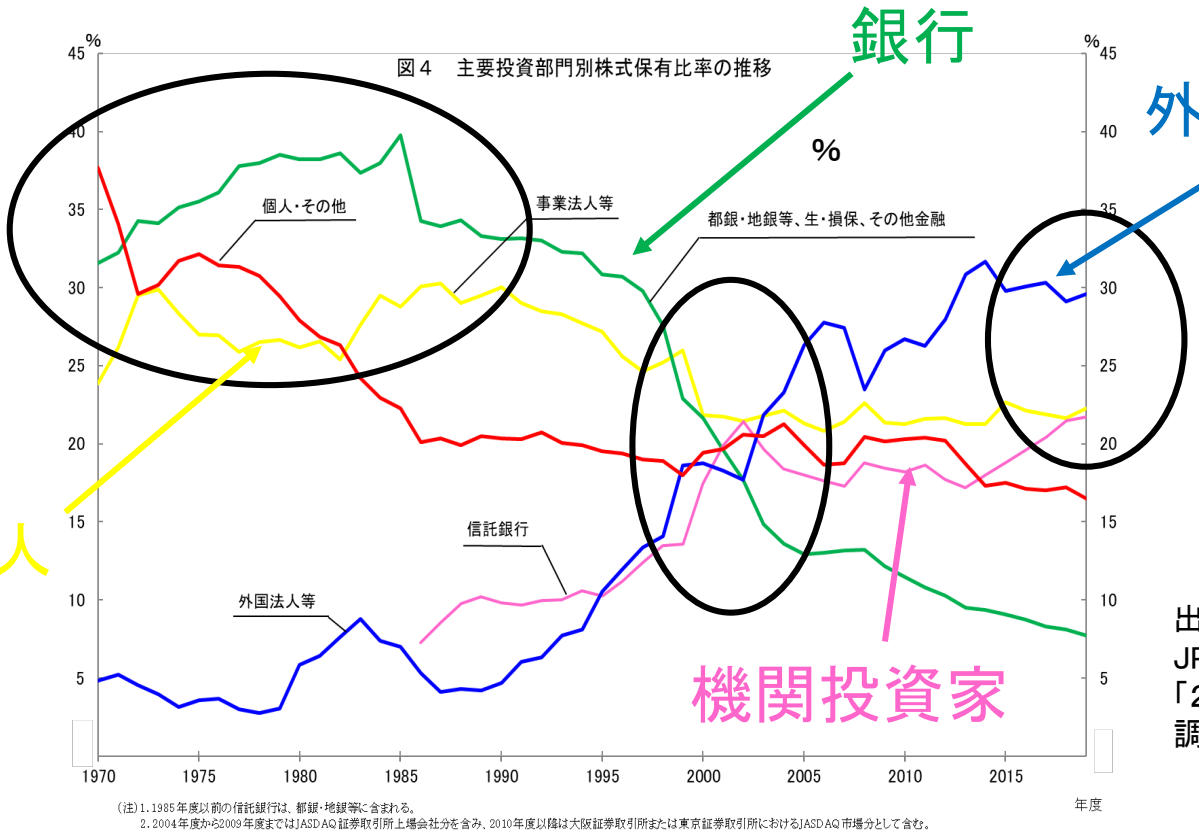
日本ファイナンス学会・会長
井上光太郎
東京工業大学・工学院

2021年6月5日（土）日本ファイナンス学会

日本は株主構造の大きな変化の下にいる

- 大学院生の時に出会ったMarket for Corporate Controlというメカニズムに魅せられ、最初はM&Aアドバイザーとして、その後は研究者として、企業の支配構造とパフォーマンスの関係を追求してきた
  - M&A研究　⇒　株主構造と企業統治研究
- その間に日本企業の所有構造は大きな変化
  - 大型化の進む機関投資家が主要株主の時代に
- 機関投資家は、企業統治の責任ある担い手になれるのか？

日本の上場企業の所有構造の変化



銀行

外国人投資家

事業法人

機関投資家

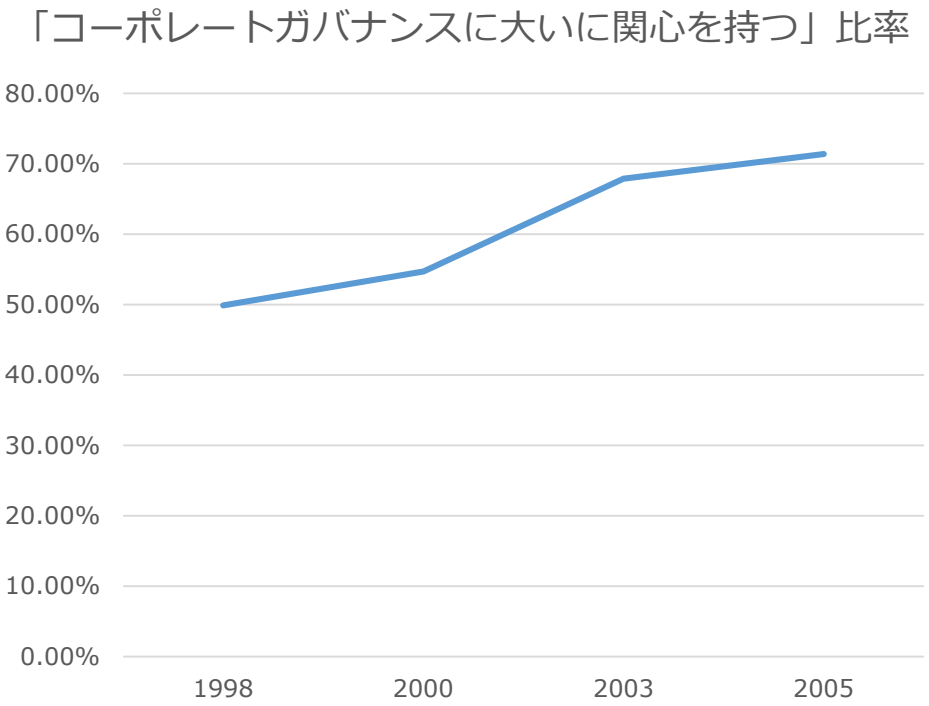
出典
JPX
「2019年度株式分布状況調査の調査結果について」

- 30～50年前は銀行が3割～4割、事業法人3割で全体の7割保有
- 20年前には銀行と事業法人の株式売却により、銀行、事業法人、外国人投資家、国内機関投資家、個人で各5分の１保有
- 現在は機関投資家が50%以上保有、事業法人株主が20%残る

株式所有構造と企業統治

- 1990年代まで
  - バンク・ガバナンス
    - 最高時には4割の株式を銀行・保険で所有
    - メインバンクによるモニタリング（Delegated Monitoring）
      - 貸出金（最大シェア）＋株式（5%以下）
      - モニタリングの動機あり
    - メインバンク以外はフリーライド
      - 株主等の重複したモニタリングより低コストで効率的
- 2000年前後
  - 銀行の株式所有の急減：中心的存在が不在
    - 内田（2001）
      - バブル期以降、メインバンクのガバナンス機能は低下
  - 2000年前後の日本企業の危機
    - 企業統治に市場および実務家が関心を持ち始める

