

書評

村澤竜一著

『機関投資家のエンゲージメント
協調型コーポレートガバナンスの探究』

(中央経済社, 2021年7月)

平山賢一

I. はじめに

2021年6月には、コーポレートガバナンス・コード（企業統治指針）が再改訂され、上場企業が様々なステークホルダーと適切に協働しながら、中長期的な企業価値の向上を促す仕組みの強化が図られている。本書は、上場企業と機関投資家の関係からコーポレートガバナンスの在り方を問うものであり、時節に適ったものといえる。2020年には、機関投資家の行動原則であるスチュワードシップ・コードも再改訂されており、今後の企業と機関投資家の立場について整理する際に大いに貢献するだろう。また、「企業とは何か？」という普遍性のある問いかけについても規範的な立場から論じており、注目に値する。

著者は、今後の経営者と株主との関係について、従来のエージェンシー理論に基づく短期的なコントロール型から、スチュワードシップ理論に基づく長期的な関与型に転換していく重要性を示した上で、それが潜在的なパフォーマンスの最大化につながるという主張を、様々な角度から展開している。特に、機関投資家のエン

ゲージメントについての実証的アプローチは、議論の前提となるファクトファインディングに有用であり、本書の主たる特徴と言ってよいだろう。また、企業経営者・アセットマネージャー・アセットオーナーの三者の関係を概念的に捉え直し、新しい時代の企業像を改めて提示している点は、われわれに有効な思考の枠組みを提供してくれるものと思料する。

II. 本書の構成とその概要

本書は、「機関投資家のエンゲージメントとはなにか」、「機関投資家のエンゲージメントに関する実態調査」、「スチュワードシップ理論に基づくエンゲージメント」の全3部で構成されており、以下の様に序論・第1章～第8章・結論の章立てに沿って議論が進められている。

第1章 機関投資家とコーポレートガバナンス

第2章 エンゲージメントの定義と理論的考察

第3章 対話

第4章 議決権行使

第5章 新たなエンゲージメントの潮流

第6章 英国におけるエンゲージメント
の史的展開

第7章 機関投資家のエンゲージメント
の在り方

第8章 スチュワードシップ理論に基づ
くエンゲージメント

以下、第1章から第8章の内容を概観したい。

第1章の「機関投資家とコーポレートガバナンス」では、機関投資家の役割を経済機能（情報仲介・所有仲介・利害調整機能）から確認した上で、コーポレートガバナンスへの関与の歴史の変遷を記している。1980年代以降の株式保有構造によれば、株式持ち合いを中心とするインサイダー保有と機関投資家等によるアウトサイダー保有は、2000年に逆転したものの、依然としてインサイダーの影響が多い。著者は、ステークホルダー間の利害調整機能が有効にはたらくためには、機関投資家はその役割を認識して行動すべきであるとしている。

さらに、「企業の制度化」の歴史的过程として、わが国の場合には、高頻度の大量取引で莫大な資金を動かす機関投資家が主導する投資家資本主義ではなく、長期的な視座に立つ機関投資家が、協調を軸としたエンゲージメントを通じて、長期的企業価値の向上を目指す方向が望ましいと主張している。

第2章の「エンゲージメントの定義と理論的考察」では、コーポレートガバナンスの理論的枠組みを確認した上で、エンゲージメントに関する先行研究を整理している。まず、エンゲージメントについて、「対話を通じて、企業と機関投資家が双方の認識を共通のものとし、相互

の持続的な関係を確立させ、企業を新たな方向に進化させる変革を試みるもの」と定義することで本書全体の立ち位置を明らかにしている。

この立場は、ステークホルダー間の利害調整機能を強調したものであり、その背景には、機関投資家と企業経営者の二者間関係への過度な拘りを解消すべきとの著者の意図があると言えよう。これは、現代の機関投資家と企業の間を、コントロール・アプローチの論拠であるエージェンシー理論のみで説明するには限界があり、コラボレイティブ・アプローチを論拠とするスチュワードシップ理論によって捉えるべきという立場である。両者はいずれも株主価値の最大化を目指す経営者を前提としているものの、経営者の人間行動や動機付けには違いがあることを再認識すべきとの視点から、エンゲージメントについても再定義していくべきと説かれている。

