

2018年度
青山学院大学審査学位論文

指導教員 北川 哲雄 教授

論文題目

コーポレートガバナンス理論に基づく
投資家・経営者間のエンゲージメントに関する研究

A Study on Stewardship Engagement between
Investors and Corporate Managers Based on Corporate
Governance Theories and Models

青山学院大学大学院
国際マネジメント研究科

国際マネジメントサイエンス専攻

木下 靖朗

《目次》

第1章 序論	1
1.1 問題意識	1
1.2 本研究の対象と目的	3
1.2.1 本研究の対象	3
1.2.2 本研究の目的	5
1.3 本論文の構成	5
第2章 先行研究レビュー:先行研究の課題と本研究の方向性	9
2.1 コーポレートガバナンス研究の発展とエージェンシー理論	9
2.2 現代コーポレートガバナンス研究の課題	9
2.2.1 定性的研究による貢献の不足	11
2.2.2 エージェンシー理論への偏重	14
2.3 エンゲージメントに関する先行研究	15
2.4 本章のサマリー	17
第3章 先行研究レビュー:本研究の理論的枠組みと投資家の異なる経営者観	18
3.1 エージェンシー理論	18
3.2 スチュワードシップ理論	20
3.3 2つの理論の異なる経営者像	21
3.4 プリンシパル・マネジャー間の選択モデル	23
3.5 投資家による経営者観の日米比較	25
3.6 本研究のリサーチクエスチョン	27
3.7 本章のサマリー	28
第4章 研究方法論	30
4.1 なぜ質的研究なのか	30
4.2 リサーチデザイン	31
4.2.1 なぜ事例研究なのか	31
4.2.2 事例研究の構成要素と理論開発設計	33
4.2.3 事例研究の選択基準と手法	36
4.2.4 外的妥当性と信頼性	38

4.3 手法	39
4.3.1 半構造化インタビューの実施	39
4.3.2 インタビューの対象者の選出	40
4.4 本章のサマリー	41
 第5章 個別事例研究	 42
5.1 オムロンの経営の特徴	42
5.1.1 企業理念経営の実践	42
5.1.2 ROIC経営の導入	46
5.1.3 透明性の高いコーポレートガバナンス・システムと ステークホルダーとのエンゲージメント	49
5.2 オムロンのスチュワード型経営者の側面	51
5.2.1 創業家としての側面	51
5.2.2 自律的経営者の側面	52
5.2.3 組織主義的経営者の側面	53
5.2.4 高い価値コミットメント	54
5.2.5 事例研究の選択基準と構成要素妥当性	55
5.3 オムロンの投資家選別の実施基準とその背景	56
5.3.1 オムロンの投資家選別基準	56
5.3.2 オムロンが求める機関投資家像	58
5.3.3 自律的経営者に影響を与えうる投資家像	59
5.4 本章のサマリー	60
 第5章補足資料【本章の半構造化インタビューで用意した設問および関連資料】	 61
設問1:投資家選別に関して	61
設問2:オムロンにとって、投資家との対話の究極の目的は何か	62
設問3:株主・投資家の意見が影響を与えた事例(ケース)はあるのか	62
 第6章 ディスカッションと理論導出	 69
6.1 エンゲージメントに関する理論導出の重要性	69
6.2 スチュワード型経営者が望む投資家との関係性	70
6.3 エンゲージメントを成功させる投資家の「実力」	71
6.3.1 エンゲージメントを成功に導く投資家の要件・スキルセット	72

6.3.2 スチュワード型経営者とのエンゲージメントを成功に導く	
投資家の要件・スキルセット	76
6.4 なぜ投資家・経営者間のエンゲージメントは失敗に終わるのか	79
6.5 本章のサマリー	80
第7章 エンゲージメントを巡る投資家の今日的な課題	81
7.1 形式主義的エンゲージメントの弊害	81
7.2 集团的エンゲージメントの意義	83
7.2.1 英国における集团的エンゲージメントの現状	83
7.2.2 機関投資家はなぜ一枚岩になれないのか	84
7.2.3 我が国における集团的エンゲージメントの今後の展望	86
7.3 エンゲージメントに関する投資家の不満	88
7.3.1 選択モデルのケース2の場合	88
7.3.2 選択モデルのケース1の場合	89
7.3.3 選択モデルのケース3の場合	89
7.3.4 投資家が感じる不満と選択モデル	89
7.4 本章のサマリー	90
第8章 結論	91
8.1 検討結果	91
8.2 本研究の貢献	92
8.3 本研究の限界と今後の展望	93
参考文献	95
謝辞	110

《表目次》

表1-1. 投資家・経営者間の関係に関する理論と実際 日米比較	2
表2-1. 1986年から2011年において世界の各主要ジャーナルに掲載された コーポレートガバナンス関連の定性的論文数	12
表3-1. エージェント型経営者とスチュワード型経営者の比較	22

表3-2. 投資家・経営者間の関係に関する理論と実際 日米比較	27
表4-1. 各リサーチデザインの特徴	31
表4-2. 企業経営者の投資家選別行動に関する仮説	35
表4-3. 事例研究における事例選択基準	36
表5-1. 投資家選別において考慮される投資家属性	61
表5-2. オムロンの主要数値の推移①	63
表5-3. オムロンの主要数値の推移②	64
表6-1. 日本版スチュワードシップ・コードと英国スチュワードシップ・コードの比較	71
表6-2. エージェント理論とスチュワードシップ理論における エンゲージメントの視点と形態	73

《 図 目 次 》

図1-1. コーポレートガバナンスの概念図	4
図1-2. コーポレートガバナンス研究とエンゲージメント研究の概念図	4
図1-3. 本論文の構成	8
図3-1. エージェント型経営者とスチュワード型経営者の概念図	23
図3-2. プリンシパル・マネジャー間の選択モデル	24
図4-1. リサーチクエスションのフローチャート	33
図4-2. プリンシパル・マネジャー間の選択モデルにおける スチュワード型経営者の投資家選別	34
図5-1. オムロンの企業理念	43
図5-2. オムロンの経営のスタンス	45
図5-3. オムロンにおけるスチュワード型経営者の側面	51
図5-4. オムロンのスチュワード型経営者としての側面と経営の特徴の関係	56
図5-5. オムロンの会社データ	65
図5-6. オムロンの事業内容と売上構成	65
図5-7. オムロンの企業理念経営	66
図5-8. オムロンの中期経営計画VG2.0	66
図5-9. オムロンのコーポレート・ガバナンスの取り組み	67
図5-10. オムロンのコーポレート・ガバナンスポリシー制定の背景と概要	67
図5-11. オムロンのコーポレート・ガバナンス体制	68
図5-12. オムロンの諮問委員会等の構成(2018年度)	68
図6-1. 長期的な投資判断・企業価値評価と非財務情報	77

図7-1. 形式主義的エンゲージメントに対するスチュワード型経営者の2つの対応	82
図7-2. 異なる2つのエンゲージメントの方向性	85

第1章 序論

1.1 問題意識

我が国では投資家と企業の関係が変わろうとしている。2014年2月に金融庁により「日本版スチュワードシップ・コード」が公表され¹、機関投資家が受託者責任を果たすための原則が制定された。同年8月には経済産業省が「持続的成長への競争力とインセンティブ企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクト(いわゆる伊藤レポート)の最終報告を発表した。そして、2015年6月には金融庁と東京証券取引所により、コーポレートガバナンス・コードが公表され、上場企業のコーポレートガバナンス諸原則が明らかになった。一連の「コード」の導入および伊藤レポートの発表を契機として始まったコーポレートガバナンス改革のひとつの特徴は、これまでコーポレートガバナンス分野における理論研究が扱ってきた研究対象のうち、「企業と社会の問題」から「企業と投資家」の問題へ、また「倫理問題(価値問題)」から「効率問題(事実問題)」へとその焦点がシフト²していることであろう。またもうひとつの特徴は、企業と投資家間の効率問題(事実問題)を取り扱う方法として、二者間の対話(エンゲージメント)³の積極的な活用が推奨されてきたことである。投資家や企業経営者は、対話を通じて企業の持続的成長と企業価値向上の自立的対応を促し、その結果として企業、投資家、ひいては経済全体の成長・発展にも寄与することが期待されているのである。

2014年に「日本版スチュワードシップ・コード」が導入されて4年あまりがたった現在、コーポレートガバナンス改革の開始以前と比較して、より積極的に対話(エンゲージメント)に取り組む投資家や企業が確実に増えてきたとの指摘がなされている⁴。しかしながらその一方で、実際に企業や経済全体の持続的成長や効率が改善したかどうかについては、より中長期的な視点からの検証が待たれるところであり、何より投資家・経営者間の対話は件数こそ増えているものの、その内容の充実に関してはあまりうまく行っていないとの指摘があることもまた事実である⁵。一連のコーポレートガバナンス改革は、対話を積極的に促すことにより、インベストメント・チェーン全体の活性化を通じた経済全体の持続的成長の実現を目的としているが⁶、もし対話が実際に不調に終わってしまえば、経済の活性化が

¹ 2017年5月改訂。

² このコーポレートガバナンス問題の歴史的なシフトを日米独で比較分析した文献に菊澤(2004)がある。

³ 本研究において、投資家と経営者間の「対話」あるいは「エンゲージメント」は、日本版スチュワードシップ・コードで規定されている機関投資家と投資先企業との間の建設的な「目的を持った対話」の意で使用する。したがって、エンゲージメントや対話の目的は、「投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ること」であり、機関投資家はその目的に資するよう、「投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動を伴う判断を適切に行うための実力を備えるべき」であると考えられる。

⁴ 例えば、一般社団法人生命保険協会(2017)や一般社団法人日本IR協議会(2017)を参照。

⁵ 本研究第7章3節で論じる。

⁶ 例えば、伊藤レポート(2014)では、インベストメント・チェーンを、資金の拠出者から資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路および各機能のつながりと捉えた上で、その各所でいろいろな問題

実現しないばかりか、投資家と経営者間の相互理解・相互信頼が損なわれ、我が国の今後のコーポレートガバナンスの健全な発展にとって大きな禍根を残してしまう危険性もはらんでいる。

これまで 2 つのコードの導入・改定やエンゲージメントの推進において、以下の 2 つの問題が明らかになってきたように思われる。ひとつは、政策主導で導入された日本のエンゲージメントが、一体どのような理論に基づいているものであるかが明確に議論されていないことである。つまり、理論(theory)が明確に想定されていない状況のなかで、実際(practice)が先行しているのである。アベノミクスの成長戦略のひとつとして議論されてきたコーポレートガバナンス改革と、その改革の中心となる投資家・経営者間のエンゲージメントの推進において、日本のコーポレートガバナンス政策や実際(practice)が、どのような理論(theory)や考え方に基づいた上でそうあるべきかという議論が抜け落ちているのではないだろうか。表 1-1 に示したように、例えば米国の場合には株主の行動(practice)として見られる株主アクティビズムは、株主第一主義⁷としてのエージェンシー理論がその背景の理論(theory)として存在する。エージェンシー理論を背景としながら、実際にそのエージェンシー問題を解決する手段として、株主による監視の強化、取締役会の独立性の強化、役員に対する報酬インセンティブの強化などが論じられており、株主アクティビズムにみられる実際(practice)と、理論(theory)が整合的な関係にある。一方、日本で今日進められている投資家・企業経営者間のエンゲージメントは、長期的・持続的な企業価値成長のために建設的に行う対話を標榜しており、しばしば敵対的となり得る株主アクティビズムとは様相を異にしている。したがって、日本でのエンゲージメント(practice)を論じる際の論拠(theory)としてはエージェンシー理論以外のより適切な理論が存在する可能性が存在すると思われる。

表 1-1. 投資家・経営者間の関係に関する理論と実際 日米比較

	投資家・経営者間の関係	
	米国	日本
理論 (theory)	(株主第一主義としての) エージェンシー理論	エージェンシー理論以外の理論？ エージェンシー理論の修正？
実際 (practice)	株主アクティビズム	エンゲージメント

筆者作成

が露呈しており、国富の形成や資本市場の豊かさ、そして企業の持続的な企業価値創造は、インベストメント・チェーンで構成する各プレイヤーが成熟し、価値創造に向けて効率的に行動することの集積として実現すると捉えている。

⁷ 元来、エージェンシー理論は経営者と多様な利害関係者のエージェンシー関係を扱う理論であったが、現在では株主第一主義の論拠として扱われることが多い。詳細は第 3 章 1 節の記述を参照。

筆者は研究者であると同時に、機関投資家として資本市場に四半世紀以上にわたって身を置き、また直近の十年あまりは国内株式の対話型運用(エンゲージメント運用)の責任者として、我が国の企業経営者と対話を実践してきた現役の実務家でもある。筆者がこれまで経験してきた投資家と企業経営者の関係は、エージェンシー理論に基づく単純なプリンシパル＝エージェント関係だけではない、より複雑な関係である。また、企業経営者はエージェンシー理論で想定されるような利己的利益の追求を目指すエコノミックマンだけではなく、株主価値最大化のみを目指す株主の代理人だけでなく、そこには自らの経営哲学や経営理念に従い自律的に経営にあたり、株主と建設的に対話を実践している経営者の姿が実在する。したがって、我が国でのエンゲージメントを論じる際にその基盤となる理論がエージェンシー理論以外の議論となる可能性を論じ、それが存在する場合にはどのような理論が想定されうるのかを明確にしていく意義は大きいと言える。

もうひとつの問題は、エンゲージメントの推進を進めるにあたり、どのような投資家・経営者間の関係が望ましいのか、あるいはその関係を構築するためにとりわけ投資家側にどのような要件やスキルセットが必要となるのか、いまだに明確にされていないことである。企業経営者に対する監視を強め、敵対的な立場から圧力をかけて経営戦略の変更をせまる米国アクティビズム的な手法は、我が国においてはこれまでことごとく失敗に終わってきた(Buchanan *et al.*, 2014)。一方で、日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードで議論されている投資家・経営者間の対話は、相互理解・相互信頼に基づき、適切な助言を経営者に対して投資家が与えることで、経営者が自らの意思で経営戦略の変更を決断し、企業価値の増大につなげていく姿が想定されている。実際に、日本版スチュワードシップ・コード(2014 年制定、2017 年改訂)では、「機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである」と記載された。また、北川(2016)が「スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードおよび伊藤レポートが示唆していることの一つは長期投資家の育成である」と論じているように、エンゲージメントやスチュワードシップ活動を行う投資家の要件や、経営者に対して影響力を持ちうる投資家のスキルセットが極めて重要となっている。しかしながら、前述のようにこれらの議論の基礎となる理論に関する考察が十分とは言えなかったため、投資家の要件やスキルセットもまた具体的に議論されることがなかったのではないか。

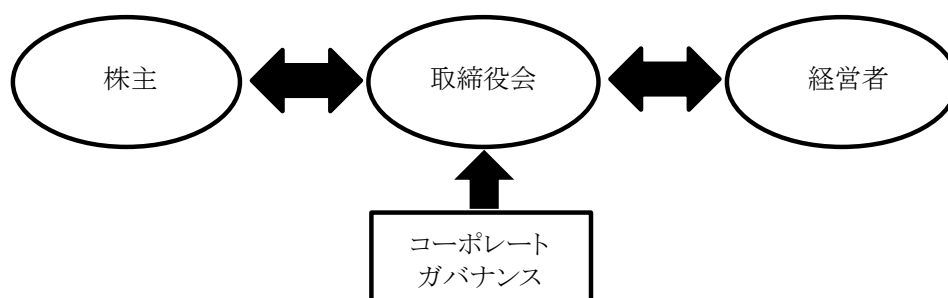
1.2 本研究の対象と目的

1.2.1 本研究の対象

本研究では、その研究の対象として、機関投資家と企業経営者間のエンゲージメントに

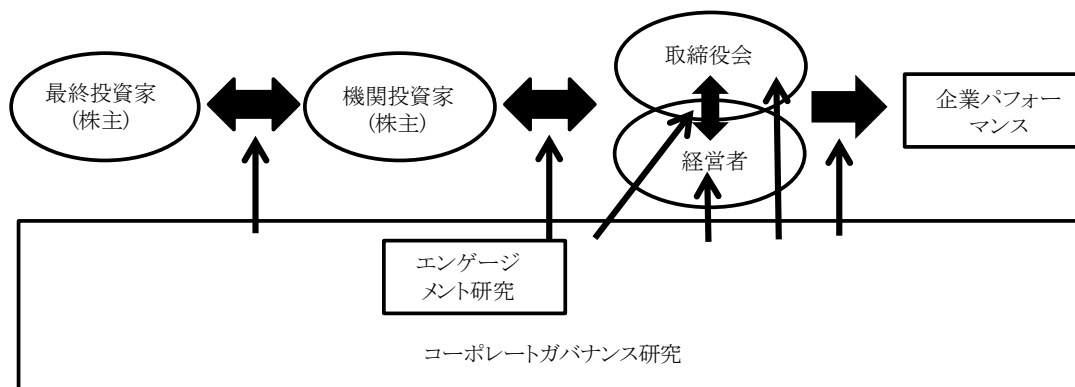
焦点を当てる。そして、このエンゲージメントという研究分野は、従来のコーポレートガバナンス研究の主要な対象とはやや異なる。つまり、Berle & Means (1932)は所有と経営の分離が内包している問題、特に株式所有の分散化が進むなかで企業の経営者支配が進み、取締役を選出する実質的権限が少しずつ経営者の手へと渡っていったことを背景として、従来のコーポレートガバナンス研究は取締役会の重要性を意識し、取締役会を主要な研究課題としてきた。実際に、Cadbury (1992)の報告によると、コーポレートガバナンスは企業を方向付け、コントロールするシステムであり、取締役会こそがその企業のガバナンスに責任を負っている、としている。また、非執行取締役の重要な役割は 2 つあり、ひとつは取締役会と執行役員のパフォーマンスを振り返ること、もう一方は潜在的な利害相反が業務執行者とその他の関係者の間に生じた際に、主導的な役割を果たして解決を図ることであるとしている。つまり、コーポレートガバナンスの主役は取締役会であり、そのなかでも業務非執行取締役の果たす影響は極めて大きいと認識され、コーポレートガバナンス研究もその認識に基づいて行われてきた。図 1-1 は取締役会を中心とした従来のコーポレートガバナンス研究の考え方を図示したものである。

図 1-1. コーポレートガバナンスの概念図



Crow (2016)より筆者作成

図 1-2. コーポレートガバナンス研究とエンゲージメント研究の概念図



Crow (2016)を参考に一部概念を変更し、筆者作成

これに対し、本研究においては取締役会そのものを研究対象とするのではなく、企業経営者および取締役会と投資家との間の関係性を研究対象とする(図 1-2 を参照)。その理由は以下の 2 点である。1 点目は、日本では取締役会において業務非執行取締役や社外取締役の割合が米国・英国等と比較して低位にとどまっており⁸、本来は CEO に対する監督・牽制機能を果たすべき取締役会は、現時点では必ずしも研究対象として有効とは言い切れないからである。2 点目は、取締役会における業務執行取締役に直接投資家が働きかけることが(取締役会の独立性が必ずしも担保されていないので逆説的に)可能となっており、経営者と投資家との関係性が米国型のコーポレートガバナンス形態と比較して一層重要と考えられるからである。また、この 2 点目については、我が国のエンゲージメントは、アクティビズムに代表される米国・英国の投資家・経営者間の関係性とは異なった重要性を我が国のエンゲージメントが持つ可能性があり、本研究の対象として我が国の投資家・経営者間のエンゲージメントに着目する理由・意義のひとつとなっている。

1.2.2 本研究の目的

本研究の目的は次の 2 点である。1 点目には、我が国で投資家・経営者間のエンゲージメントを推進していくその論拠となり得るコーポレートガバナンスの理論に関する考察を行い、理論的枠組みを提示することである。2 点目には、その理論的枠組みに基づき、事例研究からスチュワード型経営者に関する新たな知見を抽出し、投資家・経営者間の望ましい関係性やエンゲージメント、投資家に必要な要件やスキルセットに関する新たな理論仮説を導出することである。

1.3 本論文の構成

本論文では、投資家と企業経営者間の効率問題の視点から、コーポレートガバナンスの理論的枠組みであるエージェンシー理論、スチュワードシップ理論、プリンシパル・マネジャー間の選択モデルを取り上げ、理論的な観点から投資家・経営者間の関係を論じる。とりわけ、投資家がどのような経営者観を持って経営者に接し、対話を実現していくかが重要であることを指摘し、どのような場合に投資家・経営者間のエンゲージメントは成功し、どのような場合に失敗に終わるのかを論じる。また、事例研究を通じて、特にスチュワード型経営者が投資家との対話に何を求めているのかを明らかにし、相互スチュワードシップ関係の構築のために必要となる投資家の要件やスキルセットについて理論(仮説)の導出を行う。そして、従来のコーポレートガバナンスの理論的枠組みおよび投資家の要件

⁸ 例えば、コンサルティング会社の日本スペンサースチュアート株式会社(2018)によると、取締役会において独立社外取締役が占める割合は、米国 85.0%、フランス 69.1%、英国 61.4%、ドイツ 60.0%に対して、日本では TOPIX100 採用企業平均が 33.2%、日経平均採用企業平均が 29.1%と、低位にとどまっている。

やスキルセットに関する理論に基づき、投資家を巡る今日的な実務的課題を分析し解決に向けた視点を提供する。

なお、各章ごとの要約は以下の通りである。

第 1 章では、我が国での近年のコーポレートガバナンス改革を契機として高まった投資家・経営者間のエンゲージメントに対して、その背景となる理論に関する議論がこれまで十分ではなく、投資家・経営者間の建設的な対話の前提となる投資家の要件やスキルセットがこれまで明らかにされてこなかったという問題意識を示した。また、本研究の研究对象として投資家・経営者間のエンゲージメントを扱い、①我が国で投資家・経営者間のエンゲージメントを推進していくその論拠となり得るコーポレートガバナンスの理論的枠組みを提示すること、②その理論的枠組みに基づき、事例研究からスチュワード型経営者に関する新たな知見を抽出し、投資家・経営者間の望ましい関係性やエンゲージメント、投資家に必要な要件やスキルセットに関する新たな理論仮説を導出すること、の 2 つを目的とすることを示した。

第 2 章および第 3 章では、研究对象であるエンゲージメントの分野に限らず、より広範囲のコーポレートガバナンス研究の分野における先行研究レビューを実施する。特に第 2 章では、これまでの四半世紀以上に渡る膨大なコーポレートガバナンス研究の蓄積にもかかわらず、我々はよりよい企業パフォーマンスに直結するコーポレートガバナンス形態について決定的な見識を持つに至っていないことを明らかにし、これまでのコーポレートガバナンス研究における問題点を指摘する。

第 3 章では、第 2 章での議論を受け、本研究の議論の前提となる 3 つのコーポレートガバナンス理論の枠組みを整理し議論する。その上で、投資家・経営者間のエンゲージメントにおいて、投資家が対話相手の経営者をどのように捉えているのか(どのような経営者観を有しているのか)という視点を取り上げ、この投資家の経営者観がエンゲージメントの性格や成否を決定づける重要な要因となり得ることを論じる。また、本研究が論拠を置く理論的枠組みを論じた上で、本研究のリサーチクエストを明示する。

第 4 章では、本研究の研究方法論を議論する。本研究においてなぜ質的研究手法を選択するのか、リサーチデザインとしてなぜ事例研究を実施するのか、事例研究における構成要素や選択基準等をどのように考え、どのように理論の導出を目指すのか、また、手法としてどのようなインタビューを実施するのか等についての議論を行う。

第 5 章では、第 4 章で議論した研究方法論にしたがい、事例研究を実施する。具体的には、スチュワード型経営の事例としてオムロン株式会社を取り上げ、単一事例研究として半構造型インタビューを実施し、そのインタビュー結果やその他の文献を総合的に議論し、事例研究の分析を行う。そのなかで同社の経営がスチュワード型経営の事例であるという仮説についても定性的に検証し、本研究のリサーチクエストである「スチュワード型経営者の投資家選別の基準は何か」(RQ1)を明らかにしていく。

第 6 章では、主として第 3 章でのコーポレートガバナンスの理論的枠組み、第 4 章での

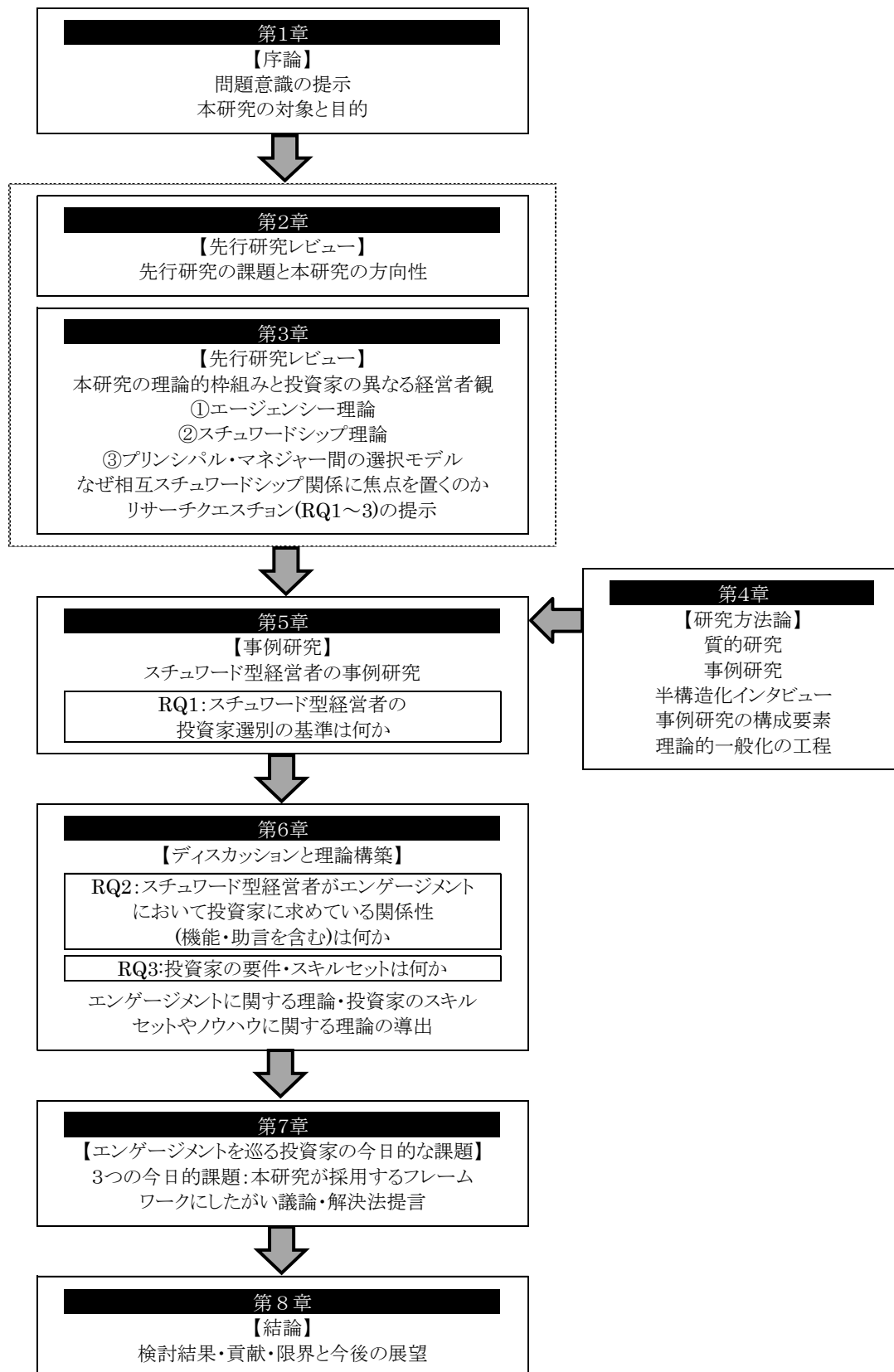
研究方法論、第 5 章での事例研究の内容を踏まえ、リサーチクエスチョンに関する考察を行う。具体的には、第 5 章で明らかになった RQ1 を受け、本研究のリサーチクエスチョンである「スチュワード型経営者がエンゲージメントにおいて投資家に求めている関係性(機能・助言を含む)は何か」(RQ2)、「投資家の要件・スキルセットは何か」(RQ3)に関する議論(ディスカッション)を進める。そして、それぞれのリサーチクエスチョン(RQ1～3)の議論を通じて、投資家・経営者間のエンゲージメントに関する理論や、投資家のスキルセットやノウハウに関する理論の導出を試みる。

第 7 章では、第 6 章で議論したエンゲージメントを成功させるための投資家の要件やスキルセットおよびエンゲージメントに関する理論仮説に基づき、今日のエンゲージメントを巡る投資家の課題を取り上げ議論する。具体的には、形式主義的エンゲージメントの弊害、集团的エンゲージメントの意義、エンゲージメントに関する投資家の不満という 3 つの課題を取り上げ、本研究が採用する分析フレームワークにしたがいこれらの実務的課題を議論し、解決に向けた提言を行う。

第 8 章では、本研究の結論を論じる。本研究の検討結果、貢献、本研究の限界と今後の展望を示すこととする。

本稿の構成は図 1-3 に示した通りである。

図 1-3. 本論文の構成



第2章 先行研究レビュー：先行研究の課題と本研究の方向性

本章と次章の2つの章にわたって先行研究のレビューを行う。まず、本章ではコーポレートガバナンスの主要な先行研究レビューを実施し、現代のコーポレートガバナンス研究の課題を明らかにしていく。その上で、エンゲージメントに関する本研究が目指すべき方向性を論じることとする。また、次章では本研究が投資家・経営者間のエンゲージメントを論じる際にその議論の前提とする先行研究、つまりコーポレートガバナンスの3つの理論的枠組み — エージェンシー理論、スチュワードシップ理論およびプリンシパル・マネジャー間の選択モデル — を論じ、投資家の異なる経営者観とその背景にある理論を明示する。

2.1 コーポレートガバナンス研究の発展とエージェンシー理論

これまで四半世紀以上に渡り、膨大な数のコーポレートガバナンス研究が多数の研究者によって世に送り出されてきた。そして、その中心的な役割を果たしてきた理論は間違いなく Jensen & Meckling (1976) が提唱したエージェンシー理論であろう (Shleifer & Vishny, 1997; Dalton *et al.*, 1998; Daily *et al.*, 2003)。Berle & Means (1932) が「所有と経営の分離」と「所有と支配の分離」を論じて以来、所有(株主)と経営(経営者)の利害の対立、つまりエージェンシー問題をどのように克服するかが研究者の関心の中心にあった (Jensen, 1986; Shleifer & Vishny, 1997)。このエージェンシー理論では、経営者は株主の利益ではなく自己の利益を追及する存在として仮定されており、その仮定によって様々なエージェンシー問題が発生すると考えられている。その典型的な経営者の行為として、過剰な経営者報酬や、会社資金を利用してリターンが低い企業買収を行い自己の支配下にある企業規模の拡大を図るなどの行為が挙げられる (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986; Eisenhardt, 1989; Shleifer & Vishny, 1997)。そして、経営者に対する適切な監督機能⁹や、適切なインセンティブ報酬の導入によって、いかに経営者の利己的なエージェンシー行為を抑制できるのかが、近代コーポレートガバナンス研究の中心的な命題であった。つまり、エージェンシー理論をその論拠としながら現代コーポレートガバナンス研究は発展を遂げてきたとすることができるだろう。

2.2 現代コーポレートガバナンス研究の課題

しかしながら、コーポレートガバナンス研究がこれまで蓄積されてきたにも関わらず、コーポレートガバナンス研究は一層混迷の様相を呈しているとは言えないだろうか。Ahrens *et al.* (2011) によると、これまでのコーポレートガバナンスに関する査読論文数は

⁹ 監督機能を果たすべき取締役会に関する研究を含む。

7,776 件に達し、これらに所有権(株主構造)、経営者への報酬インセンティブ、取締役会に関する関係論文を含めると、その数は 8,628 件にのぼる。しかも、それらの大半(4,783 件)が 2004 年以降、つまりわずかこの 10 年あまりの間に発表された研究である。Ahrens *et al.* (2011)以降もコーポレートガバナンスに関する論文は継続的に発表されており、コーポレートガバナンス研究の論文数は現在ではより一層増加しているだろう。

しかし、このように研究論文数は増加の趨勢を強めている一方で、どのようなコーポレートガバナンスの形態がその企業の経済的パフォーマンスを高めるのか、我々は確固たる結論を得るに至っていない(Daily *et al.*, 2003; Ahrens *et al.*, 2011; Bosse & Phillips, 2016)。例えば、独立性の高い取締役会運営は、企業パフォーマンスの改善につながってきたとの証明が十分になされてきたであろうか。取締役会の主要な役割は CEO の監督であり、エージェンシー理論では監督機能の有効性は取締役の独立性に依存していると論じられてきた(Walsh & Seward, 1990; Westpal, 1998)。つまり、その企業の業務執行取締役ではなく、その企業とのしがらみが少ない社外取締役が多ければ多いほど CEO との独立性を強く保つことができ、その結果として CEO を効果的に監督することができ、したがって優れた企業パフォーマンスを実現できる、とエージェンシー理論では論じられてきた。しかしながら、独立性の高いガバナンス・システムが株主にとって有益な結果をもたらしてきたとの実証結果が十分に得られたとは到底言えないとの指摘(Shleifer & Vishny, 1997; Daily *et al.*, 2003; Bosse *et al.*, 2016)が実際になされている。

では、取締役の独立性と企業パフォーマンスの関係性に着目した実証研究をいくつか以下に紹介する。Daily & Dalton (1994)は、CEO が取締役会議長を兼職する企業ほど、またその企業と関係のある取締役比率が高いほど、倒産する可能性が高いことを示し、Desai *et al.* (2003)は CEO が取締役会議長を兼職する企業ほど、企業買収実施後に企業価値が低下する傾向があることを示した。これらは、独立性の高い取締役会運営のガバナンス上の有効性を示した研究結果である。

一方で、Donaldson & Davis (1991)は、CEO が取締役議長を兼職する企業の収益性の平均値は、CEO 非兼職の企業の収益性の平均値と比較して有意に高いことを示した。Muth & Donaldson (1998)は、取締役会の独立性が低いほど、企業業績が良好となっている傾向を示した。Lane *et al.* (1998)は、株主によるモニタリングの水準と企業買収などの経営者による企業価値破壊的な行動、具体的には企業パフォーマンスとは統計的な関係がないことを示した。Westpal (1999)は CEO と社外取締役の親密度が高いほど、取締役会による助言機能が発揮され、企業業績が改善する傾向があることを示した。Johnson *et al.* (2004)は、社内取締役比率が高い企業ほど、買収防衛条項の数が少ない傾向にあることを示した。そして、Dalton *et al.* (1998)と Dalton & Dalton (2011)は、ともにメタ分析により、取締役構成や CEO 兼職かどうかは、企業業績に影響を与えているとは言えないことを示した。このように、取締役会の独立性を高めても良好な企業業績には必ずしもつながっていないということが、主にエージェンシー理論の有効性に異議を唱えるスチュワードシップ理論派の

研究者たちによって実証されている。

それでは、一体なぜコーポレートガバナンス研究がこれほどまでに研究者の注目を集めるに至ったのだろうか。Ahrens *et al.* (2011)は次の3点を指摘している。1点目は、コーポレートガバナンスが重要な今日の問題であり、我々にとって理解する重要度が高いという点である。2点目は、コーポレートガバナンスが政治・規制当局・特定の利害団体の実務的な側面を有している点である。あるガバナンス研究の結果をこれらの実務者が利用すれば、その反対勢力の実務者たちが反証となる研究結果を担ぎ出すということがこれまで行われてきた。3点目は、研究者にとってより多くの様々な定量データが利用可能になったという点である。その結果として、あまり重要ではない周辺分野の研究にまで触手を伸ばす研究者が出てきたと、彼らは少々皮肉を込めて指摘している。