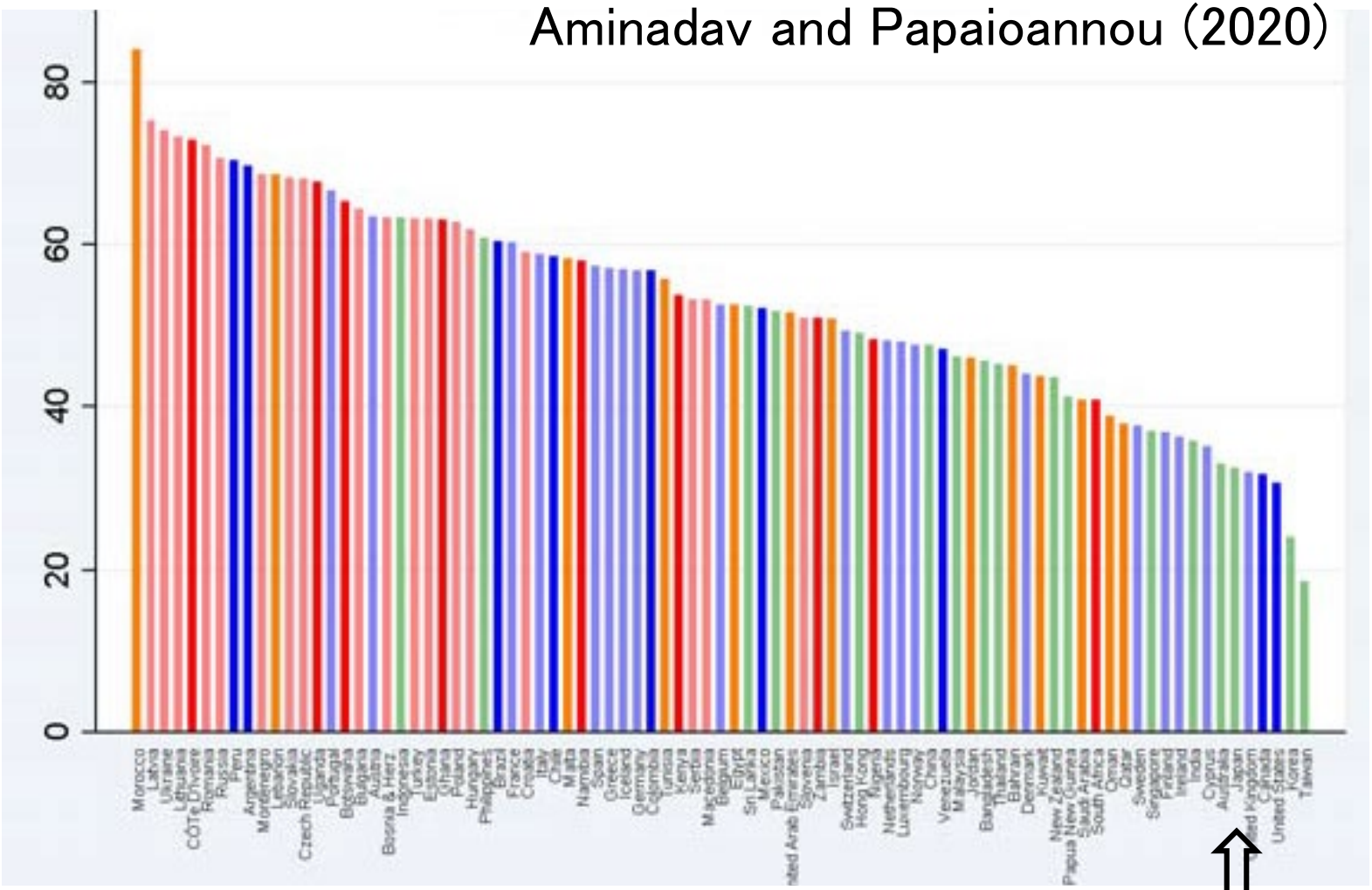
企業経営者も企業統治を意識し始める



- 東証コーポレートガバナンスに関する調査
  - 1998年～2005年
  - 上場企業向け調査
  - 2007年以降、コーポレートガバナンス白書へ

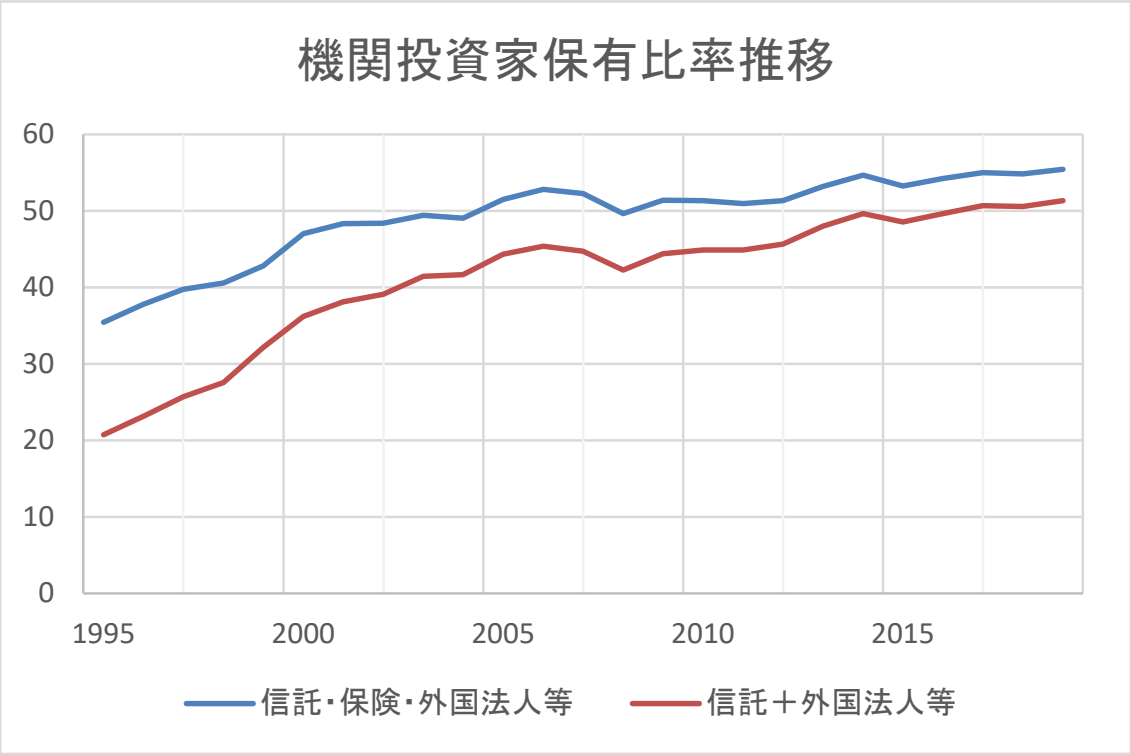
トップ３株主の保有比率合計の平均

Aminadav and Papaioannou (2020)



日本はUS,UKに匹敵する株主の分散国
分散化した株主によるモニタリングが課題

日本の機関投資家保有比率推移

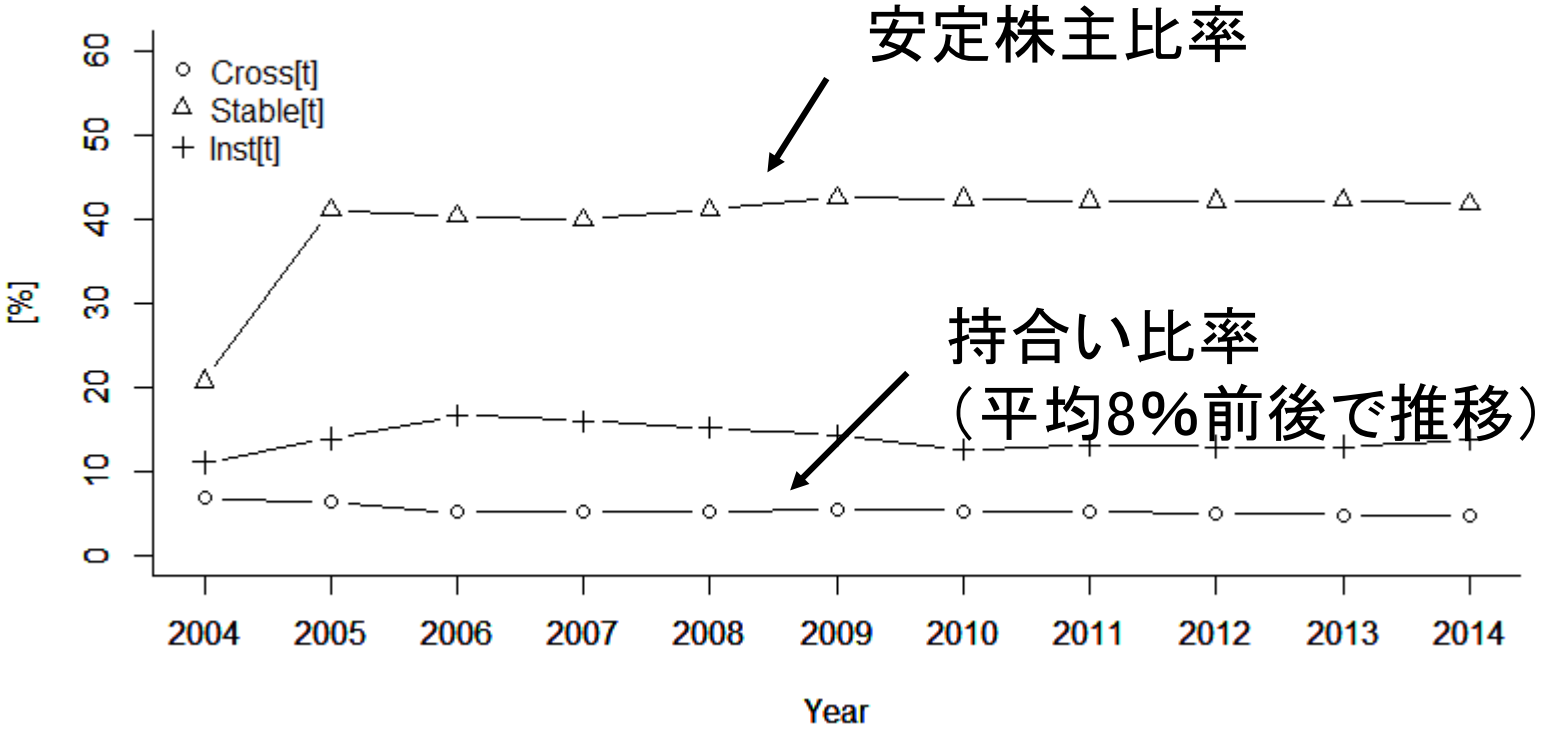


Source: 東証HP

- 2018年頃から専門機関投資家とみなせる信託と外国法人等のみで平均して上場企業株式の過半保有

一方で株主モニタリングの障害あり

持合い株主・安定株主の残存



Ikeda, Inoue, and Watanabe (2018)

Ikeda, Inoue and Watanabe (2018)