第3章の「対話」では、日本の上場企業と機関投資家に対する意識調査をもとに、両者の認識ギャップを明らかにしている。東証第一部・第二部上場企業253社のコーポレートガバナンス担当役員、スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した日本拠点を有する機関投資家34社の最高投資責任者（CIO）から回答を得た「コーポレートガバナンスに関する意識調査」から、対話における機関投資家と投資先企業の認識乖離を整理している点は、大変興味深い。具体的には、コーポレートガバナンス・コードの導入により、（1）取り組みの変化に関する認識、（2）取締役の実効性に対する認識、（3）サクセッションプランに対する認識、（4）企業価値の認識、（5）資本コストの認識、（6）環境・社会に対する認識、（7）開示情報に対する認識、（8）開示情報（ガバナンス）に対

する認識という8つの側面からの認識ギャップを明らかにしており、本書における実証研究としての価値を高めるものであると言えよう。

本調査の結果で特に注目すべきは、(6)について「投資家は収益機会よりもリスクの側面を強く意識している点が、企業の見方と異なっていた」ところであろう。企業側は、環境・社会に対して「自社製品・サービスで貢献」しているというトップライン(売上)拡大を意識し、SDGs (Sustainable Development Goals) に着目した共通価値の創造 (CSV ; Creating Shared Value) に注目している。企業は、事業活動を通じて社会的な課題を解決し、「社会価値」と「企業価値」を両立させることを収益機会ととらえているわけである。一方、投資家は、ESG投資におけるリスクの側面をより重視する傾向があるため好対照になっている。評者が実践しているエンゲージメントの現場においても再認識すべきポイントであると言えよう。もちろん、これは、(コメントの項でも改めて記すが) ESG投資スタイルにより異なっているのは言うまでもない。ESGリスクを抑制して資本コストを圧縮し、リスク調整後リターンを高めようとする「ESGインテグレーション」において、このギャップは鮮明になるものの、同じESG投資においても「インパクト投資」や「ポジティブ・スクリーニング」では適合しないからだ。この留意点を踏まえても、この検証結果を認識した上でエンゲージメントに活かしていくことが可能であろう。

尚、本調査が実施された時期は2017年8月から9月の期間であり、欲を言えば2021年に実施されたコーポレートガバナンス・コード改訂後についても、同様の意識調査を実施してもらいたい。時系列での比較により、機関投資家と投

資先企業の認識ギャップが変化したか否かについての考察は、本書の目指すエンゲージメントの潮流の変化を明らかにするものであるからだ。特に、2021年改訂の目玉である社外取締役と取引所における上場区分見直しとコーポレートガバナンスについての認識について、両者の認識にどのような共通点と相違点があるのかについては、今後のエンゲージメントを考える上でも大変有用であると考えられる。

第4章の「議決権行使」は、企業へのインタビュー調査に基づく買収防衛策に関する機関投資家の議決権行使について明らかにするものである。近年の買収防衛策を巡る経営者の「経営者保身仮説」と「交渉力仮説」について整理した上で、インタビュー調査において「機関投資家によるネガティブな反応を受けて買収防衛策についての再検討が行われたケース」を紹介している。著者は、機関投資家による議決権行使の方向性が、実際の企業経営方針に影響を与えているという結果に着目し、機関投資家の役割の重要性の再認識をうたっている。

一方、機関投資家の意見や議決権行使の判断が形式的であるという実態が少なからず存在しており、「個別企業の状況に応じた柔軟な対応が困難である」という機関投資家の行動原理には、投資運用メカニズムにおける構造的な問題がある」としている。この批判は、多数の株主総会が集中するわが国の慣例上の問題だけでなく、機関投資家による実質的な議決権行使体制の問題を孕んだものであろう。一方、現実には、形式的基準のみによる議決権行使を実施するというアセットマネジメント会社や信託銀行は、少数派になりつつある。議決権行使についての社会的関心の高まりや、関連企業との利益相反事例に対する注目度の高まりから、相当程

度、個別事案も勘案した精査が実施されるようになってきているからである。むしろ問題にすべきなのは、多数のファンドマネジャーやアナリストを抱えるアセットマネジャーにあって、個別精査案件に関する意見の集約をどのように図るかという運用プロセスにあるかもしれない。たとえば、個別案件に関する担当アナリストによる意見、同じ企業に関与するファンドマネジャーの意見、責任投資担当者の意見などの集約が合理的にかつ速やかに行われるためのプロセスにより、機関投資家でも差異が認められる。このプロセスの適否により、議決権行使の魂が注入されるか否かの境界線が引かれる点は認識すべきであろう。