また、Hambrick *et al.* (2018)は、コーポレートガバナンス研究が大変幅広い学術分野の研究者の関心を集めてきたことを指摘している。特に、組織論や行動経済学の分野の研究者にとって、現代の組織の本質的な目的や機能がコーポレートガバナンス研究の文脈において理解が可能となることがあり、学際的な研究の重要性の高まりが研究論文数の増加の背景にあると論じている。

このような理由を背景として、コーポレートガバナンスに関する研究論文数は今日もまた増加しており、それにもかかわらずコーポレートガバナンスについて我々にはまだ理解できていないことが多く存在している。そして、それ故にさらに数多くの研究結果が生み出されようとしている。

では、一体何がコーポレートガバナンス研究の本質的な課題なのだろうか。具体的な課題として以下の2つを取り上げ、論じていく。

2.2.1 定性的研究による貢献の不足

McNulty *et al.* (2013)は、1986年から2011年の間に世界の各主要ジャーナル(35ジャーナル)に発表されたコーポレートガバナンス分野の査読論文(1,210論文)のうち、定性的研究(質的研究)は78論文にすぎず(表2-1)、ガバナンス研究全体の「小さな断片」にしか過ぎないと論じた。また、これらの定性的研究の過半は英国(37論文)および大陸欧州(11論文)の研究者によるもので、米国の研究者の貢献は3論文と極めて限定的であった¹⁰。また、米国の著名なジャーナルの多くでは定性的研究の採用がゼロとなっている実態も併せて明らかになった¹¹。

¹⁰ 最も多くの定性的研究を採用したジャーナルは Corporate Governance: An International Review (CGIR)であり、計468論文中41論文が定性的研究となっている。

¹¹ とすると、定量的アプローチのみが唯一の科学的アプローチであり、それ以外は認められないといった風潮が米国を始めとした社会科学や経営学の研究現場でも主流となっていることは周知の事実である。つまり、この風潮はコーポレートガバナンスの分野だけのものではないと考えられる。McNulty *et al.* (2013)が示すように、主要35ジャーナルのうち22ジャーナルが四半世紀にわたりひとつの定性的研究も掲載していないという事実や、定性的研究が1,210論文のうちわずか6%にしかすぎないという事実を前

表 2-1. 1986 年から 2011 年において世界の各主要ジャーナルに掲載された
コーポレートガバナンス関連の定性的論文数

ジャーナル	コーポレート ガバナンス および取締役 会研究の 掲載論文数	その内 定性的研究の 掲載論文数
1 Academy of Management Review (AMR)	18	0
2 Academy of Management Journal (AMJ)	24	1
3 Accounting, Organizations and Society	13	2
4 The Accounting Review (AR)	21	0
5 Administrative Science Quarterly (ASQ)	27	1
6 Journal of Accounting and Economics (JAE)	13	0
7 Journal of Accounting Research (JAR)	5	0
8 Corporate Governance: An International Review (CGIR)	468	41
9 Journal of Business (JOB)	9	0
10 Organization Science (OS)	8	0
11 Journal of Finance (JF)	52	0
12 Journal of Financial Economics (JFE)	51	0
13 Management Science (MS)	5	0
14 The International Journal of Accounting (IJA)	13	0
15 Review of Economic Studies (RES)	2	0
16 Review of Financial Studies (RFS)	17	0
17 Strategic Management Journal (SMJ)	29	0
18 Long Range Planning	51	6
19 Harvard Business Review	111	0
20 Journal of Management	16	0
21 Journal of Management Studies	29	8
22 California Management Review	23	0
23 Academy of Management Executive	18	0
24 Organizational Dynamics	19	1
25 Journal of Small Business Management	5	0
26 British Journal of Management	16	7
27 Journal of General Management	1	1
28 Journal of International Business Studies	23	0
29 International Studies of Management and Organization	2	2
30 Journal of Organizational Change Movement	1	0
31 Service Industries Journal	2	0
32 Decision Sciences	46	0
33 Human Relations	7	2
34 Organization Studies	8	3
35 Journal of Management and Governance	60	3
TOTAL	1,210	78

McNulty, Zattoni & Douglas (2013)をもとに筆者作成

つまり、現代のコーポレートガバナンス研究においては定量的研究への偏重が現実問題

にして、研究者の過半は定量的アプローチのみが残された研究手法とを考えても不思議ではないだろう。このような批判は経営学全般やコーポレートガバナンス論、あるいは社会科学全般の研究者内で一定程度共有される認識であると推察されるが、書物や学術論文等を通じて公になることは少ない。しかしながら、菊澤(2014)および菊澤(2015)では、米国では統計的手法を駆使して論文を量産する研究者が非常に多く、因果関係は不明のままとにかく相関関係を示すデータさえ見つければそれでよいという姿勢や、仮説に対する反証がないことで検証済みと解し、仮説・検証の論理的意味を誤解している姿勢が指摘・批判されている。

として生じており、その結果として定性的研究による貢献が不足している。また、定量的研究が抱える問題がコーポレートガバナンス研究の抱える課題となっている側面も否定できない。Ahrens *et al.* (2011)は、これまでのコーポレートガバナンスの実証研究が普遍的な制約条件を明らかにできておらず、定量分析の課題を抱えていると論じた。つまり、数理モデルで採用すべき変数自体をどのように計測するのかという問題が存在しているのである。例えば、企業のパフォーマンスであれば、パフォーマンスを何で測るのかという問題がある。加えて、コーポレートガバナンス以外の多くの要因が企業のパフォーマンスに影響を与えている。そして、モデル内で考慮されない変数が存在したり、説明変数と被説明変数間の相互作用の問題が生じたり、逆の因果関係が存在したり、このような統計手法や数理モデルに特有の問題が実証研究には常について回ると論じている。

また、Filatotchev & Wright (2017)はジャーナルの編集者の立場から、モデル内で考慮されない変数や、モデル内には定量化できない取締役会の人的・社会的資産の問題、変数間の内生性や因果関係の問題など、コーポレートガバナンスには定量的研究が抱える課題が多いことを論じている。そして、コーポレートガバナンスの構成要素となる株主構成や取締役の専門分野などが、各企業によって不均質(heterogeneity)であることにもっと研究者は注意を払うべきであると指摘している。

ここで指摘されている内生性、因果関係、不均質性などの問題を主な原因として、これまでの定量的手法によるコーポレートガバナンス研究が限界に達しつつあるのであれば、代替的手法としての定性的研究(質的研究)にもっと目を向ける必要があるだろう。コーポレートガバナンスの形態は各社各様であり、例えば各企業の取締役会を構成している各取締役の専門分野ひとつを取っても様々である。このようなより複雑な関係性や、まだ我々が十分理解するに至っていない事柄を明らかにしていくという目的に対しては、事例研究等に代表される定性的研究はその効果を示す¹²。

また、米国を中心としたコーポレートガバナンスの議論は、「どの理論やモデルが最も説明力が高いか」という点を中心になされており、平均的な母集団の姿を明示することが主要な目的となってきた。その結果、個別事例研究等の定性的研究にはほとんど関心が払われてこなかった経緯があると思われる。

Ahrens *et al.* (2011)は上述の定量的アプローチの課題を指摘した上で、今後はコーポレートガバナンスの実際(practice)について、個別事例研究等のフィールド調査を充実させる必要があると論じている。つまり、フィールド調査を通じて、コーポレートガバナンスを実践する当事者間でどのような相互作用が生じているのかを体系的に観察・理解し、その当事者間で決定的となる関係についてさらに理解を深めることが可能になると指摘している。そして、この Ahrens *et al.* (2011)の指摘は、エンゲージメント研究においても、極めて有益な示唆を与えていると思われる。

¹² 例えば George & Bennett (2005)や、Rubin & Rubin (2005)を参照。定性的研究(質的研究)の長所については、第4章1節および2節のなかで改めて議論する。

2.2.2 エージェンシー理論への偏重

エージェンシー理論偏重への批判は、これまでの研究の論拠がエージェンシー理論に偏り過ぎていたという認識と、エージェンシー理論が必ずしも現実(practice)をうまく説明できていないという認識に論拠している。Daily *et al.* (2003)によれば、これまでのコーポレートガバナンス研究はエージェンシー理論に偏重しすぎており、今後の研究者は「これまで築き上げられてきた要塞を取り壊し、新たな独自の研究を築いていく必要がある」と述べている。また、前述のように、エージェンシー理論の実証性に関しては、例えばガバナンス・システムの独立性を取ってみても、独立性の高いガバナンス・システムが株主にとって有益な結果をもたらしてきたとの実証結果はほとんどない(Shleifer & Vishny, 1997; Daily *et al.*, 2003; Bosse *et al.*, 2016)と論じられている。

このようなエージェンシー理論偏重に対する批判を受けて、これまでいくつかの議論がなされてきた。ひとつの研究の方向性はエージェンシー理論の様々な厳格な仮定を緩和することにより新たな理論を導出する試みである。例えば、菊澤(2007)はエージェンシー理論の完全合理性の仮定と完全利己的効用最大化の仮定をそれぞれ限定合理性の仮定と限定利己的効用最大化の仮定へと緩和し、行動エージェンシー理論を展開した上で、より日本の現状に近いガバナンス理論の構築を試みた¹³。そして、もうひとつはエージェンシー理論を補完する新しい理論の提唱である。エージェンシー理論が支配的な米国においても、ステークホルダー理論(Donaldson & Preston, 1995)¹⁴やスチュワードシップ理論(Donaldson & Davis, 1991; Davis, Schoorman & Donaldson, 1997)などが一定の研究成果を上げてきたと言える。

また、特に日本ではエージェンシー理論で想定される株主と経営者の関係や、経営者像、コーポレートガバナンス理論が必ずしも当てはまらないのではないかと指摘がなされてきた(Hofstede, 1980, 1991; Davis *et al.*, 1997; Lee & O'Neil, 2003; Leamont, 2004; ドーア, 2006; 田中 2014; Buchanan *et al.*, 2014)。詳細は第3章5節において検討するが、エージェンシー理論が支配的な米国と比較して、日本ではスチュワードシップ理論が成立する蓋然性が高いとの研究結果が存在している。

加えて、第1章において言及したが、筆者が対話を重ねてきた経営者は必ずしもエージェンシー理論で想定される利己的利益を追及するエコノミックマンや、株主価値の最大化のみを目指す株主の代理人だけではない。経営者には経営哲学や経営理念といった価値観が存在する。しかし、エージェンシー理論では極めて自利的で他律的な経営者像が想定されており、自らの価値観にしたがい行動する自律的な側面を当理論のなかに見出すことは

¹³ 菊澤(2007)は純粋なエージェンシー理論が日本の経営者の心情には合致しない側面があることを指摘しており、本研究第3章5節での議論の視点と一致している。

¹⁴ ステークホルダー理論に関しては、エージェンシー理論の各ステークホルダーとの完全事前契約の仮定を緩和した結果として生じる考え方という解釈(修正エージェンシー理論として捉える解釈)も指摘されている(Huse *et al.*, 2011)。

できない。実際のエンゲージメントの場合は、経営者の経営哲学や経営理念を抜きにして株主価値の最大化のみを議論することはなく、合理的戦略のみを議論することもまた非現実的である。

しかしながら、エージェンシー理論以外の理論に基づいた先行研究は、定量的研究および定性的研究の双方においてこれまで十分に行われてきたとは言い難い。定量的研究に関しては、エージェンシー理論がコーポレートガバナンスに関する理論のなかでも非常に前提が単純化された、わかりやすく、またモデル化しやすい理論である点が重視されてきたと思われる。つまり、想定される経営者像、経営者と株主の関係、二者間の共通目的としての企業価値の最大化といった前提条件は非常に単純化されている。例えばステークホルダー理論やスチュワードシップ理論といった他のコーポレートガバナンスの理論的枠組みをモデル化するとなると、エージェンシー理論のように簡単に扱うことはできないことは容易に想像できるであろう。このような背景から、定量的研究ではエージェンシー理論が極めて支配的になってきたと思われる。一方、定性的研究に関しては、そもそもコーポレートガバナンス研究分野における定性的研究の絶対量が極めて少なく、その結果として、支配的なエージェンシー理論以外の理論を活用した定性的研究は極めて少数にとどまっていると解釈できる。

したがって、エージェンシー理論以外の理論によるアプローチは、今後のコーポレートガバナンス分野の研究にとってより一層重要となる可能性がある。とりわけ投資家・経営者間のエンゲージメントの研究においては、経営者を投資家がどのように捉えているかが重要となる。エージェンシー理論以外の多様な見方からエンゲージメントを分析していくことが必要となる。

2.3 エンゲージメントに関する先行研究

エンゲージメントを通じてその企業の価値向上や持続的成長を促していこうという取組は、近年の我が国のコーポレートガバナンス実践においては顕著な考え方となっている¹⁵。しかしながら、建設的な投資家・経営者間のエンゲージメントを中心としたコーポレートガバナンスの歴史は浅く、したがって先行研究は極めて限定的である。投資家がどのような関係を経営者と確立しエンゲージメントを成功させるのかという視点は、米国のコーポレートガバナンスの概念や実務上ではやや希薄であり、経営者との接点として米国では投資家ではなく取締役会が強く意識されている。つまり、取締役会の構成メンバーや属性、経営者(ここでは CEO をはじめとした業務執行者)が研究の対象とされている。従来は取締役会の独立性や人選、構造などが企業パフォーマンスにどのような影響を与えるのかとい

¹⁵ 我が国の投資家・企業経営者間のエンゲージメントを重視する考えは、直接的には英国のケイ報告書(Kay, 2012)の影響を受けているが、英国でのそれ以前の報告書、例えばキャドバリー報告書(Cadbury, 1992)、ハンペル報告書(Hampel, 1998)、マイナース報告書(Myners, 2001)においても継続的に対話の重要性が指摘されてきた。

う視点から主として研究が行われていた¹⁶が、2000年代後半以降徐々に取締役会内部の相互作用や行動へとその研究の中心が移ってきた。つまり取締役会を巡る人間の感情や経験などの心理的要因を考慮に入れた行動経済学の視点から、取締役会の研究が行われるようになってきた¹⁷。このような取締役会研究の方向性を示す研究としては、Pye (2001)が、複数企業の実行役員へのインタビューを通じ、取締役会における非執行役員の役割が従来の「株主利益の保護」だけではなく「同業他社に打ち勝つ意思決定への貢献」の重要度が高まっていることを示した。また、独立性が高い非執行役員であっても、取締役会でのアジェンダ設定や情報共有を通じ、取締役会議長やCEOからの独立性は制限されていることを論じた。Brundin & Nordqvist (2008)は、スウェーデンの非上場家具メーカーの戦略変更を事例研究として取り上げ、各取締役メンバーの感情が命令や取締役会メンバーの変更を通じ、取締役会の議論や決定に影響を与えることを示した。Van Ees *et al.* (2009)は、行動経済学の視点から取締役会およびコーポレートガバナンスで見られる現実の行為に焦点を当て、行動経済学的コーポレートガバナンス理論の視点を整理・議論した。

また、取締役会研究と並び、米国を中心としたアクティビズム研究にも注目すべきである。言うまでもなく、米国流のアクティビズムと我が国で推進されるエンゲージメントの共通点は投資家と経営者の関係性を論じた研究という点であり、顕著な相違点は敵対的か建設的(協調的)かという点を挙げることができよう。米国での代表的なアクティビズム研究としては、Del Guercio & Hawkins (1999)が、アクティビズムは取締役会メンバーの変更を通じて資産売却や事業再編に対して有効に働くことを示し、コーポレートコントロールの手段としての有効性を論じた。Brav *et al.* (2008)は、ヘッジファンドによるアクティビズムに対して株価は上昇することを論じ、アクティビズムはCEOの交代、業績連動型報酬の導入にプラスに作用することを実証した。Greenwood & Schor (2009)は、アクティビズムの標的となった企業は買収される場合が多く、良好な投資リターンはその大部分が買収による効果であり、標的企業が買収されなかった場合は設備投資を減らし財務レバレッジを高める傾向にあることを論じた。Klein & Zur (2009)は、アクティビズムに対し、とりわけ執行役員が交代する、あるいは買収・合併が提案された際には、株価上昇は1年程度持続し、一方で企業業績は悪化することを論じた。また、最近の研究事例では、Becht *et al.* (2017)がアクティビズムの国際比較を実施し、北米と欧州ではアクティビズムは成功しやすく、アジア(日本を含む)では成功しづらいことを実証している。

このように、建設的(協調的)エンゲージメント関連の先行研究は筆者の知り得る限り極めて限定的であり、株主と経営者(取締役含む)の研究の対象は米国を中心に取締役会研究とアクティビズム研究という2つの方向に進んでいると思われる。そして、取締役会研究では投資家と経営者の直接的な関係性を論じるわけではなく、あくまで経営者(業務執行者)に影

¹⁶ 前述のように、取締役会の独立性と企業パフォーマンスとの間には明確な相関関係が実証されていないが、取締役会メンバーの多様性(女性比率、人種の多様性)と企業業績との間に顕著なプラスの関係があることを実証した研究として、Carter *et al.* (2003)がある。

¹⁷ 例えば、Van Ees *et al.* (2009)の指摘を参照。

響を及ぼす取締役会やその及ぼす影響が研究対象となっているため、エンゲージメント研究とはその対象が必ずしも一致しない。また、アクティビズム研究においては、株主第一主義に基づき株主(投資家)がいかに経営者に圧力をかけて投資の成果を引き出すかというアクティビズムやアクティビスト投資家を研究対象としている。一方で、我が国が目指しているエンゲージメントや投資家・経営者間の関係性は、時には敵対的になることを辞さないアクティビズムとはその関係性を異にしており、エンゲージメント研究とアクティビズム研究はその背景にある考え方や基づく理論が異なる可能性が大きい。

このように、エンゲージメント研究を進める上で直接的に活用できる先行研究は限定的である。したがって、本研究においては適切なコーポレートガバナンス理論を活用し、議論の礎となる理論を整理した上で、エンゲージメント研究を進める必要がある。次章においては、本研究の議論の前提となる3つのコーポレートガバナンスの理論的枠組みを論じ、リサーチクエスションの設定を実施する。

2.4 本章のサマリー

本章では、本研究の主題である投資家・経営者間のエンゲージメントをより幅広く捉え、コーポレートガバナンスの主要な先行研究レビューを実施した。そして、四半世紀以上に渡るコーポレートガバナンス研究の蓄積にもかかわらず、我々はよりよい企業パフォーマンスに直結するコーポレートガバナンスに関する決定的な見識を持つに至っていないことを示した。そして、その背景として、定性的研究(質的研究)が十分ではないことと、エージェンシー理論への偏重がその背景にあることを論じた。また、本研究の主題であるエンゲージメント研究に関連する先行研究は限定的であることと、その背景を指摘した上で、次章において3つの本研究の議論の前提となるコーポレートガバナンスの理論的枠組みを論じることを示した。

第3章 先行研究レビュー：本研究の理論的枠組みと投資家の異なる経営者観

この章では、前章の先行研究レビューを受けて、本研究が投資家・経営者間のエンゲージメントを論じる際、その議論の論拠として活用する3つの理論 — エージェンシー理論、スチュワードシップ理論およびプリンシパル・マネジャー間の選択モデル — について議論を進める。個々のエンゲージメントにおいて、投資家は「自ら対峙する経営者をどのようなタイプの経営者と見ているか」という投資家の経営者観が、そのエンゲージメントの議題や性格、そしてその成否に大きな影響を及ぼしていると考えられる。ここでは、これらの3つのコーポレートガバナンスの理論的枠組みを論じることを通じて、投資家の異なる経営者観とその背景にある考え方を明らかにしていく。

また、演繹的な手法であれ帰納的な手法であれ、その研究が論拠を置く理論が極めて重要であることは言うまでもない。演繹的手法を用いる場合には、実証すべき仮説を議論する際の論拠としての理論が必要となる。一方、帰納的な手法を用いて観察されるデータ等から新たな理論を一般化して導き出す場合においても、データ観察の視点の基礎となる何らかの理論がなければデータ観察および研究は成立しない。次の第4章で論じるように、本研究は個別事例研究を通じて帰納的手法によって新しい理論を導出・一般化するという研究手法を採用するが、上記の3つのコーポレートガバナンスの理論的枠組みは、本研究のデータ観察(インタビューの実施および分析)の理論的論拠として重要な役割を果たすことになる。

3.1 エージェンシー理論

前章で議論したように、Jensen & Meckling (1976) が提唱した「エージェンシー理論」は現在のコーポレートガバナンスの支配的な理論的枠組みとして広く認識されており、その理論の源流は Berle & Means (1932) が論じた「所有と経営の分離」と「所有と支配の分離」に見出すことができる。1860年代の南北戦争で北部が勝利したことにより、国家経済の中心が北部の工業へと移り、すでに始まっていた産業発展が急速に加速するようになった。この米国での産業革命の結果、巨大な企業が出現し、それまで以上に大量の資本が必要となった。このような背景のもと、Berle & Means (1932) は、少数の大株主から多数の個々人に株式所有構造が変化したこと、つまり株式所有の分散により、ひとりひとりの株主が経営者の意思決定に対して意見を表明したり、取締役の任命・否認を通じて経営に影響を及ぼしたりすることが難しくなったと論じた。そして、彼らは株式をほとんど所有していない専門的経営者が実質的な「経営者支配」を行っていることを指摘した。

こうして米国では所有と経営・支配が分離される状況となり、Jensen & Meckling (1976) は「エージェンシー理論」において、専門的経営者が自らの利益を追求したり、経営努力を怠ったりした場合には、株主やその他の利害関係者の利益を軽視したり無視した

りすることにつながることを論じた。それ以降、所有と経営・支配の分離が存在するがゆえに生じる株主と経営者の間の利害相反、つまりエージェンシー問題をいかに解決するかという視点が重要となり、これ以降のコーポレートガバナンスの研究においても、株主と経営者の利害・目的が相反した場合に、いかにして企業や経営者をコントロールしていくのかという論点から様々な議論がなされることとなった。

エージェンシー理論では、経営者(エージェント)は株主(プリンシパル)の代理人として株主利益の実現を図るべき存在であるが、経営者は自己の利益を最大化しようとして行動するため、株主と経営者の利害は必ずしも一致しない。株主の関心は業績成長や配当の最大化を通じた企業価値の最大化であり、一方で経営者は自己の報酬や名声の最大化に一層関心を抱いたり、その結果株主の利益を無視したり、経営努力を怠る可能性がある。また、通常、経営者は株主に対して企業に関するより多くの情報を保有しているため、株主と経営者間には情報の非対称性も存在する。

このような状況のもとでは、株主は経営者の企業価値を減少させる行動を抑制し、効率的な経営を行わせる効果的なガバナンス手法が必要となる。したがって、エージェンシー理論において、株主が望むコーポレートガバナンスの枠組みは、株主と経営者間の情報の非対称性を緩和し、両者の利害を一致させるものが望まれる。また、菊澤(2016)によれば、情報の非対称性の緩和の手段は、たとえば時価主義会計制度の導入、会計監査制度、インベスター・リレーションズ(以下「IR」という)等による積極的な情報提供、情報開示や透明性をめぐる様々な法制度などがあり、両者の利害を一致させる方法としては、経営者をモニタリングし統治する方法(モニタリング・システム)と、経営者を所有経営者するインセンティブを付与し経営者に自己統治させる方法(インセンティブ・システム)がある。経営者に対する株主の要求は、情報開示の充実に加え、社外取締役の導入などのモニタリング・システムの強化や、ストックオプション制度などの経営者に対する適切な金銭的インセンティブの付与などが中心となり、株主(投資家)・経営者間の対話においてもこれらが議論の中心となる。

一方で、エージェンシー理論は現在では米国型株主主権のコーポレートガバナンスを正当化する理論であるとみなされる傾向があるが、もともとエージェンシー理論は経営者と多様な利害関係者のエージェンシー関係を扱う理論であり、株主だけを特別な利害関係者として扱う理論ではない(菊澤, 2016)。むしろ当理論においては、企業は経営者を中心とする様々なエージェンシー関係の契約の束(nexus of contract)としての企業観が成り立っていた(Jensen *et al.*, 1976; Fama & Jensen, 1983)。しかしながら、エージェンシー理論が提唱された後、エージェンシー問題を巡る様々な課題が研究され、エージェンシー理論に基づく株主主権論、あるいは株主第一主義としてのコーポレートガバナンス研究がしだいに主体的な位置を占めるようになっていく。

そのきっかけとなったのが、1980年代のアメリカで起こった LBO¹⁸によって、敵対的企

¹⁸ Leveraged Buyout。主としてプライベート・エクイティ・ファンドなどが、買収籍の資産やキャッシュ

業買収が増加・大型化したことにある。また、その背景として、株式の所有構造が従来の個人投資家から年金基金やミューチュアル・ファンドを含む機関投資家へと変化していたことが挙げられる。そして実際に、LBO の活用や機関投資家の巨額の資金を背景として、利害相反が認められる経営者に対して企業買収(M&A)を仕掛け、経営者交代を実現し、企業価値を高めるという動きが現実として起きた。このような状況のもと、米国のコーポレートガバナンス研究の中心も、会社支配権を巡る議論や株主対経営者の問題が論じられ、エージェンシー理論は現在では株主主権論、株主第一主義理論として解釈されることが多くなっている。そして、実際に株主(投資家)が経営者との対話に臨む際にも、この株主主権の考え方は、米国を中心に多くの機関投資家の間に浸透していると言えよう。

なお、本研究ではエージェンシー理論を論じる際は、株主(投資家)と経営者の二者間の関係に絞って論じることとする。また、株主がエージェンシー理論を前提に経営者と対話を行う場合には、株主主権論や株主第一主義的な考え方を明示的もしくは暗黙的に有していることとして議論を進める。

3.2 スチュワードシップ理論

エージェンシー理論がコーポレートガバナンスの主要な理論的枠組みとして広く認知される一方で、スチュワードシップ理論(Donaldson & Davis, 1991; Davis *et al.*, 1997)に基づく研究も一定の範囲内で行われている。「スチュワードシップ」という言葉は、従来はキリスト教の用語であり、神から与えられた素質、才能、能力といった賜物を忠実に自己管理し、自発的に最大限活用して社会へ貢献するという考え方(スチュワードシップ)や、そのような考え方を持つ人物(スチュワード)を示す。スチュワードシップ理論の背景には、「人は神のスチュワードとして生きる」との考え方が元来あり、その後英国では国王や領主など他人に代わってその事務や財産管理を取り仕切る執事や財産管財人を指す言葉として使われるようになった。そして、この考え方を企業経営者(スチュワード)と株主等の利害関係者(プリンシパル)の關係に当てはめたのがスチュワードシップ理論となる¹⁹。

スチュワードシップ理論では、エージェンシー理論の経済合理的な人間行動の想定が現実をうまく説明していないとの立場から、内発的動機付けを行う自律的な人間行動に着目し、人間は自らの利益にこだわらない道徳的な価値観を持っていると指摘した。つまり、所有者である株主から経営を委託された経営者は自己の能力を最大限に活用し、自己実現を目指して合理的に行動する組織人であると想定されている(Argyris, 1973)。また、経営者は集団的(collectively)かつ協調的(cooperatively)に行動することにより、会社組織とすべてのステークホルダーに関心を抱くことができる人物であると論じられている(Davis *et al.*, 1997; Hernández, 2008)。

フローと自己のジャンク債を担保に負債を調達し、少ない自己資金で大きな資本の企業を買収する手法。

¹⁹ スチュワードシップの關係は任意の二者間で成り立つ。例えば、スチュワードシップ・コードでは、アセットオーナーをプリンシパル、機関投資家をスチュワードとしている。

スチュワードシップ理論で想定される経営者(以下「スチュワード型経営者」という)は、自己実現を図り、自己の潜在能力を最大限に発揮して組織的な目標の達成に邁進する人物であるため、経営者と株主の利害は一致する傾向にあり、エージェンシー理論で想定したモニタリング・システムやインセンティブ・システムは必ずしも必要とはならない。むしろ株主による過度な監視や圧力は経営者のモチベーションを低下させ、企業目的達成にむしろ逆効果となる可能性がある。

なお、スチュワードシップ理論に関する実証研究は、エージェンシー理論との対比においてどちらの理論が現実をよりよく説明できるかと観点から行われてきた。例えば、経営者に対するコントロールの度合を示す代理変数として、CEO 兼職(CEO と取締役議長の兼職)の有無と株主構成の 2 つに注目した研究が中心となっている。そして、その経営者に対するコントロールの度合いがどの程度経営成績や企業行動に影響を与えているのかに関する研究も行われている。第 2 章で論じたように、エージェンシー理論を支持する実証研究としては、Daily & Dalton (1994)、Desai *et al.* (2003)などが、スチュワードシップ理論を支持するものとしては、前述の Donaldson & Davis (1991)のほか、Muth & Donaldson (1998)、Lane *et al.* (1998)、Westpal (1999)、Johnson *et al.* (2004)、Dalton *et al.* (1998)、Dalton & Dalton (2011)などが挙げられる。また、日本企業を対象とし、スチュワードシップ理論を支持する実証研究としては、Lee & O'Neill (2003)、林(2013)が挙げられる。いずれにせよ、スチュワードシップ理論の理論的および実証的研究は比較的限定的であり、今後のさらなる研究が待たれる状況である。

3.3 2つの理論の異なる経営者像

上述のように、エージェンシー理論とスチュワードシップ理論では全く異なる経営者像が想定されている。エージェンシー理論は経済学にそのルーツを持ち、当理論が想定する経営者像(以下「エージェント型経営者」という)は、エコノミックマンとして機会主義的に行動し、主として自らの利益の最大化に関心がある。そのため、効率的なコントロール・メカニズムが存在したときのみ株主のための価値最大化に関心を抱いてくれるという人物である。つまり経営者は株主から見れば「悪人」であり、だからこそモニタリングやインセンティブのシステムが必要となる。このような「悪人」である経営者をいかにコントロールして、経営者と株主の利害一致をいかに図るか、特にその手段として取締役会や株主による経営者のモニタリングや、経営者に対する金銭的インセンティブの付与等のあり方が議論の中心となっている。

一方、スチュワードシップ理論は、Maslow (1954)、McGregor (1960)、Argyris (1973)らの心理学・社会学・行動科学の理論に基づいて人間を捉えており、人間行動を単純なエコノミックマンと捉える人間観の非現実性を主張した。スチュワード型経営者は、自らの利益にこだわらない道徳的な価値観を有しており、自己実現という内的動機に基づいて、

集団的かつ協調的に組織とステークホルダーの利益の実現を図る「善人」である。株主の利害とは一致する傾向にあるため、経営者のモニタリングや経営者に対するインセンティブの付与等のあり方は問題とはならず、スチュワード型経営者は企業価値最大化等の企業・組織目的に自発的に取り組む人物として描かれている。

表 3-1. エージェント型経営者とスチュワード型経営者の比較

	エージェント型理論	スチュワードシップ理論
人間の行動モデル	エコノミックマン(経済合理的に行動する人間)	スチュワード(自己の潜在能力を最大限に発揮する人間)
行動パターン	利己的/自分勝手/ご都合主義	集団主義/組織主義
<心理的要因>		
動機付け	低次元の欲求(生理的欲求、安全、経済的欲求) 外発的動機付け	高次元の欲求(成長、達成、自己実現) 内発的動機付け
社会的比較	他のエージェントとの比較	プリンシパルとの比較
同一化	価値コミットメントが低い	価値コミットメントが高い
権力	組織/制度による力(合法的権力、強制力、報酬の力)	個人の力(専門家としての力、指示力)
<状況的要因>		
経営理念	コントロール型	参加型
リスク志向性	コントロールの仕組み	信頼
時間軸	短期	長期
目的	コスト・コントロール	成果の向上
文化	個人主義 権力格差が大きい	集団主義 権力格差が小さい

Davis, Schoorman & Donaldson (1997)をもとに筆者作成

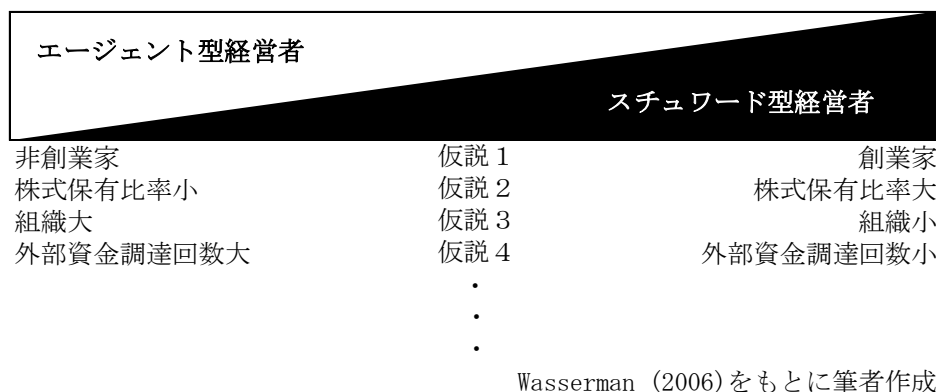
Davis *et al.* (1997)は、これら 2 つの理論の考え方を対比させ、表 3-1 のように整理した。彼らは 2 つの理論を、人間の行動モデル、行動パターンのみならず、心理的要因および状況的要因の視点から論じた。

上記の Davis *et al.* (1997)の表に関して、投資家・経営者間の対話において特に重要となる 2 点を指摘する。1 点目は心理的要因(psychological factors)と状況的要因(situational factors)である。経営者がエージェント型になるかスチュワード型になるかは、これらの要因によって決定される。つまり、生まれながらにして人間(経営者)はエージェント型やスチュワード型と決定されている訳でも、一旦決定されれば変化しないという訳でもない。どちらの経営者になるかは、動機付け(motivation)、社会的比較(social comparison)、同一化(identification)、権力(power)から構成される心理的要因に加え、経営理念(management philosophy)、文化(cultural differences)といった状況的要因にも左右されるのである。

また、Wasserman (2006)は、各経営者をエージェント型経営者とスチュワード型経営者に分類した実証研究を行った際に、図 3-1 のようなモデルを想定し、経営者を取り巻く心理的要因や状況的要因の各項目が経営者のタイプを規定する上で重要な役割を果たしていると論じた。このように、エージェント型とスチュワード型のそれぞれの側面を各経営者

は保有しており、そのどちらがより特徴として強く表れてくるのかが重要となる。現実には、絶対的なエージェント型経営者や、絶対的なスチュワード型経営者などが存在する訳ではないという点には留意が必要である。

図 3-1. エージェント型経営者とスチュワード型経営者の概念図



2 点目は、経営者の時間軸に関する傾向である。表 1 のように、エージェント型経営者の時間軸は短期であり、スチュワード型経営者のそれは長期である。Caldwell & Karri (2005) は、エージェント型経営者は短期的な利益を求めるのに対して、スチュワード型経営者は長期的な経済的利益の最大化を目指し、専門的経営者としての成長や従業員の雇用確保、すべてのステークホルダーや社会へのバランスのとれた配慮を通じて長期的株主価値の最大化が実現されると指摘している。また、Hernàndes (2008) は、スチュワード型経営者は、利己的ではなく協調的に行動することにより、すべてのステークホルダーの利益を長期的視点から最大化することにより、企業価値を長期的視点から最大化できると論じている。このように、一般的な機関投資家の投資の時間軸と比較して、スチュワード型経営者のそれはより長期であると言える。