持合い比率	CAPEX	M&A	R&D	Sub dummy	Reducing Seg dummy	Risk-taking
Cross[t-1]	-0.041 ***	-0.023 ***	-0.007 **	-1.426 ***	-1.637 ***	-0.020 ***
	(-6.02)	(-3.68)	(-2.44)	(-3.75)	(-4.54)	(-4.68)
Cross[t-1]*Inst[t-1]	0.161 ***	0.069 **	0.012	2.675 *	2.211	0.042 **
	(5.49)	(2.18)	(0.99)	(1.84)	(1.62)	(2.23)
持合い比率×機関投資家比率	(2.32)	0.077	0.021 *	1.695	6.602 ***	-0.007
		(1.00)	(1.69)	(1.01)	(4.11)	(-0.57)
Cross[t-1]*SO[t-1]	-0.004	0.012 *	0.000	0.250	-0.167	0.004 *
	(-0.69)	(1.86)	(0.05)	(0.66)	(-0.42)	(1.86)
Cross[t-1]*Dir[t-1]	-0.040	-0.122 **	-0.059	-5.762	-7.438	-0.053
	(-0.53)	(-2.52)	(-1.34)	(-1.27)	(-1.48)	(-0.84)

- 持合い比率上位企業の総投資（設備投資＋M&A＋R&D）は、マッチング企業の約9割にとどまる
- 持合い比率の高い企業の経営者は困難な意思決定を回避し、Quiet Lifeを享受
- 持合い株主の持つ投資、事業再編への負の効果を、機関投資家保有比率は緩和（モニタリング効果と整合的）

機関投資家によるモニタリングの課題

- フリーライダー問題(Grossman and Hart,1980)
  - 分散化した小口株主はモニタリングコストを負担しても、その効果に対して自らはわずかな持分に対応した富しか得られないため、モニタリングの動機をもたない
  - 機関投資家によるモニタリングの実効性に関する実証結果は曖昧で結論は出ていない (Gillan and Starks,2003)
- モニタリングの動機を持つ大株主がコーポレートガバナンスを改善する (Shleifer and Vishny,1986)
  - 機関投資家の中でもActivist Hedge Fundはコーポレートガバナンスの改善効果を発揮する（Bethel et al. 1998)
  - 井上・加藤（2007）、胥 (2007)、Hamao and Matos (2018）、田中・後藤（2020）
  - しかし、Activist Hedge Fundは限定的な存在
    - 最近はエリオット、ブランデス、サードポイントなど大型ファンド登場

一般の機関投資家はガバナンスを担えるか？

- パッシブ投資家中心で、フリーライダー問題は深刻
  - GPIFの国内株式の90%はパッシブ運用
- 制度的対応
  - スチュワードシップ・コード（2014年導入）
    - 2017年改訂版：アセットオーナーによる実効的チェック、パッシブ運用における対話、議決権行使結果の公表の充実が追加
  - GPIF：スチュワードシップ活動原則（2017年）

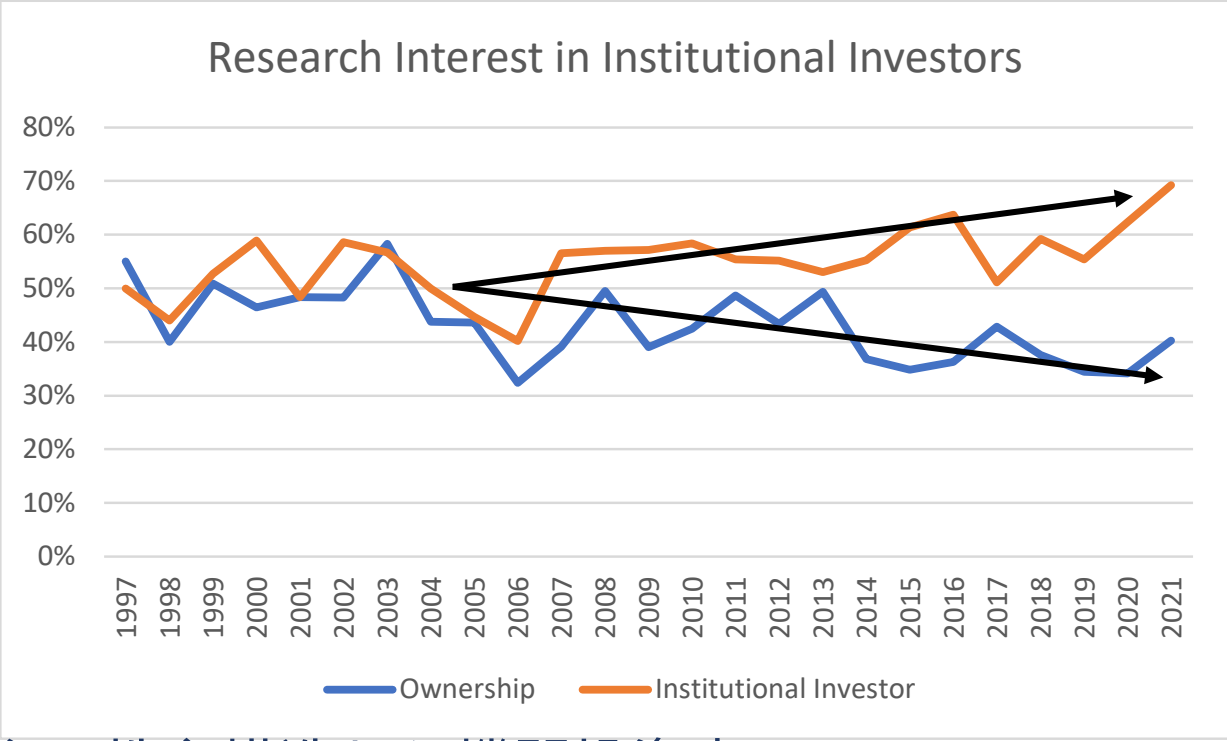
政策上も機関投資家に対する強い期待

- 経済産業省・事業再編実務指針 (2020年)
- 4.1.2　　投資家の役割
  - 投資家において、事業ポートフォリオの組替え等に積極的に取り組む経営者を適切に評価し、後押しすることは、企業の持続的成長を支え、企業と投資家双方の利益につながり得るものである。
  - 「スチュワードシップ・コード」の趣旨を踏まえ、企業の中長期の成長戦略やその実現のためのリスクテイクに対する理解を深める努力が期待される。

機関投資家はガバナンス研究の中核に

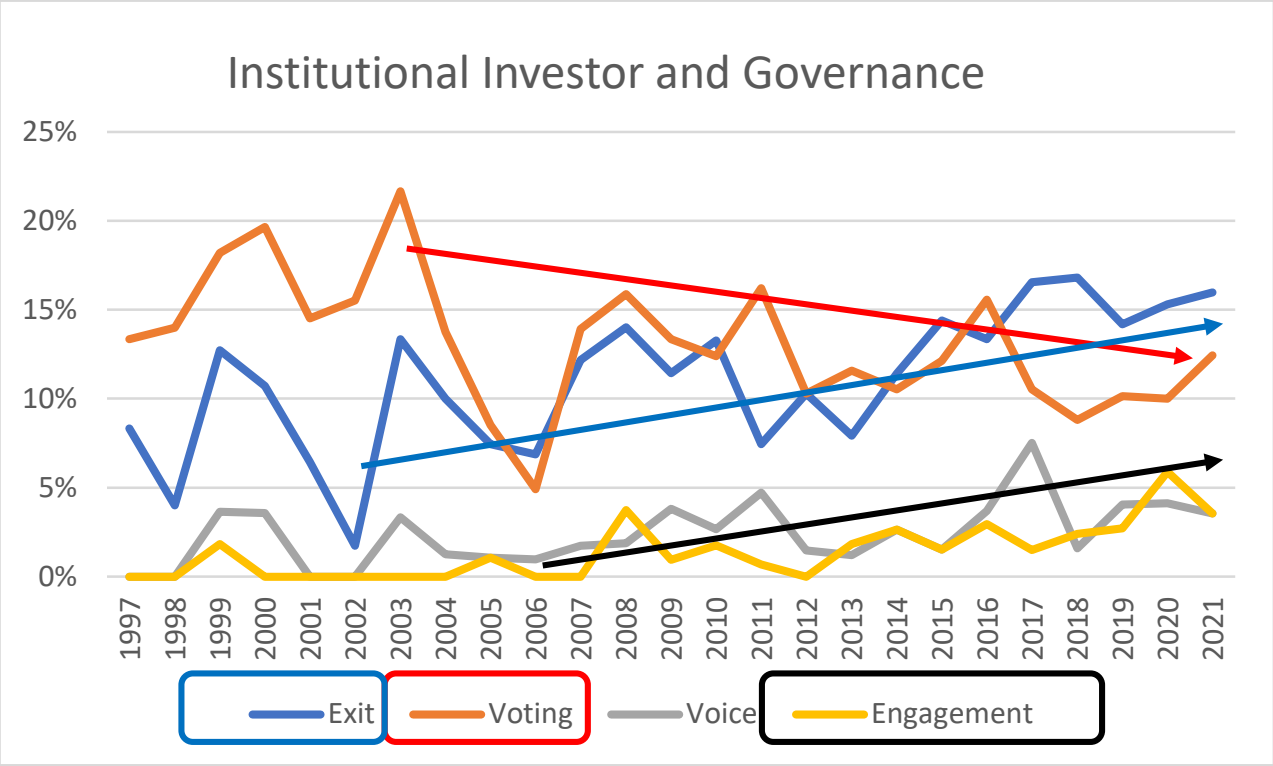
- 世界的にも株式所有構造に関して機関投資家研究がHot Topicに
- Journal of Financial Economicsの1997年～2021年の25年間の推移
  - 全掲載論文に対する比率で研究動向トラック