第5章の「新たなエンゲージメントの潮流」は、機関投資家等へのインタビュー調査に基づき、ESGエンゲージメントと集団的エンゲージメントに関する機関投資家の実態を明らかにするものである。近年のエンゲージメントのアジェンダが、企業業績やガバナンス分野だけでなく、環境や社会といった広範な対話への取り組みへと広がりを見せている点が明らかにされている。この背景の一つとしては、「ユニバーサル・オーナー」という概念の浸透が挙げられよう。ユニバーサル・オーナーとは、「企業活動に伴う外部性などによる市場の失敗の解消に向けて、投資先の企業や産業全体、さらに政策・規制当局にまで積極的な働きかけを行う」機関投資家の概念であり、具体的には気候変動等のシステミックリスクについての対話推進に貢献しているとしている。

さらに英国におけるエンゲージメントの実態調査については、サンプル数の少なさに隔靴搔痒の感否めないが、興味深い課題も記されており有用である。具体的には、英国の投資協会

による「長期投資により生産性を高めるための主な提言」の一つとして、「上場企業は四半期開示を止め、より広範な戦略事項を開示するPublic Position Statementを公表する」ことが掲げられている点である。われわれは、企業の会計ディスクロージャーに関して、半期開示よりも四半期開示の方が企業実態をより詳細に分析・比較できるというメリットがあるため、四半期開示を無批判に受け入れていないだろうか？しかし、英国での潮流はむしろ逆であり、ショート・ターミズムの弊害を回避し、形式的な財務情報開示よりも戦略事項をしっかりと開示していく方向を示しているとの指摘は新鮮であり、わが国における開示頻度と質に関する議論でも参照されるべきであろう。

第6章の「英国におけるエンゲージメントの史的展開」では、機関投資家による関与の歴史が長い英国の史的展開を概観した上で、英国財務報告評議会（FRC）へのインタビュー調査に基づき、ソフトローによるステュワードシップについて考察している。英国の機関投資家のエンゲージメントは、2006年会社法改正でのステークホルダーの考慮義務と開示義務の成文化により、今日の方向性が決定された。その推進にあっては、“comply or explain”アプローチが採用され、わが国のコーポレートガバナンス・コードやステュワードシップ・コードにも影響を与えている。両コードの見直し・改訂は、英国のみならず日本においても順次実施されて変化しているため、その基軸となる英国会社法改正における基本概念の整理が必要になってくる。この点につき本書では、包括的アプローチと多元的アプローチの相違点が整理されており、今後の議論の座標軸として活用可能であろう。

第7章の「機関投資家のエンゲージメントの在り方」では、アセットオーナーに注目しつつスチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの改訂の趣旨から、エンゲージメントの規範的視点が整理されている。インベストメント・チェーンにおいて受託者責任を負う機関投資家は、議決権行使を実際に行うアセットマネジャーだけではなく、そのアセットマネジャーに資金を委託する年金基金等のアセットオーナーも含まれている。投資資金の流れが有機化するためには、アセットマネジャーだけではなくアセットオーナーの積極的な関与が必要であるのは言うまでもない。また、アセットオーナーにおいても、利益相反問題の解消や人材配置の課題を乗り越えていくことで、最終受益者の最善の利益という共通目的のためにエンゲージメントを行うべき点が示されている。

第8章の「スチュワードシップ理論に基づくエンゲージメント」では、スチュワードシップ理論をベースとした機関投資家と企業の関係に関する新たな共通理解が提示されている。その前提として、株主（プリンシパル）と経営者（マネジャー）が、利己的で外発的動機に基づくコントロール志向のエージェントの立場に立つのか、集団献身的で内発的動機に基づく参加（関与）志向のスチュワードの立場に立つのかにより、「囚人のジレンマ」に似た4つの「行動の関係性」が描けるとしている。この立場の違いにより、コーポレートガバナンスのアプローチは、コントロールとコラボレーション（協調）という対照的なものになり、潜在的なパフォーマンスの最大化を図るためには、株主も経営者も共にスチュワードとなる組み合わせを模索すべきであることを示している。

