

# 機関投資家のエージェンシー問題\*

田 代 一 聡

## 要 旨

経済学において、機関投資家は、運用資産の大きな投資家としての側面に焦点を当てられる事が多いが、資金運用の委託を受ける代理人(エージェント)としての側面も存在する。すなわち、資金を委託する者(以降、委託者)がおり、その者から資金を受託して、運用するのが機関投資家の基本的な立場である。そのため、資金委託者が依頼人であり、機関投資家が代理人となるのは当然のことと言える。

この事を考慮すると、機関投資家は、大きな投資家という側面に注目した場合に想定される、企業経営者との間のエージェンシー問題だけでなく、資金運用の受託者という側面に注目した場合に想定される、資金委託者とのエージェンシー問題にも直面している。経済学の分野において、前者の問題は多くの先行研究が存在し、問題の認識が共有されているように思われる。その一方で、後者の問題はほとんど議論が見られず、問題の認識も共有されている様には思われない。

例えば、近年、機関投資家の行動規範に関する議論が耳目を集めている。これらの議論における機関投資家の立場は、運用資産の大きな投資家としての側面に焦点を当てており、資金運用の受託者という側面に関してはそれほど注意を払っているように思われない。しかし、法学の分野において、受託者責任(あるいは、フィデューシャリー・デューティー)が長年議論されている点を鑑みると、資金委託者とのエージェンシー問題は重要であると考えられる。

この論文では、資金委託者と機関投資家の間で起きるエージェンシー問題について議論を行う。金銭報酬や評判というような要因によって、どのような形で諍いが生じるのかについて概観していく。それにより、今後の機関投資家のエージェンシー問題に関する認識の共有や、機関投資家の統治(ガバナンス)体制の構築の議論等に資することを期待している。

\*この研究は、公益財団法人 トラスト未来フォーラムの助成を受けた成果の一部である。ここに謝意を表す。また、有用な助言をいただいた福田徹氏にも感謝いたします。

そのために、機関投資家の統治の定義についても議論を行う。企業統治において、“統治”という用語が非常に曖昧な使われ方をしているように思われる。そのため、企業統治における“統治”の用語の用いられ方を概観し、それを機関投資家に適用した場合に、どの様に考えることが可能なのかという点について検討をする。

## 目 次

はじめに	(2) 群集行動 (herd behavior)
I. 機関投資家のエージェンシー問題	(3) 定期レポート
II. 機関投資家と資金委託者の摩擦	III. 企業統治と機関投資家の統治の相違点
1. 状況の想定	1. 企業統治の目的
2. 金銭からの報酬	2. 一般の企業と機関投資家の相違点
3. 評判 (reputation)	結び
(1) Prendergast and Stole (1996)	

## はじめに

経済学では依頼人（プリンシパル）と代理人（エージェント）の間に生じる諍いを、エージェンシー問題と呼んでいる。この問題は、代理人が自己の利益を追求する過程で、依頼人へ損害を生じさせる状況を取り扱っている。機関投資家は資金運用を委託する投資家の代理人であり、エージェンシー問題と無縁ではいられない。

機関投資家のエージェンシー問題を整理することが、この論文の目的である。

機関投資家のエージェンシー問題と言っても、二つの問題が考えられる。一つは機関投資家の投資家としての側面を見たエージェンシー問題であり、もう一つは、上で述べた様な機関投資家の受託者としての側面を見たエージェンシー問題である。

前者については、投資家である株主と企業経営者の間のエージェンシー問題という形で30年

以上に渡り非常に多くの研究が成されてきた。一方、後者の受託者である機関投資家とその資金委託者の間のエージェンシー問題を取り扱った文献はそれほど多くない<sup>1)</sup>ため、この問題に対する共通認識が定まっているとは言い難い。この論文では後者のエージェンシー問題に着目し、この問題を概観する。

また、統治（ガバナンス）機構の目的の一つはエージェンシー問題の緩和・解消にあると考えられるため、存在する問題が明確でなければ、有効な統治体制の構築は望めないであろう。そのため、機関投資家が有効な統治体制を構築するためには、資金の委託者との間にどのような摩擦が存在するのかを認識する必要がある。この論文で受託者である機関投資家とその資金委託者との間のエージェンシー問題を概観することで、機関投資家の統治体制の議論へ資することができれば幸いである。

論文の構成は以下の通りである。次節では、機関投資家と資金委託者の間のエージェンシー問題の想定について記述する。次に、機関投資

家と資金委託者の摩擦の原因について概観する。また、どのような形で摩擦が生じるのかを考察する。そして、機関投資家の統治の定義に関する問題に関して考察を行う。最後に、今後の議論等に触れて、結びとする。

## I. 機関投資家のエージェンシー問題

この論文で取り扱うのは、機関投資家とその資金委託者との間の摩擦である。

機関投資家とその資金委託者の関係は、一般的な依頼人（プリンシパル）と代理人（エージェント）の関係として理解できる。この関係に関する経済学的な分析は Ross [1973] を嚆矢としている。企業金融論では、Jensen [1983] が、この枠組みを株主と企業経営者に持ち込み、以降様々な株主と企業経営者の間の摩擦・問題について議論が行われている。

依頼人と代理人の摩擦の原因は、“ある行動から得られる両者の効用に違いが存在する”ことにある。もし、得られる効用が同じであれば、代理人が最も好んで選択する行動は、依頼人にとってもまた最も好ましい行動である。しかし、両者の効用に違いがあると、代理人が好んで選択する行動は、依頼人にとって最も好ましい行動ではない可能性が生じる。代理人が選択する行動が、依頼人にとって最も望ましい行動でないこと、これがここで言及している“摩擦”である。