Ownership vs Institutional Investors



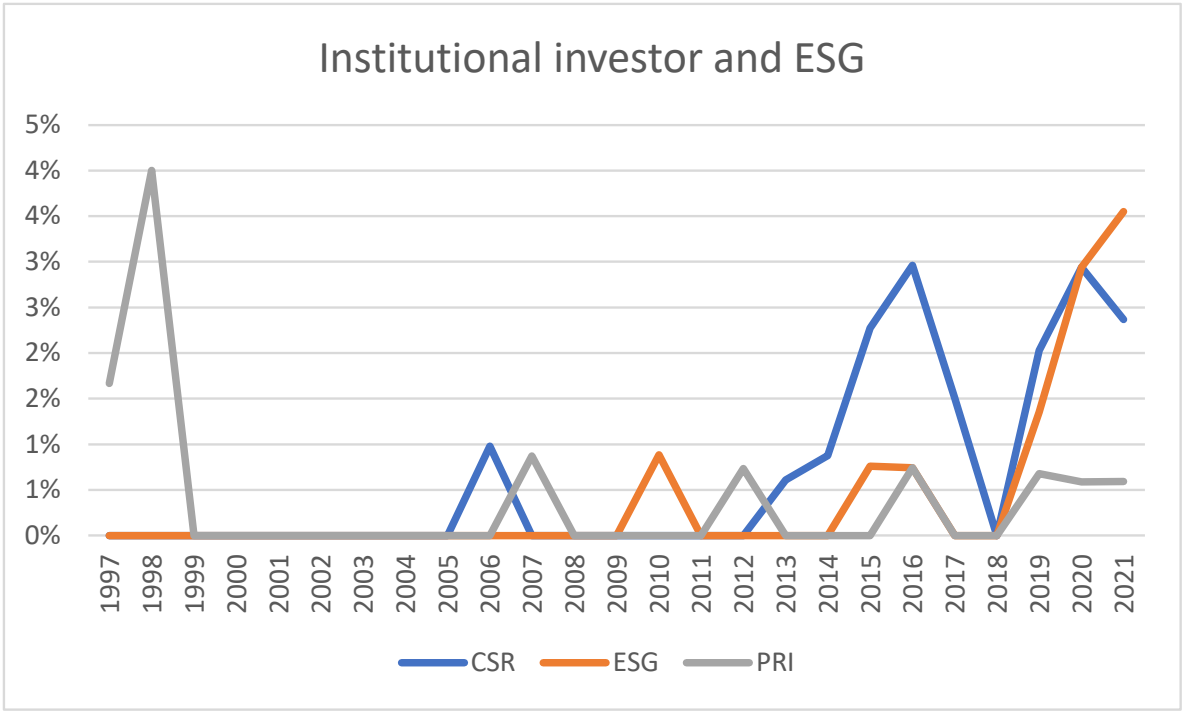
- 関心は株主構造から機関投資家へ
- 株主構造への関心は低下（50%→40%）、機関投資家への関心は上昇（50%→70%）
  - 株主構造研究は、90年代終わりのLa Porta et al. (1998)他、一連のLaw and Finance研究の時期にピーク

機関投資家とガバナンスの関連研究



- ガバナンス研究の内訳
  - 議決権行使の比率が低下し、EXITとEngagementの比率が増加傾向
  - 相対的にEngagementの重要性が増す

ESGは伝統的ガバナンスを超えたか？



- 機関投資家とガバナンスの関連研究は安定傾向の一方でESG研究は増加傾向
  - ただし、ガバナンスの構成比は20%に対し、ESGは5%未満であり、まだJFEレベルでは限定的

研究動向からわかること

- 機関投資家への研究上の関心は高い
  - 機関投資家を一部で扱う論文は20年前に比較して約40%増加
- ガバナンスに関する関心事は、VotingからEngagement（+Exit）へ
  - ESGへの関心は強まりつつあるが、伝統的ガバナンスへの関心が引き続き高い

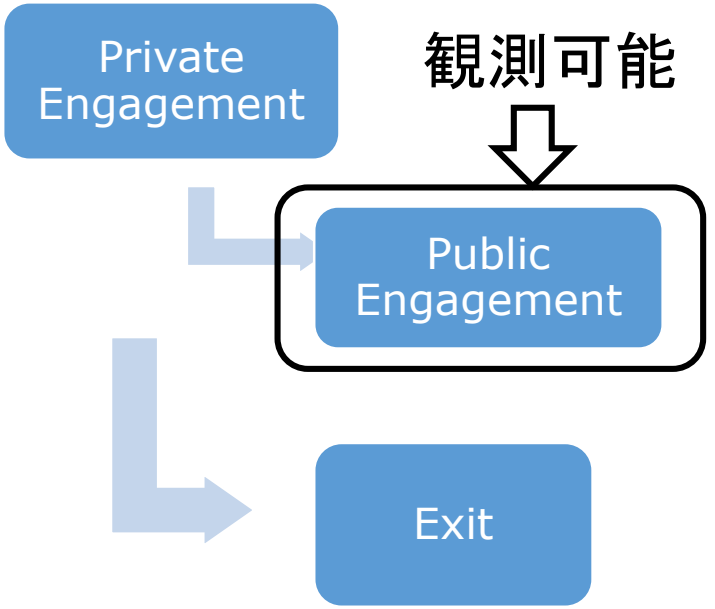
機関投資家とガバナンスの関係研究の課題

- Edmans and Holderness (2017)
  - 実証上の問題点：内生性問題
    - 機関投資家比率と企業価値・行動の間の同時決定、逆の因果、欠落変数問題の全てに直面
- 対策
  - 機関投資家比率の操作変数や自然実験の機会の発見は困難
  - Indexのカテゴリー境界線や組み入れ、または2003年のMutual Fundのスキャンダルによる資金流出など利用
    - Crane et al.(2019), Zitzewitz (2006)
- IVや自然実験の発見にだけ注力するのでなく、経済原理に立ち返った分析を行うべき
  - IVや自然実験を追求すると研究の過少状態に
  - 多くのIVは信頼性に問題あり、自然実験はその特定状況の狭い効果を見せるだけで一般化出来ないケースが多い

その他の実証上の問題点

- アクティビズムの多くは観測できない
  - Gillan and Starks (2003), Edmans and Holderness (2017)
- Private Activism（エンゲージメント）データによる分析
  - Carleton et al. (1998)、Dimson et al. (2015)

“Behind the scenes”
McCahery et al.(2016)



Selection Bias

講演者の機関投資家とガバナンスの研究

- 馬場・池田・井上（2020DP)
  - 機関投資家のイノベーションに与える効果の検証
  - 保有比率と企業行動の関係分析（操作変数法）
- Shiraishi, Ikeda, Arikawa, and Inoue (2019)
  - 13か国のスチュワードシップコード導入効果の検証
  - 制度導入を使用したDifference in Difference
- 日高・池田・井上（2021)
  - 「機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果」
  - Engagementの対象企業選択と効果の検証
  - Private Engagementデータを使用した分析

馬場・池田・井上（2020DP）

- 機関投資家は、長期でリスクの高い投資である研究開発を促進するか？
- 実証のデザイン
  - 特許出願のタイミングにおける機関投資家のモニタリング効果に注目
    - t年における研究開発活動の成果として、t年に出願された特許の出願数、取得後の引用数、出願後3年後/5年後特許価値
  - 機関投資家モニタリングの計測
    - Chen et al. (2007)
    - 機関投資家のモニタリング・インセンティブは個々の企業に対する投資規模と相関（持分比率）
    - 投資先企業へのアクセスの容易さにも依存

馬場・池田・井上（2020DP）

サンプル：2004～15年、日本企業

VARIABLES	(1) application	(2) application	(3) citation	(4) citation	(5) 3-year-value	(6) 3-year-value	(7) 5-year-value	(8) 5-year-value
国内機関投資家持株比率	1.635***	1.698***	2.184***	2.253***	3.468***	3.509***	4.411***	4.479***
	(0.175)	(0.171)	(0.202)	(0.197)	(0.435)	(0.424)	(0.445)	(0.433)
海外機関投資家持株比率	-1.469***	-1.498***	-1.933***	-1.965***	-3.121***	-3.078***	-4.843***	-4.938***
	(0.251)	(0.245)	(0.284)	(0.276)	(0.621)	(0.605)	(0.668)	(0.654)
R&D/売上高		10.77***		11.70***		20.20***		22.82***
		(0.533)		(0.613)		(1.199)		(1.338)
Constant	-12.98***	-11.76***	-15.32***	-14.00***	-23.62***	-20.77***	-21.32***	-19.10***
	(1.449)	(1.411)	(1.687)	(1.648)	(3.344)	(3.236)	(3.609)	(3.490)
Observations	14,181	14,181	14,181	14,181	10,789	10,789	10,588	10,588
R-squared	0.634	0.653	0.630	0.646	0.547	0.567	0.537	0.558
Control Variables	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year Dummy	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry Dummy	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