3.4 プリンシパル・マネジャー間の選択モデル

当章第 3 節で示したように、エージェンシー理論およびスチュワードシップ理論においては想定される人間の行動が異なり、人間がエージェントあるいはスチュワードのどちらとして行動するのかは心理的要因や状況的要因が影響を与える。しかしながら、任意の二者(ここではプリンシパルである株主とマネジャーである経営者)がそれぞれエージェントあるいはスチュワードのどちらとして行動するかによって、二者間の関係性が異なったものとなってくる。Davis *et al.* (1997) は、エージェント型経営者およびスチュワード型経営者の類型化を論じるだけでなく、プリンシパル(株主)とマネジャー(経営者)の二者間の関係

性に関して議論を展開している。

図 3-2. プリンシパル・マネジャー間の選択モデル

		プリンシパルの選択	
		マネジャーをエージェントとみなす (エージェント型経営者を望む)	マネジャーをスチュワードとみなす (スチュワードシップ関係を望む)
マネジャー の選択	エージェントと して行動する (エージェント型経営者)	潜在的コストの最小化 相互的なエージェント関係 ケース1	マネジャーは利己的に行動 プリンシパルは怒る プリンシパルは裏切られる ケース2
	スチュワードと して行動する (スチュワード型経営者)	プリンシパルは利己的に行動 マネジャーは苛立つ マネジャーは裏切られる ケース3	潜在的パフォーマンスの最大化 相互的なスチュワードシップ関係 ケース4

Davis, Schoorman & Donaldson (1997) をもとに筆者作成

Davis *et al.* (1997) は図 3-2 のように、二者間の選択をそれぞれ 2 つに分類し、合計 4 つのダイアグラムに分けてその関係性を論じている。具体例としてプリンシパルとマネジャーがそれぞれエージェント関係を選択した場合、お互いが満足できるプリンシパル＝エージェント関係が構築される。エージェントとしてのマネジャーの利己的行動はプリンシパルによって監視され、潜在的損失(エージェントコスト)は最小化される(図 3-2 のケース 1)。また、プリンシパルとマネジャーがともにスチュワードシップ関係を選択した場合はプリンシパル＝スチュワード関係が構築され、潜在的パフォーマンスが最大化される。マネジャーはスチュワードの心理的側面を有し、組織目標の達成を通じて自己の効用を高める。一方のプリンシパルはマネジャーを監視するのではなく、参加型の経営モデルを導入し、マネジャーへ権限を委譲していく(同ケース 4)。

一方、二者間のうちどちらか一方しか満足がいかない場合は、二者間でお互いが異なる関係を選択したときである。プリンシパルがエージェント関係を、マネジャーがスチュワードシップ関係を選択した場合は、マネジャーはプリンシパルによって裏切られたと感じ、苛立つ。スチュワードであるマネジャーは株主によってあたかもエージェントのように監視・監督されるので、自己成長や自己実現といった内発的な成果を得ることができない(同ケース 3)。反対にプリンシパルがスチュワードシップ関係を、マネジャーがエージェント関係を選択した場合は、マネジャーは利己的に行動し、プリンシパルは裏切られる。プリンシパルはエージェントであるマネジャーをあたかもスチュワードのように扱ってしまう。マネジャーは与えられた経営環境を利用し、プリンシパルの利益の代償の上に自己の効用の最大化を実現する(同ケース 2)。

このように、Davis *et al.* (1997) が論じたプリンシパル・マネジャー間選択モデルでは、二者間の関係で好ましい結果が得られる選択はお互いがエージェント関係(ケース 1)(以下、「相互エージェント関係」と言う)か、スチュワードシップ関係(ケース 4)(以下、「相互スチュワードシップ関係」と言う)を選択した場合に限定される。相互スチュワードシップ関係が選択された場合には潜在的なパフォーマンスと互いの効用が最大化されるが、一

方で相互エージェンシー関係が選択された場合にはお互いが裏切られる(損失を被る)というリスクを最小化できる。そして、2つの相互関係のどちらを選択するかは、相手を信頼したいと思う気持ちの強さと裏切られるリスクに対する許容度によって決まる。また、どちらか一方の人間が個人主義的な傾向である場合は(相手がどのような選択肢であるかに関わらず)最良の選択はエージェンシー関係となり、お互いが集団主義的な考え方で一致する場合はスチュワードシップ関係が最良の選択肢となる(Davis *et al.*, 1997)。

3.5 投資家による経営者観の日米比較

本節では、米国および日本で想定される経営者像、つまり投資家による経営者観の特徴を整理する。

米国ではエージェンシー理論が支配的なコーポレートガバナンス理論として確立されており、そこで想定されるエージェンシー型経営者の利己的行動をいかに抑制し、株主の利害と一致させるのか、そのための適切な理論は何か、という視点から研究者および実務者はコーポレートガバナンス問題に取り組んできたと言える。米国で想定される典型的な経営者のタイプはエージェンシー型経営者であり、典型的な投資家行動としてはアクティビズムを挙げることができる。

しかし、米国での典型的な経営者像を議論する際には、特に以下の2点には留意が必要であろう。1点目は、とりわけ実務社会に向けて、米国でのエージェンシー理論絶対主義の考え方に対する批判が存在することである。戦略論や国際マネジメント研究で著名なスマントラ・ゴシャルは、Ghoshal (2005)において米国のビジネススクール教育を批判している。利己的な利益を追及する経営者像を前提としたエージェンシー理論を重点的に学生たちへ教えること通じて、実際にその学生たちが卒業後にエージェンシー型経営者になってしまう可能性を指摘している。つまり、理論(theory)が実際(practice)に影響している可能性が存在する。

2点目は、米国で支配的なエージェンシー理論に対して、過去の実証研究が当理論の有意性を必ずしも証明できていないという主張があり、エージェンシー理論を見直す動きが一定程度進められていることである。そして、この見直しの動きは、純粋なエージェンシー理論の前提条件を緩和し、より現実的な仮定を置いて議論を進める修正エージェンシー理論の研究と、エージェンシー理論に代替的な理論を提唱する動き²⁰の2つの方向性が存在している。

一方、日本ではエージェンシー理論だけではなく、スチュワードシップ理論が成立する蓋然性が高いとの先行研究が存在する。Lee & O'Neil (2003)は、Hofstede (1980, 1991)²¹が

²⁰ 本研究第2章2節2を参照。

²¹ いわゆるホフステッド指数に言及している。Hofstede (1980, 1991)は、Power Distance Index (PDI) (権力格差)、Individualism (IDV) (個人主義対集団主義)、Uncertainty Avoidance Index (UAI) (不確実性回避)、Masculinity (MAS) (男らしさ)、Long-Term Orientation (LTO) (長期志向)、Indulgence versus Restraint

「日本は社会の権力の上下関係が大きく、集団主義の文化である」と指摘し、また Davis *et al.* (1997)が「集団主義的文化のもとではスチュワードシップ関係が促進される組織構造になり得ると論じた」ことを指摘した。Leamont (2004)は、日本企業 14 社の個別事例研究を実施し、日本企業の経営者は株主に対する説明責任の意識が小さく、日本の実情は従来のコーポレートガバナンスの枠組とは異なることを指摘し、日常の業務のなかで個々の個人間や組織間で生じる相互義務、責任、信頼によってガバナンス・システムが維持されていることを論じた。田中(2014)は、日本の社会経済構造や企業システムを長く研究したロナルド・ドーアがその著書『誰のための社会にするか』(ドーア, 2006)で、日本社会は英米に比して社会的信用度²²が高いと指摘したことに触れた上で、日本企業の経営者の規律は、賞罰への関心や利己主義といった経営者の自利心によってではなく、責任感や信頼、やりがい、思いやりといった経営者の良心によって実現していると論じた²³。また、Buchanan *et al.* (2014)は、2000 年代の米国および英国の敵対的アクティビスト・ヘッジファンドによる日本企業に対するアクティビズムの失敗について研究し、日本の経営者は株主のエージェント(代理人)の意識が一般的に存在せず、株主もまたプリンシパルとして行動しておらず、エージェンシー理論のプリンシパル=エージェント関係が成立していないことを論じた。

また、上記の先行研究に加えて我が国の実務面の動向からもスチュワード型経営者の存在が示唆される。我が国でコーポレートガバナンス・コードの導入が議論された際、経営者の自律的な側面を重視し、**comply or explain** という英国流のルールを採用するに至っている。エージェンシー理論のような他律的な経営者像を前提としていれば、より強制力の強いルールベースのコーポレートガバナンス・コードが導入されていた可能性もあろう。このことから、実務社会においても一定程度のスチュワード型経営者が存在するとの仮定が暗黙的に認識されている可能性がある。

このように、米国と日本では想定される経営者像が異なると想定される。つまり、米国ではエージェンシー理論がコーポレートガバナンスの理論的基礎として存在し、エージェンシー型経営者という経営者像が確立している。したがって、株主と経営者間にはアクティビズムという一種の緊張関係が成立していると考えられる。

一方、我が国においては、投資家と経営者の間にはプリンシパル=エージェント関係のみならず、投資家が経営者をスチュワードとしてみなす経営者観が存在することが示唆されている。つまり、我が国の経営者像は、エージェンシー型経営者に加えて、スチュワード型経営者もまた存在し、投資家・経営者間の関係に関する理論は、エージェンシー理論、

(IVR) (快楽主義か禁欲主義的)の 6 つの基準から、各国の国民性を示す指標を論じた。

²² 社会的信用度についてドーア(2006)は「社会的信用度の高い社会はどういう社会かといえば、経営者、裁判官、役人、政治家など、責任の重い仕事をする人々が、当たり前、怠けもせず、ズルもしないで働くのは、褒美や罰とそう深い関係もない社会、慣用的に「妥当」とされている報酬さえ保証されていれば、主として自分が負わされている責任をちゃんと果たさなければ良心がとがめるから働く、といった社会ではないかと思う」と述べている。

²³ ちなみに、Leamont (2004)と田中(2014)はスチュワードシップ理論に関しては触れていない。ただし彼らの考える経営者像はスチュワード型経営者と極めて近似しており、日本でスチュワードシップ理論が成立する可能性を論じていると解釈できよう。

スチュワードシップ理論、プリンシパル・マネジャー間の選択モデルが成立していると考えられる。また、これらの理論的根拠に基づきエンゲージメントが実際(practice)に成立する可能性があると考えられる(表 3-2)。

表 3-2. 投資家・経営者間の関係に関する理論と実際 日米比較

	投資家・経営者間の関係	
	米国	日本
理論 (theory)	(株主第一主義としての) エージェンシー理論	スチュワードシップ理論 エージェンシー理論 プリンシパル・マネジャー間の 選択モデル
実際 (practice)	株主アクティビズム	エンゲージメント

筆者作成

3.6 本研究のリサーチクエスチョン

本研究では、米国での支配的な投資家の経営者観であるエージェンシー型経営者だけではなく、スチュワード型経営者の存在を前提としており、我が国においてスチュワード型経営者と投資家がいかにして相互スチュワードシップ関係を構築できるのかを明らかにすることが本研究の目的となる。つまり、本研究の主要な関心分野はプリンシパル・マネジャー間の選択モデルのケース 4(相互スチュワードシップ関係)であり、本研究のリサーチクエスチョンも、投資家・経営者間の相互スチュワードシップ関係の成立や、スチュワード型経営者の経営行動や投資家との関係性がその議論の中心となる。

では、本研究がなぜ投資家・経営者間の相互スチュワードシップ関係(プリンシパル・マネジャー間の選択モデルのケース 4)にその焦点を置くかであるが、それは主として以下の 2 つの理由による。第 1 に、相互スチュワードシップ関係は現在の実際(practice)において、日本版スチュワードシップ・コードやいわゆる伊藤レポート等において、我が国の投資家と企業経営者が目指すべき関係、規範的な関係と捉えられているためである。したがって、その理論的背景の研究や個別事例研究の重要性は大きいと考えられる。第 2 には、その他の 3 つのケースとの比較で、ケース 4 の研究の重要性が高いと考えられるためである。ケース 1 は前述の通り米国で規範的な関係性となっている株主・経営者間のプリンシパル＝エージェンシー関係であり、株主アクティビズムの先行研究によって一定程度的内容が明らかになっている。また、ケース 2 およびケース 3 は投資家と経営者の間の関係が失敗に終わっている事例であり、ケース 4 と同様に先行研究の蓄積が十分ではない領域であると判断される。しかしながら、ケース 4 の相互スチュワード関係を明らかにした後でケース 2 と 3

の関係構築に失敗した事例を研究するのが妥当な優先順位であると判断される。このような理由から、本研究ではプリンシパル・マネジャー間の選択モデルのケース 4 に焦点を絞った研究を行うこととする。

また、前章および本章で議論してきたように、スチュワードシップ理論の研究者の主な関心は、エージェンシー理論とスチュワードシップ理論のどちらがより適切に現実を実証できるのかであった。そのため、実際にスチュワード型経営者が投資家にどのような関係構築を求めているのか、投資家がどのような点において自律的なスチュワード型経営者に影響を及ぼせるのか、そしてそのためには投資家にはどのような要件やスキルセットが必要となるのか、といった視点からの研究は、これまで莫大な数にのぼるコーポレートガバナンス分野の先行研究のなかでも、筆者の知り得る限り存在しない。さらに、コーポレートガバナンスの研究はいまだ解明されていない分野が多いという現状認識のもと、特に投資家・経営者間のエンゲージメントを重視していく機運が高まりつつある我が国において、これらの項目をひとつずつ解明していく研究の重要性は極めて大きいと考えられる。

以上の考え方に基づき、以下の項目(RQ1~3)を本研究のリサーチクエスションとする。

- RQ1: スチュワード型経営者による投資家選別の基準は何か。
- RQ2: 投資家・経営者間のエンゲージメントにおいて、スチュワード型経営者が投資家に求めている関係性(機能、助言等を含む)は何か。
- RQ3: 相互スチュワードシップ関係の構築に必要な投資家の要件およびスキルセットとは何か。

3.7 本章のサマリー

本章では、以下の 3 点を中心に議論を展開した。1 点目には、本研究が投資家・経営者間のエンゲージメントを論じる際、その議論の論拠として活用する 3 つの理論 — (A)エージェンシー理論、(B)スチュワードシップ理論および(C)プリンシパル・マネジャー間の選択モデル — を議論した。2 点目には、米国と我が国では経営者像やその基礎となる理論が異なる可能性を議論した。具体的には、米国がエージェンシー理論に基礎を置き、経営者像としてエージェンシー型経営者を前提としていることに対して、我が国ではエージェンシー型経営者に加えて、スチュワードシップ理論で想定されるスチュワード型経営者が存在する可能性が高いことを述べた。そして、3 点目には、本研究が投資家・経営者間の相互スチュワードシップ関係(プリンシパル・マネジャー間の選択モデルのケース 4)に焦点を置くことと、その理由を論じた上で、答えを導くべき 3 つのリサーチクエスション — (1)スチュワード型経営者による投資家選別の基準は何か、(2)投資家・経営者間のエンゲージメントにおいて、スチュワード型経営者が投資家に求めている関係性(機能、助言等を含む)は何か、(3)相互スチュワードシップ関係の構築に必要な投資家の要件およびスキルセットとは何か

— の提示を行った。

第4章 研究方法論

本章では、前章までの先行研究レビューやコーポレートガバナンスの理論的枠組みの議論に続き、本研究で採用する研究方法論を検討する。本研究においてなぜ質的研究手法を選択するのか、リサーチデザインとしてなぜ事例研究を実施するのか、本事例研究の構成要素や選択基準等をどのように考え、どのように理論の一般化を目指すのか、また、手法としてどのようなインタビューを実施するのか等について議論していく。

4.1 なぜ質的研究なのか

前章までの議論を経て、本研究で扱う投資家・企業経営者間のエンゲージメントという研究主題はこれまで先行研究の蓄積がほとんどない分野であり、またその背景となるコーポレートガバナンスに関する研究もエージェンシー理論および定量的な実証研究分野への傾向偏重があり、その結果としてエージェンシー理論を中心としたこれまでのコーポレートガバナンスに関する実証研究結果が必ずしも明確な結論を導き出したとは言えないことを示してきた。

加えて、本研究は我が国の企業経営者という母集団の平均的な傾向値を導き出すことや、平均像を明らかにすることを目的としていない。我が国にはエージェント型経営者とスチュワード型経営者という異なる2つの経営者像が存在するという前提のもと、とりわけスチュワード型経営者と投資家との関係性においてそれぞれの行動主体がどのように行動し、その結果どのような関係性が成立するのかを明らかにしていくことを目的としている。そして、エージェント型経営者およびスチュワード型経営者の実際のフィールドワーク型の研究の蓄積も十分とは言えないため、いまだに解明されていないことが多い。したがって、因果関係や背景の解明が不十分なまま定量的アプローチを採用した場合には、エージェント型経営者およびスチュワード型経営者の代理変数の設定や、構成概念の妥当性の問題が生じる可能性も考えられる²⁴。

このような理由から、本研究では統計手法や数理モデルを通じた定量的アプローチではなく、質的研究の立場から研究を進めていくこととする。つまり、定量的研究が主として演繹的手法による仮説検証型研究であるのに対して、本研究は質的研究の立場から帰納的手法による仮説生成型研究を目指す。

²⁴ つまり、エージェント型経営者およびスチュワード型経営者はそれぞれ概念化されてはいるものの、客観的に計測することが難しく、文脈ごとに異なる意味を持つ可能性がある。特に、定量的手法のもとでは、代理変数の設定が難しく、事例研究を始めとした定性的手法(質的研究)が大きな役割を果たすと考えられる。ただし、Wasserman (2006)のようにエージェント型経営者およびスチュワード型経営者を、経営者が創業家出身かどうか、経営者の持株比率など、それぞれの性質を示す6つの代理変数により識別した実証研究が先行研究として存在することも指摘しておきたい。

4.2 リサーチデザイン

リサーチデザインとはリサーチクエスションに対する答えを導き出すために、手法(method)を方向付けて、得られる知見を一般化する道筋を示し、研究を理論的に形作るものである(野村, 2017)。本節においては、本研究のリサーチデザインとして事例研究を採用する理由、事例研究の構成要素と理論開発設計、事例研究の選択基準と手法、外的妥当性と信頼性など、事例研究の設計にとって重要な事項を論じていくこととする。

4.2.1 なぜ事例研究なのか

まず、本研究のリサーチデザインとしてなぜ事例研究を選ぶのか、という点から論じていくこととする。社会科学的研究において、そのリサーチデザインとしては、事例研究のほか、実験やサーベイ、資料分析なども存在する。Yin (1994)によると、最も適切なリサーチデザインは、(A)リサーチクエスションのタイプ、(B)実際の行動事象に対する研究者の制御、(C)歴史現象か現在の現象か、という3つの視点から選択することが重要である。Yin (1994)の定義に従えば、事例研究(ケーススタディ)が望ましい場合は、「どのように」あるいは「なぜ」というリサーチクエスションが提起されている場合、研究者が事象をほとんど制御できない場合、そして現実の文脈における現在の事象が研究対象となっている場合となる(表4-1 参照)。

表 4-1. 各リサーチデザインの特徴

リサーチデザイン	リサーチクエスション	行動事象を研究者が制御できるか	歴史事象か 現在事象か
実験	どのように、なぜ	できる	現在事象
サーベイ	誰が、何が、どこで、どれほど	できない	現在事象
資料分析	誰が、何が、どこで、どれほど	できない	歴史事象、現在事象
歴史	どのように、なぜ	できない	歴史事象
事例研究	どのように、なぜ	できない	現在事象

出所: Yin (1994)をもとに筆者作成

このように、最適なりサーチデザインを選択するためには、リサーチクエスションが扱う問題のタイプを正しく認識することが必要となる。本研究で扱うリサーチクエスションは前章で議論したように、以下の通りである。

RQ1; スチュワード型経営者による投資家選別の基準は何か。

- RQ2: 投資家・経営者間のエンゲージメントにおいて、スチュワード型経営者が投資家に求めている関係性(機能、助言等を含む)は何か。
- RQ3: 相互スチュワードシップ関係の構築に必要な投資家の要件およびスキルセットとは何か。

本研究におけるリサーチクエスションは、形式上はすべて「何が」に関する問いによって構成されている。ただし、その中身を見てみると、例えば RQ2 の「スチュワード型経営者が求める関係性(機能、助言等を含む)は何か」という問いも、「どのように」、「なぜ」その関係性を経営者が求めているのかという点も含めて明らかにすることを意図している。したがって、本研究のリサーチクエスションは「何が」に関する問いも、探索的な「何が」であり、「どのように」、「なぜ」を主として扱っているものと論じることができる。その結果として、選択すべきリサーチデザインは、実験、歴史、事例研究の 3 つの手法に限定される。

そして、本研究で取り扱う主題は、投資家と経営者という主体の間関係性、考え方などの領域であり、これらの行動現象を研究者が制御することは不可能である。したがって、この観点から実験の採用は不可能となる。また、主題は現在の二者間関係性を論じているため、現在事象であり、歴史事象ではない。したがって、この観点から歴史の採用は排除される。このようにして、本研究で採用すべきリサーチデザインは、事例研究であると決定される。

なお、George & Bennett (2005)によると、事例研究の一般的な長所はまさに統計手法や数理モデルの弱点部分にあると述べている。特に、高い構成概念性を実現する潜在能力、新たな仮説を生み出すうえで効果的な手順、個々の事例の文脈で仮説上の因果関係メカニズムが果たす役割を詳しく吟味する有力な手段としての価値、因果複雑性に対処する能力、の 4 点がその長所であると述べている。また、Rubin & Rubin (2005)によると、サーベイとの比較において、インタビューは研究者が十分に理解していなかったり、不明瞭な文脈についても調査し明確にできる可能性があるという点において優れている²⁵。

本研究においては構成概念の妥当性を、スチュワード型経営者の概念が意味するところを事例研究において丹念に説明することにより明らかにしていく。因果メカニズムの探求や因果複雑性への対応は、投資家と経営者間の相互作用や複雑な関係を事例研究で記述することにより詳細に検討する。

また、後述するように、当事例研究では逸脱した珍しい(決定的な)事例をひとつだけ取り上げるため、当事例研究は単一事例研究となる。逸脱事例の研究を通じて、新たな仮説形成を試みる。加えて本研究がリサーチデザインとして採用する事例研究は、説明的事例研

²⁵ 例えば、第 5 章で検討する事例研究のインタビューにおいて、スチュワード型経営者がなぜ投資家と会うのか、どのような関係性(機能、助言等を含む)を求めているのか、という点については、研究者(筆者)が十分に理解していなかったスチュワード型経営者の側面が浮彫りになる回答を実際に得ることができた。具体的な内容は第 6 章 2 節の脚注 86 で説明する。

究となる。Yin (1984)は、事例研究を説明的、記述的、探索的と3つの種類に分けて捉えている。本事例研究は、「どのようにして」、「なぜ」の問いに関して説明的に行動事象を明らかにしていくことを主として目指しており、この意味において説明的事例研究となる。

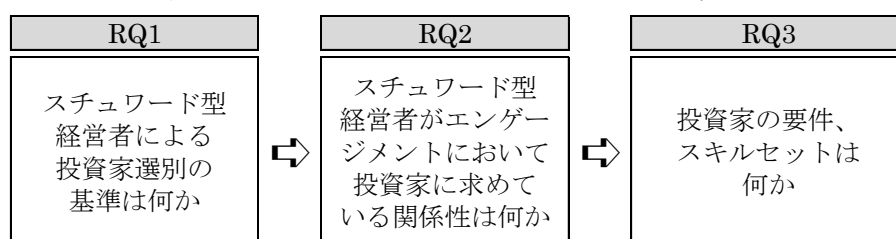
4.2.2 事例研究の構成要素と理論開発設計

リサーチデザインとして事例研究を採用するにあたり、事例研究の構成要素について以下で考察する。Yin (2014)によれば、事例研究の重要な構成要素は以下の5つである。

1. リサーチクエスチョン
2. あるとすれば、その命題
3. その分析単位
4. データを命題に結びつける論理
5. 発見物の解釈基準

ここではまず、上記1の「本研究のリサーチクエスチョン」をリサーチデザインのなかで改めて論じることとする(なお、上記2の事例研究の命題は明示的には存在しないので、以下での説明は行わない)。次節で論じるように、本事例研究の手法は企業経営者に対するインタビューを採用し、スチュワード型経営者による投資家選別の基準や、経営者の投資家に関する考え方や投資家との対話に期待することを抽出していく。その結果としてリサーチクエスチョンとして掲げた「経営者がエンゲージメントで投資家に求めている関係性」やそれを実現させるための「投資家の要件やスキルセット」を明らかにできると考えている。つまり、3つのリサーチクエスチョン(RQ1~3)に対する答えを明らかにしていくフローは以下の図4-1のようになる。

図4-1. リサーチクエスチョンのフローチャート



筆者作成

リサーチデザイン上の当リサーチクエスチョンの重要点は以下の2点である。1点目は「投資家選別」であり、2点目は主要な関心の対象が「スチュワード型経営者」である点である。つまり、スチュワード型経営者による投資家選別の基準やその背景(つまり RQ1)がリサーチデザインのキーポイントとなる。投資家選別とは、企業経営者による対話相手(投資家)の選

別のことである²⁶。投資家選別を実施しているスチュワード型経営者には、投資家を選別する理由があり、選別基準が存在する可能性を指摘できる。そして、このリサーチクエスションに答えることにより、経営者は投資家との対話に何を望んでおり(おらず)、投資家とどのような関係性を望んでいる(いない)のかを事例研究を通じてより詳細に観察することが可能となるのである。つまり、経営者が何を投資家との対話に臨んでいるのかが反映したものが投資家選別を行う理由であり基準であると考えられ、投資家選別の基準こそが対話における企業経営者の対話のポリシーであるとすることができる。

この点について、Davis *et al.* (1997)のプリンシパル・マネジャー間の選択モデルを使い、スチュワード型経営者の投資家選別の可能性を整理しておこう。選択モデル(図 4-2)の上で、スチュワード型経営者はケース 3 およびケース 4 に位置している。ケース 3 はスチュワード型経営者をエージェント型経営者とみなす投資家と対峙しているため、経営者は投資家とのエンゲージメントに失望していると考えられる。したがって、スチュワード型経営者にはこのような投資家を対話から排除しようというインセンティブが働くと考えられる。一方、ケース 4 では経営者をスチュワードとしてみなす投資家とエンゲージメントを行うため、二者間には相互スチュワードシップ関係が構築されており、経営者はエンゲージメントに対して満足していると想定される。つまり、スチュワード型経営者は、自らをエージェント型経営者としてみなす投資家を排除し、スチュワード型経営者としてみなす投資家とエンゲージメントを実施するように投資家選別の基準を設計すると考えられる。

図 4-2. プリンシパル・マネジャー間の選択モデルにおける
スチュワード型経営者の投資家選別

		プリンシパルの選択	
		マネジャーをエージェントとみなす (エージェント型経営者を望む)	マネジャーをスチュワードとみなす (スチュワードシップ関係を望む)
マネジャー の選択	エージェントと して行動する (エージェント型経営者)	潜在的コストの最小化 相互的なエージェント関係 ケース1	マネジャーは利己的に行動 プリンシパルは怒る プリンシパルは裏切られる ケース2
	スチュワードと して行動する (スチュワード型経営者)	プリンシパルは利己的に行動 マネジャーは苛立つ マネジャーは裏切られる ケース3	潜在的パフォーマンスの最大化 相互的なスチュワードシップ関係 ケース4
		回避	選択

Davis, Schoorman and Donaldson (1997)をもとに筆者作成

一方、エージェント型経営者の場合はどうであろうか。エージェント型経営者はもともと対話相手である投資家を信頼しない。対話相手を信頼してしまい後に失望するリスクを

²⁶ ただし、必ずしも会社として会うべき投資家と会うべきではない投資家を選別するという意味ではない。むしろ、経営トップ(社長、CEO等)が会うべき投資家と会うべきではない投資家を選別し、経営トップが会わない投資家にはIR部門で対応を実施する、等の対応がより現実的と思われる。実際に、事例研究で取り上げるオムロン株式会社の場合も後者の対応を実施している。

回避しようとして行動する。したがって、投資家選別に対して特段の思い入れを持ち合わせていないと考えられる。スチュワード型経営者が投資家を信用して関係を築こうとし、そのために裏切られるリスクが大きいのにに対して、エージェント型経営者はそのリスクが相対的に小さく、投資家選別を実施するインセンティブが小さい。あるいは、自利心による経営が行われるので、投資家のタイプに関係なく対話全体を避ける傾向が見られる可能性もあろう。そして、対話全体を避ける場合には、投資家選別が行われている可能性があるものの、その場合には投資家選別の基準が明確でない可能性が高いと考えられる。

以上より、企業経営者の投資家選別に関する仮説は以下の表 4-2 のように整理される。

表 4-2. 企業経営者の投資家選別行動に関する仮説

	エージェント型経営者	スチュワード型経営者
選別に向けたインセンティブ	小さい	大きい
選別の基準	不明瞭	明瞭（エージェント型投資家を避ける）

筆者作成

次に、事例研究の構成要素の 3 点目となる「分析単位」について説明する。本事例研究の分析単位は企業経営者である。この場合に想定される企業経営者は個人でも経営陣(グループ)でも構わず、これらを同一視する前提で分析を実施する。なお、本研究では企業経営者と投資家との関係を主題として取り扱っているため、分析主体の企業経営者は投資家との対話を実際に行う主体である。つまり、分析単位は、「なぜ企業経営者は投資家選別を実施するのか」という本研究のリサーチクエスションの主体と同一となる。

最後に、事例研究の構成要素の 4 点目および 5 点目となる「データを命題に結びつける論理」および「発見物の解釈基準」について簡単に触れておく。データを命題に結びつける論理は、上述のようにプリンシパル・マネジャー間の選択モデルを使用して論じた内容であり、スチュワード型経営者がなぜ投資家選別を行う動機を有しているかを説明した論理となる。また、発見物の解釈基準については、この場合は特段の説明を必要としない性質のものであると判断される。スチュワード型経営者による投資家選別の基準は、実際のインタビュー(第 5 章)における経営者の回答によって確認され、解釈基準を議論するまでもなく明白となるからである。

以上の 5 つの事例研究の構成要素の議論から以下の「理論開発」に関する内容が確認される。つまり、本事例研究によって、最初に明らかにされるのは、なぜスチュワード型経営者が投資家選別を(もし行っているとすれば)行っているかである。そして、このリサーチクエスションに対する答えが明らかになることを通じて、スチュワード型経営者は投資家とのエンゲージメントにおいてどのような関係性(機能、助言等を含む)を望んでいるのか、

そしてそれを満たすために投資家はどのようなスキルセットを持ち合わせていなければならないのか明らかにされる。その上で、投資家・経営者間のエンゲージメントに関する「理論開発」の設計が可能となり、外的妥当性(後述)の議論を通じて、事例研究から帰納的に得られた知見の理論的一般化が可能となる。

4.2.3 事例研究の選択基準と手法

事例研究においては、適切にその事例を選択することが不可欠であり、野村(2017)はその選び方によって事例研究の学問的価値が大きく左右されると論じている。本事例研究では、スチュワード型経営者の観察や分析を目的としているため、何よりもスチュワード型経営者が選択される必要がある。つまり、エージェント型経営者が誤って選択されてしまうと、事例研究での観察結果が適切であったかどうか大きな疑念が残り、「構成概念妥当性」の問題が生じてしまう。そして、その結果として本事例研究の質が大きく損なわれてしまう可能性がある。

では、どのような選択基準を用いればこの問題を回避できるのであろうか。本事例研究においては、野村(2017)の選択基準にしたがい事例選択を行う。野村(2017)は、Yin (2014) および Gomm *et al.* (2000)の先行研究を踏まえた上で、選択基準を「極端/珍しい/決定的」、「典型的/一般的」、「後続的/新事実考察型」の3つに分類し、単一事例や少数事例の事例研究を正当化する選択方法を論じている(表 4-3 を参照)。そして、本事例研究では、上記の「極端/珍しい/決定的」を選択基準とした、単一事例研究の手法を取ることとする。その理由は、単一あるいは少数事例研究の場合には、「極端/珍しい/決定的」な事例が望ましいとする意見が多いためである(Gomm *et al.*, 2000; Van Evara, 1997; 野村, 2017)。

表 4-3. 事例研究における事例選択基準

単一事例研究	複数事例研究
極端/珍しい/決定的	文字通りの追試/理論的追試
典型的/一般的 (ただし、要注意)	一致法/差異法/一致差異併用法
後続的/新事実考察型	単一事例×複数個 (特に極端な事例)

出所:野村(2017)より

「極端/珍しい/決定的」な、何らかの特異な事例を調べることで、その他の要因の影響を相対的に小さくすることができる。つまり、決定的にスチュワード型経営者と考えられる事例を選択することにより、前述の「構成概念妥当性」を高められるほか、スチュワード型経営者という要因以外の要因がもたらしたと考えられる影響を軽減することで「内的妥

当性」を高めることができる。そしてこの場合には、敢えて複数事例研究の手法を取る必要はないとの考え方が成立する^{27 28}。

では、実際にスチュワード型経営者と考えられる「極端/珍しい/決定的」な単一事例をどのように選択することができるであろうか。一般的には先行研究の選択方法にならうべきであるのだが、スチュワード型経営者やその対立概念であるエージェント型経営者に関する質的アプローチの先行研究は極めて限定的であり、筆者の知る限り Hiebl (2015)が唯一の事例となる。

Hiebl (2015)は、14 社のオーストラリアの非上場企業の CFO(最高財務責任者)や企業オーナーへの半構造化インタビューを通じ、各 CFO がエージェンシー型の行動をとるか、スチュワード型の行動をとるかを研究した。その結果、オーナーに直接報告している CFO はオーナーに支配されていると感じ、短期間の任期が与えられている CFO はエージェント型行動を取り、CFO の年齢が高く十分な富を築いている場合にはスチュワード型行動をとることを明らかにした。

Hiebl (2015)は、事前に CFO をエージェント型かスチュワード型かに関する予断を持たず、複数の CFO に対して半構造化インタビューを実施することにより、その母集団のなかでエージェント型経営者(CFO)か、スチュワード型経営者(CFO)かを判断している。この Hiebl (2015)の手法に従えば、当事例研究も複数事例研究とし、そのなかで相対的にスチュワード型経営者の行動をとる企業を抽出することが考えられる。

一方で、質的アプローチではなく、定量的アプローチの事例として第 3 章 3 節で取り上げた Wasserman (2006)は、スチュワード経営者の選択基準として「創業家出身の経営者かどうか」、「株式保有比率が高いかどうか」、「大企業かどうか(組織が大きいかどうか)」、「外部からの資金調達回数が少ないかどうか」などの特性に着目している。ただし、これらの定量基準を満たす我が国の企業は比較的多いため、本事例研究を単一事例研究で行う場合には、これらが本事例研究の「極端/珍しい/決定的」な選択基準となる蓋然性は小さいものと推察される。

したがって、このように先行研究が極めて限定的ななか、本研究では新たな選択基準を検討し、採用することとする。具体的には、前述の企業経営者による「投資家選別の実施」をスチュワード型経営者事例の選択基準として取り上げることとする。その理由は、第 1 に「投資家選別の基準は何か」が本研究の最初のリサーチクエスチョンであり、投資家選別を確実にに行っていると思われる企業を選択必要があるからである。第 2 には、投資家選別を行い、明確な判断基準を有する企業はスチュワード型経営を行っている可能性が高いからである。この点は、プリンシパル・マネジャー間の選択モデル(Davis *et al.*, 1997)に基