この“摩擦”が存在する重要な前提として、情報の非対称性が挙げられる。この場合は、資金委託者と機関投資家で保有している情報に差があることを指す。情報の差とは、単に市場に関する情報量の違いだけでなく、機関投資家が

取った行動を資金委託者が全て観察できないという形の違い<sup>2)</sup>も指している。資金の委託を行う以上、資金委託者よりも受託した機関投資家の方がより優れた情報を持っていると考えるのが自然であろう。

ただし、情報の非対称性が存在すれば、直ちに摩擦が起きるかという点、そうではない。情報の非対称性が存在したとしても、機関投資家が資金委託者に対して忠実に行動するのであれば、資金委託者にとって最適な行動がとられるのは自明である。そのため、情報の非対称性は、摩擦が生じるための土壌と考えることができる。なぜなら、情報の非対称性が無ければ、各状況でどのように投資するかを記述し、これが破られた際には多額の賠償を要求するという契約を結ぶことが原理的には可能である<sup>3)</sup>。このような契約が結べれば、資金委託者と機関投資家の間に摩擦を生まない行動が実行される。

以下のような状況を想定してみる。機関投資家は投資のリスク水準を決定する。委託者には、経済の好況・不況の状態に応じて最適なリスク水準が存在する。経済の状態が好況であれば、高いリスク水準で投資したほうが良く、経済の状態が不況であれば、低いリスク水準で投資したほうが良いとしよう。まず、情報の非対称性が存在しなければ<sup>4)</sup>、すなわち、委託者にも機関投資家にも経済状態が分かり、どのようなリスク水準の投資を機関投資家が行ったのかが分かる点としよう。この機関投資家が、自由に行動決定するのならば、“なんらかの理由で”どのような状況でも低いリスク水準の投資をしようとするならば、委託者は「経済の状況が好況のときに、高いリスク水準の投資を行わないならば、莫大な賠償を求める」という条項を入れた契約を結ぶことにより、機関投資家が好況

の経済状態において低いリスク水準を選択することを防止し、最適なリスク水準の選択が成されるのである。

しかし、情報の非対称性があることで、すなわち、資金委託者に観察できない情報が存在することで、上記のように摩擦のない投資行動を行わせるような契約を結ぶのが不可能となる。

例えば、仮に委託者に経済の状態が分かったとしても、機関投資家がどのようなリスク水準の投資を行ったか分からない場合を想定してみる。この場合は、上で述べたような条項を入れたとしても、機関投資家が、経済状態が良いにも関わらずリスク水準の低い投資を行うことが可能となってしまう。何故なら、どのようなリスク水準の投資が行われたか分からない委託者は、罰則規定を履行することは出来ないためである。それにより、機関投資家が委託者にとって望ましくない行動を取ることを抑制することが出来ないのである。

このような意味で、情報の非対称性の存在は、機関投資家と資金委託者のエージェンシー問題においても重要であると言える。

機関投資家とその資金委託者の摩擦について、今まで認識が無かったかという点、そうではない。長年に渡り法学において、機関投資家の受託者責任について議論されて来ている<sup>5)</sup>、経済学においては、どのような報酬設計をすることで、機関投資家の最適なインセンティブを与えられるか、に関する文献が存在する<sup>6)</sup>。

しかし、代理人である機関投資家が依頼人である資金委託者にとって好ましくない行動を取ってしまう原因である、両者の選好の違いについて論じている文献は見当たらない。この論文では両者の選好の違いを概観し、その選好の違いからどのような摩擦が生じるのかを考察し

ていく。

この節の最後に、機関投資家と委託者の間のエージェンシー問題は現実世界を非常に簡略化しているという点に留意する。例えば、代表的な機関投資家である年金基金を想定してみると、単純なエージェンシー問題の設定だけでは十分に現実的とは言いがたいように思われる。

年金基金は、通常、委託された資金の運用を、運用者へ委託している。そのため、さらに委託者と受託者という、プリンシパル-エージェント関係が、年金基金と運用者の間でも生じているのである。

このような現実の存在は認識しているものの、単純な想定でなければ、問題の所在が分かりにくくなってしまいうため、非常に単純な資金委託者と機関投資家間のエージェンシー問題のみを取り扱う。

## II. 機関投資家と資金委託者の摩擦の原因

この節では、機関投資家と資金委託者の効用の違いを概観していく。最初に想定する状況の定義を行い、その後、特に重要だと考えられる、金銭報酬と評判がどのように機関投資家の行動に影響するのかを見ていく。ここで、評判を取り上げる理由の一つは、Suto and Toshino [2005] で機関投資家は顧客の評判に敏感に反応するという事実である。

### 1. 状況の想定

次項以降のために、状況の想定を整理する。機関投資家が運用する運用対象資産の価格付けにおいては、CAPM が成立している世界を想定する。ただし、これから着目する機関投資家

やその資金委託者はCAPMの結果得られるポートフォリオのリスクとリターンを正確には知らないと仮定する。そして資金委託者は正確に知ることができないが、機関投資家は適切にコスト<sup>7)</sup>を支払うことで、正確にリスクとリターンの情報を把握できると仮定する。ただし、ここで着目する機関投資家は市場全体から見ると非常に小さな存在で、その行動によりCAPMの均衡を変えることは出来ないということも併せて仮定する。