第一に機関投資家と経営者は、共にスチュワードとなる組み合わせであるときに、潜在的なパフォーマンスの最大化が図られると著者は指摘する。そのため、スチュワードを選択する機関投資家は、経営者がエージェントを選択する場合には、エンゲージメントを通じて経営者がスチュワードを選択するように促すべきであるとしている。第二に機関投資家の中でもアセットマネジャーとアセットオーナーの関係も、両者がエージェントの立場に立つかスチュワードの立場になるかにより変化するとしている。特にスチュワードを選択する機関投資家は、アセットオーナーがエージェントを選択する場合には、エンゲージメントを通じてアセットオーナーがスチュワードを選択するように促すべきであると主張している。アセットマネジャーとアセットオーナーが共にスチュワードの立場に立つときには双方の効用が高まり潜在的パフォーマンスが最大化するからである。第三に、実際には、アセットオーナーがエージェントの立場をとる際にはスチュワードの立場をとるアセットマネジャーもその方針に基づきエージェントの立場を取らざるを得なくなるケースが多い。そのため、機関投資家という括りでは、アセットオーナーとアセットマネジャーが、①双方がエージェント、②一部がエージェント、③双方がスチュワードという3つに類型化され、経営者がエージェントとスチュワードの二つの立場にあることから、6通りの関係が考えられるとしている。

筆者は②のケースを意識して、アセットオーナーとしての企業年金は、その年金運用担当者が母体企業の財務経理部門や人事労務部門の人材と兼務しているケースが多く、機関投資家であるはずのアセットオーナーが、経営者を支え

る企業幹部と重複しているという課題を明らかにしている。その上で、機関投資家の中でもアセットマネジャーが主導的にアセットオーナーとの対話を通じてステュワードシップ関係を選択するように促す必要があるとしており、機関投資家の中でもアセットマネジャーが、三者の軸となっていくことが強調されている。

Ⅲ. コメント

以上が本書の内容であるが、特に、「投資で未来は変えられる」とする強い信念のもとで、機関投資家の行動が投資先企業の成長を促し、持続可能な社会の形成につながるのと著者の熱意が節々から伝わってくる力作である。機関投資家が本来の役割を果たさなければ、「機関投資家が企業を選ぶのではなく、企業が投資して欲しい株主を選ぶ時代が来るであろう」との危機意識が、著者の問題意識を現実的な対応と理論的な背景の探求に駆り立てたものと拝察する。このような意義を最大限評価した上で、いくつかの疑問点などをコメントしておきたい。

第一に、「なぜ機関投資家がステークホルダー間の利害調整役を担わなければならないのか？」という点についてのロジックを提示した方が、読者の理解が得られやすいのではないかと。規範的な立場から学際的に機関投資家について考察し、機関投資家がステークホルダー間の利害調整をする役割を果たす意義を説いているため、経営学的な「あるべき姿」を示すだけでなく、経済学的な視点からも論理補完してもよいかもしれないのではないかと。たとえば「コースの定理」からステークホルダー間の分配の問題を機関投資家の役割から整理するなどの視点も考えられよう。

また、機関投資家が長期的な視点に立って企業にエンゲージメント活動を実施する際に、各種ステークホルダーの利害調整をせねばならないと著者は説くが、一部のステークホルダーの利害と長期的な企業価値の上昇は必ずしも一致しないことは十分にあり得る点は注意が必要であろう。長期的な企業価値についての機関投資家の定義と、他のステークホルダーの定義が異なる場合も想定できる。近年の企業の社会性の高まりは、利害調整の複雑化・高度化を加速化させているとも言え、「機関投資家のエンゲージメントコスト膨張⇒機関投資家の利益率低下⇒機関投資家自体の持続可能性低下」という懸念も視野に入れるべきかもしれない。

第二に、「誰が非上場の大企業に対する利害調整役を担うのか？」という課題についても検討の余地があるように思える。上場企業であれば、議決権をもつ機関投資家が関与できるものの、非上場企業においてはその調整役を果たすことは不可能であるからである。しかし、社会に大きなインパクトを与える企業は、上場企業に限らない。そのため環境や社会についてのエンゲージメントを考える際には、上場か非上場かの違いにより機関投資家の役割が変化するという「仕組み上の歪み」は、解決すべきテーマになる。また、エージェントの立場をとる経営者の場合には、ステュワードの立場をとる機関投資家からの圧力を回避するために、エンゲージメントの不調は、企業の非上場化を促すことにもなりかねない。さらに、オーナー経営者の持株比率が高い企業については、相対的に機関投資家の利害調整機能が劣化するという課題についても検討の余地があるように思われる。