²⁷ 例えば、Gomm *et al.* (2000)や Van Evera (1997)を参照。

²⁸ なお、野村(2017)によれば、典型的/一般的なものであれば単一少数事例研究が正当化されるという考え方には批判的な論者も多い。仮に典型的/一般的な事例を選択することを肯定する立場に立ったとしても、諸要因が典型的/一般的なものであれば、それらの影響や相互関係を見出しにくく、他の単一事例研究よりも格段に時間と労力をかけた綿密な調査や、厚い記述を行う必要があると指摘している。したがって、本事例研究の選択基準としては典型的/一般的な事例を採用しないこととする。

づき議論した通りである。第 3 には、我が国では投資家選別を実施している企業は、「極端/珍しい/決定的」であるからである。特に、上記第 3 の理由については、投資家選別が我が国企業では十分に浸透しておらず、実施企業が少数にとどまっており²⁹、したがって投資家選別企業が十分に「極端/珍しい/決定的」な事例になり得ると判断されるからである。

一方で、このような投資家選別を公言している企業が、筆者が知り得る限り我が国で 1 社のみ存在する。その企業は、オムロン株式会社(以下、「オムロン」と言う)である。オムロンは 2015 年に『オムロン コーポレート・ガバナンス ポリシー』を制定し、その別添資料として「株主と建設的な対話に関する基本方針」を定めている。そして、「当社に対する理解が不十分と考えられる投資家に対しては、経営トップとの個別ミーティングを制限している」という趣旨の発信を資本市場に向けて実施している。以上より、本事例研究ではオムロンをスチュワード型経営者が投資家選別を行う「極端/珍しい/決定的」な事例であると仮定する³⁰。

また、本事例研究の手法は、オムロン 1 社のみを選択する単一事例研究として議論を進める。事例選択基準が、投資家選別実施企業という「極端/珍しい/決定的」な事例であるため、単一事例研究として問題はないと判断するためである。

4.2.4 外的妥当性と信頼性

これまでの事例研究の設計の議論のなかで、Yin(2014)が指摘する「事例研究の質の 4 つの判断基準」のうち、構成概念妥当性および内的妥当性についてはすでに言及したため、ここでは残りの 2 つ — 外的妥当性と信頼性 — を取り扱うこととする。

外的妥当性とは、研究の発見物が当面の事例研究を超えて一般化できるかどうかという問題を扱う(Yin, 2014)。事例研究の事例は母集団を代表していないので、統計的標本抽出とは別の一般化のためのロジックが必要となる。事例研究は、理論的一般化あるいは自然的一般化を行うが、本研究においては理論的一般化を行うこととする。理論的一般化とは、理論導出への貢献を通じて行う一般化のことであり、つまり理論的一般化を本研究の最終目的とすることで、外的妥当性の問題は自ずと解消できるとの立場を取る。目的とするのは分析的一般化(分析的帰納法、つまり理論導出への貢献)であり、頻度を列挙して行う統計的一般化とは異なる。なお、理論的一般化(理論の導出)は第 6 章において議論することとする。

一方、信頼性(reliability あるいは reproducibility)とは、もし他の研究者が以前の研究者が述べたのと同じ手続きに正確に従い、再び同一の事例研究を行うのなら、その研究者

²⁹ 2018 年 3 月末時点の時価総額上位 500 を対象に、直近の各社のコーポレートガバナンス報告書およびコーポレートガバナンス方針(この場合、呼び名は各社によって異なる)を調べたところ、面談相手としての投資家選別を実施することを明示している企業は 1 社も存在しなかった。なお、オムロンについてもそのコーポレート・ガバナンス ポリシーに投資家選別の実態が明示されている訳ではない。

³⁰ なお、当然のことではあるが、選択した企業(オムロン)がスチュワード型経営者の性質を十分に有しているかどうかについては、第 5 章 2 節にて観察結果を分析し、構成概念妥当性を改めて検討することとする。

は同じ発見物と結論に到達するはずである、という問題を扱う(Yin, 2014)。つまり、事例研究においては情報管理を的確に実施し、事例研究の再現性・信頼性を高めるプロセスが必要となる。

本事例研究は、Creswell & Miller (2000)が論じた手法に従い、信頼性を高める手段を検討する。Creswell & Miller (2000)は、説明的事例研究あるいは探求的事例研究の場合には、トライアングレーション(triangulation、三角測量)、メンバーチェック(member checking)、監査証跡(audit trail)を行うことで事例研究の信頼性を高めることができると論じた。

1点目のトライアングレーションは、方法論や検証方法を複線化することにより、質的研究(事例研究含む)の信頼性を高めることができるという考え方であり、Denzin (1978)によると、データ・ソースの複線化、調査者の複線化、使用する理論の複線化、方法論の複線化の4つのトライアングレーションの手段がある。当事例研究では、データ・ソースの複線化および方法論の複線化として、過去の保存記録³¹に加えてインタビューを実施する。2点目のメンバーチェックに関しては、調査者および対象者によるデータの確認を実施する。また、3点目の監査証跡に関しては、インタビューの録音を実施し、第三者による確認を可能とする。

以上のような方法を用いて外的妥当性と信頼性を高められるよう本事例研究の設計を行うこととする。

4.3 手法

前節では、本研究のリサーチデザインとなる事例研究について論じ、事例研究の設計のアウトラインを示しながら、研究の質を高めるために重要となる構成要素と理論開発設計、事例研究の選択基準と手法、外的妥当性と信頼性を論じてきた。本節では、本研究の手法(method)となる半構造化インタビューについて論じていくこととする。

4.3.1 半構造化インタビューの実施

本事例研究の手法としては半構造化インタビューを実施することとする。半構造化インタビューとは、構造化インタビューとは異なり、定型化された質問そのもののリストではなく、聞くべきポイント・質問項目が書かれたもの³²を用意して行うインタビューである(野村, 2017)。つまり、インタビューをする側は、例えば相手の回答が不明瞭であったり、こちらがより深く掘り下げて説明して欲しいときには、別の聞き方をしたり、より詳細な情

³¹ 本事例研究では主として山田(2018)をデータ・ソースおよび方法論の複線化の具体的な手段として使用し、インタビューと併せたトライアングレーションを試みる。

³² これらはしばしば「インタビュー・ガイド」と呼ばれる(野村, 2017)。なお、本事例研究のインタビュー・ガイドは第5章補足資料として後に掲載した。

報を相手から求めるなどを自由に行うことができる。その一方で、回答を標準化することが難しいため、回答を数量的に分析する場合には半構造化インタビューよりも構造化インタビューの方が適していると言える。

当事例研究に際しては、半構造化インタビューが適切と判断し、採用することとする。その理由は、半構造化インタビューはより複雑な現象を研究するのに適している(Wengraf, 2001; Qu & Dumay, 2011)ためであり、投資家と経営者間の関係や経営者の行動を明らかにできると期待されるためである。

4.3.2 インタビューの対象者の選出

半構造化インタビューを実施する場合、誰にインタビューをするのか、インタビューの対象者をどのように選ぶのが問題となる。野村(2017)によれば、インタビューの対象者を選ぶ手続きは多様である。例えば、調査目的や内容に沿った属性を同定し、統計的なサンプリングを行う場合もあれば、「雪だるま式抽出法」(機縁法)が有効な場合もある。雪だるま抽出法は、まず少数のキーパーソンにインタビューを実施し、その際にその人が重要だと考えられる人を紹介してもらい、それを繰り返していく手法である(野村, 2017)。

しかしながら、政治学などで実施されるいわゆる「エリート・インタビュー」等の主要な関係者が限られている事例研究では、「聞くべき人」に聞かなければならないため、統計的な選出方法は適切ではない(野村, 2017)。したがって、文献などの二次情報を通じて、誰がその事例において重要かをある程度把握した上で、インタビュー対象を同定していく必要がある(野村, 2017)。

本章 2 節の事例選択基準で検討したように、本事例研究ではまず「投資家選別の基準は何か」というリサーチクエスションに対する答えを明らかにすることが重要となるため、インタビューの対象者は「投資家選別を実施しており、そのことについての確に回答できる企業および企業経営者」ということになる。つまり、この場合は母集団の特性を備えている典型事例を選ぶという観点や、統計的なサンプリングを行うという観点ではなく、投資家選別について回答できるキーパーソンを選出することが重要である。しかしながら、前述のように投資家選別を実施している企業は我が国では極めて少数であると推察されるため、「極端/珍しい決定的」な単一事例としてオムロンを選出する。

また、オムロンでインタビューを実施すべき人物は、現取締役の安藤聡氏が最適であると判断する。安藤氏は 2007 年に株式会社東京銀行(現株式会社三菱 UFJ 銀行)から当社に入社した後、社外監査役、執行役員経営 IR 室長、グローバル IR・コーポレートコミュニケーション本部長、執行役員常務を歴任した後、現在は非業務執行取締役として活躍されている。安藤氏が当インタビューの対象者として最適と判断される最大の理由は、当社が投資家選別についてコメントし始めた 2013 年から 2015 年あたりに IR の責任者を務められ

ており、投資家選別に関して回答できるキーパーソンである可能性が高いためである³³。また、現在の非業務執行取締役としてまさに経営の当事者として携わっている点や、現社長の山田義仁氏と 2011 年より二人三脚でオムロンの経営を改革されてきた点などから、自身の IR 担当者としての投資家とのエンゲージメントのみならず、経営者としてのエンゲージメントおよび投資家と社長のエンゲージメントについても的確に回答いただける可能性が高いと判断される。

なお、前節で論じたように、トライアングレーションの観点から、当事例研究ではオムロン安藤氏への半構造化インタビューのほかに、過去の文書および保存記録を活用し、データ・ソースおよび方法論の複線化を図る。また、調査者および対象者によるデータ確認を通じたメンバーチェック、インタビューの録音による証跡監査を実施し、外的妥当性と信頼性の向上を図る。

4.4 本章のサマリー

本章では、本研究で採用する研究方法論を検討した。なぜ質的研究手法を選択するのか、リサーチデザインとしてなぜ事例研究を実施するのかを議論し、本研究のリサーチクエスションの種類から事例研究が最適であり、事例研究は本研究が指摘した統計手法や数理モデルの弱点部分を補完できる手法であることを論じた。

次に、事例研究の主要な構成要素のうち、リサーチクエスション、分析単位、データを命題に結びつける論理、発見物の解釈基準をひとつずつ論じ、当事例研究の構成を明らかにし、どのように理論的一般化(理論導出)につなげられるのかという本事例研究の理論開発設計を明らかにした。具体的には、まず「投資家選別」を「プリンシパル・マネジャー間の選択モデル」(Davis *et al.*, 1997)に基づき論じたうえで、各リサーチクエスションの展開フローを示した。また、当事例研究の事例選択手法を説明し、当事例研究は「投資家選別」を実施している「極端/珍しい決定的」な単一事例研究となることと、その対象企業はオムロンとなることを論じた。加えて、事例研究の質の向上を図る目的から、構成概念妥当性、内的妥当性、外的妥当性、信頼性についても検討方法を示した。

最後に、当事例研究では半構造化インタビューを採用し、その対象者として「投資家選別」のキーパーソンであると推察される、オムロン取締役の安藤聡氏を選出することを論じた。

³³ 安藤氏をインタビューの対象者として選出した理由は、エリート・インタビューの考え方に近い。

第5章 個別事例研究

前章で議論したように、本章ではスチュワード型経営の事例としてオムロンの経営を取り上げる³⁴。当社経営者に対する半構造化インタビューを実施した後、当社経営の特徴を整理し、次いでオムロンの経営がスチュワード型経営の事例であるという仮説を定性的に検証する。そして、本研究の第1のリサーチクエスション(RQ1)である「当社がどのような基準で投資家選別を実施しているのか」を明らかにする。

5.1 オムロンの経営の特徴

本節では、実施したインタビュー³⁵ ³⁶およびその他の各種文献等から読み取れる当社経営の特徴として、企業理念経営の実践、ROIC 経営の導入、透明性の高いコーポレートガバナンス・システムとステークホルダーとのエンゲージメントの3点取りあげ、以下に順に解説する。

5.1.1 企業理念経営の実践

我が国の企業は各社とも企業理念や経営理念を有し、その理念に基づいた経営を行う趣旨を公言している企業は少なくない。また、創業者や創業家の二代目以降が経営者あるいは実質的な経営者として企業経営にあたっているケースは今日でも比較的多く、このような創業家経営においてはたとえ大企業であっても企業理念経営が強く意識されていることがある。しかし一方で、当社ほど企業理念・経営理念を徹底的に重視した経営は珍しいと言える。まして、当社の場合、創業家が経営の一線から実質的には退いている³⁷大企業であることを考えると、それ自体がユニークであると言えよう。

では、当社の企業理念経営の特筆すべき具体的な特徴は何か。それは、企業理念の実践がマネジメント層から現場まで徹底的に浸透していることである。例えば、取締役会の極

³⁴ なお、オムロンの主要数値や経営情報は、第5章補足資料(表5-2、表5-3、図5-5から図5-12)として後に掲載した。

³⁵ 当インタビューは2018年7月7日午後12時48分よりオムロン株式会社取締役の安藤聡氏をインタビューの対象者、筆者を面接実施者(調査者)とし、青山学院大学大学院国際マネジメント研究科教授北川哲雄先生の同席のもと同大学17号館の会議室にて実施した。また、インタビュー実施後、安藤氏には電子メールにて筆者より追加質問を実施し、回答を得ている。なお、当インタビューは面談時間こそわずか1時間7分と短いものであったものの、これまで筆者が実務上実施してきた各社経営者との延べ1,000件を超えるミーティングと比較しても、極めて情報量が多く、実りの多いインタビューであったことを追記して、安藤氏に感謝申し上げたい。

³⁶ なお、当インタビューにあたっては、筆者は研究者としての立場から安藤氏に依頼し、実施に至っているが、筆者が機関投資家に勤務する現役の投資家(ファンドマネジャー)であることもまた安藤氏は認識した上で実施されている。

³⁷ 現在は取締役会長の立石文雄氏および名誉会長の立石義雄氏が創業家出身である。ただし、取締役会長の立石文雄氏に代表権はなく、また非業務執行者の位置づけである。

めて重要な意思決定³⁸の判断基準にも、この企業理念が反映する仕組作りが行われている。また、社員一人ひとりが企業理念を日々意識した行動が可能となるよう、様々な工夫を実施している³⁹。

まず、図 5-1 に示されたオムロンの企業理念(2015 年改定)とは何かを見てみよう。当社の企業理念は、1959 年に創業者立石一真氏によって制定された「社憲」⁴⁰をベースに、「Our Mission」(社憲)と 3 つの「Our Values」(私たちが大切にする価値観)から構成されており、以下の内容となっている。

図 5-1. オムロンの企業理念



出所：オムロン株式会社 HP より

ただし、企業理念経営自体が現在のような形に改定(2015 年)されたのは、当社代表取締役社長 CEO の山田義仁氏が現職に就いた 2011 年以降の取組の結果であり、それ以前の企

³⁸ 例えば、ある特定の事業の強化や撤退・売却など事業ポートフォリオに関する意思決定にも、当企業理念がその判断基準として用いられる仕組が作られている。

³⁹ 例えば、後述する当社の TOGA が実例として挙げられる。TOGA は社員が自発的に参加し、チームで企業理念に基づくテーマを宣言し、組織的・社会的課題の解決や顧客・社会への価値創造について提案を実行する取組である。そのプロセスと成果が社内表彰される。

⁴⁰ オムロンでは創業者立石一真氏の社憲とともに、立石氏の人生訓として「最もよくひとを幸福にするひとが 最もよく幸福になる」が掲げられている。立石氏が利他的な経営観を保有する経営者であったことがここからも伺える。

業理念は現在と同じような機能を果たしてはいなかった⁴¹。山田氏は 49 歳の若さで現職に就任するに当たり、今後 10 年間の当社経営を見据えた際には「企業理念経営」しかないと思信したと述べている⁴²。つまり、創業者立石一真氏は何のために会社は存在するのかを経営の原点に置き、「よりよい社会をつくる」、「事業を通じて社会の発展に貢献する」という企業の公器性を強く意識した企業理念を掲げた。山田氏は、この公器性や、社会に価値を提供する主体としての企業理念の実践こそが重要であり、社員一人一人が世の中のためになっていると実感できることこそが何より大切と考えた。

しかしながら、山田氏が代表取締役社長 CEO に就任する以前には、企業理念の実践は現在のような行われていなかった。現取締役の安藤聡氏は、2007 年に当社に監査役として前職の株式会社東京銀行(現株式会社三菱 UFJ 銀行)から入社し、監査業務を通じて当社経営に携わった後、2011 年から執行役員経営 IR 室長として業務執行の最前線に立つことになった。安藤氏は、山田氏が社長就任した 2011 年当時のオムロンについて、「企業理念を大切にしているが、例えば自分たちが世に送り出した商品が儲からなくてもよいという考えもあったように思う」と振り返っている。つまり、当時安藤氏を中心として、創業者の企業理念とは何かを改めて問い直し、例えば「創業者は『事業を通じて社会的課題の解決を図る』と言っているが、同時に『赤字企業に存在価値はない』⁴³とも言っている」として、企業理念の再定義を進めた。その上で、改めて企業理念を全社員に浸透させ、社員一人ひとりがいかにその企業理念を実践するかを全社挙げて徹底してきた。

また、オムロンが理念経営を実践する場合、上記の企業理念に加えて「経営のスタンス」をその拠り所としている。経営のスタンスとは、2015 年に企業理念が改定される際に新設され、安藤氏によると「企業理念と長期ビジョンによる事業運営との連動制を高めるためのノード(結節点)」ということになる。その内容は図 5-2 のようになっている。

オムロンは各事業を通じて企業理念の実践を試みようとした際に、まずはどのようにその実践を実現するかを経営のスタンスとして明示した。その上で 10 年の長期ビジョンに従い事業運営した方が社内の求心力がより一層高まると判断し、この経営のスタンスを新設したのである。実際の内容は、「持続的な企業価値の向上」が明示されているなど、企

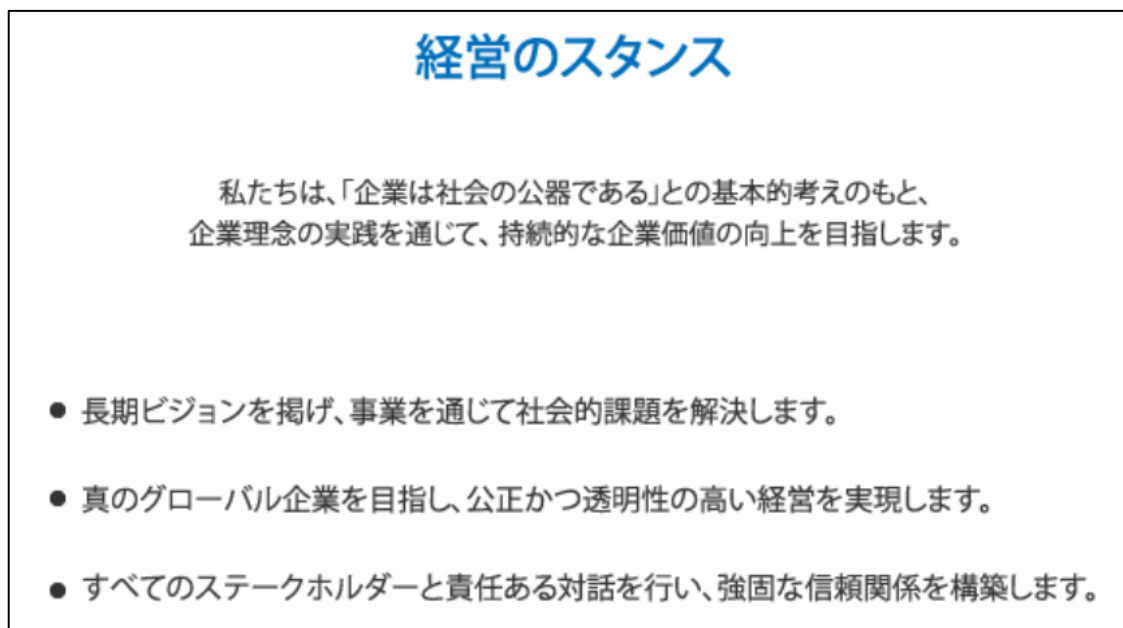
⁴¹ 安藤氏はインタビューのなかで、「私は 2007 年までの経営、2008 年から 2010 年までの経営、2011 年以降の経営で、オムロングループの経営は相当違ったものになっていると考えています。」(中略)「2007 年までも企業理念は重要でしたし、そこに議論の余地はなかった。ただし、企業理念をどのように実践するのかということについては、誰も関心がなかった。2008 年の後はリーマンショックの緊急避難でドタバタしながら運営を中央集権に戻した。そして、2011 年以降は今の CEO(山田氏)になって、私(安藤氏)が執行に移って、二人三脚でいろいろと変えてきたことがあります。」(中略)「私が 2007 年 6 月にオムロンに入って感じたことであり、木下さん(筆者)が当時感じたことと同じことですが、『オムロンは何とはなくいい会社だけれど、何が強みで何が課題かは経営陣も社員ひとりひとりもわかってないから、作為の状態で企業価値が高まっていない』ということです。私が最初にやったことはリーマンショックの 3 年間で踏まえた上で、企業理念経営とは何なのかということをも問ったことです。」と述べた。このようにオムロンの企業理念経営は 2011 年を境に一層その取組が加速することとなった。

⁴² 山田(2018)を参照。

⁴³ 安藤氏は、創業者の「赤字企業に存在価値はない」という考え方は、さらに現代流に解釈すれば、「資本コストを下回る企業(事業)に存在価値はない」ということになるだろうと述べている。

業理念と比較して、より今日流の解釈⁴⁴となっているように思われるが、安藤氏によると「従来から当社(オムロン)が大切にしてきた企業文化を体系的に文章化しただけであり、考え方そのものはもともとあった」のであり、企業理念とその考え方の方向性は全く変わっていない。

図 5-2. オムロンの経営のスタンス



出所：オムロン株式会社 HP より

では、オムロンで経営理念が実際にどのように活用されているかいくつかの事例を見てみよう。まず、当社マネジメントが「求心力」と呼ぶ意思決定の拠り所として、この経営理念が活用されている。例えば、当社が社会的要求に応えるため事業ドメインや事業エリアを拡大しようとした際、どこまで拡大するのかという経営判断が必要となる。つまり拡大しようとする力である「遠心力」はオムロンの強みでもあるが、一方で広がりすぎると戦線が拡大しすぎてしまい、やがては局地戦で負けるなどの様々な不都合が起こる。そのため、どこでどのように事業を収斂させていくのか、その基準が必要になるが、当社ではそれぞれの時代において、なぜその分野でオムロンが事業を展開するのか、その意義は何

⁴⁴ 安藤氏によると、経営のスタンスの文言に今日的な「持続的な企業価値の向上」が明記されている背景として、同氏がいわゆる「伊藤レポート」(2014)の制定に委員として参画したことや、スチュワードシップおよびコーポレートガバナンスの2つのコードに影響を受けているとのことである。また、安藤氏は、「持続的な企業価値の向上」が明記されたことに関しては、企業価値(事業価値・株主価値・ブランド価値の総和と定義)を向上させるという考え方は、社内で「すんなり受け入れられた」と述べている。

なのかを、企業理念に即して徹底的に議論し、検討することとしている。つまり「遠心力」に対してバランスを取る「求心力」として企業理念を有効に活用している⁴⁵。

また、企業理念の実践をグローバルにかつ現場単位に促進させる仕組みとして、当社は TOGA(The Omron Global Awards)を 2012 年度より開始した。当社では従来は社員や組織の業績貢献を表彰する制度は存在していたが、山田氏の社長就任以降、現在や未来に向けたチャレンジを奨励し支援する制度へと変更し、そのチャレンジに対して社員みんなで称え合い、共鳴していく仕組みとなった。社員は自主的にチームを結成してチャレンジを宣言し、1 年かけて実践する。選考基準は「経営理念の実践へのチャレンジ度合い」であり、結果もさることながら、結果を出すための理念実践のプロセスが重視されている。自主的な参加ではあるが、2012 年には社員約 2 万人の参加者で 2,481 テーマであったが、2017 年には社員数を上回る延べ約 5 万人の参加者、6,216 テーマまで拡大している。

このように、オムロンにおける企業理念経営は、企業理念の徹底的な「実践」という点において特筆すべきであり、社員一人ひとりが実践の意識を強く持つその触媒として TOGA 等の試みが挙げられる。また企業理念が果たす役割は全員参加型の経営推進のみならず、マネジメントにおける事業ポートフォリオ選択における「求心力」等の判断基準として作用しているなど、当社において企業理念はまさに経営の中心的な役割を果たしていると言えるだろう。

5.1.2 ROIC 経営の導入

オムロンの経営の 2 点目の特徴として、徹底した ROIC 経営の導入が挙げられる。ROIC とは Return on Invested Capital の略であり、投下資本利益率とも呼ばれる。ROE(Return on Equity)とは同じ概念の指標であるが、ROE が株主資本に対する収益率を示すのに対して、ROIC は投下資本(株主資本と負債の合計)に対する収益率を示している。いわゆる「伊藤レポート」(経済産業省, 2014)⁴⁶では、持続的に各企業が企業価値を高めるために、中長期的に資本コストを上回る ROE を実現し、向上させるよう促しているが、ROE を各社にあった形で現場の目標に落とし込むことが重要であり、ROIC の活用も有益であると論じられている。

ROIC は税引後営業利益を投下資本で割ることで求められる指標であり、債権者および株主から調達し事業活動のために投じた資金(投下資本)が、どの程度のリターン⁴⁷に結び付いたのかを示している。一方で、株主および債権者の要求利回りが調達コストとなり、

⁴⁵ 山田(2018)を参照。

⁴⁶ 「伊藤レポート」は約 1 年にわたる議論を経て最終報告書が 2014 年にまとめられたが、脚注 44 で触れたように、当プロジェクトには、当事例研究の面接者である安藤氏(現オムロン取締役、プロジェクト当時は当社 執行役員 経営 IR 室長)も参画している。

⁴⁷ 債権者および株主に帰属する利益。

WACC(Weighted Average Cost of Capital)⁴⁸と呼ばれる資本コストとなる。そして、経営者はこの調達コスト(WACC)を上回る ROIC を実現することが求められる。

「伊藤レポート」による提言を受けて、中長期の視点で ROE や ROIC を持続的に向上させ、それを通じた企業価値の拡大に取り組む企業が少しずつ我が国でも増えてきた印象があるが、オムロンでは、2000 年頃からすでに当社内部管理指標として ROIC を利用していた。ただし、あくまでも形式上導入しているという側面があり、実際の経営判断に資する経営指標として活用されるようになったのは、2011 年以降と考えられる。山田氏が社長に就任し、安藤氏が社外監査役から業務執行(経営 IR 室)へ異動するタイミングで、両氏を中心に ROIC の位置づけやその活用法が改めて社内で検討された。つまり、それまでは ROIC は業績パフォーマンスの計測指標としては存在していたものの、実際は景気動向や円相場の変動などの経営のコントロール外の要因によってこの ROIC の数値は大きく変動しており、経営パフォーマンスを振り返る指標としては実質的には機能していなかったと言える⁴⁹。ただし、いずれにせよ当社が ROIC を本格的に経営指標として導入し、様々な経営判断において当指標を活用し始めたのは、「伊藤レポート」の提言よりも随分と以前のことであった。

ROIC 経営の推進の目的は、第一義的には収益性の重視であり、資本コスト(調達コスト)の重視である。そして、それは株主利益の重視につながるため、株主(投資家)にとって当指標の導入・活用は望ましいと言える。しかし、当社が ROIC 経営を推進する理由は、収益性・資本コストや株主利益の重視だけが目的でないように思われる。

山田氏の社長就任以降の企業改革において、前述の企業理念とこの ROIC は密接に関連しながら極めて重要な役割を果たしてきたものと考えられる。まず、ROIC のもうひとつの機能として、全社員参加型の経営の推進が挙げられる。オムロンは、制御機器、電子部品、車載、社会システム、ヘルスケア等の複数のドメインが異なる事業を抱えている⁵⁰が、一方でその収益構造は主力の制御機器事業に依存する割合が大きい⁵¹。つまり、制御機器事業が好調であれば全社業績も改善し、当事業が低調であれば全社業績も不振となる傾向が強い。したがって、全社的な社員のメンタリティはともすれば「制御機器事業の人間がオムロンを支えており、それ以外の事業はがんばっても企業価値向上には貢献できない」というよ

⁴⁸ 負債コスト(Cost of Debt)と株主資本コスト(Cost of Equity)の加重平均コスト。

⁴⁹ 安藤氏はインタビューのなかで、「ROIC 指標は 2000 年当時からオムロンの経営陣評価の KPI のひとつではありましたが、結果としての数字にすぎなかった。例えば 1 年間で ROIC を計測したら上がっていた、だからその分を評価にプラスしましょう、ということだけで、ROIC をどうやって上げるのか、どうやってコントロールするのかという意識はなかったのです。計算したら結果的に増えていた、ということだけなのです」と述べており、当時は経営パフォーマンスの計測指標としては実質的には機能していなかったものと推察される。

⁵⁰ オムロンは、企業活動の範囲を事業ドメインやエリアではなく、技術を軸として考えており、「よりよい社会をつくる」という企業理念のもと、その技術の軸が共通していれば、事業ドメインやエリアは異なっても構わないと考えており、この考え方が複数のドメインにわたる事業を有する背景にある。

⁵¹ 例えば、2017 年度の全社売上に占める制御機器事業売上の比率は 46%、全社営業利益(消去調整前)に占める当事業営業利益の比率は 70%にのぼる。

うな考え方に陥ってしまう可能性がある⁵²。その場合には、せっかく理念経営を掲げ、各事業・各現場に理解させても、真の意味での全社一丸となった理念経営の浸透・実践には遠く及ばないであろう。したがって、規模の異なる事業を正當に評価した上で、各事業・各現場が全社企業価値の向上に貢献できるのだとの認識付けを行うツールとして、ROICの機能を利用しているという側面がある⁵³。ROICを導入することにより、そして各事業のひとりひとりが事業資本コスト⁵⁴を上回る事業ROICの達成に取り組むことを通じて、どのような事業であっても全社企業価値の向上に貢献できるのだと認識させることが可能となる。

また、ROICのもうひとつの機能として、事業ポートフォリオの選択基準となっていることが挙げられる。企業理念は「遠心力」を制御する「求心力」として機能し、事業ポートフォリオのドメイン選択において大きな役割を果たすことはすでに論じた。一方で、ROICも企業理念と同様に、事業ポートフォリオの選択において、事業として内部に残しより社内リソースを投入すべきか、あるいはリソースを減少させ縮小・撤退すべきかを判断する重要な「求心力」の基準として経営判断において活用されている⁵⁵。

さらに、ROICはコーポレートガバナンス方針としての資本政策や株主還元に関する論拠としても機能している。例えばどのような資本構成とするのか、どの程度の株主還元を実施するのかを議論する際、投下資本にはコストが存在し、余剰資金にもコストがかかっているという意識がなければ、このような政策は議論できないであろう。ROICを意識する経営は同時に資本コストを意識する経営でもあり、これらに対する明確な意識が経営者にあってはじめて資本政策や株主還元に関する議論が可能となる。

また、山田氏は10年ビジョン「VG2020」を策定した際、「この10年はまさに”Value Generation = 価値の時代”になり、いかに社会に対して価値を創出できるかが問われる時代になる、という時代観をその10年ビジョンに込めた」と述べている⁵⁶。山田氏は「企業

⁵² 安藤氏はインタビューのなかで、「山田氏が社長に就任する以前は、制御機器事業を、もしくはそれに電子部品事業を加えた2事業をより一層強くするべきだという経営の考え方があったように思われる」と振り返っている。筆者は、山田氏が各事業の全社貢献をそれまで以上に要求し、全社経営を一層推進させた背景として、山田氏が主力の制御機器事業の出身者ではなくヘルスケア事業の出身者である側面が大きく影響しているためと推察する。

⁵³ 安藤氏はインタビューのなかで、「当社では制御機器事業が圧倒的に大きく、圧倒的に利益を稼いでいた。この事業から役員や社長が出ていた。そうすると、社員のメンタリティとしては、制御機器事業の人間はオムロングループを支えている、それ以外の事業の人間はどうがんばったって企業価値など高められない、となってしまう」とした上で、「以前は、制御機器事業一本足打法であり、それ以外の事業は社会的意義がある(企業価値は高められないので社会貢献を)という考え方だったのです」と述べた。

⁵⁴ 当社では、ROICを資本コスト(この場合はWACC、Weighted Average Cost of Capitalの略)と比較することにより、各事業の全社企業価値への貢献を計測している。なお、資本コストも厳密には各事業の資本構造等により異なる可能性があるが、当社では簡便的に各事業とも一律6%の資本コストを設定している。

⁵⁵ 一方で、安藤氏はインタビューのなかで、「ROICを活用した事業ポートフォリオ運営は次の段階に行くべきだと考えている」と言及した。つまり、ROICで計測した採算の悪い事業を売却するだけでなく、採算の取れている事業であってもそれを売却して他の事業に集中投資をするべきか等の、「より一層戦略的で柔軟な事業ポートフォリオ運営が必要であり、欧米企業なら当たり前に行っているこのような決定がオムロンでもできるよう努めなければならない」と述べている。

⁵⁶ 山田(2018)を参照。

は、規模の大小、歴史の長短、キャッシュの多寡などに関係なく、世の中にいかに新しい価値を創出できるかが問われている」という認識を強く有しており⁵⁷、山田氏の経営において、ROIC は創出した付加価値を強く意識する指標として、より一層重要な役割を果たす可能性がある。

このように、オムロンにおける ROIC は、収益性の重視、経営理念との相乗機能、全社員参加型の経営の推進、機動的な事業ポートフォリオ選択、コーポレートガバナンス方針の基盤、価値創出が問われる時代への転換への意識喚起と、多面的かつ重層的に機能しており、まさに当社経営の中心的な役割を果たしていることが理解できる。

5.1.3 透明性の高いコーポレートガバナンス・システムとステークホルダーとのエンゲージメント

当社の経営の特徴の 3 点目として、透明性の高いコーポレートガバナンス・システムとステークホルダーとのエンゲージメントについて説明する。当社はこれらを「オムロンの本源的な企業価値を支える基盤」⁵⁸と位置づけ、自らがその経営の特徴として認識している。本源的な企業価値を支える基盤というのは、創業者がベンチャー企業として当社を起業して以降、グローバルにそして他分野に当社が発展・成長する過程において、もはやひとりの創業者をもって統治・コントロールすることなどできないとの認識のもと、創業者自身に代わって導入した統治・コントロールの仕組みのことである。

透明性の高いコーポレートガバナンス・システム⁵⁹に関して、当社は「自律を主とした、自律と他律の絶妙なバランス」に言及している。つまり、その基本は経営者が自律的に自社および自身を監督・コントロールするのだが、ファミリーガバナンスや内向きのガバナンスにならないよう外部に開かれた組織とし、外部の意見にも真摯に耳を傾け(他律)、そのバランスを図ることを目指している。

当社の先進的なガバナンスの取組の一例を挙げると、社外取締役は 2001 年から導入を開始し、現在は取締役 8 名のうち 3 名が独立社外取締役である。また、03 年からは取締役議長と CEO を分離し、現在では非業務執行取締役が取締役メンバーの過半を占めているなど、監督と執行の分離を実践している。委員会の設置に関しては、96 年から経営人事諮問委員会(00 年からは人事諮問委員会)、03 年からは報酬諮問委員会、06 年からは社長指名諮問委員会、08 年からはコーポレート・ガバナンス委員会を制定し、従来の監査役会設置会社の