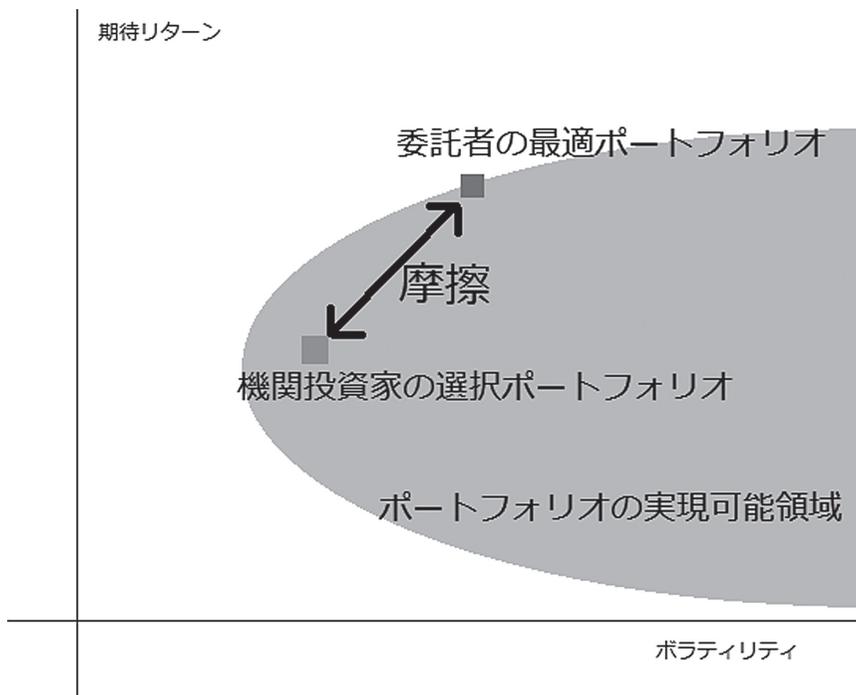
また、機関投資家の効用について着目し、様々な要因を考慮していくために、資金委託者の効用には焦点を当てない。そこで単純化のために、資金委託者が委託する資産の運用について最適なリスク・リターンのバランスが存在することを仮定する<sup>8)</sup>。これは、市場の状態に応じて、最適なリスク・リターン量が存在すると読

みかえることが可能である。また、この仮定により、資金委託者と機関投資家の“摩擦”をより具体的に定義することができる。摩擦とは、資金委託者から資金を預かった機関投資家が、市場の状態に応じた最適なリスク量を取らないことを指す。摩擦が何を意味するのかをより具体的に図示したものが図表1である。図表1では、委託者にとって最適なポートフォリオと機関投資家が実際に選択したポートフォリオの“ズレ”が摩擦であるということの意味している。

次項以降では、この摩擦(“ズレ”)がどのような想定の下で、どのような摩擦として生じてくるのかということを検討していく。

CAPMのリスクとリターンの情報は一定の期間は変わらないと仮定する。しかし、ある一定の期間ごとにリスクとリターンの関係は変化

図表1 資金委託者と機関投資家の摩擦



〔出所〕 著者作成

し、改めて情報収集の必要がある。この一定の期間を運用期と定義する。

機関投資家を得る効用<sup>9)</sup>は、金銭から生じる効用と、非金銭の要因から得られる効用に分けて考えられる。まず金銭からの効用がどのように行動のインセンティブに影響するかについて検討し、その後、非金銭<sup>10)</sup>の要因の内、評判がもたらす行動のインセンティブへの影響について検討を行う。

## 2. 金銭からの報酬

金銭による報酬は機関投資家の規律付けの為に用いられる一般的な道具であるように思われる。

機関投資家が獲得する金銭報酬として通常2つの種類のもので、着目される。一つは、委託者からの預かり資産の一定割合を受け取る、固定報酬である。もう一つは、利益を挙げるのに成功した際に、得られた利益の一部を受け取る、成功報酬<sup>11)</sup>である。

通常、経済理論では、前者の固定報酬の変化は、運用する際に選択する資産に影響を与えないと考えるのが、一般的であるように思われる。それに対して、成功報酬は機関投資家の行動に影響を与えると考えられている。

なぜなら、成功報酬は投資からの利益が得られなければ、何も報酬が得られないためである。そのため、機関投資家に利益を得ようというインセンティブが与えられる。成功報酬を設定することで、利益を得ようという行動を機関投資家にとらせるインセンティブを与えることが可能となる。それに対して、固定報酬は、どのような運用結果であろうと得られる報酬額が変わらない。そのため、機関投資家は運用結果がどうなろうと気に留めないという発想である。

この部分だけを見ると、成功報酬は機関投資家を働かせるためのエンジンとなり、固定報酬は何の役にも立たない無駄な報酬であるように思われる。

しかし、委託者の観点に立脚したとき、成功報酬のみを与え、固定報酬は与えないという契約が最適かという点、必ずしもそうではない。

まず、成功報酬については二つの問題が生じる。一つは、成功報酬を与えすぎると、委託者の取り分が少なくなってしまうという問題である。もう一つは、成功報酬を目当てにリスクをとりすぎるという問題である。

一つ目の問題は、当然のように思われるが、忘れてはならない重要な点である。いくら機関投資家が資産の運用から利益を得たとしても、その全てが機関投資家に成功報酬として支払われてしまうのであれば、委託者には何の益ももたらさないのである。

成功報酬を与えることで、リスクをとりすぎるという問題は、オプションの問題と類似である。何故なら、運用成績を原資産としたコール・オプションとして成功報酬をみなすことが出来るからである<sup>12)</sup>。そのため、成功報酬の事前の価値はリスクを高めることで価値を増すことが出来る。そして、成功報酬の割合が増えれば増えるほど、リスクを高めることで得られる価値の増加が大きくなり、機関投資家がリスクを高めるインセンティブがより大きくなっていく。そのため、成功報酬を与えすぎること、委託者にとって最適なポートフォリオよりも、よりリスクの高い投資を行ってしまうという結果をもたらす。