第三に、前記した二つの問いにも関連するが、機関投資家は代表的ステークホルダーとし

て調整機能を発揮し、広く自らの行動について説明していかなければならないとしている点について、「なぜ、この説明責任や調整機能を機関投資家だけに負わせるのか?」という疑問が沸く。本書の想定する機関投資家は長期投資を前提とする投資家であるため、対象となる投資家は非常に限られることになるが、限られた一部の投資家にステークホルダー間の調整機能を委ねることは、「企業の制度化」の歴史的プロセスとして妥当か否かという課題が生じる。むしろ、企業の制度化を目指すのであれば、「多様なステークホルダーによるエンゲージメントの要素をビルトインする広範な仕組み」づくりこそ目指すべきとの声もあろう。たとえば、ドイツ企業における従業員によるエンゲージメントや、消費者や地域住民の声を反映する仕組みなどが考えられる。

若干議論は飛躍するが、機関投資家のもつ情報には限りがあり、多くのステークホルダーの利害を正確に把握し難く、多様なステークホルダーの声を正しく収集する能力を機関投資家に期待するのは現実的ではないだろう。情報技術の発展により、各ステークホルダーの利害を企業に集約するなどの体系的な工夫があつてこそ、利害調整が可能になるのではないだろうか。理念的、もしくは規範的に機関投資家が全てのステークホルダーの利害調整を図るという視点は興味深いものの、実現可能性の面での情報集約システムの検討もすべきではないだろうか。従来の銀行等を中心にした企業モニタリングにおいては、貸出先企業の預金口座における資金流出入データという有力なツールを用いて情報生産活動が行われてきた。一方、機関投資家が企業の利害調整の主役になるための有力なツールは何であろうか。企業情報は、フェア・

ディスクロージャーの大原則を通してすべての人々に公平に伝達されるため、銀行における情報生産活動とは異なる立場に機関投資家が立つ点を理解する必要がある。近年では、企業におけるモニタリング機能が銀行等から機関投資家に移行しているという議論があるが、資金流出入データを機関投資家は獲得しえないという点を見過ごしてはならないだろう。

第四に、機関投資家ごとに投資スタイルも異なるため（複数の投資スタイルを採用しているケースもあるため）、機関投資家の多様性を前提にした議論をすべきかもしれない。たとえば第3章の概要でも触れたように、長期投資を前提とする機関投資家によるESG投資にも、いくつかのスタイルがある点には注意が必要である。具体的には、ESGの観点から不適切な企業への投資を避けるネガティブ・スクリーニングもしくはダイベストメント（Divestment）においては、中長期的なESG等のリスクを投資の段階で排除するものであるため、エンゲージメントの機会を前提にしていない。一方、ポジティブ・スクリーニングの場合には、ESGに関する企業の取り組みが収益増進の起爆剤となり、業績向上に寄与することが期待されており、投資先企業と機関投資家の認識ギャップは生じにくくなるはずである。このような観点からも、機関投資家を一元的に考えるのではなく、そのスタイルにより多様な機関投資家が存在していることを前提に議論していくことも検討してはどうだろうか。

第五に、アップ・トゥ・デートなテーマになるが、著者の2021年6月のコーポレートガバナンス・コードの見直しについての見解を聞いてみたい。第6章で整理している英国の歴史的展開について著者は、背景や経験が異なるため、

そのまま採用するのではなく、わが国に適応したものに展開していくべきと記している。英国の事例から導き出されたコーポレートガバナンスの事例は、すべての企業に当てはまると考えることは困難だからであろう。たとえば、スコットランド等の年金資金を中心に長期投資が発展した歴史を背景にした事例と、明治維新时期に台頭した大商人を主軸に所有と経営が分離されない形式を基に発達したわが国の企業とを同一視するのには無理がある。経路依存性に着目すれば、機関投資家と投資先企業の適切な関係という解は、一つに限るものではなく多様性を有するはずだからである。また、両コードが日本においても英国と同じようにソフトロー(Comply or Explain)によるアプローチを採用して柔軟性確保に努めている点は、妥当性の判断を市場に委ねることが可能であるとして評価

されている。一方で、2021年のコーポレートガバナンス・コードの見直しにおける「取締役会の機能発揮」と「サステナビリティを巡る課題への取り組み」が、取引所上場区分の見直しと関連付けられたため、強制力を伴いつつプレッシャーを企業に与え、ソフトローの範疇を逸脱したとの声もある。この点について筆者の見解を是非うかがってみたい。

以上、5点につきコメントしたが、本書は、丹念にエンゲージメントについての実態を、エンジェントとスチュワードの立場を区分して整理した点で、実務的にも学術的にも大きな貢献であり、今後の同領域を巡る議論の一里塚になるであろう。

(東京海上アセットマネジメント株式会社
執行役員)