⁵⁷ 山田(2018)を参照。

⁵⁸ 当社は「オムロンの本源的な企業価値を支える基盤」として、①企業理念経営、②透明性の高いコーポレートガバナンス・システム、③ステークホルダーとのエンゲージメントの 3 点を掲げている。なお、安藤氏はインタビューのなかで、「これら 3 つの要素で創業家によるファミリーガバナンスを置き換えていくように取り組んだ」と述べている。

⁵⁹ 安藤氏はインタビューのなかで、「1980 年代に創業家が欧州を視察した際、社外取締役やスーパーアドバイザーボード、監督と執行の分離等のガバナンスの重要性を認識したことが、これらの社内制度導入に影響を与えたと思われる」と述べている。

枠組のなかに透明性の高い独自のガバナンス・システムを確立している。加えて、15 年からは「オムロン・コーポレート・ガバナンス・ポリシー」を制定し、当システムをポリシーとして体系化している⁶⁰。そして、17 年からは中長期業績連動株式報酬制度を、社外取締役を除く取締役と執行役員に導入した。当制度は、業績連動部分(60%)と非業績連動部分(40%)からなる株式報酬を支給するが、業績連動部分は中期経営計画に基づき設定した売上高、EPS、ROE の目標値に対する達成度、および第三者機関の調査に基づくサステナビリティ評価⁶¹等に応じ 0~200%の範囲で変動する仕組みとしている^{62 63}。

次に、本源的な企業価値を支えるもう一つの基盤である、ステークホルダーとのエンゲージメントを考察する。当社は、サステナビリティ方針のなかで、「すべてのステークホルダーと責任ある対話を行い、強固な信頼関係を構築します。」と述べており、対話(エンゲージメント)の重視を打ち出している。ステークホルダーのなかで、株主・投資家に対するエンゲージメント活動も重要と位置付けられており、その活動の特徴は、経営力を高度化するための建設的な対話を標榜している点と、企業経営者のあるべき姿として株主を選ぶ努力をしている点の 2 点が挙げられよう。前述のガバナンス・システムでも論じたように、当社経営陣は経営の自律が主であり、かつ自律と他律のバランスが重要であると考えている。つまり、会社側は自らに足りない部分がもしあるとすれば、それを株主・投資家に指摘してもらい、建設的なエンゲージメントを通じて経営力の高度化に活かし、企業価値の向上に活かすよう努めている⁶⁴。そして、だからこそ、社長をはじめとする経営者が会うべき投資家は限定的になり、株主を選ぶ努力をする(詳細は本章 3 節で議論する)べきであると考えているのであろう。これらの点が当社の株主・投資家とのエンゲージメントの大きな特徴となっている。

また、もうひとつのエンゲージメントの事例として、従業員に対する調査『VOICE』が挙げられる。『VOICE』は、2016 年度より実施が開始された「グローバル社員調査(エンゲージメントサーベイ)」である。事業の持続的成長を支える社員一人ひとりが会社の目指

⁶⁰ 「オムロン・コーポレート・ガバナンス ポリシー」(2015 年)の制定の背景には、同年に実施した企業理念の改定、経営のスタンスの定義付けがある。

⁶¹ 長期的な株主価値向上の観点から、企業を経済・環境・社会の側面で統合的に評価する ESG インデックスである Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)に基づく評価としている。

⁶² この中長期業績連動報酬の詳細のみならず、役員報酬制度全体の内容が「統合レポート 2017」(2018)に極めて詳細に開示されている。筆者の知る限り、これほど役員報酬制度を詳細に開示した事例はないものと思われる。

⁶³ 安藤氏はインタビューのなかで、中長期業績連動報酬の導入に関して、「自分たちに足りないものは何かという視点から常に自らを見直して、役員に長期的なインセンティブがなかったことを課題視して制定した」と述べている。『「オムロンは理念経営を行っていますので、長期的な経営のコミットメントも大丈夫ですよ」と説明したとしても、投資家に対する説明力としては十分ではないだろうと判断し、導入を決定した」と述べている。

⁶⁴ 当社は 2014 年度東京証券取引所主催「企業価値向上表彰」の大賞を受賞しているが、その理由として、①投資家視点を意識した経営目標を掲げて投資家との対話を深めている、②経営目標の達成に向けてきめ細かな事業ポートフォリオの管理を実践している、③企業価値の向上に関する経営管理の仕組みを組織に深く落とし込んでいる、④企業価値向上の取組みの成果が現れている、の 4 点が挙げられている。当社の投資家とのエンゲージメントを含めた、企業価値向上に向けた経営姿勢や仕組みが高く評価された結果であろう。

す方向を理解・納得し、その達成に向け意欲・能力を最大限に発揮できるような環境づくりが重要との考えに立ち、社員のエンゲージメント状況を把握することを目的としている。また、調査結果は部課長にフィードバックされ、メンバーとコミュニケーションを図ることができる働きがいのある職場づくりに活用されるほか、人財戦略を通じてよりよい社会の実現に向けた新たな価値を生み出す環境の実現に活かされている。

5.2 オムロンのスチュワード型経営者の側面

前節ではオムロンの経営の特徴を論じてきたが、これらの経営の特徴には当社経営陣のスチュワード型経営者としての側面が背景にあるものと推察される。本節では、第 3 章 2 節および 3 節で論じた Davis *et al.* (1997) のスチュワード型経営者の特性に即して、創業者としての側面(オーナーシップの意識)、自律的経営者の側面、組織主義的経営者の側面、高い価値コミットメントの 4 点を順に論じる(図 5-3 参照)。そして、当社が「極端/珍しい/決定的」なスチュワード型経営者の事例として適切であることを定性的に示し、第 4 章 2 節で論じた構成概念妥当性を高める。

図 5-3. オムロンにおけるスチュワード型経営者の側面

	Davis <i>et al.</i> (1997) が論じた特性		本節で議論する経営者の側面
人間の行動モデル	スチュワード(自己の潜在能力を最大限に発揮する人間)	⇔	創業者としての側面
行動パターン	集団主義/組織主義	⇔	組織主義的経営者の側面
<心理的要因>			
動機付け	高次元の欲求(成長、達成、自己実現) 内発的動機付け	⇔	自律的経営者の側面
社会的比較	プリンシパルとの比較		
同一化	価値コミットメントが高い	⇔	高い価値コミットメント
権力	個人の力(専門家としての力、指示力)		
<状況的要因>			
経営理念	参加型	⇔	組織主義的経営者の側面
リスク志向性	信頼		
時間軸	長期		
目的	成果の向上	⇔	高い価値コミットメント
文化	集団主義 権力格差が小さい	⇔	組織主義的経営者の側面

Davis, Schoorman & Donaldson (1997) をもとに筆者作成

5.2.1 創業家としての側面

Davis *et al.* (1997) はスチュワードシップ理論で論じられる人間の行動モデルとして、自己の潜在能力を最大限に発揮できるスチュワードとしての人間像を想定し、一方で、

Wasserman (2006)はスチュワード型経営者の側面を示す代理変数として、その創業者としての側面に着目した⁶⁵。所有者(株主)と経営者が一致している創業家経営のもとでは、エージェンシー問題は生じないため、創業者としての側面はスチュワード型経営者の要件のひとつと考えることができるからである。本論でも、この経営者の創業者として側面、オーナーシップの意識をスチュワード(あるいはスチュワード型経営者)の重要な側面と認識し、論じることとする。

前節で論じたように、オムロンの現在の経営において、実質的な創業家の関与は極めて限定的となっている。しかしながら、徹底した企業理念経営を通じ、経営者は創業者としての側面を強く意識した経営を実施している。つまり、オムロンの特徴の企業理念経営に、その創業者としての側面(オーナーシップの意識)を強く認識することができる。

例えば、事業ポートフォリオ戦略において「遠心力」と「求心力」のバランスの重要性を意識し、求心力として理念経営を活かすなど、実際に創業家の目線、創業家の理念を、マネジメントレベルでの現代の重要な意思決定の場で実際に活用している。また、創業者の目指した経営を現代流に解釈して深化させている点も特筆すべきであろう。本源的な価値を支える基盤として、企業理念経営とその実践のほか、コーポレートガバナンス制度やステークホルダーとのエンゲージメントの実践など、創業者経営の利点を生かす取組が浸透していることを指摘できる。特に、TOGA の取組は創業者の経営マインドを全従業員に浸透させる経営努力として極めて特徴的であると言えよう。

そして、オムロンの場合はこの創業者の経営姿勢のなかに、経営者の利他的側面もまた色濃く反映していることには留意をすべきであろう。事業を通じた社会への貢献、よりよい社会を作り出す企業の公器性こそが利他的な姿勢である。創業者立石一真氏の人生訓である「最もよく ひとを幸福にするひとが 最もよく幸福になる」に、そのスチュワード型経営者の利他的な考え方が表れている。

5.2.2 自律的経営者の側面

スチュワード型経営者の自律的経営者の側面は、社長の山田氏の経営哲学に最も顕著に表れている。山田氏は「共鳴するマネジメント」を掲げており、人に説得され、やらされて動く働き方を是としておらず、一人ひとりが納得し自らの意思で自律的に行動することが望ましいと考えている。そして、その先にあるものとして、納得するよりもその共通の価値を認め合い、「共感」し「共鳴」して行動する方がさらに望ましいと考えている⁶⁶。こ

⁶⁵ 本研究の第3章3節および第4章1節(脚注24)を参照のこと。

⁶⁶ 山田氏は、当社社長に就任する前にヘルスケア社の社長を経験しており、その際の経験を踏まえ「自分としては、チームをつくって多様な意見を引き出し、全員が納得して共感・共鳴できるまで議論をし、力を合わせるという、同じスタイルで今回もやろうと思いました」(山田, 2018)と当社社長を引き受けた際の心境を語っている。

のような山田氏の自律的な行動をオムロンの経営陣および従業員が強く意識していることが理解できる。

また、エージェント型経営者が他律的経営者の側面を有しているのに対して、スチュワード型経営者は自律的な経営者の側面を有しており、その違いは特にガバナンス制度に関する考え方や、投資家との対話において色濃く表れると考えられる。オムロンの場合も、コーポレートガバナンス・システムや投資家との対話姿勢において、その自律的経営者としての側面が表れている。前節で述べたように、透明性の高いコーポレートガバナンス・システムを導入するに際し、当社は「自律を主とした、自律と他律の絶妙なバランス」を公言している。つまり、経営者が自らを律して最善の経営を行うことを是としているのであり、あくまでも主体性をもってガバナンスを統制していくことを是としている。ただし、透明性を担保していく上で、一定程度の他律を受け入れることで、経営の質をさらに自らの意思で高めようと考えている。投資家との対話においても、前節で検討したように、当社は自律的に最高水準の経営を目指しているものの、もし足りないものがあれば投資家に建設的に指摘してもらい、経営力の高度化に活かし、企業価値の向上に活かすよう努めている。つまり、エンゲージメントにおいても「自律を主とした、と他律の絶妙なバランス」を意識している。

また、当社は ROIC 経営を推進しているが、ROIC を単純に資本コストとの関係から企業価値の最大化を図る道具として見ていないところが重要であり、これがスチュワード型経営者の自律性の表れと見ることができる。つまり、ROIC を企業価値最大化のためのツールとして見ている企業経営者であれば、投資家からの圧力によりそのような経営を他律的に受け入れた可能性がある。しかしながら、当社は様々な目的にこの ROIC 指標を多面的かつ重層的に自律的な判断の上で機能させている。

オムロンの経営陣は、経営やガバナンス、エンゲージメントにおいて、絶えず自律と他律を意識している。このような意識を有し、経営の中心に据えている企業は、上場会社のなかでも極めて希少と判断する。この自律を主、他律を副とする強固な経営陣の意識は、オムロンをスチュワード型経営者の「極端/珍しい/決定的」な存在として特徴づけている。

5.2.3 組織主義的経営者の側面

エージェント型経営者が個人主義的傾向を強く有しているのに対し、スチュワード型経営者は組織主義的・集団主義的傾向をその経営の特徴として有している。そして、オムロンの組織主義的・集団主義的経営者の側面は、その企業経営の中心的な取組である企業理念経営の執行と ROIC 経営の推進のなかに認められる。

まず、企業理念経営の推進にあたり、オムロンの経営陣は経営陣のみならず、グローバルでの従業員一人ひとりにもその企業理念の浸透および具体的な実践を強く求めていることがその特徴であり、組織主義的な視点から企業理念経営を推進している。その典型的な

取組が前節で論じた **TOGA** である。つまり、オムロンは理念経営を組織主義的に推進しているのだが、理念経営を利用して組織主義を推進しているという面もまた認められる。いずれにせよ、山田社長をはじめとした経営陣に(個人主義的志向ではなく)組織主義的志向が強いことがその背景にあると言えよう。

また、上記と同様の経営陣の考え方が **ROIC** 経営にも認められる。**ROIC** は収益性を示す指標であり、**ROIC** を重視するということは通常は利益や儲けを強く意識した経営を示しているはずである。ところが、オムロンの場合には、**ROIC** は利益や儲けという概念にとどまらず、組織主義や全社経営の意識を高める手段のひとつとして活用されている。前節で述べたように、性格や位置づけの異なる各事業の従業員一人ひとりが企業価値の向上に貢献しているのだという意識づけを持たせる手段として、各部門へ **ROIC** 目標を付与している。各従業員がその **ROIC** 目標の達成に向かって努力することにより、従業員の会社および組織への帰属意識を高めている。

最後に、組織主義的・集団主義的な経営者の側面は、従業員に対するエンゲージメントを重視している点にも表れており、前節で紹介した従業員調査『VOICE』がその事例である。当社経営者は、従業員が会社の目指す方向性を理解した上で、事業の持続的成長の達成に向け従業員の意欲・能力を最大限に発揮できるような環境づくりを目指している。つまり、組織主義的な立場に立ち、従業員のスチュワードとしての高次元の欲求(成長、達成、自己成長等)を最大限に引き出す工夫を意識して行っていることが理解できよう。

以上のような事例から、オムロンの経営者はスチュワード型経営者に特有の組織主義的・集団主義的経営者としての側面を強く有していると判断される。

5.2.4 高い価値コミットメント

Davis *et al.* (1997)は、スチュワード型経営者の特性として経営者と組織との同一視(identification)を掲げ、高い価値コミットメントの有無がスチュワード型経営者とエージェンツ型経営者の違いであると論じた。つまり、組織の問題が生じた際にそれを経営者が自らの問題と受け止め、自らの責任において解決に向け全力を図る「価値コミットメント」が高い経営者を、スチュワード経営者と論じた。

この高い価値コミットメントはすでに論じた自律的経営と対をなす概念であり、いずれもがスチュワード型経営者の特徴と考えられる。つまり、自律的な経営は自らの意思で自由に意思決定を行う経営である。そこには株主の代理人として株主価値(企業価値)の最大化のみを目的とする他律的な経営者像は存在しない。一方で、自律的経営者はその経営の自律性や自由度と引き換えに負うべき責任を明確化する。つまり、高い価値コミットメントは追うべき責任を全うしようとする姿勢の表れであると考えられ、自律的経営と高い価値コミットメントは同時に成立すべきスチュワード型経営者の特徴と言えよう。

それでは、オムロンの社長選任システムを見てみよう。一般的に社長の任期が慣例的に

固定化され(例えば4年ごとに慣例的に社長が交代する場合)、その経営パフォーマンスの良し悪しによって任期が長くなったり短くなったりしない企業の場合、社長の価値コミットメントは低くなると考えられる。一方で、オムロンの場合の社長選任システムにはいくつかの特徴が挙げられる。まず、2011年に山田氏が社長候補者として選任された際⁶⁷、前社長の作田氏から10年の長期ビジョンをやり切る責任を託されている⁶⁸。つまり、山田氏が2010年に49歳の若さでオムロンの社長に就任した際、長期ビジョンと同じ10年か、それ以上の社長任期期間が想定されていたと考えられる。

しかし、山田氏には10年間の社長就任が保証されていた訳ではない。オムロンには2006年以降、社長指名諮問委員会が設置されており、社長は実質的に毎年「指名」され、「選任」されている。社長指名諮問委員会は、取締役議長からの諮問を受け、来期の社長人事について答申を行う。当委員会は社外取締役(現在は3名)と業務非執行の社内取締役(現在は2名)の5名によって構成され、社長と毎年面談した後で社長は来期続投すべきか交代すべきかの審議を実施し、取締役会に意見を提出する仕組みとなっている。つまり、オムロンでは社長の任期は固定化されておらず、毎年「社長指名」が実施されているのである。

社長の山田氏は2006年にこの制度ができて以降初めて選出された社長であり、「毎年指名されると緊張感が違う」と述べている⁶⁹。「やっぱり考えます。『自分が来期もやるべきなのか』と。『意思がありますか』と問われ、『あります』と答えるには、自分がやるべきだとみずから腹落ちしないと言えませんから」と述べている⁷⁰。

このように、オムロンには経営トップの社長に対して自己の責任を再考させ、緊張感と責任感をもって業務執行に当たらせる、実効性の高いユニークなコーポレートガバナンス・システムが存在している。そして、そのシステムが山田氏のスチュワード型経営者としての高い価値コミットメントの資質を最大限引き出していることが伺える。

5.2.5 事例研究の選択基準と構成要素妥当性

オムロンを当事例研究に選出した選出基準は、スチュワード型経営者が投資家選別を行う動機付けを強く受けており、かつオムロンが「極端/珍しい/決定的」な投資家選別を行うと考えられることであった。

実際にその妥当性を定性的に検証するため、当節ではオムロンのスチュワード型経営者の特性として、創業者としての側面、自律的経営者の側面、組織主義的経営者の側面、高い価値コミットメントの4点を論じてきた⁷¹。このようにオムロンにはスチュワード型経営者の典型的な側面が存在すると考えられ、当事例研究においては適切にスチュワード型経

⁶⁷ 実際には、その後の株主総会で承認された上で社長選任が決定している。

⁶⁸ 山田(2018)を参照。

⁶⁹ 山田(2018)を参照。

⁷⁰ 山田(2018)を参照。

⁷¹ 本章2節で論じたオムロンのスチュワード型経営者の4つの側面が、1節で論じた当社経営の特徴にどのように結びついているか、その関係を明示したのが図5-4となる。

営者が取り上げられたものと判断される。したがって、これらの議論を通じて、本事例研究の構成要素妥当性は高められたものと判断される。

図 5-4. オムロンのスチュワード型経営者としての側面と経営の特徴の関係

スチュワード型経営者としての側面	⇔	経営の特徴
① 創業者としての側面		①③④ 企業理念経営の実践 ① 会社の公器性・利他的経営者の側面 ① よりよい社会の実現 ① 事業を通じた社会への貢献
② 自律的経営者の側面		③ 求心力としての企業理念 ③ 事業ポートフォリオ判断
③ 組織主義的経営者の側面		③④ TOGAの実践 ③④ 組織主義的経営
④ 高い価値コミットメント		③④ ROIC経営 ④ 収益性・資本コストの意識 ④ 価値を生み出す時代 ③ 組織主義的経営 ④ 事業ポートフォリオ判断
		①②③ コーポレートガバナンス・ ステークホルダーエンゲージメント ③ 組織経営・組織主義的経営 ② 自律と他律 ① 長期的経営

筆者作成

5.3 オムロンの投資家選別の実施基準とその背景

本節では、本事例研究の命題である「当社がどのような基準で投資家選別を実施しているのか」を明らかにし、投資家選別の実施の背景や考え方について議論していくこととする。

5.3.1 オムロンの投資家選別基準

オムロンは投資家選別を公言している。企業経営者のあるべきスタンスとして、株主を選ぶ努力をするべきと述べており、さらなる戦略的かつ効率的 IR 活動の実践を目指し、投資家の「ターゲティング」活動を能動的に推進している⁷²。

しかし一方で、オムロンは基本的にはすべての機関投資家に会う努力をしている。オム

⁷² NIRI(2004)によると、IR オフィサーの重要な機能のひとつとして、株主構成の決定に資する投資家ターゲティングが挙げられている。我が国では投資家選別を公言している企業は筆者の知る限りオムロンだけであるが、米国では IR の機能として幅広く実践されているものと推察される。

ロン側の誰が対応するのかは投資家によって決められるが、オムロン側の投資家面談者は、役員でも IR でも、すべて同じ情報をもって投資家と対話するという方針のもと、対話・IR 活動に臨んでいる⁷³。安藤氏はインタビューのなかで、「すべての投資家に会い、話すべき内容の『品質保証』を図っているという意味において、投資家を選ぶ発想はあまりない」と述べている。したがって、ここでの「投資家選別」とは、会うべき投資家を取捨選択しているという意味ではない。すべての投資家に会う一方で、オムロンが望む投資家像を明確にし、特に社長が会うべき投資家を選別するという意味であると解釈できる。

また、このようなオムロンの姿勢は、「オムロン コーポレート・ガバナンス ポリシー」(2015)の〈株主と建設的な対話に関する基本方針〉に述べられている⁷⁴。しかしながら、その投資家選別の基準に関する会社側からの情報発信は少なく、投資家や資本市場参加者の間でもその基準に関する知見は極めて限定的であると思われる。したがって、安藤氏に対するインタビューのなかで、この投資家選別基準について確認を実施した。

本研究では、スチュワード型経営者とエージェント型経営者では、投資家選別における基準やその動機が異なると想定している⁷⁵。つまり、スチュワード型経営者は投資家との相互スチュワードシップ関係の構築を切望するため、自らをスチュワード型経営者とみなす投資家⁷⁶を望み、エージェント型経営者とみなす投資家⁷⁷を回避する行動をとる。一方で、エージェント型経営者の場合は、もともと投資家を信頼していないため、失望による損失を回避する行動の必要がない。したがって、経営者は投資家選別にあまり思い入れがないか、投資家選別を実施してもその基準が明確ではない場合が想定される。

安藤氏はインタビューのなかで、「私がチーフ IR オフィサーになった際、実際には『大株主には社長が会う』、『それ以外は私(安藤氏)以下で会う』としていた」と述べている。つまり、安藤氏が 2011 年に執行役員として経営 IR 室長に就任した直後には、投資家選別基準は投資家(株主)の保有比率であり、保有比率の大小によって会社側の対応者を決めていた。

しかし、安藤氏によると、「IR オフィサーをして 2 年ぐらいいしてから、自らその考えを変えた」と述べている。つまり、就任から 2 年経った 2013 年頃からは「基本的にはすべての投資家に私(安藤氏)以下(の IR 担当部署)で会う」のだが、『私(安藤氏)が CEO(社長)に会わせたい』と思った投資家を CEO に会わせるようにした。これは、実質的な投資家選別基準の大幅な変更である。安藤氏によると、「その(新しい)基準は大株主でもなければ、投資

⁷³ 安藤氏はインタビューのなかで、「安藤氏が IR 室長に就任後、社内での IR の可視化を徹底した。」と述べている。それ以前は、社内の各部署で IR がどのように実施され、どのような内容が投資家に開示されているかが不明瞭な部分があったと言う。現在では事業部長への決算発表前日への IR 情報の開示(もちろん機密情報として取り扱われている)を行い、しかも決算説明会で説明する内容のスク립トも社内外に開示するなど、情報の統一化と品質管理にもより一層注力している。

⁷⁴ <株主との建設的な対話に関する基本方針〉によると、株主との対話は、IR 担当部門が行い、社長が統括する。株主からの個別の要望がある場合には、必要に応じて社長、取締役(社外取締役を含む)および執行役員が面談に臨む、と規定されている。ただし、どのような株主に対して、どのようなオムロン側の役員・IR 担当部門が対応するのか、その基準は当基本方針内には明示されていない。

⁷⁵ 第 4 章 2 節での議論を参照。

⁷⁶ Davis *et al.* (1997)のプリンシパル・マネジャー間の選択モデルのケース 4 に当たる。

⁷⁷ Davis *et al.* (1997)のプリンシパル・マネジャー間の選択モデルのケース 3 に当たる。

家の看板でもない。長期投資家の看板を掲げている運用会社でも、足もとの話しかしない人(投資家)もいる。それから、投資家でなくてもいいという考えにした。インフルエンサーであれば、例えば大学の先生とか海外の大手公的年金基金を辞めて ESG のアドバイザーをしている人々でもよいと考えた」と具体的な選別内容を明らかにした。そして、「その際の選別基準は明文化されていたのか」という当方の問いに対しては、「それは私(安藤氏)の判断基準」であり、社長に対しては「(投資家の)規模の大きい、小さいではなく、私(安藤氏)が選んだところ(投資家)には無条件に会ってください、ということにした」と述べた⁷⁸。

以上のインタビュー内容から、オムロンにおける投資家選別基準は 2013 年あたりを境にして、株主保有比率の大きい投資家(株主)から、経営トップに対して有益な示唆に富む指摘を与えられる投資家(投資家以外の場合もある)へと大きく変わったことが明らかになった。

5.3.2 オムロンが求める機関投資家像

オムロンは多くの投資家のなかでも、経営トップに対して有益な示唆を指摘できる投資家をエンゲージメントの相手として望んでおり、そのような投資家を経営トップの対話相手として選別している。では、具体的にはどのような投資家像が彼らの基準に当てはまるのであろうか。

安藤氏はインタビューのなかで、端的にそれは「ESG 投資家」とであると回答した⁷⁹。換言すると「長期の視点で、非財務的な(オムロンの)価値を含めてバリュエーション(企業価値)を考える投資家たち」とであると述べた。また、「本当にじっくりと話したい投資家は、長期の企業価値創造を我々に期待している投資家である⁸⁰」ともインタビュー内の別のところで回答している。ここから浮かび上がる投資家像のキーワードは、「長期」、「非財務情報(ESG 情報含む)」、「絶対的バリュエーション評価」であろう⁸¹。反対に、経営トップが会っても会社側が得られるところが小さい投資家は、「短期主義」、「表層的な数値の理解に留ま

⁷⁸ この安藤氏のインタビュー内の回答から、当社では IR オフィサーと社長との間に高度な信頼関係が構築されていることが伺える。我が国の IR においても、IR の戦略的高度化を実現している企業においては、このような信頼関係が IR 担当部署と経営トップの間に確立されている場合が少なからずあるものと推察される。

⁷⁹ 安藤氏に対して「社長が投資家との対話において得るところが大きい投資家とはどのような投資家なのか」という質問を実施したところ、安藤氏は「その質問に答えるのは 1 年ぐらい前までは難しいと思っていたが、今でははっきりと答えられる」と述べた上で、「ESG 投資家である」と回答した。近年の ESG 投資の急速な広まりを受け、当社も投資家との関係性やエンゲージメント、求める投資家像を検討し、その対応を日々深化させていることが伺える回答内容である。また、投資家選別を実施していく上で、ようやくその答えを見つけたという経営者としての実感が表れている回答とも受け取ることができる。

⁸⁰ オムロンは IR 活動ビジョンのなかで「IR が目指すのは、オムロンが地球価値を創造し提供する将来の姿をグローバル資本市場に適正に評価されること」とし、実現した姿として「オムロンの企業価値と株価のベストマッチング」という考え方を掲げている。また、安藤氏の回答からは、投資家のなかには「会社側に長期の企業価値創造を期待していない投資家」が少なからず存在すること、つまり企業の長期価値創造には関心を示さないショートターミズムの投資家が存在することが示唆されている。

⁸¹ 安藤氏へのインタビューで浮かび上がった 3 つのキーワードは、スチュワード型経営者が望む投資家の要件として第 6 章でより詳細に議論される。

る」、「相対的バリュエーション評価」を軸とする投資家ということになる。

5.3.3 自律的経営者に影響を与えうる投資家像

これまで議論したように、スチュワード型経営者の特徴として自律的経営者であるという点が挙げられ、オムロンの経営者にもその傾向が強く出ている。これは、エージェント型経営者が、日和見主義であり機会主義的な他律的経営者である点と対照的である。したがって、自律的なスチュワード型経営者に対してエンゲージメントを行う際、投資家がこのような経営者の経営ポリシー、戦略、施策について本当に影響を与えることができるのか、またもしできるとしたらどのような場合においてそれが可能になるのかという点が次の問題となろう。そして、安藤氏のインタビューからこの点においても極めて有益な示唆を得ることができた。

安藤氏はインタビューのなかで、「企業理念と企業文化は全く異なり、これを混同してはいけない。企業文化は良いものと悪いものも混在しているのだから、『オムロンらしい』と言っても悪いものは変えていく取組しないといけない」と述べている⁸²。つまり、企業のなかに課題が存在する場合には、企業文化を変えて変革に取り組む必要があるので、それを外部の目で指摘することは可能であるということが示唆されている。

この点について、安藤氏のインタビュー内の発言から以下の2点を追加的に指摘することができる。1点目は我が国の企業では「生え抜き主義」が主流であり、他社の視点から自社を見るのが難しい点である⁸³。オムロンもこの点においては例外ではないようで、真に必要な改革に対して企業文化が阻害要因となっている場合は、社外の視点から有益な示唆を与えうるのである⁸⁴。2点目は、自律的な経営者が投資家に求めるものは、自社に対する十分な理解だけではなく、その業界全体や同業他社に対するグローバルな視点での理解である。安藤氏は、当社を含めた日本企業の課題として、「事業はグローバルで戦っているにも関わらず、経営やIR、情報開示は日本基準にとどまっていること」と指摘しており、それを補う投資家の示唆は自律的経営者にとっても有益と受け取られる可能性が大きい⁸⁵。

⁸² 例えば、オムロンの女性登用の推進は満足のいくように進んでおらず、安藤氏はインタビューのなかで、この課題解決を「オムロンらしい(オムロンの企業文化に即した)やり方で推進していく」というのは間違いであり、企業文化を変えて取り組む必要がある、と述べている。

⁸³ 安藤氏は、2007年に当社に入社する以前は株式会社東京銀行(現株式会社三菱UFJ銀行)に勤務しており、外部の眼を通じて当社を冷静に分析しているものと推察される。

⁸⁴ この点については、我が国企業が独立社外取締役を導入し取締役会の多様性を担保するよう促す動きとその背景は同じであろう。また、本来は米国および英国等で独立社外取締役が果たすべき役割・機能の一部を我が国では投資家によるエンゲージメントで補完しているとも解釈できよう。

⁸⁵ この点も前述の脚注84で指摘したように、独立社外取締役の多様性により強化できる機能の一部を、我が国では投資家のエンゲージメントによって補完しているとも解釈できる。

5.4 本章のサマリー

本章では、スチュワード型経営者の事例としてオムロンを取り上げ、個別事例研究を実施した。そのなかで、オムロンの経営の特徴である、企業理念経営の実践、ROIC 経営の導入、透明性の高いコーポレートガバナンス・システムとステークホルダーとのエンゲージメントの 3 点を論じ、その企業経営の特徴の背景としてスチュワード型経営者としての側面が当社経営には認められることを指摘した。具体的には、創業家としての側面(オーナーシップの意識)、自律的経営者の側面、組織主義的経営者の側面、高い価値コミットメントの 4 点を議論した。そして、これらの 4 つの側面に関する議論を通じて、オムロンがスチュワード型経営者の事例として適切に選択され、当事例研究の構成概念妥当性が担保されていることを議論した。次いで、本研究の第 1 のリサーチクエスションである「スチュワード型経営者の投資家選別基準は何か」を明らかにし、オムロンの投資家選別基準に関する議論を通じて、スチュワード型経営者が求める投資家像についても考察した。

次章では、本章で明らかになった「スチュワード型経営者の投資家選別基準」を発展させる形で、第 2 および第 3 のリサーチクエスションを議論し、これらの問いに対する答えを導く。そして、リサーチクエスションに対する議論と答えを導くプロセスを通じ、エンゲージメントの際に投資家に求められる実力に関する仮説を提示し、理論の導出を試みることとする。

第5章補足資料【本章の半構造化インタビューで用意した設問および関連資料】

設問1：投資家選別に関して

オムロンコーポレート・ガバナンス・ポリシー：持続的な企業価値の向上を目指して別添資料①＜株主との建設的な対話に関する基本方針＞を参照。「株主との対話は、IR担当部門が担い、社長が統括する。」、「株主からの個別の要望がある場合には、必要に応じて社長、取締役(社外取締役含む)および執行役員が面談に臨む。」と規定されている。

- 「株主」とある点や、「株主構成の把握に努める」とあるが、面談相手の保有比率は重要なのか。
- IRでの守備範囲は、可能な限りすべての投資家か。
- 社長との面談相手をどのように選ぶのか。具体的な選定基準は(想定は表5-1参照)。
- 上記の投資家選別基準において、特に以下の投資家の取り扱いは。
対話のための対話を行う投資家(いわゆるボックススティッキング)
パッシブ投資家(理解度の小さい投資家と同義ではない)
- 議決権行使担当者の取り扱いは。
- 他の企業で、投資家選別を行う事例を知っているか？

表5-1. 投資家選別において考慮される投資家属性

	エージェント型経営者	スチュワード型経営者
対話の対象となる投資家像	組みしやすい投資家 うるさいことを言わない 経営に資する内容はなくてもよい 深い理解がなくてもよい 投資家との対話に元来消極的 保有比率の高い投資家 対話すべき投資家(基準)が曖昧	相互信頼を確立 耳の痛いことでも正論を言う投資家 経営に資する内容が重要 深い理解が必須 長期投資家 保有比率は無関係(本当か?) 対話すべき投資家(基準)が明確
対話から排除したい投資家像	圧力 耳の痛いことを言う投資家 排除すべき投資家(基準)が曖昧(場当たりの・機会主義的)	圧力(アクティビスト含む) 短期主義 ボックススティッキング パッシブ投資家 保有比率に物を言わせる投資家 排除すべき投資家(基準)が明確

設問 2：オムロンにとって、投資家との対話の究極の目的は何か

- 投資家とどのような対話が達成できたとき、それはよい対話、意義のある対話となるのか。

設問 3：株主・投資家の意見が影響を与えた実例(ケース)はあるのか

自律的企業家としてのオムロンが、投資家がどのような影響を与えうるのか？ 自律的企業家はどのような諸条件のもと、自らの意見を変えるのか？ という視点から質問。

- ボード(取締役会)は機能しているという前提で、投資家から何かを進言されて役立つことがそもそもあるのか。
- 社長が直接意見を株主から言われたケースと、IR が吸い上げた投資家意見が社長および取締役を動かしたケースかで、実効性の違いはあるのか。
- 自律的企業家を動かす投資家像は？ 投資家属性および資質は何か。
投資家の理解度、投資家との信頼、長期的な関係、長期的投資家かどうか。その場合、企業側は投資家の何を見ているのか。
- 特に、圧力(議決権行使、保有比率)はどのように影響(作用)しているか。(理論ではスチュワード型経営者には影響はないとの仮説が成立する)
- 役に立つ意見とそうでない意見の違い。例えば、キーエンスの提案営業をもっと取り入れるように意見する投資家を、「ビジネスモデルが違う」で切り捨てることの是非。すでに取締役会でとことん議論した内容であれば、それは投資家から聴く必要がないということなのか。

表 5-2. オムロンの主要数値の推移①

＜売上高推移＞								(百万円)
(年度)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
売上高	617,825	619,461	650,461	772,966	847,252	833,604	794,201	859,982
前年比	+17.7%	+0.3%	+5.0%	+18.8%	+9.6%	(1.6%)	(4.7%)	+8.3%