成功報酬の存在が機関投資家にリスクをよりとらせるかという問題について、Elton, Gruber and Blake [2003] は、実証研究を行って

る。彼らの研究結果によると、成功報酬の在るファンドと成功報酬の無いファンドのマネージャーを比較している。その結果、成功報酬の在るファンドのほうが、成功報酬の無いファンドよりも、より高いリスクを取るという行動が観測されている。

またそればかりでなく、運用成績が悪かった期の次の期の行動に着目すると、リスクを増やすという行動が観察されている<sup>13)</sup>。この行動についても、先ほどのコール・オプションの想定を用いて、同様に説明できる。

運用期の運用成績に応じて成功報酬が決定されるという状況を想定する。ある期の途中で運用成績が著しく悪くなってしまった場合、マネージャーは運用報酬として、権利行使価格がディープ・アウト・オブ・マネーのコール・オプションを持たされたのと同じ状態である。なぜなら、期の後半の運用成績が少々良い程度では、期の前半の悪い運用成績が影響し、成功報酬が得られず、期の後半の運用成績が大変に良い状況でなければ、成功報酬を手にすることが出来ないからである。

そのため、よりリスクの高いポートフォリオに組み替え、運用結果のボラティリティを増やすような運用を行うのである。オプションの原資産が運用成績であることに着目すると、運用成績が権利行使水準を超えなければ、このマネージャーは利益を得られないため、権利行使水準を超える運用成績を収める確率を増やすために、すなわち、成功報酬を手に入れる確率を増やすためにリスクを増やすことが必要となるのである。

もう一つの報酬体系である、固定報酬は、何も用をなさないかというところではない。一つには、機関投資家のマネージャーが仕事を続け

ようというインセンティブを与えることが出来るし、ある程度の長い期間について考えたときに、やはりインセンティブとして作用すると考えられる。

仕事を続けようというインセンティブとは、もし、固定報酬が無かったとすると、機関投資家のマネージャーにとって、その業を続けるに十分な報酬を得られないかもしれないということである。成功報酬は、運用成績の良し悪しで報酬の多寡が決定される。そのため、リスク回避的なマネージャーを想定すると、リスクの在る報酬のみで支払いを受けるのは、そのマネージャーが曝されるリスクと見合わないため、その仕事を引き受けないで、固定報酬が見込める別の仕事を請けるという選択をする可能性が生じてくる。そのような事態を避けるために、預かり資産の一定割合を受け取るという固定報酬を定めることで、マネージャーを資産運用業に留めることが出来る。

そして、より強調したい点として、固定報酬にも運用を成功させるインセンティブを与える機能が存在するという点である。これについて説明すると、ある程度の長い期間マネージャーが運用を行うという想定に立つと、最初の期に運用を成功させることで、次の期の固定報酬が増加する。何故かという点、一つには預かり資産が運用を成功させたことで増加するという点。さらに、通常、運用に成功した場合、新たな資産の委託を受けるという形で、預かり資産が増加する傾向が見られるためである。

固定報酬が存在するのならば、今期に成功を収めることで、次期以降の報酬の増加が見込める。そのために、成功のための努力やポートフォリオの選択を行うインセンティブを与えることが可能となるのである。

次項では、評判という非金銭的な要因について概観していく。しかし、評判が良い機関投資家となれば、より新規の委託を受けることが出来ると考えることができるので、金銭的な報酬と完全に切り離されたものと考えているわけではないという点に注意されたい。

### 3. 評判 (reputation)

評判の問題は、機関投資家にとって非常に重要なファクターと考えられる<sup>14)</sup>。機関投資家が、自己の評判を気にして行動を決定するというのは極めて自然であるように思われる。なぜなら、機関投資家の評判は資金委託者の行動に影響を与えるためである。通常、機関投資家の評判が悪くなると、資金の新規委託が集まらず、そればかりか、現在委託している投資家も資金の引き上げを行うという行動が見られる。

以下で、評判を気にする機関投資家がどのような行動を選択してしまう傾向があるのかという問題について論考を進めていく。

#### (1) Prendergast and Stole [1996]

まずは、評判に関する興味深い先行研究である Prendergast and Stole [1996] に従って考察していきたい。彼らの研究では、まだ評判を確立する前の時期と評判を確立した後の二つの時期で、大きく行動が変化していることを示唆している。評判の確立前は合理的な水準よりも過剰にコストをかけて情報を取得し意思決定を行い、評判を確立した後は情報取得のコストを過少にして意思決定を行うのである。

この論考を機関投資家に適用して考察する。まず、評判確立前・後は、非常に単純に設立されてからの期間と考えられる。すなわち、設立からの期間が短いファンドを評判が確立される

前と見做し、設立からある程度の期間を経ているファンドを評判が確立された後と見做せるであろう。

難しいのは、それらのファンドがどのような行動を取るのかということである。評判を確立した後の方が比較的簡単であろう。評判確立後の行動は、新しい情報を過少に用いて行動を決定するというのは、新しい情報を用いた投資をせず、“今までの投資のやり方に固執してしまう”と解釈可能であろう。市場の新しい情報をあまり取り入れない結果、リスク・リターンに関する予測が適切になされないため、資金委託者にとって最も望ましい、リスクテイクが行われないこととなる。ここで、確立した後のファンドの問題はどのように新しい情報を取り入れる体制を構築するかという問題である。問題にどのように対処すればよいのかというのは、この論文の目的を超えているのでここでは議論を行わない。

設立から間もないファンドはどのような行動を取るのだろうか。新しい情報を過剰に取得するという事は、先進的な行動を取るという意味で悪くはないように考えられるかもしれない、しかし、過剰なコストは結局のところ委託者へ降りかかってきてしまうため、やはり資金委託者との摩擦が生じてしまうであろう。