- 国内機関投資家と海外機関投資家で異なる側面にモニタリングの効果を発揮
- 国内機関投資家は、地理的近さを活かした詳細なモニタリングを実施
  - クロスカントリー分析によるLuong et al. (2017）と反する結果
  - Ide, Rhee and Takehara (2019DP)と整合的

2SLS（操作変数法）

VARIABLES	(1) application	(2) application	(3) citation	(4) citation	(5) 3-year-value	(6) 3-year-value	(7) 5-year-value	(8) 5-year-value
機関投資家持株比率	6.604***	4.239***	9.407***	6.819***	5.829**	0.295	1.553	-3.053
	(1.306)	(1.126)	(1.633)	(1.405)	(2.879)	(2.670)	(2.490)	(2.466)
R&D/売上高		10.87***		11.89***		20.36***		22.77***
		(0.449)		(0.560)		(0.919)		(1.033)
Constant	-4.621*	-6.590***	-3.497	-5.652**	-17.74***	-21.27***	-19.78***	-24.07***
	(2.432)	(2.118)	(3.040)	(2.642)	(4.660)	(4.371)	(4.767)	(4.724)
Observations	12,882	12,882	12,882	12,882	10,574	10,574	10,579	10,579
R-squared	0.458	0.584	0.354	0.506	0.513	0.567	0.535	0.543
Control Variables	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year Dummy	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry Dummy	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

- 2010年12月から日本銀行によるETF購入が始まり、機関投資家の保有比率が顕著に増加しているが、これは外生的な機関投資家比率の上昇とみなせる
- 2010年以降の期間について日経225ダミーと日経225新規組み入れダミーをIVに採用した２SLSでも同じ結果

投資家のモニタリングを変化させる要因

- スチュワードシップ・コード
  - 機関投資家のモニタリングを強化し、エンゲージメント（対話活動）の質を高め、その株式保有とガバナンスにおける責任の透明性を高めることを目的とする (Ernst & Young, 2017).
- Stewardship Code of UK (2010)
  - The code aims to **enhance the quality of engagement** between institutional investors and companies **to help improve long-term returns to shareholders and the efficient exercise of governance responsibilities**

Shiraishi, Ikeda, Arikawa, and Inoue (2019)

- スチュワードシップ・コード導入の投資先企業への効果を検証
  - 各国におけるコード導入をモニタリングの強化をもたらす制度変更とみなす
    - 批判としてはコード導入タイミングが内生的に決定、企業が事前に導入予測など
  - 2014年までの導入国13か国を対象
    - 異なるタイミングでのコード導入を活かす
  - 機関投資家保有比率の高い企業ほど、コード導入によるモニタリング強化の影響受ける

スチュワードシップ・コード導入国

country	Year (1)	Activism guidline (2)	Collective engagement (3)	ESG and Sustainability (4)
United Kingdom	2010	1	1	0
Netherland	2010	1	1	1
Canada	2010	1	1	0
SouthAfrica	2011	0	1	1
Switzerland	2013	0	0	0
Italy	2013	1	1	0
Japan	2014	0	0	1
Malaysia	2014	0	0	1
Hong Kong	2016	1	1	0
Taiwan	2016	0	0	0
Brazil	2016	0	1	1
Singapore	2016	0	1	0
Denmark	2016	1	1	0

コード導入の企業価値への効果（DiD）

Regression type	OLS		2SLS	
Dependent variable	Tobin's q	Tobin's q	Tobin's q	Tobin's q
Institution * PostSC	0.00912***	0.00510**	0.0154***	0.0129***
	(0.00241)	(0.00205)	(0.00526)	(0.00391)
PostSC	-0.0586	0.0151	-0.194	-0.158
	(0.137)	(0.131)	(0.180)	(0.160)
Institution	0.00289	0.00372	-0.000267	0.000350
	(0.00218)	(0.00391)	(0.00340)	(0.00520)
Size	-0.165**	-0.842***	-0.162**	-0.845***
	(0.0695)	(0.0641)	(0.0731)	(0.0637)
Cash Holding	1.801***	0.0179	1.808***	0.0363
	(0.318)	(0.255)	(0.310)	(0.238)
CAPEX	1.046**	-0.251	1.097***	-0.197
	(0.422)	(0.329)	(0.409)	(0.302)
R&D	0.0439**	0.0205***	0.0434**	0.0210***
	(0.0184)	(0.00507)	(0.0177)	(0.00527)
Leverage	0.0136	0.0236***	0.0134	0.0237***
	(0.0263)	(0.00670)	(0.0253)	(0.00674)
GDP	0.580**	0.698***	0.611***	0.752***
	(0.231)	(0.222)	(0.228)	(0.213)
FDI	-0.332	-0.210	-0.238	-0.0865
	(0.681)	(0.705)	(0.615)	(0.637)
Rule of Law	-1.505*	-1.341*	-1.391*	-1.197*
	(0.810)	(0.752)	(0.763)	(0.715)
Year	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	NO	YES	NO
Country	YES	NO	YES	NO
Firm	NO	YES	NO	YES
Observations	38861	38249	38861	38249
R-squared	0.264	0.718	0.263	0.166

- 13か国のコード導入前後3年を分析
  - IV:機関投資家の国・年・産業平均
- 機関投資家比率とコード導入後ダミーの交差変数が正
  - 主効果は有意でない
- コード導入が機関投資家のモニタリング強化につながることを示唆

検定:国クラスター標準誤差

差分の差の検証（導入前後各3年DiD）

Regression type	OLS	2SLS
Dependent variable	Tobin's q	Tobin's q
Institution * PreSC2	-0.000295	0.00655
	(0.00248)	(0.00500)
Institution * PreSC	-0.00159	0.00319
	(0.00296)	(0.00735)
Institution * PostSC0	-0.000735	0.00795
	(0.00284)	(0.00545)
Institution * PostSC1	0.00871**	0.0243***
	(0.00330)	(0.00892)
Institution * PostSC2	0.00608**	0.0184**
	(0.00256)	(0.00720)
Institution * PostSC3	0.00495	0.0168***
	(0.00439)	(0.00509)
pre_scm2	0.140*	0.00463
	(0.0787)	(0.0886)
pre_scm1	-0.0870	-0.198
	(0.210)	(0.282)
post_sc0	0.167	-0.0303
	(0.198)	(0.234)
post_sc1	-0.297	-0.689
	(0.331)	(0.446)
post_sc2	-0.0456	-0.352
	(0.229)	(0.318)
post_sc3	0.252	-0.0845
	(0.297)	(0.238)
Institution	0.00390	-0.00134
	(0.00408)	(0.00564)

- 導入後の期間のみ企業価値への正の効果を確認

⇦ 機関投資家保有比率と導入後ダミーの交差項が有意

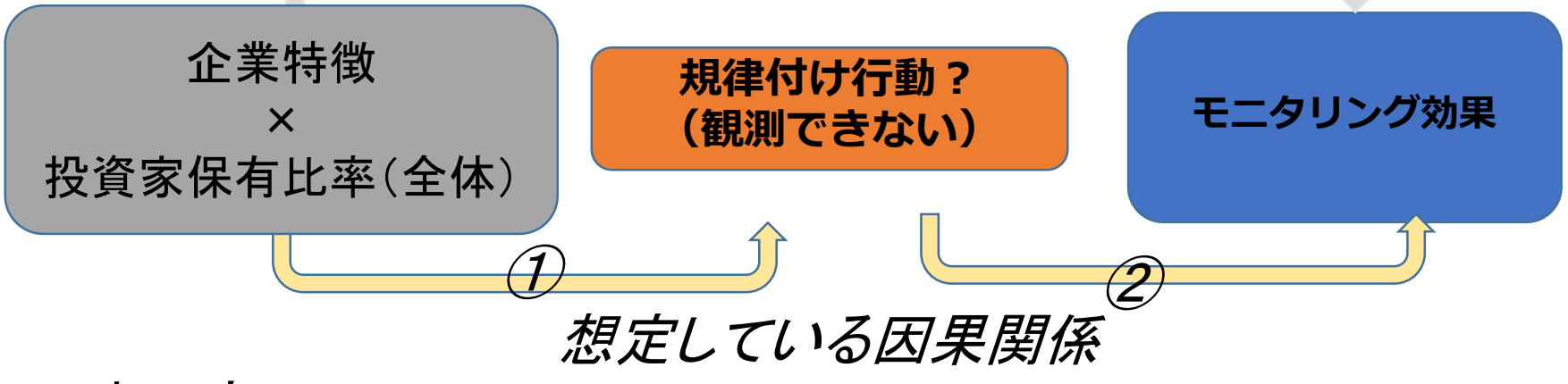
⇦ 導入事前期間との交差項、主効果はいずれも有意でない

日高・池田・井上（2021）

- 機関投資家は、どのようにエンゲージメント対象企業を選択しているか？
- エンゲージメントは企業にどのような効果をもたらすか？
- Private Engagementを機関投資家自身の記録から観測
  - アクティビストのPublic Engagementでなく、一般機関投資家のPrivate Engagementを分析
  - これまで観測困難な変数を直接観測