＜事業セグメント別営業利益推移＞								(百万円)
(年度)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
制御機器事業 (IAB)	41,083	35,354	31,349	38,755	54,617	47,929	52,005	73,980
電子部品事業 (EMC)	8,959	5,114	4,351	8,655	10,168	8,494	9,428	12,131
車載事業 (AEC)	4,162	2,691	5,009	9,084	9,230	7,342	7,127	5,816
社会システム事業 (SSB)	1,653	98	2,915	3,880	3,054	2,542	3,685	4,111
ヘルスケア事業 (HCB)	4,078	2,918	4,407	7,545	6,511	7,285	8,535	11,211
本社直轄事業 (その他事業)	(4,659)	(3,553)	2,526	10,348	10,305	(3,463)	(1,852)	(2,122)
本社他 (消去調整含む)	(7,239)	(2,486)	(5,214)	(10,212)	(7,294)	(7,842)	(11,362)	(19,217)
合計	48,037	40,136	45,343	68,055	86,591	62,287	67,566	85,910

注：1. 2009年度より、米国財務会計審議会基準書第280号「セグメント報告」を適用しています。2007～2008年度の金額についても組替表示しています。

2. 2010年度において、制御機器事業 (IAB) 傘下のソーラーパワーコンディショナ事業を本社直轄事業 (その他事業) の事業セグメントに移管しています。2007～2009年度までの金額についても組替表示しています。

3. 2013年度より、経営管理区分の見直しのため、電子部品事業 (EMC) 傘下の一部を制御機器事業 (IAB) の事業セグメントに含めて開示しています。2009～2012年度までの金額についても組替表示しています。

4. 2017年度より、経営管理区分の見直しのため、社会システム事業 (SSB) 傘下の一部を本社直轄事業 (その他事業) の事業セグメントに移管しています。2013～2016年度までの金額についても組替表示しています。

＜販売費及び一般管理費 (比率)、試験研究開発費 (比率)＞								(百万円)
(年度)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
販売費及び一般管理費	142,365	145,662	152,676	181,225	198,103	205,735	193,539	212,641
試験研究開発費	41,300	42,089	43,488	47,928	47,913	52,790	50,697	59,134
売上高	617,825	619,461	650,461	772,966	847,252	833,604	794,201	859,982
販売費及び一般管理費比率	23.0%	23.5%	23.4%	23.5%	23.4%	24.7%	24.4%	24.7%
試験研究開発費比率	6.7%	6.8%	6.7%	6.2%	5.7%	6.3%	6.4%	6.9%

＜従業員数、従業員1人当たり売上高＞								(百万円)
(年度)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
従業員数 (人)	35,684	35,992	35,411	36,842	37,572	37,709	36,008	36,193
売上高	617,825	619,461	650,461	772,966	847,252	833,604	794,201	859,982
従業員1人当たり売上高	17.2	17.2	18.4	21.0	22.6	22.1	22.1	23.8

注：従業員数は各年度末時点

＜運転資本、流動比率＞								(百万円)
(年度)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
流動資産	327,890	308,097	333,694	396,493	434,096	389,609	435,904	437,385
流動負債	181,432	152,896	145,701	162,707	176,762	162,663	172,081	182,778
運転資本	146,458	155,201	187,993	233,786	257,334	226,946	263,823	254,607
流動比率	180.7%	201.5%	229.0%	243.7%	245.6%	239.5%	253.3%	239.3%

注：1. 運転資本 = 流動資産 - 流動負債

2. 流動比率 = 流動資産 / 流動負債

＜総資産 (回転率)＞								(百万円)
(年度)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
総資産	547,522	550,057	555,480	614,171	682,858	697,168	690,513	721,327
売上高	617,825	619,461	650,461	772,966	847,252	833,604	794,201	859,982
総資産回転率 (回)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2

注：1. 総資産は期中平均

2. 総資産回転率 = 売上高 / 総資産

＜たな卸資産 (回転率)＞								(百万円)
(年度)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
たな卸資産	81,903	89,202	91,633	94,345	106,849	111,644	108,336	119,493
売上原価	386,123	391,574	408,954	475,758	514,645	512,792	482,399	502,297
たな卸資産回転率 (回)	4.7	4.4	4.5	5.0	4.8	4.6	4.5	4.2

注：1. たな卸資産は期中平均

2. たな卸資産回転率 = 売上原価 / たな卸資産

＜設備投資額、減価償却費＞								(百万円)
(年度)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
設備投資額	23,192	28,341	28,285	33,653	38,143	36,859	25,692	38,852
減価償却費	22,984	22,617	22,452	25,089	28,339	31,460	28,966	29,465

出所：オムロン株式会社 フィナンシャルファクトブック2018

表 5-3. オムロンの主要数値の推移②

<当社株主に帰属する当期純利益、投下資本利益率 (ROIC) >

(百万円)

(年度)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
当社株主に帰属する当期純利益	26,782	16,389	30,203	46,185	62,170	47,290	45,987	63,159
投下資本	344,866	341,919	351,449	408,310	465,004	489,136	446,628	498,776
投下資本利益率 (ROIC)	7.8%	4.8%	8.6%	11.3%	13.4%	9.7%	10.3%	12.7%

注：1. 投下資本は前期末実績および当期の四半期毎の実績を平均して算出

2. 投下資本 = 純資産 + 有利子負債

3. 投下資本利益率 (ROIC) = 当社株主に帰属する当期純利益 / 投下資本

<当社株主に帰属する当期純利益、株主資本利益率 (ROE) >

(百万円)

(年度)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
当社株主に帰属する当期純利益	26,782	16,389	30,203	46,185	62,170	47,290	45,987	63,159
株主資本	309,540	316,797	343,901	398,736	460,139	467,244	456,874	487,280
株主資本利益率 (ROE)	8.7%	5.2%	8.8%	11.6%	13.5%	10.1%	10.1%	13.0%

注：1. 株主資本は期中平均

2. 株主資本利益率 (ROE) = 当社株主に帰属する当期純利益 / 株主資本

<株主資本 (比率) >

(百万円)

(年度)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
負債	249,138	215,643	204,874	221,926	218,917	236,291	226,944	237,566
デットエクイティレシオ	0.80	0.67	0.56	0.52	0.45	0.53	0.48	0.47
株主資本	312,753	320,840	366,962	430,509	489,769	444,718	469,029	505,530
総資産	562,790	537,323	573,637	654,704	711,011	683,325	697,701	744,952
株主資本比率	55.6%	59.7%	64.0%	65.8%	68.9%	65.1%	67.2%	67.9%

注：デットエクイティレシオ = 負債 / 株主資本

<1株当たり株主資本、株価純資産倍率 (PBR) >

(円)

(年度)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
株数 (株)	220,088,828	220,129,633	220,128,465	220,089,329	217,253,405	213,808,774	213,805,336	210,605,256
1株当たり株主資本	1,421	1,458	1,667	1,956	2,254	2,080	2,194	2,400
株価 (年度末終値)	2,338	1,780	2,320	4,260	5,420	3,350	4,885	6,260
株価純資産倍率 (PBR) (倍)	1.6	1.2	1.4	2.2	2.4	1.6	2.2	2.6

注：1. 株数 = 期末発行済株式数 - 期末自己株式数

2. 1株当たり株主資本は、期末発行済株式数と株主資本 (連結) に基づいています。

3. 株価純資産倍率 (PBR) = 株価 (各年度末) / 1株当たり株主資本

<配当、配当性向>

(円)

(年度)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
配当	30	28	37	53	71	68	68	76
配当性向	24.7%	37.6%	27.0%	25.3%	25.0%	31.1%	31.6%	25.6%

注：1. 2007年度の配当金は、5円の記念配当を含みます。

2. 2012年度の配当金は、5円の記念配当を含みます。

<期末自己株式数、取得、消却>

(年度)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
自己株式取得数	66,250	(40,805)	1,168	39,136	2,835,924	3,444,631	3,438	3,200,080
自己株式消却数	-	-	(12,000,000)	-	(9,723,500)	(3,439,700)	-	-
期末自己株式数	19,032,544	18,991,739	6,992,907	7,032,043	144,467	149,398	152,836	3,352,916
期末発行済株式数	239,121,372	239,121,372	227,121,372	227,121,372	217,397,872	213,958,172	213,958,172	213,958,172
自己株比率	8.0%	7.9%	3.1%	3.1%	0.1%	0.1%	0.1%	1.6%

注：自己株比率 = 期末自己株式数 / 期末発行済株式数

出所：オムロン株式会社 フィナンシャルファクトブック2018

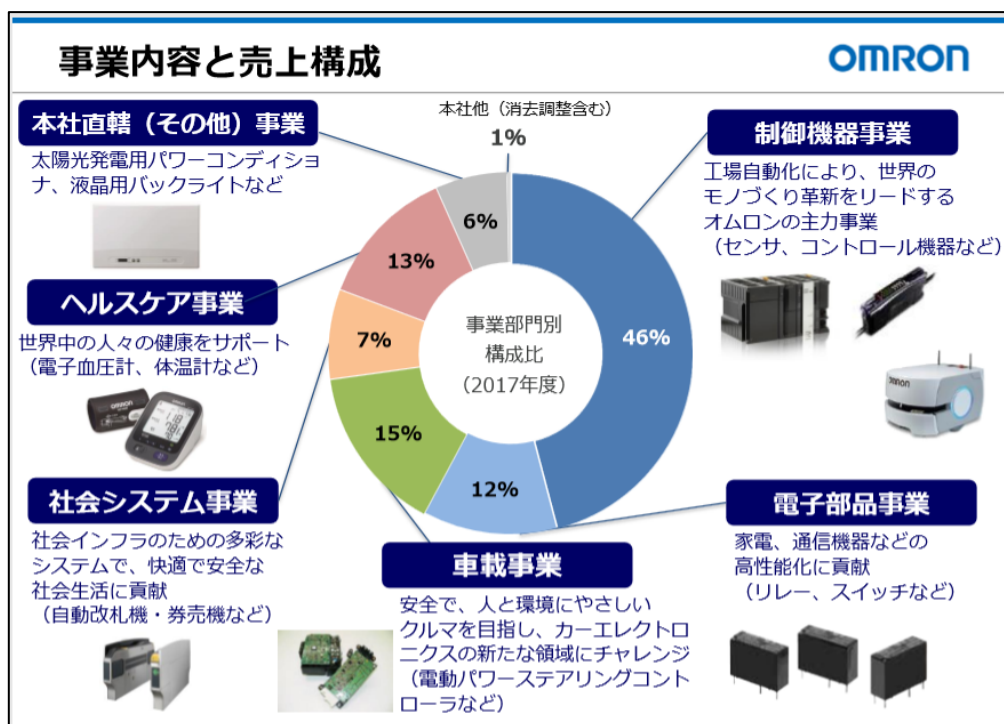
図 5-5. オムロンの会社データ

会社データ		OMRON
創業	1933年（昭和8年）5月10日	
本社	京都市下京区塩小路通堀川東入	
資本金	641億円	
連結売上高	8,600億円（2017年度）（うち、海外売上高構成比61.8%）	
連結従業員数	連結36,193人、国内11,554/海外24,639人*	
上場市場	東証 1 部（証券コード 6645）	
発行済株式総数	213,958千株* ¹	

* 2018年3月末時点

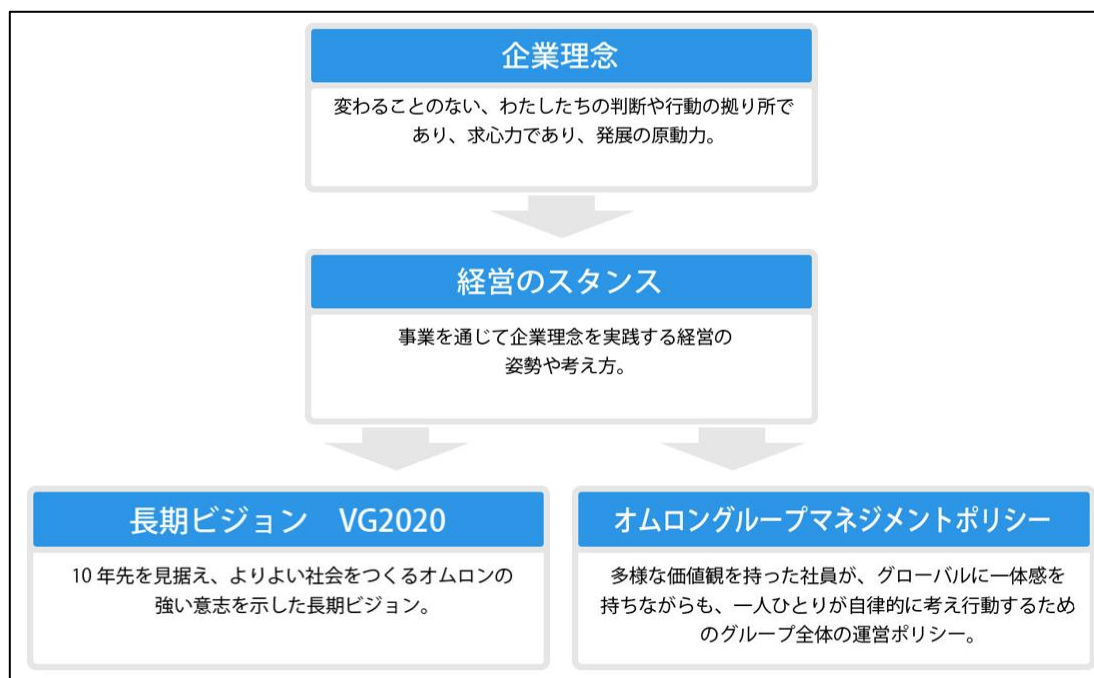
出所：オムロン株式会社 HP より

図 5-6. オムロンの事業内容と売上構成



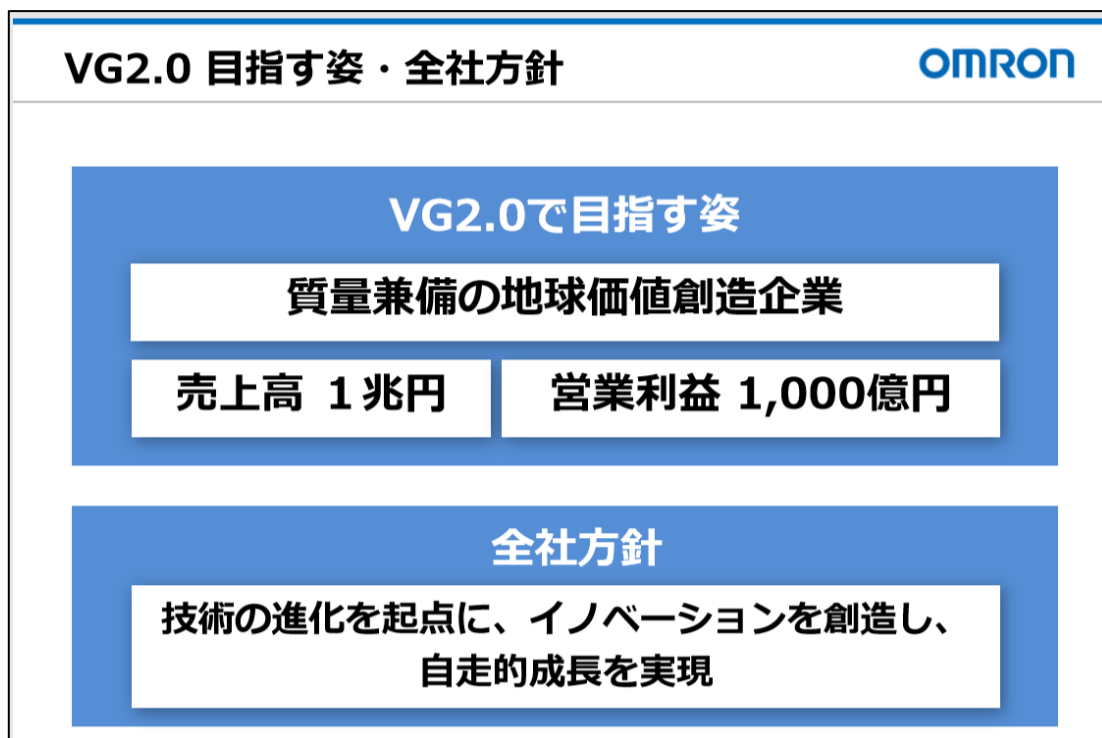
出所：オムロン株式会社 HP より

図 5-7. オムロンの企業理念経営



出所：オムロン株式会社 HP より

図 5-8. オムロンの中期経営計画 VG2.0



出所：オムロン株式会社 HP より

図 5-9. オムロンのコーポレート・ガバナンスの取り組み

コーポレート・ガバナンスの取り組み				
		1999年	2003年	2011年
社長	87年～ 立石義雄		03年～ 作田久男	11年～ 山田義仁
取締役会議長／CEO	社長が議長とCEOを兼務		03年～ 会長が議長／社長がCEO	
監督と執行の分離	取締役30名	99年 定款に定める取締役員数を10名以内に改定		17年～ 取締役の役位を廃止*
		99年 執行役員制度を導入		17年～ 社長を執行役員の役位に変更
アドバイザー・ボード		99年 アドバイザリー・ボード		
社外取締役			01年1名	03年～ 2名(取締役7名) 15年～ 3名(取締役8名)
社外監査役		98年1名 99年～ 2名	03年～ 3名(監査役4名)	11年～ 2名(監査役4名)
諮問委員会など	96年～ 経営人事諮問委員会 00年～ 人事諮問委員会		03年～ 報酬諮問委員会	
			06年～ 社長指名諮問委員会	
			08年～ コーポレート・ガバナンス委員会	
企業理念	1959年 社憲制定	90年制定 98年改定	06年改定	15年改定
オムロン コーポレート・ガバナンス ポリシー				15年制定

* 取締役会会長を除く

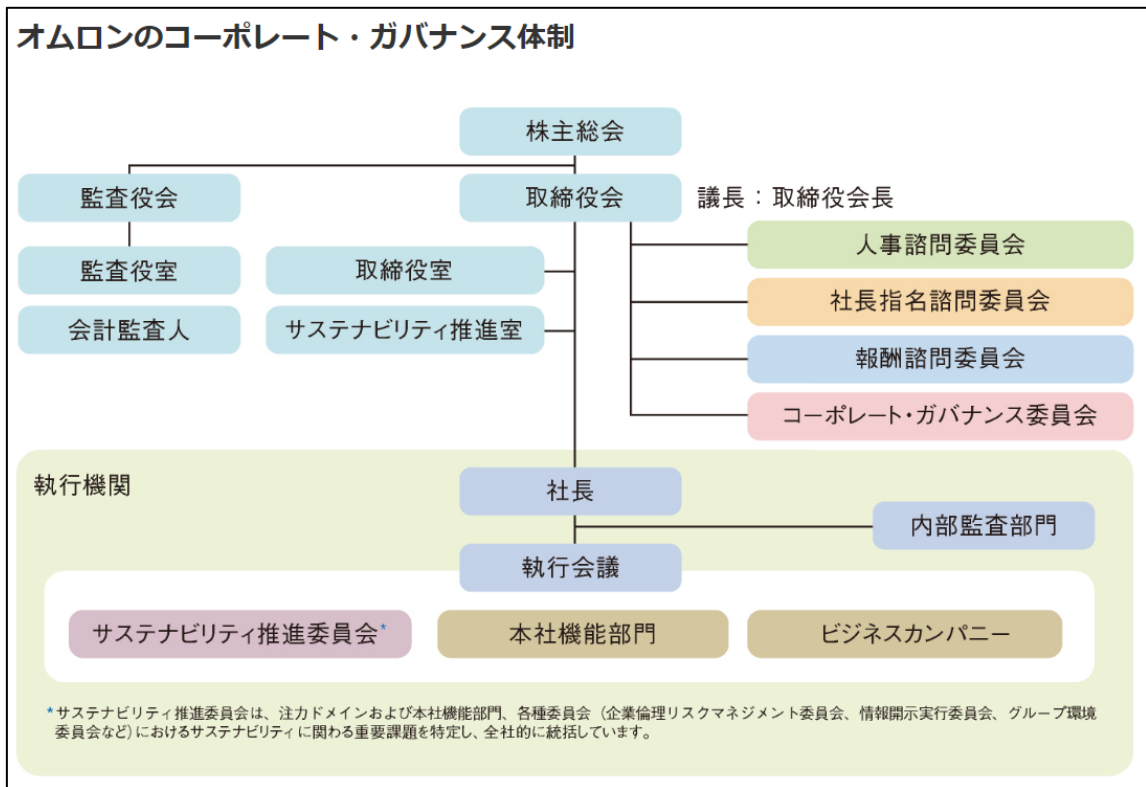
出所：オムロン株式会社 HP より

図 5-10. オムロンのコーポレート・ガバナンスポリシー制定の背景と概要

オムロン コーポレート・ガバナンス ポリシー制定の背景と概要	
「企業理念」の改定・「経営のスタンス」の定義に伴い、 これまでのコーポレート・ガバナンスの取り組みを改めて体系化	
制定の背景	ポリシーの概要
1. 企業理念の改定、経営のスタンスの定義 2. コーポレート・ガバナンスの取り組み ● '96: 経営人事諮問委員会(現在の人事諮問委員会)設置 ● '01: 社外取締役招聘 ● '03: 取締役会議長とCEOの分離、報酬諮問委員会設置、社外取締役2名(取締役7名) ● '06: 社長指名諮問委員会設置 ● '08: コーポレート・ガバナンス委員会設置 ● '15: 社外取締役3名(取締役8名)	1. 構成 - 第1章 総則 - 第2章 ステークホルダーとの関係 - 第3章 情報開示の充実 - 第4章 コーポレート・ガバナンスの体制 2. コーポレートガバナンス・コードとの関係 2015年6月1日から上場規則として適用された「コーポレートガバナンス・コード」の精神・趣旨を尊重、諸原則を全て実施

出所：オムロン株式会社 HP より

図 5-11. オムロンのコーポレート・ガバナンス体制



出所：オムロン株式会社 HP より

図 5-12. オムロンの諮問委員会等の構成(2018 年度)

2018年度諮問委員会等の構成

地位	氏名	人事諮問委員会	社長指名諮問委員会	報酬諮問委員会	コーポレート・ガバナンス委員会
取締役会長	立石 文雄		□		
代表取締役	山田 義仁				
代表取締役	宮田 喜一郎	□			
取締役	日戸 興史			□	
取締役	安藤 聡	○	○	○	
社外取締役	小林 栄三 ★	◎	◎	□	◎
社外取締役	西川 久仁子 ★	□	□	◎	○
社外取締役	上釜 健宏 ★	□	□	□	□
常勤監査役	近藤 喜一郎				
常勤監査役	川島 時夫				
社外監査役	内山 英世 ★				□
社外監査役	國廣 正 ★				□

注：◎委員長 ○副委員長 □委員 ★独立役員

出所：オムロン株式会社 HP より

第6章 ディスカッションと理論導出

本章では、前章までのコーポレートガバナンスの理論的枠組み、研究方法論、事例研究での検討を受け、リサーチクエスションに関する考察を行う。具体的には、前章で議論したリサーチクエスション「スチュワード型経営者の投資家選別の基準は何か」(RQ1)に続き、本章では「投資家・経営者間のエンゲージメントにおいて、スチュワード型経営者が投資家に求めている関係性(機能・助言を含む)は何か」(RQ2)および「相互スチュワードシップ関係の構築に必要な投資家の要件およびスキルセットは何か」(RQ3)という2つのリサーチクエスションの考察を行う。その後、それぞれのリサーチクエスションのディスカッションを通じて、投資家・経営者間のエンゲージメントに関する理論や、投資家のスキルセットやノウハウに関する理論の導出を試みる。

6.1 エンゲージメントに関する理論導出の重要性

エンゲージメントに関する理論導出を試みる前に、当節ではエンゲージメントに関する理論の重要性について言及する。第1章で論じたように、我が国ではすでに2つのコードの導入やいわゆる「伊藤レポート」の公表を受けて、投資家と企業経営者間のエンゲージメントへの取組が活発化している。政府の成長戦略の一環として、投資家と企業経営者はエンゲージメントを通じて企業の持続的成功と企業価値の自立的対応を促し、その結果として企業、投資家、経済全体の成長・発展に寄与することが期待されている。

その一方で、日本でのエンゲージメントの促進は、政策主導の色彩が強く、エンゲージメントの理論研究はあまり進んでいないのが現状である。つまり、米国での投資家・経営者間の関係に関してはエージェンシー理論がデファクトスタンダードとなっているのに対して、我が国のエンゲージメントが論拠すべき理論についての議論はこれまでほとんどなかった。政策の背景に適切な理論がなければ、政策導入後の効果の検証もおぼつかない。

理論導出のもうひとつの意義は、実務担当者への示唆である。これまでエンゲージメントやスチュワードシップ活動を行う投資家に必要な要件やスキルセットが重要であるとの指摘がなされることは多かったが、具体的にどのような投資家の実力が必要かが具体的に明示されることはなかった。その主たる理由は、実務的な投資家の実力を議論する背景となる理論に関する認識が十分ではなかったからである。つまり、理論に関する議論を深めることで、実務面においても具体的に投資家に必要な要件およびスキルセットに関する議論が可能となり、エンゲージメントを実際に行う投資家や企業経営者に対して有益な示唆を与えることができると考えられる。

6.2 スチュワード型経営者が望む投資家との関係性

本節では、リサーチクエストののひとつである「投資家・経営者間のエンゲージメントにおいて、スチュワード型経営者が投資家に求めている関係性(機能、助言を含む)は何か」(RQ2)について検討する。

第 5 章の個別事例研究にてオムロンを取り上げ考察を実施し、スチュワード型経営者が投資家に望む関係性を確認した。スチュワード型経営者が望むのは自らをスチュワード型経営者とみなしてくれる投資家であり、相互スチュワードシップ関係を望む投資家であるため、自らが投資家を信頼でき、自らを投資家が信頼してもらえるような「相互信頼関係」が求める関係の基盤にある。そして、それは事例研究からも明らかになった。

スチュワード型経営者は「長期的に」付き合える投資家を求めるが、それは必ずしも大株主や保有比率が大きい投資家を意味しない。したがって、ここでの「相互信頼関係」には、保有比率が大きいかどうか、長期投資家の看板を掲げているかどうかというような外形基準ではなく、投資家の内面、内的資質がより一層重要となる。信頼関係は投資家ひとりひとりの内面や内的資質に依存して構築される。

スチュワード型経営者は、エージェント型経営者と異なり自律的経営者である。自律的経営者が投資家に求める関係性で特に重要と思われることを 3 点指摘する。1 点目は、自律的な経営者は自らが考え、行動する経営者であるため、エージェンシー理論で想定される、企業価値(株主価値)の最大化を唯一の経営の目的とする株主の代理人ではないということである。そこでは経営哲学や経営理念などの経営者自らの価値観が存在し、経営者は自らの責任においてその価値観に基づいた経営を行っている。オムロンが理念経営を推進しようとしている姿は、このスチュワード型経営者の自律性の表れと見ることができる。

2 点目は、自律的経営者といえども、投資家の意見を参考にする場合がある、つまり自律的な経営者に対して投資家は影響するということである⁸⁶。オムロンの事例研究から明らかになったように、企業文化など変えた方がよいと経営者が自覚している事項に対して投資家の意見は参考になることがある。しかも、我が国企業は依然として取締役会の多様化や国際化が遅れている部分があり、経営や IR のグローバルの視点から業界全体や競合他社に関する投資家の知見を経営者が求めている可能性は比較的高い。例えば、各社の企業文化を冷静に比較評価できる幅広い視点と分析力が投資家にある場合には、さらなる経営の高度化を目指して、投資家は自律的経営者に影響すると思われる。

⁸⁶ 安藤氏はインタビューのなかで、経営上で経営者が変えた方がよいと思っている事柄、例えば企業文化などに関する投資家の指摘は参考になることを示唆したが、同時に「最近むしろ我々が行っていることが、投資家にとって違和感がないかの確認のために(投資家との)面談を活用している面もあります」とも述べている。この回答は、筆者が十分に理解していなかったスチュワード型経営者の側面が浮彫りになった回答と指摘することができる。エンゲージメントにおいて、投資家の直接的な進言を経営に活かすという側面よりも、むしろスチュワード型経営者は自律的経営者として思考・実践している事柄を、信頼できる投資家にチェックしてもらおうという側面の方が強く、それがエンゲージメントに求める実質的な投資家の機能と捉えている可能性がある。この場合、投資家は経営者の戦略を自らがどのように考えているのか、異論があるとすればどうしてかを明確に示すことにより、経営者に影響するということになる。

3点目は、自律的な経営者はまた、自律的な投資家を求めているということである。オムロンの事例研究から明らかになったように、自律型経営者からは経営者の矜持、投資家の矜持という言葉が複数回確認された。経営者および投資家自身のプライド、自負、ぶれない判断軸、つまり自律的人物を支える基盤となるものがスチュワード型経営者によって重要視されており、それは経営者にとっては経営哲学や経営理念、投資家にとっては投資哲学ということになる。換言すれば経済合理性や損得勘定を超えた価値観や価値基準が重要であり、その価値基準にお互いが共感し賛同できるかどうかによって相互信頼関係の構築の可否が左右される。これらの価値基準こそが相互スチュワードシップ関係の確立に重要な役割を果たすと推察される。

6.3 エンゲージメントを成功させる投資家の「実力」

前節でのスチュワード型経営者が望む投資家との関係性の議論を受けて、当節ではエンゲージメントを成功させる投資家の「実力」を議論し、事例研究の理論的一般化を通じて、理論導出を試みることにする。

表 6-1. 日本版スチュワードシップ・コードと英国スチュワードシップ・コードの比較

日本版スチュワードシップ・コード		スチュワードシップ・コード(英国)	
原則1	機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を作成し、公表すべきである。	原則1	基本的に日本版原則1と同意
原則2	機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、公表すべきである。	原則2	基本的に日本版原則2と同意
原則3	機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。	原則3	基本的に日本版原則3と同意
原則4	機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。	原則4	基本的に日本版原則4と同意
		原則5	機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。
原則5	機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。	原則6	基本的に日本版原則5と同意
原則6	機関投資家は、議決権の行使を含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。	原則7	基本的に日本版原則6と同意
原則7	機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。		

部分は、日本と英国での差異を示す。

金融庁(2014・2017)および井口(2015)をもとに筆者作成

当節で議論する投資家の「実力」とは、日本版スチュワードシップ・コードの原則 7(表 6-1)で論じられた、「投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行えるための実力」が中心になる。つまり、スチュワード型経営者の信頼を勝ち取り、これらの経営者に対して影響力を持つ機関投資家のスキルセット、ノウハウが中心となる。

しかしながら、当節での議論はまずはスチュワード型経営者に限定することなく、エージェント型経営者へのエンゲージメントに必要な投資家のスキルセットおよびノウハウを含めて検討し、一般的にエンゲージメントに必要な「投資家の要件・スキルセットは何か」を明らかにすることとする。その上で、エンゲージメントを成功させるために必要な一般的な投資家の要件・スキルセットに関する理論仮説の構築を試みる。

6.3.1 エンゲージメントを成功に導く投資家の要件・スキルセット

本研究は、エージェンシー理論で想定されるエージェント型経営者と、スチュワードシップ理論で想定されるスチュワード型経営者の 2 つの異なる経営者像が我が国には存在していると想定している。また、Davis *et al.* (1997)のプリンシパル・マネジャー間の選択モデルに従い、それぞれの経営者と投資家との間に成立する関係は、投資家が経営者をどちらのタイプの経営者とみなすかによって異なってくることを示してきた。したがって、ここでまず重要となってくる投資家のスキルセットは、エンゲージメントで対峙する経営者がエージェント型経営者なのか、スチュワード型経営者なのか、そのどちらの特性がより強い経営者なのかを的確に判断し、それぞれのタイプの経営者に対してより適切なエンゲージメント手法を採用してエンゲージメントを進めることであろう。経営者の特性を誤り、誤った手法を採用する場合には、相互エージェンシー関係(第 3 章 4 節で論じたプリンシパル・マネジャー間の選択モデルのケース 1)や相互スチュワードシップ関係(同ケース 4)の構築は難しく、経営者および投資家のどちらかが不満を抱く結果となる。

では、表 6-2 に沿った形で、エンゲージメントに対する理論仮説を説明することとする。まず、エンゲージメントのあり方を議論する上で重要となる、企業およびその経営者の類型について改めて整理する。エージェンシー理論が想定するエージェント型経営者は、社内取締役を中心とした内部ガバナンスを志向している可能性が高い。これは、経営者が株主利益を顧みず利己的な利益を追求するためには内部ガバナンスが望ましいからである。日本では安定株主や株式持ち合いといった所有構造や独立取締役の不在、買収防衛策の導入などに内部ガバナンスの特徴がみられる。この場合、株主はエージェント型経営者に対する監視を独立社外取締役の導入等によって強め、外部ガバナンスを進めことが望ましい。また、経営者が株主利益の代償の上に利己的な利益を追求するため、業績不振に陥る可能性は否定できない。経営者と株主の利益をうまく一致させることができた場合でも、経営者は短期的な視点から経営を進める可能性がある。

一方、スチュワードシップ理論が想定するスチュワード型経営者は、ガバナンス形態に内部・外部の差は理論上ないと言える。スチュワード型経営者には、エージェント型経営者とは異なり、自らが内部ガバナンスを望む理由がない。スチュワード型経営者は自律的経営者であるため、株主の視点からは経営者の能力が最大限引き出されるガバナンス形態であれば、ガバナンス形態が内部型か外部型かといった違いによる経営パフォーマンスへの影響は小さいと言える。経営者に対する外部の監視や規律付けの必要はなく、スチュワード型経営者の視点はいずれにせよ長期的でありサステナビリティ経営の傾向が強くなる。

表 6-2. エージェンシー理論とスチュワードシップ理論における
エンゲージメントの視点と形態

	エージェンシー理論	スチュワードシップ理論
経営者の行動モデル	エコ/ミックスマン	スチュワード
行動パターン	利己的/自分勝手/ご都合主義	集団主義/組織主義
動機付け	外発的	内発的
<企業・経営者の類型>		
経営者が望むガバナンス	内部ガバナンス	内部ガバナンス/外部ガバナンス
投資家が望むガバナンス	外部ガバナンス	内部ガバナンスでも構わない
企業経営の特徴	短期主義	長期主義(サステナビリティ経営)
<投資家側の対応～エンゲージメント手法～>		
求められる投資家像	エージェント	スチュワード
エンゲージメントの論拠	議決権 (保有比率が重要)	経営者・株主間の相互信頼 (保有比率は重要でない)
エンゲージメント担当者	議決権行使担当者 ファンドマネジャー	ファンドマネジャー(アナリスト)
エンゲージメント手法	監視、圧力、規律付け インサイダー化が必要なケースも(役員派遣等)	協調、同意、動機付けの触媒 アウトサイダーでも可
エンゲージメント対象となる企業数	少数(集中投資) 多数(議決権行使中心)	少数(集中投資)
エンゲージメントの時間軸	短期	長期
エンゲージメント・アジェンダ	大幅な株主還元増 リストラクチャリング 経済的インセンティブの導入 (エージェンシー・コストの最小化)	成長戦略 適切な資本政策 (潜在的利益の最大化)
エンゲージメント効果	イベント・ドリブン	長期業績成長
必要なスキルセット	企業再生 有効的な圧力(集団的エンゲージメント含む)	経営者評価(スチュワード)
	バリュー・バイアス	企業価値評価(長期業績予想に基づく)
		クオリティ(グロース)・バイアス

筆者作成

このような企業およびその経営者のタイプの認識のもと、投資家側の対応、つまりエンゲージメントにおいて投資家はどのように経営者に接していくべきかについて理論仮説を展開する。まず、投資家は、経営者との個々のエンゲージメントがどのような論拠に基づいて成り立っているのか、換言するとなぜその経営者はエンゲージメントに応じているのか、という点を意識して行動することが重要である。エージェント型経営者の場合には、株主が議決権を保有しているからという側面が強い。つまり、本来は利害関係が相反している