以上を簡潔にまとめると、評判を考慮して行動するファンドは、評判の確立前には過大なコストをかけて情報を取得してしまうという問題が発生し、評判の確立後には、リスク・リターン構造の予測方法にバイアスが生じるために、資金委託者と機関投資家の摩擦が起こる、というものである。予測方法のバイアスが摩擦を生むという状況の理解を容易にするために図示しておく。

この図表2では、機関投資家はリスク・リターン構造の予測方法にバイアスが存在するため、濃い領域の中から選択しているつもりとなっている。

しかし、その選択したポートフォリオの真のリスクとリターンは選択したつもりとリスクとリターンよりも右上の位置となっている。そして、そのリスクとリターンは真のポートフォリオの選択領域が分かっていたときに選択されるポートフォリオよりも左下に位置しているのである。

(2) 群集行動 (herd behavior)

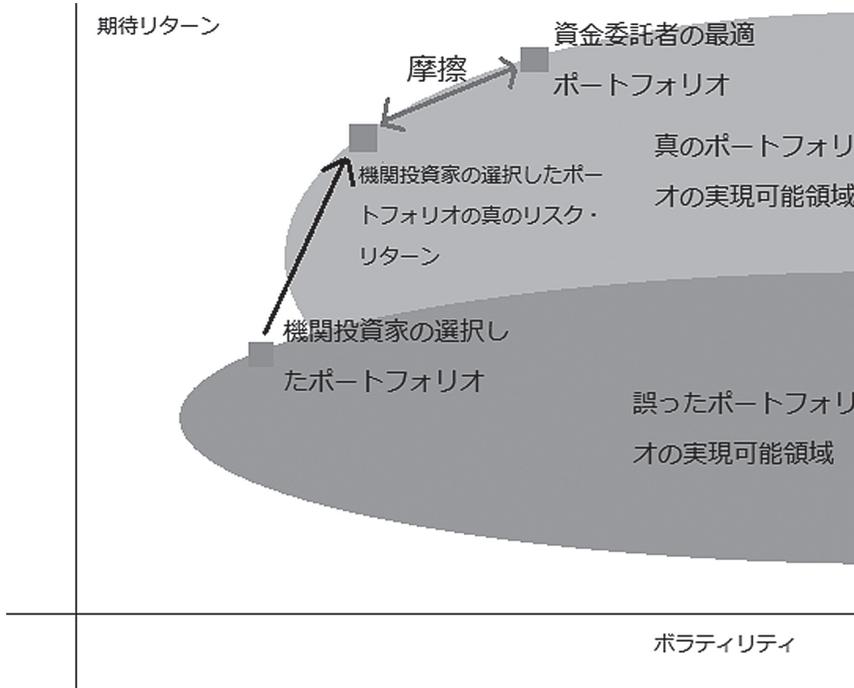
機関投資家によく見られる行動として、群集行動がある<sup>15)</sup>。これは、機関投資家の大勢が同じ行動を取るという行動を指す。Scharfstein and Stein (1990) の示唆から、評判を念頭に

置く機関投資家は、群集行動を取ってしまうと考えられる。この現象は、有名な機関投資家と同じ行動を取ることで、結果が良くなかったとしても言い訳が可能であるためにこのような行動を取ってしまう、と理解すれば分かり易いであろう。有名な機関投資家と同じ行動を取るなら、一見して摩擦は起きないと考えられるが、二つの要因が摩擦をもたらす可能性が考えられる。

まず、各機関投資家が自身の情報を用いていないという要因である。これは情報のカスケードによってもたらされる群集行動の結果もたらされる<sup>16)</sup>。各機関投資家が自身の情報を用いないという行動は、当然、適切なリスクテイクがなされないことを意味しよう。

もう一つの要因として、資金委託者との間のリスク回避度の違いがある。もし、ある機関投

図表2 リスク・リターン構造の予測のバイアスから生じる摩擦



〔出所〕 著者作成

資家にとって資金委託者と摩擦の起きない投資方法であったとしても、リスク回避度の違う別の資金委託者を抱える別の機関投資家にとっては、自明に摩擦が生じてしまう。

これら二つの要因による摩擦が、機関投資家が自身の評判を考慮して行動した時に、起こりうるのである<sup>17)</sup>。

### (3) 定期レポート

多くの機関投資家は、定期的にレポートを発行し、資金委託者に対して運用の結果等を報告している。多くの資金委託者はそのレポートから、機関投資家の評判を決定していると考えられる。

定期的にレポートを発行しなければならないということを念頭に置いた時に、どのように投資を行うのかという問題を考察していきたい<sup>18)</sup>。この問題も評判が確立される前と、評判が確立された後の二つに分けて考察を行う。

まず、評判が確立される前のファンドを想定すると、彼らは華々しい結果をレポートに書きたいというインセンティブが存在するである

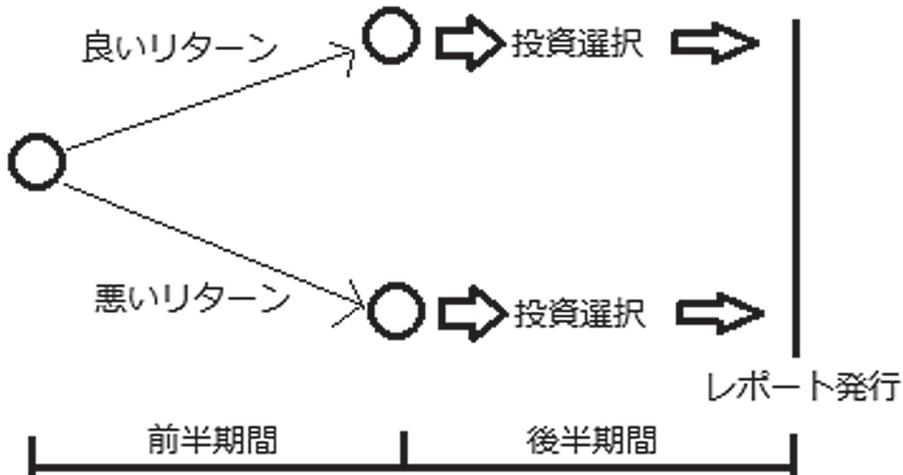
う。華々しい結果を生むためには、当然リスクの高い投資を行う必要がある。これが、まず考えられる摩擦であろう。