先行研究との違い

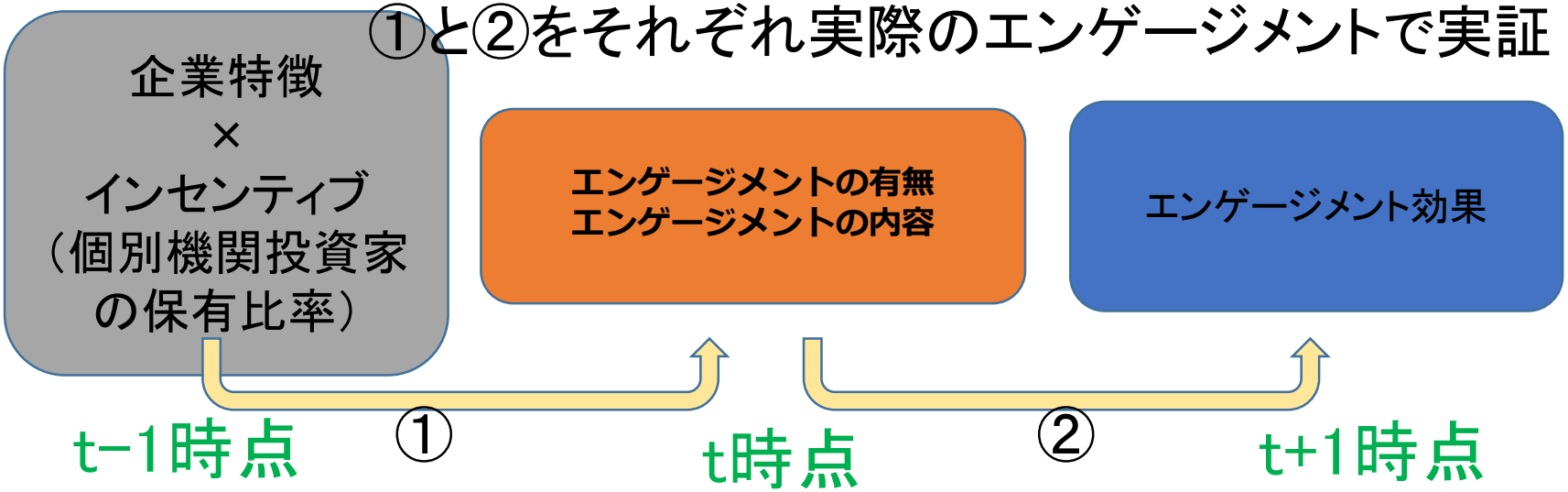
従来の研究　　①＋②　⇦ 実際の実証



想定している因果関係

本研究

①と②をそれぞれ実際のエンゲージメントで実証



エンゲージメントに関する研究

- 過去20年で数えるほどしかない（データがない）
- Carleton et al. (1998)
  - 米国大学教職員退職年金/保険基金による1992年から1996年の45社に対するエンゲージメント活動を分析
  - 合意できなかった29%を含め最終的に95%で最終的に会社は提案に従う
- Dimson et al. (2015)
  - Activeな機関投資家のエンゲージメントにより正の超過収益率が発生（特にCG、異常気象）
  - アセットマネージャーに高い保有をされている企業（動機）、パフォーマンスが低い企業、劣ったガバナンス構成の企業（課題）、社会からの評判が重要な企業ほどエンゲージメントのターゲットになる確率高い
- Becht et al.(2019DP)
  - Fund Managerの投資判断はエンゲージメント結果の影響を受け、その結果を受けた取引は超過リターンを生む

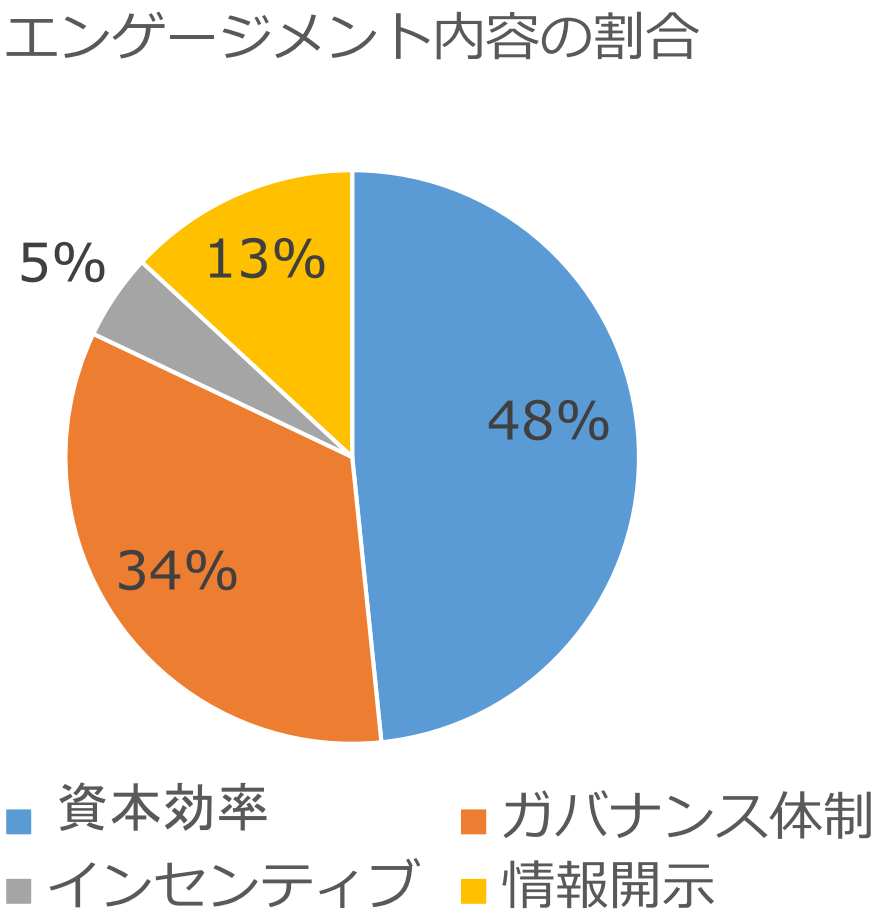
機関投資家間の連携

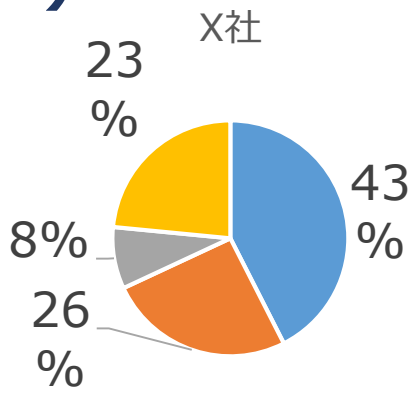
- Edmans and Holderness (2017)
  - 投資家は独立した存在ではなく、相互に影響を与え、協調行動を採ることもある
- Crane et al. (2019)
  - 機関投資家間の連携はVoiceによるガバナンスを強化すると報告
- 日本では集団エンゲージメントはまだ実績としてほとんどないが、2社以上のエンゲージメントはそれと類似した効果を持つと予測

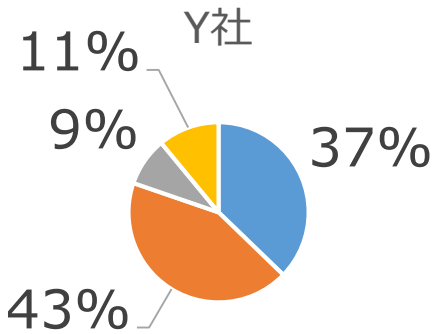
エンゲージメントデータ

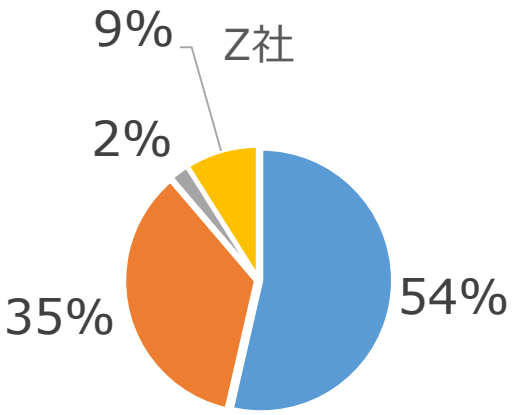
- 大手機関投資家3社よりエンゲージメントデータを取得
  - 2019年に約30社の機関投資家にデータ提供を呼びかけ
    - 3社が自発的に呼びかけに応じた
  - 3社ともパッシブとアクティブの両方の運用を行っており、その両方のマネージャーの問題意識に沿ってアナリストやエンゲージメントチームが対話を行っており、個々のエンゲージメントをパッシブ、アクティブに分割は出来ない
- X社：2017～2019年（583エンゲージメント、307社）
  - 1企業あたり平均1.9回、CEOとの対話12%
- Y社：2017~2019年（248エンゲージメント、117社）
  - 1企業あたり平均2.2回、CEOとの対話12%
- Z社：2017~2020年（2332エンゲージメント、1010社）
  - 1企業あたり平均2.3回、CEOとの対話31%