経営者に対し、投資家は議決権を梃子として株主利益へと経営者の目を向けさせる必要が生じる。保有比率の大小は重要であり、エンゲージメント担当者は監視、規律付け、圧力を意識して経営者に接することになる。投資家のエンゲージメント担当者はこのような視点やノウハウを有している議決権担当者やファンドマネジャー⁸⁷が望ましい。

一方、スチュワード型経営者に対しては、議決権ではなく株主との相互信頼関係に基づいてエンゲージメントが実施される。スチュワードに対して圧力、監視、規律付けはむしろ有害となる可能性があり⁸⁸、投資家はあくまでも経営者の内発的動機付けの触媒として機能することになる。この場合、株主が経営者の信頼感を勝ち得ていることが円滑なエンゲージメントの前提となる。投資家は経営者、企業経営、グローバル視点での業界および同業他社の動向、企業価値評価等に関する卓越した理解が不可欠で、経営者からみて対話に応じることが有益だと感じさせることができるファンドマネジャーやアナリスト⁸⁹が担当者として適任となる。

次に、エンゲージメント手法や運用手法も 2 つの理論では大きく異なる。エージェンシー理論の場合、エンゲージメント手法はアメとムチをいかにうまく使って経営者の目を株主利益に向かせるかが議論の中心となる。報酬インセンティブと議決権行使を巧みに駆使し経営者利害との折り合いをつける交渉術が重要であり、経営者が株主利益への協力を拒めばムチを最大限に行使して経営者交代を迫る可能性もある。また、この場合は役員派遣等、株主が経営に直接関与する(インサイダーの立場となる)ことも考えられる。また、エンゲージメントの対象となる企業数は、集中投資を行い少数の企業に対して効率的に大きな圧力(議決権)を行行使する場合や、議決権担当者がその運用会社で保有する多数の企業に議決権行使の視点から広くエンゲージメントを行う場合の 2 つが想定される。また、エンゲージメントの視点は短期となる。エージェンシーコストを最小化するよう経営者と交渉するため、できる限り短期間で結論が出るようなアジェンダ、例えば余剰資金を過大に抱えている企業に対して株主還元を求める場合や、業績不振企業への人員削減要求や、その見返

⁸⁷ この場合、ファンドマネジャーと議決権担当者は、自らが株式売買の意思決定を行うか行わないかという点において決定的に異なる。ファンドマネジャーは自らが企業経営や経営者を評価しその銘柄を「保有する」という意思決定を経た上で(保有を前提に)エンゲージメントを行うので、スチュワードシップ理論に傾倒する可能性が存在する。一方、議決権行使担当者は銘柄の保有への思い入れはなく、議決権行使基準に従い経営者と対峙するため、規律付けや圧力がより重要なエージェンシー理論に傾倒する可能性が大きい。堀江(2014)は英国の機関投資家の事例を挙げ、ポートフォリオマネジャーとコーポレートガバナンス部門間で議決権判断が異なった事例に言及したが、これは経営者をどのようにみなしているかという点においてそれぞれの担当者が異なるために生じた事象と考えられ、当理論を支持する材料となる。

⁸⁸ Ghoshal (2005)を参照。

⁸⁹ 運用会社において、リサーチ・アナリストはファンドマネジャーに対して銘柄の売買推奨を行い、両者の間で真摯な議論を経た後、ファンドマネジャーが自己の責任において売買を決定し執行する。このため、一部の有能なアナリストで、その企業への投資判断への貢献や経営者に対する思い入れ・関与が大きい場合には、アナリストが直接経営者に対してエンゲージメントを実施するという選択も考えられる。しかしながら、筆者はファンドマネジャーの投資判断の責任は重く、アナリストへエンゲージメントを任せる、あるいはアナリストが主導してエンゲージメントを実施することは、控えるべきとの見解を有している。一方、ファンドマネジャーが主導的にエンゲージメントを実施する限りにおいては、エンゲージメントの場にアナリストが同席することはむしろ望ましいと考えている。

りとしてのインセンティブ報酬導入などが議論される傾向がある。また、エンゲージメントの効果は短期間で目に見えやすいイベント・ドリブン型となる。投資家に求められるスキルセットは、人員削減を含む企業再生のノウハウや、集团的エンゲージメント⁹⁰を行い効果的に経営者に圧力をかける能力等となり、バリューマネジャーの素養が特に重要となるう。

一方、スチュワードシップ理論においては、エンゲージメント手法は協調や同意を中心とした経営者の動機付けの触媒となることが求められる。そのエンゲージメント手法のベースは二者間の相互信頼関係となるため、株主は必ずしもインサイダーとなる必要はなく、アウトサイダーとしてもエンゲージメントの遂行が十分に可能となる。また、投資家はスチュワードである経営者のみを厳選して投資し、信頼関係を確立しながらその経営をサポートしていく立場を貫く。その選択から外れた経営者や企業は「保有しない」という判断となり、通常のアクティブ運用よりもさらに少ない銘柄保有を前提としたエンゲージメント型集中投資が実施される。長期志向の経営者をサポートしていくため、長期的なエンゲージメントを通じて潜在的なパフォーマンスの最大化が図られる。アジェンダは成長戦略が中心となるが、概してスチュワード型経営の企業は高収益体質を確立していることが多く、将来のキャッシュフローをいかに適切に株主に還元していくかという長期的資本政策がアジェンダとして取り上げられることもある。エージェンシー型経営者へのエンゲージメントの成果がイベント・ドリブンとなる傾向があるのに対して、スチュワード型経営者へのエンゲージメントでは「最高益更新」等の長期的な業績成長によってその効果が持続的に現れることが多く、またエンゲージメントを通じた株主(投資家)の貢献はあくまでも経営者の動機付けの触媒として機能するにすぎないこともあり、エンゲージメント効果を明確に示すことは一般には困難となる。また、投資家に求められるスキルセットは、スチュワードである経営者を見極める能力⁹¹や、企業価値評価の能力、とりわけ ESG 等の非財務情報を活用した、長期の業績予想(収益やキャッシュフロー予想)に基づく企業価値評価システム(モデル等)を活用し、絶対的なバリュエーション評価ができる能力、となる⁹²。エンゲージメントは企業価値評価をベースに行われるため、短期業績のみを予想している機関投資家は企業価値評価の能力が経営者に認められず、この場合は相互信頼関係の確立は大変困難となることが予想される。そして、長期保有に耐えうるスチュワード型経営者を選択する眼力が重要なことから明らかなように、クオリティ(グロース)バイアスの素養が重要となる。

以上のように、エンゲージメントを成功させるために必要な一般的な投資家の要件・ス

⁹⁰ 第7章2節での議論を参照。

⁹¹ 相互スチュワードシップ関係を望む投資家は、エージェンシー型経営者を誤って選択した際の「裏切られるリスク」を常に内包しながらエンゲージメントを実施することになるため、この点は相互エージェンシー関係を望む投資家の抱えるリスクとは大きく異なる。したがって、相互スチュワードシップ関係を望む投資家にとっては、適切にスチュワード型経営者を選択する能力がことさら重要となる。

⁹² この点については、「相互スチュワード型経営者とのエンゲージメントを成功に導く投資家の要件・スキルセット」として改めて後述する。

キルセットに関する理論仮説を議論し導出した。

また、上記のエンゲージメントに関する理論と、現実に行われるエンゲージメントの間の潜在的なギャップについて言及する。上記の理論は経営者を 2 つのタイプに単純化してモデル化したものであるが、現実社会の企業経営者の本質や行動はより複雑である。したがって、実際にはモデル上で議論されるような単純化された経営者が存在するとは考えられず、経営者一人ひとりがエージェントとスチュワードの双方の側面を持つ可能性が存在する⁹³。実際のエンゲージメントにおいては双方のバランスを取りながらより現実的な対応が投資家に求められることになろう。

6.3.2 スチュワード型経営者とのエンゲージメントを成功に導く投資家の要件・スキルセット

上記のようにエンゲージメントを成功に導く投資家の要件やスキルセットに関して、スチュワード型経営者に対峙する場合のみならず、エージェント型経営者に対峙する場合を含めて包括的に議論した。以下では、特にスチュワードシップ型経営者に対峙する場合に重要となる点に限定して議論を深め、残されたリサーチクエストである「相互スチュワードシップ関係の構築に必要な投資家の要件およびスキルセットとは何か」(RQ3)を議論していくこととする。

第 5 章で考察した事例研究より、スチュワード型経営者は投資家の企業価値評価を重要視している可能性が示唆された。したがって、スチュワード型経営者の信頼を勝ち取るには、企業価値評価の時間軸、評価する内容(コンテンツ)、評価の絶対性の 3 点がことさら重要であると判断される。

企業価値評価の時間軸であるが、スチュワード型経営者は持続的な成長を目指したサステナビリティ経営を特に意識しており、常に目線は長期的である(Cadwell and Karri, 2005; Hernández, 2008)。したがって、投資家の企業価値評価の時間軸も長期であることが重要となる。もし投資家側の業績予想が短期予想であれば、スチュワード型経営者との対話において目線が合わず、その結果相互スチュワードシップ関係を構築することは難しいであろう。しかし、現実的には企業との建設的対話の実施を標榜し日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した投資家⁹⁴のうち、長期的な企業価値評価システム(モデル)に基づき企業価値評価を実施している投資家はどの程度いるのであろうか。筆者の知る限りにおいては、いまだに 1 期(1 年)あるいは 2 期(2 年)の業績予想を実施している機関投資家⁹⁵も

⁹³ この点は、第 3 章 3 節で Wasserman(2006)の概念図を示して議論した。また、Sundaramurthy & Lewis (2005)はエージェンシー理論かスチュワードシップ理論のどちらか一方に偏るのではなく、双方の長所を活かした経営の可能性を論じている。

⁹⁴ 2018 年 7 月の段階で、投資家 229 社が受け入れを表明している。業態別の内訳は、投信・投資顧問会社等 163 社、年金基金等 31 社、生命保険会社 18 社、信託銀行等 6 社、損害保険会社 4 社、その他(議決権行使助言会社他)7 社となっている。

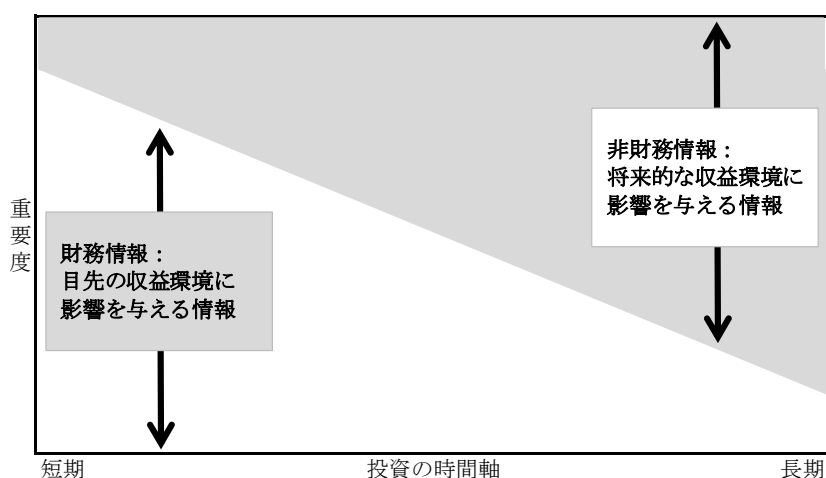
⁹⁵ 北川(2014)は、アクティブ運用の長期投資家の時間軸を論じる際、「企業の 1~2 年後の将来を見据えて

少なくとも、また業績予想モデルを有していない投資家も存在するのが現実ではないだろうか。

2点目は投資家が企業価値評価の際に評価する内容(コンテンツ)である。第5章3節で論じたように、オムロンの安藤氏是对話に求める投資家像は「ESG 投資家」である、と回答した。つまり、スチュワード型経営者が真摯に対話に向き合いたい投資家像は、ESG をはじめとした非財務情報⁹⁶を有効に企業価値評価に織り込む⁹⁷ことができる投資家ということになる。

3点目は企業価値評価の絶対性、つまり絶対的企業価値評価の重要性である。スチュワード型経営者は、長期的な視点(予想)から、非財務的な企業価値評価を含めた、絶対的な企業価値評価を投資家に求めている(図6-1 参照)。絶対的というのは、短期的な株式市場の相場動向や投資家心理を反映した企業価値評価ではなく、また類似企業比較での相対的な評価でもなく、投資家が確固たる信念を持ってその企業の本来あるべき適正株価(妥当株価)と考える株価評価であり、一夜にしてその価値が大きく動くことがない絶対的な株価評価のことである。

図 6-1. 長期的な投資判断・企業価値評価と非財務情報



井口(2015)および小崎・林(2015)をもとに筆者作成

オムロンの安藤氏はインタビューにおいて、「セルサイドアナリストの投資判断が一夜にして変わることはまだ理解できるが、一夜にしてそのアナリストが算出する適正株価(妥当

投資判断を行うことを旨とする自称長期投資家もいる」ことに言及している。

⁹⁶ オムロンは、ESG をはじめとした非財務情報の開示にも極めて先進的に取り組んでいる。一例として、2012 年度分から従来のアニュアル・レポートに代えて統合レポートを発行し、非財務情報の充実に取り組んでいる。また、サステナビリティ方針を定め、中期経営計画と統合する形でのサステナビリティ(ESG)目標と KPI を設定し、2017 年には他社に先駆けて ESG 説明会を機関投資家向けに開催している。

⁹⁷ ESG 投資の手法のなかで、いわゆるインテグレーションと呼ばれる投資手法・企業価値評価手法のことであり、ESG 投資手法の分類に関しては小崎・林(2015)に詳しい。また、インテグレーションという視点からは、ESG という非財務情報と投資判断情報とのインテグレーションに加えて、ESG 担当者と投資判断担当者とのインテグレーションも重要となる。

株価)が2割も3割も急変することは理解に苦しむ。」と述べている⁹⁸。つまり、企業側が業績ガイダンスを修正したり、事業環境が急激に変わらない限り、一人ひとりの投資家がイメージする、ある企業の企業価値は、長期的であり非財務的情報を含んでいれば、極端に変化することはないだろう。スチュワード型経営者は自律的に自らが考える自社の企業価値と、投資家が考える絶対的企業価値のすり合わせを対話のなかで行いたいと考えているのではないだろうか。そして、もしそうであるならば、絶対的企業価値評価を持たない投資家から、対話を通じて得られるものは限定的となろう。

このように、投資家の企業価値評価はスチュワード型経営者の信頼を勝ち取るためには重要となる可能性があり、そのポイントは企業価値評価の時間軸、評価する内容(コンテンツ)、評価の絶対性の3点である。これらの要素を考慮して企業価値評価を行うことができれば、企業に対する投資家の考え方がその企業価値評価に反映していることになる。逆にそのような長期、非財務情報、絶対的バリュエーション指標を持たない投資家は、スチュワード型経営者にとっては確固たる判断基準を持たない投資家と捉えられる可能性があり、したがって相互信頼関係を築くことは難しいであろう。

最後に、スチュワード型経営者とのエンゲージメントを成功させるための鍵となる側面についてもう1点だけ補足する。それは、本研究では明示的に議論してこなかった、機関投資家と最終投資家(アセットオーナー)との関係である。伊藤レポート(2014)においても、投資家・経営者間のエンゲージメントを根付かせるためには、アセットオーナーの意識改革が必要であり、アセットオーナーは運用を委託した機関投資家(アセットマネジャー)の四半期ごとの運用成績に一喜一憂せず、長期の運用を任せるような我慢強い姿勢があってもよい、と指摘されている。また、筆者が実務担当者としてよく質問を受けるのはアセットオーナーとの関係性であり、いくら機関投資家としてスチュワード型経営者との相互スチュワードシップ関係の構築を目指したところで、アセットオーナーから四半期程度の短期運用成績も求められるのではないのか、という点である。この点については、機関投資家はアセットオーナーとの間にもまた相互スチュワードシップ関係の構築が可能であり、その際に重要な役割を果たすのは投資家の有する投資哲学にアセットオーナーが共感し賛同できるかであると考えている。機関投資家の運用成績は極めて重要であり、特に3~5年の長期的視野に立ちアセットオーナーに約束した運用成績を実現するというのが機関投資家として選ばれる要件となろう。しかし、そのような機関投資家でさえも、すべての四半期で十分な運用成績を実現することはほぼ不可能である。この場合、短期的に運用成績が不振になった場合、十分な相互信頼関係が機関投資家とアセットオーナーとの間に確立されていることが重要であり、その相互信頼関係はちょうど機関投資家と経営者の間の相互スチュワードシップ関係と同じである。このように、スチュワード型経営者に対するエン

⁹⁸ セルサイドアナリストは、現在では絶対的な企業価値評価や投資判断を実施するのではなく、各アナリストが責任をもって分析・投資推奨を行う銘柄群(カバレッジ)のなかで、ポジティブに評価する銘柄、中立的に評価する銘柄、ネガティブに評価する銘柄と相対的な順位付けを実施することが多くなっている。このような想定評価システムは、スチュワード型経営者の理解や賛同を得られない可能性があるだろう。

ゲージメントが成功するためには、インベストメント・チェーン全体での意識改革が重要となる。

6.4 なぜ投資家・経営者間のエンゲージメントは失敗に終わるのか

これまで本章では、2つのリサーチクエスション、つまり「スチュワード型経営と投資家に求めている関係性(機能、助言等)」と「相互スチュワードシップ関係の構築に必要な投資家の要件とスキルセット」の2点を中心に議論を進め、エンゲージメントに関わる理論導出を試みた。本節では、これまでの議論から示唆される内容、つまり「なぜ投資家・経営者間のエンゲージメントは失敗に終わるのか」について簡潔に示していくこととする⁹⁹。

これまでの議論で明らかなように、経営者に2つの異なるタイプが存在するのであれば、明確にエンゲージメントの取組を投資家側で変えていく必要がある。つまり、経営者のタイプを意識せず、すべて同じような目線、同じような手法、同じようなアジェンダで企業経営者に対峙しては、エンゲージメントを成功に導き、企業価値を持続的に向上させていくことは難しいとの仮説が成り立つ。我が国でもエージェンシー理論(Jensen & Meckling, 1976)は研究者の間ではもちろんであるが、投資家等の実務担当者の間でも極めて幅広く浸透している理論である。一方で、スチュワードシップ理論(Donaldson & Davis, 1991; Davis *et al.*, 1997)や、プリンシパル・マネジャー間の選択モデル(Davis *et al.*, 1997)は特に実務担当者の間ではほとんど知られていないのが実情である。したがって、実務担当者の間でも、これらの理論やモデルに精通し、経営者のタイプにより一層留意する姿勢が求められる。エンゲージメントを行う経営者のタイプを適切に理解できない場合には、エンゲージメントは失敗に終わる可能性が高くなるからである。

次に、対話相手の経営者のタイプを適切に認識できた場合でも、適切なエンゲージメントの手法を選択できない場合や、あるいはその手法のノウハウを投資家側が有していない場合には、エンゲージメントは失敗に終わると考えられる。具体的には、エンゲージメントの論拠、担当者、手法、時間軸、アジェンダ、スキルセット等を投資家は十分に検討した上でエンゲージメントに望まなければならない。特に対話の相手がスチュワード型経営者であり、投資家が相互スチュワードシップ関係の構築を望んでいる場合には、企業価値評価に関するスキルセットが重要となろう。企業価値評価を長期、非財務情報、絶対的視点から行えるスキルセットを有する必要がある。これらの投資家側の要件を満たしていないにもかかわらず、相互スチュワードシップ関係を投資家が望んだ場合には、その対話は失敗に終わると考えられる。そして、その場合には失望するのは相互スチュワードシップ関係を望む投資家ではなく、スチュワード型経営者の方であるということを投資家は強く肝に銘じて行動しなければならぬであろう。

⁹⁹ 本来は、投資家と経営者との間のエンゲージメントが失敗に終わっている事例、つまりプリンシパル・マネジャー間の選択モデルにおけるケース2およびケース3に関する事例研究を経て、関連する考察を深めるべきである。この点については筆者の今後の課題として取り組んでいきたい。

6.5 本章のサマリー

本章では、前章までのコーポレートガバナンスの理論的枠組み、研究方法論、事例研究での検討を受け、リサーチクエスションに関するディスカッションを実施した。

具体的には、第 5 章にて考察したリサーチクエスション「スチュワード型経営者の投資家選別の基準は何か」(RQ1)に続いて、本研究のリサーチクエスションである「スチュワード型経営者がエンゲージメントにおいて投資家に求めている関係性(機能・助言を含む)は何か」(RQ2)および「投資家の要件・スキルセットは何か」(RQ3)に対する答えを検討し、投資家・経営者間のエンゲージメントに関わる理論仮説を導出した。その理論において、投資家はエンゲージメントの際、対話相手の経営者のタイプを適切に認識し、エンゲージメントの論拠、担当者、手法、時間軸、アジェンダ、スキルセットなどを適切に選択する必要があることを論じた。また、特に対話の相手がスチュワード型経営者であり、投資家が相互スチュワードシップ関係の構築を望んでいる場合には、企業価値評価に関するスキルセットが重要となり、企業価値評価を長期、非財務情報、絶対的視点から行えるスキルセットを有する必要があることを明らかにした。

第7章 エンゲージメントを巡る投資家の今日的な課題

第6章ではエンゲージメントを成功させるための投資家の要件やスキルセットを指摘し、エンゲージメントに関する理論仮説の導出を試みた。

一方で、エンゲージメントを巡る今日的な課題もすでに議論した投資家の要件やスキルセットと併せて理解し、解決方法を探ることも可能であると考えられる。本章ではエンゲージメントを巡る投資家の今日的な課題のなかから、形式主義的エンゲージメントの弊害、集団的エンゲージメントの意義、エンゲージメントに関する投資家の不満という3点に議題を絞った上で、本研究が論拠するエージェンシー理論、スチュワードシップ理論およびプリンシパル・マネジャー間の選択モデルに加え、第6章で提示したエンゲージメントに関する理論仮説に基づき分析し、論じていくこととする。

7.1 形式主義的エンゲージメントの弊害

機関投資家がスチュワードシップ・コードの受け入れを表明し経営者にエンゲージメントを実施していく上で、形式主義の回避が重要となるという点は広く認識されている¹⁰⁰。形式主義の問題点は、単に経営者の貴重な時間を投資家との個別ミーティングに費やされるといった問題にとどまらず、経営者との関係を悪化させ、経営者を投資家(株主)不信に陥らせるリスクが存在するということである。特に、スチュワード型経営者に対して形式主義的エンゲージメントが実施されれば、経営者は失望し、本来経営者が持つスチュワードの特性を失われる可能性がある。

では、形式的なエンゲージメントが広まってしまった場合のリスクを、Davis *et al.* (1997)のプリンシパル・マネジャー間の選択モデルで改めて考察することとする。エージェンシー型経営者はそもそも投資家を信頼していないため、それが故に失望する度合も小さい。ここで、問題になるのはスチュワード型経営者であり、スチュワード型経営者はモデル上ケース3およびケース4に位置している。形式主義的エンゲージメントは、相互スチュワードシップ関係を構築する意図がない(もしくは意図があってもそれを実現するスキルセットやノウハウが伴っていない)投資家が行う。形式主義的エンゲージメントを望む投資家は、主として企業経営者とエンゲージメントを行ったという事実を形式的に記録することを目的とし¹⁰¹、質問項目もボックスティックな内容にとどまることが多い。このような投資家は、スチュワード型経営者にとっては自らをスチュワード型経営者として扱ってくれない投資家となる。

¹⁰⁰ 日本版スチュワードシップ・コード(2014・2017)でも対話を行うこと自体を目的とした形式主義に陥ることのないよう留意すべきとの指摘があるほか、大崎(2014)、堀江(2014)などによっても指摘されている。

¹⁰¹ 機関投資家はその顧客である年金基金等の最終投資家から、経営者とのエンゲージメントを中心としたスチュワードシップ活動の実践を求められることが多い。その際、エンゲージメントの内容を考えず、経営者と対話した件数など、形式的な面を重視した報告を行う動機が存在し、そこに形式主義的エンゲージメントを実施する可能性が存在する。

形式主義的エンゲージメントに経営者が直面した場合、考えられる行動は次の 2 つである(図 7-1 参照)。1 つには、5 章のオムロン事例研究で論じたように、経営者は投資家選別を行う可能性がある。形式主義的エンゲージメントを望む投資家を経営者は敬遠するという選択肢である。2 つ目の可能性は、スチュワード型経営者がスチュワード型経営者をやめるという選択肢である。そして、この議論を展開したのが、ゴシヤール(Ghoshal, 2005)である。

図 7-1. 形式主義的エンゲージメントに対するスチュワード型経営者の 2 つの対応

		プリンシパルの選択	
		マネジャーをエージェントとみなす (エージェント型経営者を望む)	マネジャーをスチュワードとみなす (スチュワードシップ関係を望む)
マネジャー の選択	エージェントと して行動する (エージェント型経営者)	潜在的コストの最小化 相互的なエージェント関係 ケース1	マネジャーは利己的に行動 プリンシパルは怒る プリンシパルは裏切られる ケース2
	スチュワードと して行動する (スチュワード型経営者)	プリンシパルは利己的に行動 マネジャーは苛立つ マネジャーは裏切られる ケース3	潜在的パフォーマンスの最大化 相互的なスチュワードシップ関係 ケース4

投資家選別により回避

		プリンシパルの選択	
		マネジャーをエージェントとみなす (エージェント型経営者を望む)	マネジャーをスチュワードとみなす (スチュワードシップ関係を望む)
マネジャー の選択	エージェントと して行動する (エージェント型経営者)	潜在的コストの最小化 相互的なエージェント関係 ケース1	マネジャーは利己的に行動 プリンシパルは怒る プリンシパルは裏切られる ケース2
	スチュワードと して行動する (スチュワード型経営者)	プリンシパルは利己的に行動 マネジャーは苛立つ マネジャーは裏切られる ケース3	潜在的パフォーマンスの最大化 相互的なスチュワードシップ関係 ケース4

エージェント型経営者へ変化

Davis, Schoorman & Donaldson (1997)をもとに筆者作成

Ghoshal (2005)は、もともと利己的な利益を追求する経営者像を前提としたエージェント理論を、米国のビジネススクールではデファクトの理論として学生たちへ教えるため、そのために実際に学生たちが卒業後にエージェント・タイプの経営者になってしまう可能性を指摘していた。これは、Davis *et al.* (1997)が指摘するように、投資家と経営者の間でも起こり得ることではないだろうか。スチュワード型経営者が、自らをスチュワード型経営者として扱ってくれない投資家が多くなると、やがてエージェント型経営者としての性格を強めていく可能性がある。スチュワード型経営者として投資家と対話することに対する失望が大きくなるためである。

第 6 章で検討したように、投資家は対峙する経営者のタイプに適切なスキルセットやノウハウを有する必要がある、それはスチュワード型経営者と相互スチュワードシップ関

係の構築を望む際には、とりわけ重要となる。一方で、2018年6時点で日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明した投資家は計229社にのぼっており¹⁰²、特に投信・投資顧問会社等のアセットマネジャーの受入れ数は、英国でのスチュワードシップ・コードを受入れた機関投資家数から想定した当初の予想値を上回る数字と言えるのではないだろうか¹⁰³。日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの導入を通じて投資家・株主間のエンゲージメントの機運が高まっているが、本来は投資家は誰でも企業経営者とエンゲージメントができるわけではなく、またするべきでもないだろう。特に、形式主義的なエンゲージメントが持つリスクに関して投資家側が適切に認識し、「実力」を備えた上で、持続的成長を支えるエンゲージメントに注力するべきである¹⁰⁴。

7.2 集团的エンゲージメントの意義

集团的エンゲージメントとは、複数の機関投資家・運用会社等の投資家が、投資先企業の経営者を行うエンゲージメントを指す。我が国でも2017年5月に改訂された日本版スチュワードシップ・コードのなかで、集团的エンゲージメントが明記され、必要に応じ「有益な場合もあり得る」とのコメントが指針に付け加えられたこともあり¹⁰⁵、資本市場でも一定程度注目を集めつつある。本節では、この集团的エンゲージメントを取り上げる。まず、我が国に先駆けて投資家・経営者間のエンゲージメントの必要性を指摘した英国で集团的エンゲージメントがどのように受け取られているのかを考察した後、日本の現状を整理し、その上で集团的エンゲージメントが本質的に抱える問題を議論する。

7.2.1 英国における集团的エンゲージメントの現状

英国では日本に先駆けて集团的エンゲージメントに対する取組が始まっている。英国のスチュワードシップ・コードでは、その原則5において「機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである」と述べられており(表6-1参照)、集团的エンゲージメントを推奨している。また、ケイ報告書(Kay, 2012)では、集团的エンゲージメントがより容易に行われるように、投資家フォーラムの創設を勧告した。林(2015b)によると、ケ

¹⁰² 脚注94参照。

¹⁰³ 企業年金連合会(2017)によると、英国でスチュワードシップ・コードの受入れを表明した投資家は2016年11月時点でアセットオーナー(最終投資家)77、アセットマネジャー(機関投資家)171の計248となっている。日本と比較してアセットオーナー(最終投資家)の受入れが多いことが特徴となっている。

¹⁰⁴ 形式主義的エンゲージメントの排除のように、経営者との対話を行うアセットマネジャーの品質管理をどのように行うのかという問題が存在する。英国では自主規制機関であるFRCがアセットマネジャーのスチュワードシップ報告書を評価し、その結果を2段階または3段階に階層化(Tiering)している。ただし、この手法でも報告書が必ずしも各アセットマネジャーの対話の実態を的確に表しているという保証はない。

¹⁰⁵ 日本版スチュワードシップ・コード改訂版(2017)の原則4の指針4-4には、「機関投資家が投資先企業との間で対話を行うにあたっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の投資家と協働して対話を行うこと(集团的エンゲージメント)が有益な場合もあり得る」と追記された。

イ報告書で投資家フォーラムの創設が勧告された理由は、エンゲージメントに関するフリーライダーの問題¹⁰⁶の解決と、個々の保有比率が低い投資家によるエンゲージメントの有効性を高めることを狙ったものであり、集团的エンゲージメントを通じた英国企業の業績パフォーマンス、最終投資家全体のリターンの向上の実現を図ったものであると述べている。そして、ケイ報告書以降、政府や業界団体¹⁰⁷もケイ教授の立場を支持し、集团的エンゲージメントを効果的に行うための投資家フォーラムの組成を進めてきた。

しかし、ここで重要なことは、英国では集团的エンゲージメントの旗振り役は、年金基金やその他団体等のアセットオーナー(最終投資家)であり、実際にエンゲージメントを行うアセットマネジャー(機関投資家)¹⁰⁸ではないということである。公的年金や企業年金等の一部のアセットオーナーは、その運用資産規模が大きく、上場銘柄の多くに分散投資せざるを得ない。結果として、特定の株式を「保有しない」という選択は実際には難しくなる。「保有する」ことを前提に、投資リターンの底上げを図るためエンゲージメントを行い、その有効性をさらに高めるため集团的エンゲージメントを行う、という考え方は最終投資家にとって極めて合理的なものと言える。

一方、有力機関投資家の間では、集团的エンゲージメントや、それを容易にする投資家フォーラムの創設に対する意見や関心が分かれており、一部に否定的な見方が存在する(大崎, 2013)。また、パッシブ投資家がエンゲージメントを行うべきかどうかを巡っても賛否両論が存在している(大崎, 2013)ように、実際に企業経営者に対峙してエンゲージメントを実施する機関投資家には、集团的エンゲージメントに対して冷ややかな意見も少なくない。

このように、スチュワードシップ・コードで明記された集团的エンゲージメントや、ケイ報告書で提唱された投資家フォーラムの創設に関して、最終投資家と機関投資家の間に意見が相違しているように思われる。また、特に機関投資家間でこれらに対する意見が異なっており、機関投資家は一枚岩ではないのが英国の現状である。

7.2.2 機関投資家はなぜ一枚岩になれないのか

英国は日本と比較して機関投資家、つまりファンドマネジャーやアナリストの均一性が高く、クオリティが高い機関投資家層が存在しており、投資家が企業経営に与える影響力は大きい。また、運用会社間のこれらのプロフェッショナル人財の移籍が比較的盛んであ

¹⁰⁶ フリーライダーの問題とは、機関投資家の運用スタイルは分散投資が主流であり、特定企業のパフォーマンスがエンゲージメントを通じて向上しても、エンゲージメントを実施した投資家が受けるメリットは、持株比率に応じたプラスにとどまり、何もしなかった他の投資家が漁夫の利を得るという問題のこと。したがって、エンゲージメントに対する投資家のインセンティブは働きにくいという構造的な問題がここには存在する。

¹⁰⁷ 例えば、NAPM(National Association of Pension Fund)、ICSA(Institute of Chartered Secretaries and Administrators)、ABI(Association for British Insurers)など。業界団体の具体的な動向については、林(2015b)に詳しい。

¹⁰⁸ 大崎(2013)によると、年金基金等の最終投資家(アセット・オーナー)は通常エンゲージメントを直接行うことはなく、運用委託先の機関投資家(アセット・マネジャー)が行う。

り、運用会社間の意見交換をスムーズに行うことが可能であるとされている。しかしながら、その英国でも集团的エンゲージメントに対して投資家は必ずしも一枚岩ではないと言われている。

この問題の本質を Davis *et al.* (1997)のプリンシパル・マネジャー間の選択モデル(図 7-2)を改めて用い、検討する。集团的エンゲージメントの対話の論拠は、経営者との相互信頼というよりは本質的には議決権¹⁰⁹である。個々の投資家が有する議決権は分散投資のもとでは小さいが、集団としてより大きな議決権となることを背景に経営者に対話することが可能となる¹¹⁰。したがって、集团的エンゲージメントが目指す投資家・経営者間の関係は、あくまでも相互エージェンシー関係(ケース 1)であり、相互スチュワードシップ関係(ケース 4)ではないことがわかる。

図 7-2. 異なる 2 つのエンゲージメントの方向性

		プリンシパルの選択	
		マネジャーをエージェントとみなす (エージェンシー関係を望む)	マネジャーをスチュワードとみなす (スチュワードシップ関係を望む)
マネジャー の選択	エージェントと して行動する (エージェント型経営者)	潜在的コストの最小化 相互的なエージェンシー関係 集团的エンゲージメント ケース1	マネジャーは利己的に行動 プリンシパルは怒る プリンシパルは裏切られる ケース2
	スチュワードと して行動する (スチュワード型経営者)	プリンシパルは利己的に行動 マネジャーは苛立つ マネジャーは裏切られる ケース3	潜在的パフォーマンスの最大化 相互的なスチュワードシップ関係 持続的な企業価値拡大を 目指すエンゲージメント ケース4

Davis, Schoorman & Donaldson (1997)をもとに筆者作成

また、実際に投資家フォーラムなどを通じて最終投資家や機関投資家が合意にいたることができるエンゲージメントの内容は極めて限定的であると言える。つまり、とりわけ機関投資家はその運用哲学、超過収益の源泉、運用手法、投資の時間軸などにおいて、それぞれの特色を打ち出し、同業他社相手に競争している。したがって、複雑なエンゲージメントの議題に対しては、それぞれの機関投資家の意見は大きく異なる可能性があり、合意できる議題は単純な、誰の眼にも答えが明らかな議案に限定されるであろう。例えば、不祥事企業の経営者に対する多額の報酬や、明らかに企業価値を破壊する高額な買収案件などがその一例である。また、このような機関投資家間で合意しやすいエンゲージメントの議題を中心に集团的エンゲージメントが行われることから、企業の経営危機や、企業価値が損なわれるような局面にはとりわけその有効性が高いと言われている。したがって、相