一方、評判を確立した後のファンドは、どのような行動を取るであろうか。彼らは確立した評判を落とさないために、保守的な行動を好むのではないかと考えられる。この保守的な行動というのは、リスクを過少に取るという摩擦を生むであろう。

投資レポートの問題を考えたとき、期間中の投資行動の変化についても考慮が必要であろう。そのために、運用期の最後に報告を行うと想定し、運用期の期間を前半と後半の二つの期間に分けて考える。議論の単純化のため、前半は資金委託者との摩擦のない投資を行っており、前半が偶然良いリターンが発生した場合と、悪いリターンが発生した場合の二つの場合を想定する。前半期間と後半期間で、リスク・リターンの構造が同一であると仮定したとき、後半期間の機関投資家の投資行動はどのようなになるであろうか。

まず、後半期間においても、前半期間と同様

図表3 時系列の想定



[出所] 著者作成

に投資するのが摩擦を生まない投資行動であることに留意する<sup>19)</sup>。前半に予想外に多くのリターンを得た場合、機関投資家はリスクイクの量を減らすことが予想される。なぜなら、前半で予想外に大きなリターンが得られたことで、後半はそれを維持することで、良い結果のレポートが出せる可能性が高まるためである。結果として、前半期間に良いリターンが生じたファンドは、後半期間にはリスクイクの量を減らしてしまうという摩擦が生じるのである。

前半期間に良いリターンの生じたファンドが後半期間でよりリスクを取ることがありうるであろうか。おそらく無いであろう。なぜなら、前半期間に築いた良いリターンという足場が存在するため、高いリスクを取ってより良い結果を出したとしても、それほど大きな利得が見込めないであろう。ましてや、リスクを取ることによって前半期間に築いた足場を崩壊させてしまう可能性すらあるため、リスクをより多くとるとは考えにくい。

もう一つの、前半期間に悪いリターンが生じてしまった場合を考察する。前半期間に悪いリ

ターンが生じたため、もし後半期間にリスクを取らなければ、確実に悪い結果をレポートせねばならない。一方で、もしリスクを取れば、ほとんどの場合で悪い結果のレポートになるが、小さい可能性ではあるが良い結果をレポートできるかもしれない。

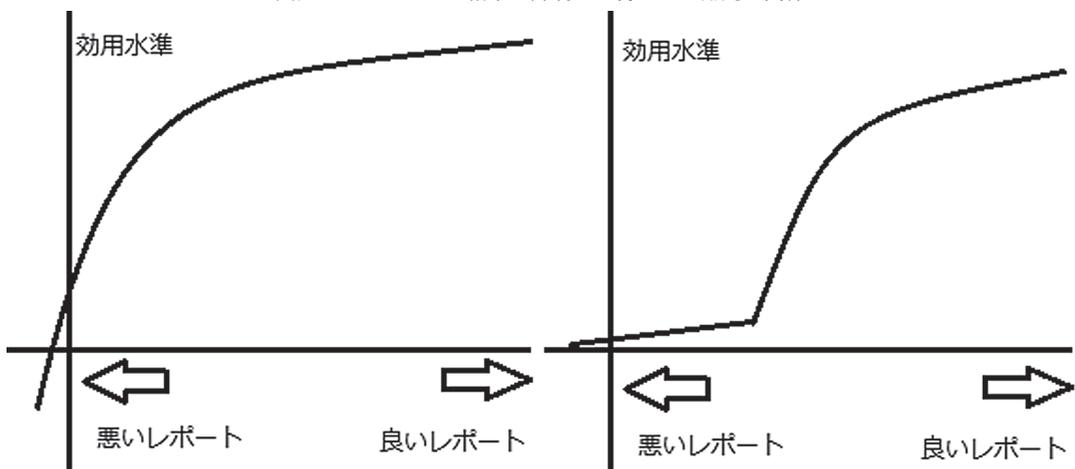
評判に関しても、通常のリスク回避的な効用関数を想定している場合には、もちろんリスクを取らない方を選択するであろう(図表4左)。しかし、もし悪い結果のレポートとより悪いレポートから生じる評判に大差ない場合を想定しよう<sup>20)</sup>(図表4右)。

この場合、よりリスクを取るインセンティブが生じてくる。すなわちこのまま汚名を被るのならば、賭けに出て名誉挽回の可能性に賭けるという行動に出る可能性が想定される。そのため、資金委託者の最適水準よりもよりリスクな投資を行ってしまうことが予想される。

以上で見た定期レポートと同様の行動は、機関投資家の成績が、相対パフォーマンス測定で測られる場合にも起きると考えられる<sup>21)</sup>。

(2)の後半と同様の想定をしてみよう、すなわ

図表4 レポートの結果と評判から得られる効用の関係



〔出所〕 著者作成

ち、レポートの発行時を運用成績の測定時、そして、パフォーマンスを測られるまでの期間を前半期間と後半期間の二つに分けるのである。

そして、同様のロジックで、前半期間にパフォーマンスが良い場合は、後半期間を保守的な投資行動を、もし前半期間に悪いパフォーマンスの場合には、後半期間にはより積極的な投資行動を行うと考えられる。