ガバナンス（4カテゴリー）









ESエンゲージメントはほぼGと同時に
行われ単体では行われていない

機関投資家による初めての本格的対話

- 各社がエンゲージメントの記録を詳細にデータ化し始めたのは、2017年以降
  - エンゲージメントは2017年以前は低調で、記録を残す動機も低い
- 2017年5月の改訂スチュワードシップコードにおいて、アセットオーナーによる実効的チェック、パッシブ運用における対話等、議決権行使結果の公表の充実などが追加された
  - GPIFのスチュワードシップ活動原則（2017年）導入
  - アセットオーナーである大手年金基金と、アセットマネージャーである運用機関の両方においてエンゲージメントとその管理が重要視された

エンゲージメントのインセンティブ（Logit）

VARIABLES	(1) Eng	(2) Post Eng
Dependent Variable Year	2017~2019	2017~2020
Shareholding	36.87***	48.64***
	(8.081)	(11.55)
Ln (Market Cap)	0.613***	0.716***
	(0.0661)	(0.123)
Share raw return Pre-3 years	0.0616	-2.028***
	(0.321)	(0.304)
Top1 INST Shareholding	3.737***	4.234***
	(0.130)	(0.0407)
Tobin's Q	-0.105	-0.0325
	(0.0827)	(0.103)
ROA	-0.000888	0.00370
	(0.00270)	(0.00277)
Debt Ratio	-0.00966	-0.00603
	(0.0105)	(0.0108)
Constant	-9.990***	-10.97***
	(1.078)	(1.784)
Observations	22,530	31,281
Pseudo R-squared	0.288	0.369
Year Fixed Effects	YES	YES
Industry Fixed Effects	YES	YES
INST Fixed Effects	YES	YES
Cluster	INST	INST

被説明変数
エンゲージメント
実施ダミー

パッシブ・アクティブ各々の対話動機と解釈可能

エンゲージメント動機と対象(Logit)

被説明変数
エンゲージメント
実施ダミー

	保有比率低		保有比率中		保有比率高	
	Shareholding = 0		Shareholding >0 & Shareholding < Median		Shareholding >0 & Shareholding >= Median	
VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Eng	Post Eng	Eng	Post Eng	Eng	Post Eng
Dependent Variable Year	2018~2019	2018~2020	2018~2019	2018~2020	2018~2019	2018~2020
(Explanatory Variables are Lagged 1 Year)						
Ln (Market Cap)	0.899***	0.887***	0.339***	0.426***	0.491***	0.619***
	(0.156)	(0.0338)	(0.0511)	(0.124)	(0.00445)	(0.0169)
Share raw return Pre-3 years	0.107	-2.729	-1.014	-2.022***	0.0309	-2.207***
	(2.648)	(1.697)	(1.246)	(0.469)	(0.229)	(0.253)
Top1 INST Shareholding	-0.974	0.765	1.253	3.615	6.466***	8.765***
	(0.933)	(0.959)	(2.467)	(2.346)	(0.394)	(0.284)
Cash Ratio	0.0175	0.0136	0.00164	0.00227	0.00670**	0.00729***
	(0.0193)	(0.00830)	(0.00503)	(0.00342)	(0.00304)	(0.00272)
Ind-Direc Ratio	0.0219	0.000149	0.000631	0.00910***	0.00596***	0.0106***
	(0.0253)	(0.00851)	(0.00124)	(0.00236)	(0.00123)	(0.000619)
Noninvest-Shares Raio	0.00959	0.000473	0.0231**	-0.000116	0.00175	0.000883
	(0.00732)	(0.000451)	(0.0116)	(0.00230)	(0.00309)	(0.00134)
Posion Pill Dummy	-0.293	-0.450***	-0.167	0.167**	0.219***	0.189**
	(0.353)	(0.0866)	(0.221)	(0.0742)	(0.0795)	(0.0747)
Director Shares	-0.00303	-0.00901	0.00270	0.00619	0.00488	0.00187
	(0.0161)	(0.00756)	(0.00664)	(0.00669)	(0.00571)	(0.00318)
Stock Option Dummy	0.204	0.0793	0.0105	0.0699	0.114***	0.218***
	(0.353)	(0.133)	(0.112)	(0.103)	(0.0352)	(0.0155)
Integrated Report	1.059**	0.838***	0.228*	0.201	0.420***	0.252***
	(0.413)	(0.0909)	(0.124)	(0.172)	(0.0795)	(0.0491)
Tobin's Q	-1.373	-0.626	-0.0785	-0.0863	-0.000631	0.0694**
	(1.056)	(0.755)	(0.0815)	(0.0658)	(0.0161)	(0.0348)
ROA	0.0108	-0.0156	0.0159*	0.00782	-0.0281***	-0.0144***
	(0.0233)	(0.0257)	(0.00864)	(0.00731)	(0.00324)	(0.00502)
Debt Ratio	-0.0378	-0.0151	-0.0260*	-0.0176*	-0.000717	0.00394**
	(0.0436)	(0.0373)	(0.0158)	(0.00997)	(0.000755)	(0.00159)

エンゲージメント・ターゲットの選択

- 機関投資家は株式保有比率が高い、またはポートフォリオウェイトの高い企業に対してエンゲージメント実施
  - アクティブ、パッシブファンドのそれぞれの対話動機と整合的
- ガバナンス上の問題のある企業に対話
  - 株価リターンが低い、現金保有比率の高い、買収防衛策導入、低収益の企業に対して保有比率の高いケースにエンゲージメント実施
- アクセスの容易さも重要
  - 独立取締役比率が高く、統合報告書発行企業に対して対話（Accessibilityと解釈）

（追加分析）企業特性と対話内容の関係

- 資本効率改善のエンゲージメント
  - 現金保有比率が高い、買収防衛策導入、低収益企業に対し実施
- モニタリング改善のエンゲージメント
  - 事前の株価パフォーマンスが低い、現金保有比率が高い、政策保有株が多く、買収防衛策導入、株価水準低く、低収益企業に対し実施
- 報酬、情報開示促進
  - 上記の要因は曖昧な働き
- 対象企業の性格によりエンゲージメントのステージが異なる

ガバナンス体制への効果（OLS）

VARIABLES	Ind-Direc Ratio	Noninvest-Shares Ratio	Poison Pill Dummy	Cash Ratio	Director Shares	Stock Option Dummy
Dependent Variable Year	2018~2020	2018~2020	2018~2020	2018~2020	2018~2020	2018~2020
planatory Variables are Lagged 1 Year)						
Post Eng(total)	1.812***	-0.693	0.0126	0.184	0.353	-0.0109
	(0.622)	(0.440)	(0.0117)	(0.521)	(0.264)	(0.0160)
Post 2nd Eng(total)	0.181	-0.740***	-0.0406**	-0.425	0.805***	-0.00931
	(0.551)	(0.241)	(0.0175)	(0.339)	(0.160)	(0.0158)
Pre Eng(total)	0.342	-0.537	0.0138*	0.0554	0.0905	-1.22e-06
	(0.479)	(0.395)	(0.00828)	(0.412)	(0.212)	(0.0108)
Post Eng × Post Eng. CEO (total)	-0.634	0.238	-0.00768	-0.255	-0.728*	-0.00748
	(0.675)	(0.421)	(0.0177)	(0.562)	(0.396)	(0.0202)
Post Eng × Eng. GovTeam (total)	-0.287	-0.0163	0.00364	-0.100	-0.110	0.0115
	(0.334)	(0.116)	(0.00738)	(0.248)	(0.0967)	(0.00868)
Shareholding(total)	-8.282	9.106	-0.568*	-7.955	-5.919	-0.119
	(14.40)	(7.237)	(0.333)	(11.06)	(6.646)	(0.430)
Top1 INST Shareholding	0.881	-2.457	-0.212	1.738	-3.232	-0.00610
	(5.577)	(2.130)	(0.136)	(5.401)	(2.206)	(0.132)
Ln (Market Cap)	-0.354	-0.0643	0.0105**	-0.216	-0.618***	-0.00543
	(0.357)	(0.285)	(0.00511)	(0.360)	(0.237)	(0.0101)
Debt Ratio	0.00157	-0.0111	0.000514*	-0.0133	-0.0221	-0.000651
	(0.0224)	(0.0127)	(0.000296)	(0.0280)	(0.0156)	(0.000535)
Constant	29.63***	5.754*	0.00921	26.73***	15.13***	0.413***
	(3.758)	(3.031)	(0.0518)	(3.779)	(2.484)	(0.107)
Observations	9,205	7,812	9,308	8,930	9,308	9,308
R-squared	0.157	0.001	0.027	0.003	0.027	0.032

効果に関する分析結果のまとめ

- エンゲージメントはガバナンスを改善
  - 独立取締役比率と経営者持株比率に正、政策保有株式比率、買収防衛策導入に負の効果を持つ
- 複数社の同時エンゲージメントが効果
  - 経営者持株比率、政策保有株、買収防衛策では、複数社のエンゲージメントで効果が出現する
  - 複数の機関投資家の働きかけで経営者も対応
- 追加結果：収益性、企業価値への効果
  - エンゲージメントはROEに正の効果を持つ
  - 詳細な対話内容のある2社のケースでTobin's Qに正の効果