### Ⅲ. 企業統治と機関投資家の統治の相違点

この節では、機関投資家の統治の定義そのものに関して議論を行いたい。この論文は、機関投資家の統治に関心があるために、機関投資家とその委託者の間のエージェンシー問題に焦点を当てている。そのため、そもそも機関投資家の統治がどのようなものであるのかという点をはっきりさせることに意義があると思われる。

機関投資家の統治の目的は何であるかというのは、実のところあまりはっきりはしない。これは、“統治（ガバナンス）”という用語自体の定義がしっかりと定まっているとはいえない状況であることに起因しているように思われる。

この節では、まず“統治（ガバナンス）”という用語自体の定義をはっきりとさせる為に、企業統治（コーポレート・ガバナンス）の目的がどのように定義されているのかを概観し、その後、機関投資家に企業統治の目的の定義を適用したときに、どのように考えられるのかを示していく。

#### 1. 企業統治の目的の定義

企業統治の目的を定義するにあたって、大きく分けて二つの流儀があるように思われる。

ひとつの流儀は株主の利益を追求するという観点に立脚した定義であり、もうひとつの流儀はステークホルダーを含めた経済厚生を追求すべきという観点に立脚した定義である。

株主の利益を追求する観点に立脚した企業統治の定義の一つは、Allen and Gale (2000) で提示されているように、“経営者が株主の利益を達成することをどのように保証するのか”というものである。これは前節で触れたエージェンシー問題と密接に関連した目的である。すなわち、経営者は自身の利得を考慮して行動し、株主の利益を蔑ろにしてしまうというのがエージェンシー問題であり、どのようにすれば経営者に株主の不利益となる行動を防止し、利益となる行動をとらせることができるかという観点に立脚した目的となっている。

しかし、この問題の定義では狭すぎるのではないかという批判が存在し、これがもう一つの流儀の、ステークホルダーを含めた経済厚生を追究するという観点に立脚した定義である。Tirole [2001] では、“ステークホルダーの厚生を内部化することを、経営者に誘導あるいは強制するような組織を設計すること”として、企業統治を定義している。

すなわち、経営者がステークホルダー全体のことまで考えて行動するような組織作りをし、それによって、あたかも経営者が経済計画者のごとく振舞って経済厚生全体を追究するような行動を選択し、社会的に効率的な状況を達成させるという目的である<sup>22)</sup>。

この論文ではエージェンシー問題について議論するため、基本的に前者の目的に寄与するために、議論が行われるように思われるかもしれない。

しかし、一般的な企業と株主の間の関係と、

機関投資家と資金委託者では置かれた状況に差異があるため、機関投資家にとって、二つの定義の流儀の違いは一般の企業ほど大きく異なることはないように思われる。この点を次項で検討したい。

## 2. 一般の企業と機関投資家の相違点

通常、企業統治論が対象としている一般の企業は、非常に複雑な環境に置かれている。それに比較すると、機関投資家が置かれている環境は幾分か単純であるように見える。

投資プロジェクトの性質の違いも存在するが、ここで重要なのはステークホルダーの違いであろう。

通常の企業は、非常に多くのステークホルダーが介在している。株主・経営者から始まり、従業員、金融機関を含めた債権者、取引先、顧客、地域住民といった多様なステークホルダーが存在する。

それに対して、機関投資家は、いくつかのステークホルダーを除外して考えることができるであろう。

株主に対応する、資金委託者、経営者に対応する機関投資家の運用責任者、そして従業員に相当する機関投資家の運用者は除外することができないであろう。

しかし、工場等の迷惑設備を持たない機関投資家にとって地域住民がステークホルダーに相当するようには思われぬ。また、一部を除いた多くの機関投資家は、資金の貸し手であって、金融機関からの借入は行っていない。

そして、もっとも重要な点は、資金委託者が、一般の企業における顧客という役割もこなしていることであろう。

これらのことを考慮すれば、機関投資家のス

テークホルダーとして資金委託者、運用責任者、運用者、取引先が存在する。運用責任者と運用者を合わせて、資金運用者という単一の主体として考えられるのであれば、資金委託者、資金運用者、取引先の三者が残るのみとなる。

このような想定をすることで、ステークホルダーの厚生を最大にするという目的に沿った企業統治の行動の結果と、株主の利益を最大にする目的に沿って行動させるという目的に沿った企業統治の行動の結果の乖離は、一般の企業ほど大きくはならないであろうということが予想される。

## 結び

この論文では機関投資家と資金委託者の間のエージェンシー問題について考察を行った。この問題に関する先行研究はほとんど見られず、そのため、非常に単純な想定で議論を行っている。単純な想定で議論を行っているため、この論文では、現実に対する完全な理解にほど遠いのが現状であろう。しかし、それでもなお、いくつか重要な知見が得られたように思われる。また、この論文の非常に単純な想定の下でも存在することは、非常に頑健な存在であることを意味するであろう。そのような意味で、重要な問題であることが認識できる。

今後の課題は非常に多く存在する。まず、より現実に近づけて考察する必要がある。証券市場の想定や資金委託者の選好に関してより現実に近づけて考察すべきであろう。また、これらのエージェンシー問題をどのように解決することが可能であるのかという点についても考察したい。特に後者は機関投資家がどのような統治体制を築くべきなのかという点について重要な