林・木村・井上（2021WP）

year	2017-2018	2017-2018	2017-2018	2017-2019
institutional investor	XY	XY	XY	XY
sample	all	all	all	all
independent variable	E disclosure score	CO2 intensity	S disclosure score	female director ratio
post E eng(XY)	1.486	-0.973*		
	(1.06)	(-2.12)		
pre E eng(XY)	1.683	-1.077*		
	(1.44)	(-2.38)		
post S eng(XY)			0.354	5.772**
			(0.24)	(3.21)
pre S eng(XY)			-0.508	1.483*
			(-0.42)	(2.04)

- 環境・社会エンゲージメント
- CO2排出量、女性役員比率に効果を持つように見えるが、対応に積極的な企業をターゲットにしている可能性も示唆
- まだまだこれからの研究課題

まとめ

- Right Target
  - 現金比率が高い、買収防衛策導入、収益性低いなど問題ある企業に対して対話実施
- Effective
  - エンゲージメント活動が行われた企業ではガバナンス体制、収益性、企業価値の改善がされている
  - 複数の機関投資家のエンゲージメントの対象となることで、企業は対応を強める

今後の株主構成の行方と研究課題

- Passive機関投資家の存在感の増大
  - 米国ではBig Threeと呼ばれる少数のパッシブ機関投資家への資産集中による巨大化
  - 株式市場の情報効率性の向上、年金基金の増大を背景とし、今後は日本でも進む可能性
- Common Ownership（全ての企業の大株主に）
  - 巨大化するPassive機関投資家は個別企業の最適化より全体最適に関心
  - 個別企業の戦略と不一致を起こす可能性
- 機関投資家の連携
  - アセットオーナーの意向が明確化
    - 特にESG
  - アセットマネージャーの連携進む
- 機関投資家の受託者責任とESG問題

パッシブ機関投資家保有比率の上昇

- 米国
  - 2015年にBlackRockなどパッシブ投資家上位3社合計でSP500社に対する株式保有比率は約18%に達し、9割弱の会社において筆頭株主の地位にある（Fichtner et al. 2017）
- 日本
  - 日銀のETF購入、GPIFの株式の委託投資拡大より一部のパッシブ投資家が巨大化
  - BlackRockは電機産業に着目すればソニー、NEC、富士通などほぼ全ての大手企業の株式の5%以上を保有

パッシブ投資家とアクティブ投資家

- パッシブ投資家のモニタリングの効果と限界
  - 独立取締役比率、ペイアウトなど議決権行使を通したモニタリングに強い効果を持つ
  - M&Aやイノベーション投資など複雑なモニタリングは困難
    - Aghion et al. (2013)、Appel et al. (2016)
- アクティブ（特にアクティビスト）、パッシブのモニタリングの役割分担は重要な研究課題

今後の機関投資家と企業の関係

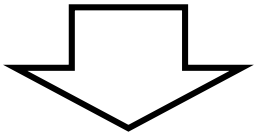
- 機関投資家によるCommon Ownershipの影響
  - 日本ではこれからの研究課題
- モニタリングを強化
  - Kang et al. (2018)
  - 同産業企業を長期に複数保有することでガバナンスの経験が蓄積し、モニタリングが効果的に
- M&Aの買い手の負のリターンの影響は小さく、個々のM&Aをモニタリングする動機を失う
  - Matvos and Ostrovsky (2008), 反論としてHarford et al. (2012)
- 競争制限（外形的にはTrustと同じ状況）
  - Azar et al. (2018JF)
  - 機関投資家のcommon ownershipは、寡占的市場では競争を制限する傾向

機関投資家の連携(Cliques)

- アセットオーナーの意向が明確な環境や社会面は機関投資家の連携が進みやすい
- 30% Club Japan
  - 英国発
  - 日本でもCliqueの幕開け
  - GPIFが2019年参加
- Institutional Investors Group on Climate Change
  - 欧州発、300以上の機関投資家が参加
  - GPIFはIIGCCの流れをくむClimate Action100+にサポーター参加

最終的アセットオーナーは市民

- 銀行、企業グループが主要株主の時代



- 一部大型化する機関投資家が主要株主の時代
- 特にパッシブ機関投資家が長期ブロック株主として成長
  - 流動性とExitの選択肢を失い、モニタリングがリターンの源泉に
  - E・S・Gという相互に方向の異なる側面をどうバランスとるか
  - 最終アセットオーナーである各国市民から、投資先企業と直面するアセットマネージャーまでのエンゲージメント・チェーンの実効性が求められる

Tokyo Tech

ご清聴ありがとうございました





参考文献 1

Aghion, P., J. V. Reenen, L. Zingales, (2013). Innovation and Institutional Ownership. *American Economic Review* 103, 277-304.

Appel I., T. Gormley, D. Keim, (2016). Passive investors, not passive owners. *Journal of Financial Economics* 121, 111–141.

Azar, J., Schmalz, M.C., Tecu, I., 2018. Anticompetitive effects of common ownership. *Journal of Finance* 73, 1513–1565.

Becht M., F. Julian, W. Hannes, (2019). Corporate Governance Through Voice and Exit. Finance Working Paper 633, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3456626

Bethel, J. E., J. P. Liebeskind, T. Opler (1998), Block Share Purchases and Corporate Performance, *Journal of Finance* 53(2), 605-634.

Carleton, W., J. Nelson, and M. Weisbach, 1998, "The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF," *Journal of Finance*, 53(4), 1335-1362.

Chen X., J. Harford, K. Li, (2007). Monitoring: Which institutions matter? *Journal of Financial Economics* 86, 279-305.

Crane, A. D, Koch, A., and Michenaud S., (2019). Institutional investor cliques and governance, *Journal of Financial Economics* 133(1), 175-197.

参考文献２

Dimson E., O. Karakaş, X. Li, (2015). Active Ownership. *The Review of Financial Studies* 28, 3225–3268

Edmans, A. and C. G. Holderness (2017), Blockholders: A Survey of Theory and Evidence, *The Handbook of the Economics of Corporate Governance* Vol. 1, 541-636.

Fichtner, J., E. M. Heemskerk, and J. Garcia-Bernardo, (2017), Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk, *Business and Politics* (April 2017)

Gillan S., L. Starks, (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of Applied Finance* 13, 4–22.

GPIF HP, (2020). 「スチュワードシップ活動原則」. https://www.gpif.go.jp/investment/stewardship/pdf/stewardship_activity_principle.pdf

Grossman S., O. Hart, (1980). Takeover bids, the Free-rider problem, and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics* 11, 42-64.

Hamao, Y. and Matos, P. (2018), U.S.-style investor activism in Japan: The first ten years, *Journal of the Japanese and International Economies* 48(1), 29-54.

Harford, J., M. Humphery-Jenner, and R. Powell (2012), The sources of value destruction in acquisitions by entrenched managers, *Journal of Financial Economics* 106(2), 247–261.

参考文献 3

Ide, Rhee and Takehara, (2019, The Heterogeneity of Institutional Ownership and Innovation in Japanese Firms. Discussion Paper

Kang J.K., J. Luo, S. Na, (2018). Are institutional investors with multiple blockholdings effective monitors? *Journal of Financial Economics* 128, 576-602.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1998), Law and nance. *Journal of Political Economy*. 106 (6), 1113-1155.

Luong H., F. Moshirian, L. Nguyen, X. Tian, B. Zhang, (2017). How do foreign institutional investors enhance firm innovation? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 52, 1449-1490.

Matvos, G. and M. Ostrovsky. (2008). "Cross-ownership, returns, and voting in mergers." *Journal of Financial Economics*, 89(3): 391–403.

Segal (2019) 'History made: U.S. passive AUM matches active for first time', Institutional Investor Website

Shiraishi, Y., N. Ikeda, Y. Arikawa, and K. Inoue (2019), Stewardship Code, Institutional Investors, and Firm Value: International Evidence, *RIETI Discussion Paper* 19-E-077

Shleifer A., R. Vishny, (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94, 461-488.

Zitzewitz, E. 2006. How widespread was late trading in mutual funds? *American Economic Review* 96 (2), 284-289.

参考文献４

井上光太郎 ・加藤英明 (2007), 「アクティビストファンドの功罪」, 『経済研究』58(3), 203-216

内田交謹（2001）、「メインバンク関係と日本企業の経営効率性 ーバブル期前後における実証分析」、『経営財務研究』21(1),41-55.

企業価値レポーティング・ラボ HP, (2020). 「国内自己表明型統合レポート発行企業等リスト 2019年版」. http://cvrl-net.com/archive/pdf/list2019_202002.pdf

金融庁 HP, (2017). 「「責任ある機関投資家」の諸原則　≪日本版スチュワードシップ・コード≫改訂前からの変更点」. https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/02.pdf

胥鵬 (2007), 「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」, 宮島英昭編『日本のM&A』（東洋経済新報社）197-221.

田中亘・後藤元(2020),「日本におけるアクティビズムの長期的影響」（JSDAキャピタルマーケットフォーラム論文集）

馬場俊輔・池田直史・井上光太郎（2020)「企業の研究開発活動の成果と機関投資家のモニタリング」、日本ファイナンス学会第28回大会報告論文

日高航、池田直史、井上光太郎 (2021)、「機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果」*RIETI DP forthcoming*

日本取引所グループ HP 「2019年度株式分布状況調査の調査結果について<要約版>」. https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000004tjzy-att/j-bunpu2019.pdf