示唆を得られる可能性がある為、重要であろう。

### 注

- 1) 資金委託者とファンド・マネージャーの最適契約に関する研究が存在する。
- 2) 機関投資家は当然自身の取った行動は知っているが、資金委託者は機関投資家の行動を知らないという情報の差である。
- 3) このような契約は非現実的である。
- 4) 正確には、契約論における、立証可能性を満たす必要がある。
- 5) 法上における受託者責任については、神田 [2001] を参照。
- 6) 機関投資家の研究は、機関投資家がどのような行動を取っているのかという研究が数多く存在するが、エージェンシー問題について明示的に考察しているのは、機関投資家との最適契約の研究が存在する程度である。
- 7) このコストに、機関投資家の運用者の努力の発揮も含まれる。
- 8) 資金委託者は、ポートフォリオのリスクとリターンの関係を正確には知らないという点に注意されたい。
- 9) 機関投資家の効用として、ファンド・マネージャーの効用を念頭に置いて議論を進める。
- 10) 金銭から生じる効用とは、手数料やインセンティブ報酬等の金銭報酬から得られる効用を指している。非金銭的な効用とは、個人的な利得 (private benefit) や役得 (perks) と呼ばれるものである。
- 11) インセンティブ報酬やパフォーマンス報酬と呼ばれる。
- 12) 機関投資家の効用がリスク回避的であるということを検討している。
- 13) 同様の結果を Orphanide, Athanasios [2013] では部分的に支持している。
- 14) Suto and Toshino [2005] は、アンケート調査によって、我が国の機関投資家のファンド・マネージャーが顧客の評判に敏感に反応していることを示唆している。
- 15) Kim and Nofsinger [2005] は、我が国のデータを用いて、機関投資家に群集行動が見られることを検証している。
- 16) 情報のカスケードについて、例を用いて説明すると、隣り合っている2つのレストラン (A, B) があり、B店がやや好みの店であるという情報を得て、現地に向かってみると、A店はほぼ満席である一方、B店は閑古鳥が鳴いているという状況を考えてみよう。おそらく、私のようなひねくれものを除けば、B店に入るのをやめて、A店へ入店するであろう。その際に、B店がより好みであるという情報を捨てて、A店に入るという行動を取る。他人からは、A店に入るという行動しか観察することができないため、次に来た人は、私の持っていた“B店がより好みであるという情報”を察知することは不可能であり、情報が使われることはないのである。この現象は、実態はB店の方が良いレストランであったとして起こりうる現象であるというのが非常に興味深い。この例は Bikhchandani, Hirshleifer and Welch [1992] に依

拠した、例示である。

- 17) 本論文は、CAPMを前提にしているので無視するが、もう少し一般的な状況では、機関投資家の群集行動が何らかの意味でのミスプライスを生じる可能性も存在する。
- 18) AIJ投資顧問の問題にみられるように、虚偽のレポートを出すという問題も存在するが、ここではこの問題は考慮しない。
- 19) あるリスク・リターン構造に対して最適なリスクテイクの量が決まっているという仮定と、前半期間と後半期間でリスク・リターン構造が同一であるという仮定から導かれる。
- 20) 悪評が付いてしまうことで大きく効用を減らしてしまう、悪評が大きい小さいかということにそれほど差がないというような状況を想定している。
- 21) Frentrop [2012] も相対的なパフォーマンス測定がエージェンシー問題を引き起こす点を指摘している。ただし、彼らのロジックは、本論と異なる。
- 22) 田中 [2015] では企業統治を“完備な契約を締結できないという制約下において、企業を取り巻くさまざまな利害関係者の厚生を増進するために設けられる仕組み”と定義している。

### 参考文献

- 浅野幸弘 [1999] 「年金運用におけるリスク・テッキング：確定給付と確定拠出」『証券アナリストジャーナル』37巻10月
- 神田秀樹 [2001] 「いわゆる受託者責任について：金融サービス法への構想」『フィナンシャル・レビュー』56号3月
- 田中亘 [2015] 「企業統治を分析する視点」, 田中・中林編『企業統治の法と経済—比較制度分析の視点で見るガバナンス—』有斐閣
- Allen, Franklin, and Douglas Gale [2000] “Corporate Governance and Competition”, Xavier Vives ed., Corporate Governance, Chapter 2
- Bikhchandani, Sushil, David Hirshleifer and Ivo Welch, [1992], “A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades”, Journal of Political Economy, Vol.100, No. 5, pp.992-1026
- Brealey, David, and Stewart C. Myers [1999] “Principles of Corporate Finance, 6th Edition”, McGraw-Hill
- Elton, Edwin J., Martin J. Gruber and Christopher R. Blake [2003] “Incentive Fees and Mutual Funds”, Journal of Finance, Vol.58, No. 2,

- pp.779-804
- Frentrop, Paul [2012] “Short-termism of institutional Investors and the Double Agency Problem”, Inaugural Lecture, ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2249872](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2249872)).
- Jensen Michael C. [1986] “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, Vol.76, No. 2, pp.323-329.
- Kim, K.A. and J.R. Nofsinger [2005] “Institutional Herding, Business Groups, and Economic Regimes: Evidence from Japan”, *Journal of Business*, Vol.78, pp.213-242.
- Orphanide, Athanasios [2013] “*Finance and Economics Discussion Series: Compensation Incentives and Risk Taking Behavior: Evidence from Mutual Funds*”, Bibliogov
- Prendergast, Canice, and Lars Stole [1996] “Impetuous Youngsters and Jaded Old-Timers: Acquiring a Reputation for Learning”, *Journal of Political Economy*, Vol.104, No. 6, pp.1105-1134.
- Ross, Stephen A. [1973] “The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem”, *American Economic Review*, Vol.63, No. 2, pp.134-139.
- Scharfstein, David S., and Jeremy C.
- Stein, [1990] “Herd Behavior and Investment” , *American Economic Review*, Vol.80, No. 3, pp.465-479.
- Suto, Megumi and Masashi Toshino, [2005] “Behavioral Biases if Japanese Institutional Investors: fund management and corporate governance”, *Corporate Governance*, Vol.14, No. 4, pp.466-477.
- Tirole, Jean [2001] “Corporate Governance”, *Econometrica*, Vol.69, No. 1, pp. 1 -35.
- (当研究所研究員)