¹⁰⁹ ここでは対話の論拠を議決権としただけであり、実際に議決権を集团的に行使するというを必ずしも意味しない。

¹¹⁰ 大崎(2013)によると、多くの投資家は株主総会議案に疑問を感じた場合(総会前)と総会で反対票を投じた場合(総会后)などにエンゲージメントを実施している。ここから、英国では総会議案に対する投票の延長上でエンゲージメントを捉えている投資家も少なくないことが推察される。

相互スチュワードシップ関係の前提のもとに行われるエンゲージメントの性質が、投資家・経営者間の相互信頼、投資家独自のスキルセット、持続的企業価値拡大を目指す議題、といったものであるのに対して、集团的エンゲージメントは相互エージェンシー関係の前提のもとに行われ、その性質は、議決権をベースにした対話、誰の眼にも明らかな解決案、企業価値破壊防止を目指す議題、となることが伺える。

また、第 6 章で議論した内容から、相互スチュワードシップ関係のもののエンゲージメントがファンドマネジャーやアナリストがその主体となり、協調・同意・動機付けの触媒として作用し、長期的な視野からの業績拡大を目指すのに対して、集团的エンゲージメントは議決権行使担当者がその主体となり、監視・圧力・規律付けとして作用し、短期的なイベント・ドリブン型の成果を目指すという性格が強くなるだろう。加えて、相互スチュワードシップ関係を目指すエンゲージメントが、投資哲学や果たすべきスチュワードシップ責任といった個々の投資家の価値観や、経営哲学・経営理念といった各経営者の価値観を議論し交換する場という意味合いが強いのにに対して、集团的エンゲージメントではこれらのそれぞれの価値観が介在する余地は非常に小さい。株主第一主義にしたがった企業価値拡大という合理的目的のみが論じられる可能性が高い。なぜならば、価値観や考え方が前面に出てくるエンゲージメント・アジェンダで投資家間の合意を図ることは困難であり、集团的エンゲージメントの性格は企業価値拡大という損得勘定が前面に出る可能性が必然的に高くなるからである。誰もが合意できる内容というのは損得勘定であり、哲学的側面が排除されることになる。

このように集团的エンゲージメントは、持続的企業価値の拡大を目指す相互スチュワード型のエンゲージメントとはその内容を異にするため、我々は日本版スチュワードシップ・コードのもとに、性格のまったく異なる 2 つのエンゲージメントを同時に議論しているということになる。そして、市場参加者間でこの認識を共有することは非常に重要となる。つまり、投資家が一枚岩になれないのはそのような背景があるからであり、2 つのエンゲージメントの相違を正確に理解した上で、投資家の立場や特徴を配慮した建設的な議論が求められよう。

7.2.3 我が国における集团的エンゲージメントの今後の展望

上記で検討したように、集团的エンゲージメントの性格は相互スチュワードシップ関係を求めて行われるエンゲージメントのそれとはまったく異なることが理解できる。また、集团的エンゲージメントに関して機関投資家が一枚岩になれないのはそれ相応の理由があるからであり、集团的エンゲージメントを我が国で推進していくべきかどうか、あるいは推進していくことができるかどうかは、意見が分かれる可能性がある。

一方で、英国でケイ報告書の勧告を受けて集团的エンゲージメントの円滑な実施を目的として投資家フォーラムが創設されたように、我が国でも英国と同様に「投資家フォーラ

ム」(英文名：Forum of Investors Japan)が2015年に立ち上げられた。当団体の目的は、機関投資家が投資先企業とのエンゲージメントやその他のスチュワードシップ責任を適切に果たす実力を備えることを支援し、建設的な対話の実現を通じ企業の持続的成長に貢献すること、としている。この内容を文面通りに解釈すれば、その目的は集团的エンゲージメントの円滑な実施を目的としているのではなく、あくまでも相互スチュワードシップ関係の構築を望むエンゲージメントを実現するために各機関投資家や企業の参画を広く呼び掛けていると解釈される。

繰り返しになるが、相互スチュワードシップ関係を構築し経営者へのエンゲージメントを行おうとする機関投資家は、当団体に対しては消極的な立場を取る可能性が高い。なぜならば、彼らの有するスキルセットやノウハウは、長期的視野から企業価値の拡大を実現するスキルセットであり、まさに運用者の「飯のタネ」であるからである。また、それよりも投資哲学、投資家としての価値は、各機関投資家やファンドマネジャーの存在意義であり、本来は他の投資家と共有すべきものではないからである。これらの機関投資家は、各投資先企業の経営者とエンゲージメントを真摯に実施することにより、スチュワードシップ責任を果たしている。

集团的エンゲージメントの推進を真剣に検討するのであれば、まず集团的エンゲージメントの意義や手法をとりわけ相互スチュワードシップ関係を目指すエンゲージメントとの比較において整理し、その違いを認識することが重要となる。そして、その認識のもとに、集团的エンゲージメントの推進を真の目的とした団体を設立するという可能性はある。そもそも集団エンゲージメントは、従来の相互スチュワードシップ関係に基づくエンゲージメントでは捕捉することが難しいエージェント型経営者に対する取組として機能する可能性が高く、そこに大きな意義があるのではないだろうか。つまり、スチュワード型経営者に対するエンゲージメントと、エージェント型経営者に対する集团的エンゲージメントの2つは互いに補完的であり、双方が相乗効果を及ぼしながら日本の資本市場全体の効率性および潜在成長性の向上に寄与する可能性がある。

したがって、投資家フォーラムの目的がエージェント型経営者に対する圧力・規律付けという方向性をより明確にできれば、その補完的な意義がより明確になり、スチュワード型経営者とのエンゲージメントを目的とした機関投資家にもその意義は理解しやすく、受け入れやすいものとなるのではないだろうか。筆者には投資家フォーラムの意義や目指す目的が現時点ではやや曖昧となっているように見える。

実際に英国スチュワードシップ・コードの第5原則では、会社との当初の議論は非公開で行われるべきだが、会社が建設的に対応しない場合には、他の機関投資家との協調や、意見公表、株主提案提出、取締役変更提案等も含め、圧力をエスカレートする方針を検討すべきであることや、問題が大きい場合には他の機関投資家と協調する集团的エンゲージメントを考慮することが望ましい、と述べられている。つまり、エンゲージメントの実施先の経営者がエージェント型経営者と判明した際は、それ相応の選択肢を投資家として検

討・実施すべきであるという勧告であり、エージェント型経営者への対応策として集团的エンゲージメントが捉えられていることがわかる。

我が国でも、集团的エンゲージメントの推進を議論する場合には、その性格をより明確にして議論すべきであろう。そして、その際には実務的な観点だけではなく、その実務行動の背景となる理論についても熟慮した上で建設的な議論が行われることが望ましい。

7.3 エンゲージメントに関する投資家の不満

一般社団法人生命保険協会(2017)¹¹¹によると、対話に関して投資家が企業に感じている課題は、「対話内容が経営層に届いていない」(38.5%)、「経営トップが対話に関与していない」(33.3%)が上位 2 項目となる。また、その他には「情報開示が不十分」(25.6%)、「投資家向けの発言と企業の真意が異なる(ダブルスタンダード経営)」(23.1%)と続く¹¹²。その一方で、上位 2 項目に関しては、77.6%の企業が「対話内容を経営層で共有する仕組みがある」と回答しており、またその割合は前年度の 56.0%から大きく上昇するなど、企業側は対話内容を経営に活用する体制を整備してきたことが伺える。具体的な手法としては、「定期的に経営陣が投資家と対話を行い、経営陣内で共有化している」(54.7%)、「レポート形式にして定期的に経営陣へ送付している」(53.6%)、「経営トップに直接定期的に報告する機会を設けている」(43.0%)などとなっている。

このような現況において、投資家が経営者とのエンゲージメントに関して感じる不満については、

- ① 経営者がエージェントとして行動し、株主(投資家)が経営者をスチュワードとしてみ
なす場合(プリンシパル・マネジャー間の選択モデルのケース 2)
- ② 経営者がエージェントとして行動し、株主(投資家)が経営者をエージェントとしてみ
なす場合(同ケース 1)
- ③ 経営者がスチュワードとして行動し、株主(投資家)が経営者をエージェントとしてみ
なす場合(同ケース 3)

に分けてそれぞれを考察していくことが望ましい。

7.3.1 選択モデルのケース 2 の場合

まず、上記の①(ケース 2)の場合を検討する。この状況では、長期的な企業価値拡大を求

¹¹¹ 生命保険協会が株主・投資家の立場から、上場企業による株式価値向上に向けた取り組みについて、昭和 49 年度より 43 年間にわたって継続的に実施してきたアンケート調査。平成 28 年度は、平成 28 年 10 月 4 日から 11 月 4 日にわたり実施され、上場企業 1,088 社にアンケートを送付し 572 社より回答(回答率 52.6%)を、また機関投資家 167 社にアンケートを送付し 93 社より回答(回答率 55.7%)を得ている。

¹¹² 当アンケート調査によると、投資家の約 7 割(企業は約 9 割)は、「中長期的な株式価値向上につながる意味のある対話ができているか」との問いに対して、「十分できている」、「一定程度できている」と回答しており、投資家が対話を企業価値向上に向けた有益な手段として認識していることが伺える。

めて投資家側が経営者をスチュワードとしてみなしているにも関わらず、経営者は自己の利益の最大化のみに興味を持ち、持続的な企業価値の向上には関心を払わないエージェン
ト型経営者のケースである。投資家は経営者に対して裏切られたと感じ、両者間の相互信
頼を確立することはできないため、対話は不調に終わる。そもそもエージェン
ト型経営者が対話の場に現れない場合や、IR から経営者に投資家意見の伝達が適切に行われていない
場合(エージェン
ト型経営者は興味がない)、経営者が対話に応じても真意を投資家に話して
いない(ダブルスタンダード経営)と感じる場合などがこのケースに含まれる。

7.3.2 選択モデルのケース 1 の場合

次に上記②(ケース 1)の場合はどうであろうか。この状況では、本来であれば双方がエー
ジェン
ト関係を望んでいるため対話は成功することになる。しかしながら、エージェン
ト型経営者に対して、エージェン
シーコストを引き下げ
るための適切な情報開示や適切なモ
ニタリング・システムが十分ではなく、また双方の利害を一致させるための適切な金銭的
インセンティブ・システムも不十分であるため対話が不調に終わっている可能性がある。
この場合、対話において二者間にボタンの掛け違いが最初から存在する訳ではないので、
対話の継続とこれらの制度の整備によって相互エージェン
シー関係が構築でき、投資家の
不満が和らぐ可能性がある。

7.3.3 選択モデルのケース 3 の場合

また、上記③(ケース 3)の場合は、前節の「経営者側に不満がある場合」の結果として生
じた現象との解釈が成立する。つまり、スチュワード型経営者がエージェン
シー関係を望
む投資家に対して失望し、その結果として投資家とは会わないという結論を出している可
能性がある。実際に足元の業績動向や短期的な株主還元の増額にしか興味を持たない投資
家に対して、より長期的視野から経営戦略を議論して参考意見を得たいと考えている経営
者が面談を拒否するなど、経営トップが面談する投資家を選別する¹¹³可能性がある。

7.3.4 投資家が感じる不満と選択モデル

プリンシパル・マネジャー間の選択モデル上で、投資家が経営者とのエンゲージメント
に対して不満を感じている事柄を分析すると、経営者との様々な関係のなかで不満が生じ
ている可能性があり、決して単純な原因に基づくものではないことが理解できよう。この
ように、投資家・経営者間のエンゲージメントを巡る今日的な課題を当選択モデルを適切

¹¹³ 第 5 章で論じたオムロンの事例研究を参照。投資家選別が実施され、経営トップとの面談を拒否された
投資家が結果として不満を抱いているケースと解釈される。

に利用して分析する意義は大きいと言える。

7.4 本章のサマリー

本章では、エンゲージメントを巡る投資家の今日的な課題を取り上げ、それらを本研究が論拠するエージェンシー理論、スチュワードシップ理論、プリンシパル・マネジャー間の選択モデルおよび第 6 章で提示したエンゲージメントに関する理論仮説に基づき考察・分析し、それぞれの事象に理論的な解釈を与えることとした。具体的には、形式主義的エンゲージメントの弊害、集团的エンゲージメントの意義、エンゲージメントに関する投資家の不満という 3 つの今日的課題を取り上げた。

形式主義的エンゲージメントの弊害では、投資家により形式主義的エンゲージメントが実施された場合のスチュワード型経営者の行動を理論に照らして考察し、とりわけスチュワード型経営者がエージェント型経営者に変化する危険性を指摘した。集团的エンゲージメントの意義においては、集团的エンゲージメントが相互スチュワードシップ関係を標榜するエンゲージメントとは本質的に異なること、つまりエンゲージメントの論拠、担当者、手法、時間軸、効果、スキルセット等が理論的に異なり、投資哲学や経営哲学・经营理念などの価値観が入る余地がほとんどないことを示した。また、これらの 2 つのエンゲージメントが本質的に異なるがゆえに、集团的エンゲージメントが英国や我が国の機関投資家間で十分な支持を得ていないという見解を示し、相互スチュワードシップ関係に基づくエンゲージメントの補完的・代替的手法としての意義を提示した。エンゲージメントに関する投資家の不満に関しては、一般社団法人生命保険協会(2017)のアンケート調査を活用し、投資家が企業とのエンゲージメントに対して抱く不満について 3 つの異なる可能性をプリンシパル・マネジャー間の選択モデル上で検討し、複雑な現実の投資家・経営者間の関係性に関する分析の可能性を示した。

第8章 結論

8.1. 検討結果

本研究では、事例研究を通じて、3つのリサーチクエスチョンを検討し、その答えを導くことを目的とし、分析を行った。その一連の検討内容とその結果は以下の通りである。

第1のリサーチクエスチョンである「スチュワード型経営者の投資家選別の基準は何か」(RQ1)は第5章の事例研究を中心に検討した。その結果は、投資家選別の基準はその投資家の株式保有比率ではなく、経営トップに対して有益な示唆に富む指摘を与えられるかどうかであり、場合によっては株式を保有していない投資家以外でもよいという基準で経営トップの対話相手が選別されていることが明らかになった。この事例研究を通じた観察結果(実際、*practice*)は、本研究がその理論的根拠と位置付けているエージェンシー理論、スチュワードシップ理論、プリンシパル・マネジャー間の選択モデルから導き出される結論と整合的であった。

第2のリサーチクエスチョンである「投資家・経営者間のエンゲージメントにおいて、スチュワード型経営者が投資家に求めている関係性(機能、助言等を含む)は何か」(RQ2)は第5章の事例研究および第6章でのディスカッションにおいて検討した。その結果は、スチュワード型経営者にとっては、投資家の保有比率、つまり大株主かどうかではなく、長期的に付き合うことができるという相互信頼が極めて重要ということが明らかになった。また、スチュワード型経営者は自律的経営者としての側面が強く、自らの経営哲学や経営理念といった価値観によって経営判断を行う度合いが、損得勘定で行動するエージェント型経営者と比較して大きい。投資家による経営哲学や経営理念等への理解や共感、また企業経営者によるその投資家の投資哲学やインテグリティといった側面への理解や共感が、この相互信頼の確立にとって大きな役割を果たすことが示唆される結果となった。一方、自律的経営者であるスチュワード型経営者であっても、投資家の声には耳を傾け、必要と自らが判断する内容は受け容れる可能性が示唆される結果となった。特に、多様性の重要性や企業文化の修正が必要であると感じているスチュワード型経営者に対して、グローバルな競合関係に関する分析や企業文化(企業理念ではない)に関する指摘、コーポレートガバナンスに関する指摘等は有効である可能性が示唆された。

第3の「相互スチュワードシップ関係の構築に必要な投資家の要件およびスキルセットとは何か」というリサーチクエスチョン(RQ3)の検討結果は、企業側は投資家の企業価値評価を重要視していることが明らかになった。特に、企業価値評価の時間軸(長期予想に基づく)、評価する内容・コンテンツ(ESGなどの非財務情報)、評価の絶対性(絶対価値評価でありセクター内の相対バリュエーション評価ではない)の3点が重要であることが明らかになった。

8.2 本研究の貢献

上記の検討結果で述べたように、本研究では 3 つのリサーチクエスションを設定した。それらの問いを検討する過程において、本研究はコーポレートガバナンス研究およびエンゲージメント研究において以下の 4 点の貢献を成し得たと考える。第 1 は、従来のコーポレートガバナンス研究において支配的であったエージェンシー理論に基づいた定量的アプローチに関する問題を指摘し、我が国のコーポレートガバナンスおよびエンゲージメントの実際(practice)をよりの確に説明すると思われる理論を整理し、実際(practice)を説明できる理論的枠組みを提供したことである。具体的には、第 2 章で先行研究を実施した上で、従来の分析フレームワークや手法に否定的な見解を示し、第 3 章において我が国のエンゲージメント研究の理論的枠組みとなり得る 3 つの理論—エージェンシー理論、スチュワードシップ理論、プリンシパル・マネジャー間の選択モデル—を示した。理論的枠組みの提供により、エンゲージメント研究に関する理論的蓄積に対する貢献に加え、実際(practice)の議論にも大いに貢献できるものと考ええる。

第 2 には、第 5 章のオムロンの事例研究を通じて、スチュワード型経営者が投資家選別を行うその背景を明らかにし、第 3 章で議論したエンゲージメント研究の理論的枠組みの上でその投資家選別行動の意味を理論的に明確にした点である。そして、実際に事例研究から観察された実際(practice)は理論(theories)と整合的であった。現状では、企業経営者による投資家選別はオムロン等の極めて限られた企業経営者によって行われているが、今後はスチュワード型経営者のなかで同様の動きが広まる可能性があり、本研究の新規性と独自性による貢献は小さくないものと考ええる。

第 3 には、第 6 章において投資家・経営者間のエンゲージメントに関する一連の理論導出を試みたことである。特に、エンゲージメントを成功に導くために必要な投資家の要件やスキルセットに関する理論構築を行った点においては、新規性・独自性に加え、その有用性においても貢献は大きいものと考ええる。これまで、日本版スチュワードシップ・コードにおいては「対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力」と記載されるにとどまっており、いわゆる「伊藤レポート」においても、バイサイドアナリストチームの充実や、中長期の業績予想モデルに基づく企業価値評価の能力について触れられてはいるものの、投資家の要件やスキルセットに関する提言は極めて限定的に行われてきた。本研究の提言はその範囲および具体性において知見の蓄積に大いに貢献するものと考ええる。

第 4 には、我が国の投資家・経営者間が目指すべき関係のひとつとして、相互スチュワードシップ関係を明確に示した点である。理論的枠組みに基づいた相互スチュワードシップ関係は、米国で支配的なプリンシパル＝エージェント関係に違和感を持つ企業経営者や投資家等の実務担当者に新たな可能性を提供するだけでなく、従来のエージェンシー理論ではない我が国独自の投資家・経営者間の関係理論の構築につながる可能性を示している。

特に、経営哲学や経営理念という概念が二者間の関係性に重要であるという視点から、従来のエージェンシー理論とは異なった、我が国独自の投資家・経営者間の関係に関する研究が進められる可能性がある。

8.3 本研究の限界と今後の展望

本研究の限界として以下の2点を指摘したい。まず第1に、分析対象企業が限定的であった点である。第5章では、オムロンの事例を用いてスチュワード型企業としての経営の特性や、投資家選別の基準、求める機関投資家像を明らかにし、機関投資家が有すべき要件やスキルセットの議論に展開した。しかしながら、本研究では単一事例の分析を行ったに過ぎない。本研究が質的研究である以上、統計学的アプローチによる一般化ができず、理論的一般化を通じて事例研究で観察された事象の普遍的価値を論じた。しかし、今後はさらに複数の企業の事例を用いた検証が必要と考えられる。特に、本研究で取り上げた相互スチュワードシップ関係に関するオムロン以外のスチュワード型経営者に関する事例研究や、投資家・経営者間の関係構築が失敗に終わっている事例研究など、分析対象企業の拡大余地は大きい。

また、第5章の事例研究では、スチュワード型企業の典型的な経営行動と考えられる「投資家選別」に着目し、投資家選別を実施する企業が極めて限定的であるという現状を鑑みて、当事例を「極端/珍しい決定的」な事例であると仮定して議論を進めた。この事例研究対象の選出方法自体は問題ないと考えているが、今後投資家選別を行う企業数が仮に我が国で広がりを見せてきた場合、どのようにスチュワード型企業を選別するべきかという課題を将来的に検討する必要があるかもしれない。

第2に、投資家・経営者間のエンゲージメント研究という意味においては、本研究の考察視点が限定的であった点である。本研究では、第5章で論じたように、スチュワード型経営者の経営行動や投資家との関係性を詳細に分析することに焦点を絞って議論した。特に、スチュワード型経営者というこれまで事例研究では取り上げられることがなかった分野に焦点を当てたという点において、本研究の新規性があつたと考える。しかしながら、投資家・経営者間のエンゲージメントをより包括的に論じるのであれば、本研究の視点はそのごく一部を考察したに過ぎない。この点を克服するためには、経営者行動の事例研究にとどまらず、投資家側の事例研究などにその研究対象を広げていく必要がある。

この点に関しては、筆者が現役の機関投資家の運用者であるという点が問題となっている。つまり、事例研究の手法としてインタビューを投資家を実施する場合、インタビューの聞き手と受け手の間に利害相反が生じる可能性が高いこと、また聞き手から受け手に対して何らかの影響を与える可能性が存在すること等が問題視される。このような事情を考慮し、本研究では投資家側へのインタビューを見送ったという経緯が存在する。

しかし、本来は企業経営者側と投資家側と双方にその関係性に関する事例研究を実施し、

その内容を比較・検討することにより新たな知見が生まれる可能性が大きいものと考えられる。本研究の考察視点の拡大は将来的な課題としたい。

2013 年のアベノミクスの導入以降、我が国での一連のコーポレートガバナンス改革を受け、投資家・経営者とも、その関係性の構築に試行錯誤を繰り返しながら、スチュワードシップ責任やコーポレートガバナンス責任についてそれまで以上に真剣に取り組んでいるのが現状であると思われる。一筋縄ではいかないことが多く、これから克服すべき学術的および実務的課題が山積しているが、筆者は本研究を通じて先行研究の理論的枠組みの構築や理論の導出を通じ、今後のエンゲージメント研究に資するプラットフォームの構築および提供を実現したものと考えている。筆者も本研究を出発点として、さらにエンゲージメントの研究を進め、知見を深化させ、我が国でのエンゲージメントの推進や我が国企業の真の意味での持続的成長に少しでも貢献していきたいと考える。

【参考文献】

井口譲二 (2015) 「企業価値向上のイメージを描写する情報開示」 北川哲雄編著『スチュワードシップとコーポレートガバナンス 2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』第5章 東洋経済新報社 109-137

伊東光晴・根井雅弘 (1993) 『シュンペーター:孤高の経済学者』 岩波書店

一般社団法人生命保険協会 (2017) 『平成 28 年度 生命保険協会調査 企業価値向上に向けた取り組みについて』

一般社団法人日本 IR 協議会 (2015) 『IR 活動の実態調査』

一般社団法人日本 IR 協議会 (2016) 『IR 活動の実態調査』

一般社団法人日本 IR 協議会 (2017) 『IR 活動の実態調査』

今西宏次 (2008) 『株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス:アメリカにおける議論の展開を中心として』 (Doctoral Dissertation, 同志社大学)

入山章栄 (2012) 『世界の経営学者はいま何を考えているのか』 英治出版

ウェーバー, マックス (1987) 『社会学の基礎概念』 阿閉吉男・内藤莞爾訳 恒星社厚生閣

上田亮子 (2015) 『スチュワードシップ・コードについての研究:投資連鎖における価値向上の観点からの制度的分析』 (Doctoral Dissertation, 千葉商科大学)

大崎貞和 (2013) 『英国スチュワードシップ・コードの運用実態について』 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会資料より
www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20130918/02.pdf (参照 2018 年 8 月 18 日)

大崎貞和 (2014) 「日本版コード成功の条件」『企業会計』、66(8)、1176-1180

オムロン株式会社 (2015) 『オムロン コーポレート・ガバナンス ポリシー 別添資料①株主と建設的な対話に関する基本方針』

オムロン株式会社 (2016) 『統合レポート 2015』

オムロン株式会社 (2017) 『オムロンのサステナビリティへの取組み: OMRON Sustainability Goals』

オムロン株式会社 (2017) 『企業理念の実践と人財マネジメント』

オムロン株式会社 (2017) 『統合レポート 2016』

オムロン株式会社 (2018) 『コーポレートガバナンス報告書』

オムロン株式会社 (2018) 『統合レポート 2017』

柏木仁 (2005) 「スチュワードシップ理論: 性善説に基づく経営理論: 理論の解説, 先行研究の整理、今後の研究の方向性」『経営行動科学』 18 (3)、235-244

株式会社東京証券取引所 (2015) 『コーポレートガバナンス・コード: 会社の持続的な成長と中期的な企業価値の向上のために』

株式会社東京証券取引所 (2017) 『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2017』

株式会社東京証券取引所 (2018) 『コーポレートガバナンス・コード: 会社の持続的な成長と中期的な企業価値の向上のために』

神山哲也 (2013) 「機関投資家によるコーポレート・ガバナンス強化を志向する英国」『野村資本市場クォーターリー』 2013 夏、108-115

姜理恵 (2015) 『IR 活動における時間軸と外部評価に関する研究: わが国企業情報開示の現代的課題』 (Doctoral Dissertation, 青山学院大学)

姜理恵 (2016) 「「コード」導入で求められる企業のディスクロージャー・ポリシー ゼネラルエレクトリック社の事例」『経営哲学』 13 (3)、64-75

企業年金連合会 (2017) 『英国の企業年金におけるスチュワードシップ・コードの署名状況等について』

https://www.pfa.or.jp/kanyu/shiryo/stewardship/files/stewardship_290209_3.pdf (参照 2018

年 8 月 24 日)

菊澤研宗 (1998) 『日米独組織の経済分析:新制度派比較組織論』 文真堂

菊澤研宗 (2004) 『比較コーポレート・ガバナンス論 組織の経済学アプローチ』 有斐閣

菊澤研宗. (2007) 「コーポレート・ガバナンスの行動エージェンシー理論分析: 完全利己主義 vs. 限定利己主義」『三田商学研究』50(3)、165-179

菊澤研宗 (2014) 「ダイナミック・ケイパビリティとは何か」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー 2014 年 12 月 3 日』 <http://www.dhbr.net/articles/-/2965> (参照 2018 年 8 月 18 日)

菊澤研宗 (2015) 『ビジネススクールでは教えてくれないドラッカー』 祥伝社

菊澤研宗 (2016) 『組織の経済学入門 改訂版 新制度派経済学アプローチ』 有斐閣

北川哲雄 (2007) 『資本市場ネットワーク論 –IR・アナリスト・ガバナンス–』 文真堂

北川哲雄 (2014) 「解題 特集 企業情報開示の進展と課題:ショートターミズム議論を超えて」『証券アナリストジャーナル』 52(12)、2-5

北川哲雄・林順一 (2014) 「投資情報開示とインベストメント・チェーン:ケイ報告書の意義(平野勝朗准教授追悼論文集)」『愛知学院大学論叢 商学研究』 54(2)、155-178

北川哲雄 (2015a) 「インベストメント・チェーンと説明責任の輪」北川哲雄編著『スチュワードシップとコーポレートガバナンス 2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』第 1 章 東洋経済新報社 1-21

北川哲雄 (2015b) 「解題 特集 ガバナンス改革次のステップ:資産運用業界の役割・議決権行使・取締役会評価」『証券アナリストジャーナル』 53(11)、3-6

北川哲雄 (2016) 「解題 高度化する投資情報」『証券アナリストジャーナル』 54(1)、4-7

北川哲雄 (2018) 「ESG 投資と対話の時代の主役はアナリスト」『証券アナリストジャーナル』 56(2)、47-52

木下靖朗 (2015a) 「経営者とのスチュワードシップ関係を迫及する機関投資家像」 北川哲雄編著『スチュワードシップとコーポレートガバナンス 2 つのコードが変える日本の企業・経済・社会』第6章 東洋経済新報社 143-168

木下靖朗 (2015b) 「投資家と企業経営者の関係性と望ましいエンゲージメントのあり方」『国際マネジメント研究』4、54-66

木下靖朗 (2018) 「なぜ投資家・経営者間の対話は失敗に終わるのか：コーポレートガバナンス理論を踏まえた一考察」『経営哲学』15(1)、4-17

金融庁 (2014) 『「責任ある投資家」の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>>—投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために』

金融庁 (2017) 『「責任ある投資家」の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>>—投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために』

金融庁 (2018) 『スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリストの公表について(平成30年7月3日時点)』 <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html> (参照2018年8月18日)

金融庁 (2018) 『「責任ある投資家」の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>>—投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために—の受入れを表明した機関投資家のリスト』
https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20180703/list_01.pdf (参照2018年8月18日)

経済産業省 (2014) 『伊藤レポート「持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクト最終報告書』

藏本祐嗣・豊田一弘・濱口大輔・北川哲雄 (2018) 「座談会 スチュワードシップ・コード改訂と機関投資家・アセットオーナーの動向 (特集 スチュワードシップ・コード改訂と機関投資家)」『証券アナリストジャーナル』56(3)、6-27

小池和男 (2000) 『聞き取りの作法』 東洋新聞新報社

小崎亜依子・林寿和 (2015) 「ESG 投資とそれをプロモートするアセット・オーナーの存在」 北川哲雄編著『スチュワードシップとコーポレートガバナンス 2 つのコードが変える日本の企業・経済・社会』第7章 東洋経済新報社 175-212

佐藤郁哉 (2002) 『フィールドワークの技法－問いを育てる、仮説をきたえる』 新曜社

三瓶裕喜 (2006) 「コーポレートガバナンス・ファンドの役割：企業経営者と投資家の建設的対話を原動力として (特集 資本市場におけるファンドの役割)」『証券アナリストジャーナル』、44(12)、49-58

鈴木美代子 (2015) 「コーポレート・ガバナンス論の生成と展開」『明大商學論叢』 97(4)、99-111

田中一弘 (2014) 『「良心」から企業統治を考える－日本的経営の倫理』 東洋経済新報社

田村俊夫(2014) 「経済・産業・実務シリーズ アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治革命－『所有と経営の分離』の終わりの始まり？」『証券アナリストジャーナル』、52(5)、56-68

ドーア, ロナルド (2006) 『誰のための会社にするか』 岩波書店

中野勉 (2011) 『ソーシャル・ネットワークと組織のダイナミクス: 共感のマネジメント』 有斐閣

西剛広 (2004) 「パラドックス・アプローチに基づくスチュワードシップ理論とエージェンシー理論の統合可能性」『商学研究論集』 21、287-304

日本スペンサースチュアート株式会社 (2018) 『Japan Board Index 2017』 Spencer Stuart

野村康 (2017) 『社会科学の考え方 認識論、リサーチ・デザイン、手法』 名古屋大学出版会

林順一 (2013) 「委員会設置会社導入の有無と企業の現金等保有高の関係分析－スチュワードシップ理論は日本企業の状況を適切に説明できるか」『マネジメント・ジャーナル』 5、53-65

林順一 (2015a) 「英国のコーポレートガバナンス: **Comply or Explain** という賢者の知恵」 北川哲雄編著 『スチュワードシップとコーポレートガバナンス 2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』 第2章 東洋経済新報社 27-56

林順一 (2015b) 「過度なショート・ターミズムの克服を目指したケイ報告書の意義」 北川哲雄編著 『スチュワードシップとコーポレートガバナンス 2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』 第3章 東洋経済新報社 57-79

藤川信夫 (2014) 「英国スチュワードシップ・コードの理論と実践: **Approved Persons** と域外適用ならびに監査等委員会と非業務執行取締役、米国の忠実義務の規範化概念と英国会社法の一般的義務等の接点」『千葉商大論議』 52(1)、75-144

堀江貞之 (2014) 「日本版スチュワードシップ・コードの重要性—目的を持った対話の必要性」『証券アナリストジャーナル』 52(8)、6-16

三和裕美子・村澤竜一 (2018) 「英国におけるスチュワードシップ・コードの推進」『証券アナリストジャーナル』 56(3)、28-37

Ahrens, T., Filatotchev, I., & Thomsen, S. (2011). The Research Frontier in Corporate Governance. *Journal of Management & Governance*, 15(3), 311-325.

Aras, G. (Ed.) (2015). *Transforming Governance: New Values, New Systems in the New Business Environment*. Gower Publishing, Ltd.

Argyris, C. (1973). Organization Man: Rational and Self-Actualizing. *Public Administration Review*, 33(4), 354-357.

Becht, M., Franks, J., Grant J., & Wagner, H. F. (2017). Return to Hedge Fund Activism: An International Study. *The Review of Financial Studies*, 30(9), 2933-2971.

Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. The Macmillan Company. (森杲訳『現代株式会社と私有財産』北海道大学出版会 2014 年)

Bosse D. A., & Phillips, R. A. (2016). Agency Theory and Bounded Self-Interest. *Academy of Management Review*, 41(2), 276-297.

Bower, J. L., & Paine, L. S. (2017). The Error at the Heart of Corporate Leadership. *Harvard Business Review*, 95(3), 50-60.

Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008). Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance. *The Journal of Finance*, 63(4), 1729-1775.

Brundin, E., & Nordqvist, M. (2008). Beyond Facts and Figures: The Role of Emotions in Boardroom Dynamics. *Corporate Governance: An International Review*, 16(4), 326-341.

Buchanan, E. J. (2017). *Corporate Governance and the Shareholder: Asymmetry, Confidence, and Decision-Making* (Doctoral Dissertation, Walden University).

Buchanan, J., Chai, D. H., & Deakin, S. (2014). Agency Theory in Practice: A Qualitative Study of Hedge Fund Activism in Japan. *Corporate Governance: An International Review*, 22(4), 296-311.

Cadbury, A. (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Vol. 1)*. London: Gee & Co. Ltd.

Cadbury, A. (2002). *Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View*. Oxford: Oxford University Press.

Caldwell, C., & Karri, R. (2005). Organizational Governance and Ethical Systems: A Covenantal Approach to Building Trust. *Journal of Business Ethics*, 58(1), 249-259.

Carter, D. A., Simkins, B.J. & Simpson, W. G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *Financial Review*, 38(1), 33-53.

Chiu, P., & Monin, J. (2003). Effective Corporate Governance: From the Perspective of New Zealand Fund Managers. *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), 123-131.

Chrisman, J. J., Chua, J. H., Kellermanns, F. W., & Chang, E. P. (2007). Are Family Managers Agents or Stewards? An Exploratory Study in Privately Held Family Firms. *Journal of Business Research*, 60(11), 1030-1038.

Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economia*, 4(16), 386-405.

Creswell, J. W. (2007). *Qualitative Inquiry and Research Design: Choosing among Five Approaches* (2nd Ed.). Thousand Oaks, CA: Sage.

Creswell, J. W., & Miller, D. L. (2000). Determining Validity in Qualitative Inquiry. *Theory Into Practice*. 39, 124-130.

Crow, P. R. (2016). *Understanding Corporate Governance, Strategic Management and Firm Performance: As Evidenced from the Boardroom* (Doctoral Dissertation, Ph. D Thesis).

Massey University, Palmerston North, New Zealand).

Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1994). Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure. *Academy of Management Journal*, 37(6), 1603-1617.

Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella Jr, A. A. (2003). Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data. *Academy of Management Review*, 28(3), 371-382.

Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 19, 269-290.

Dalton, D. R., & Dalton, C. M. (2011). Integration of Micro and Macro Studies in Governance Research: CEO Duality, Board Composition, and Financial performance. *Journal of Management*, 27, 404-411.

Davis, J. H. Frankforter, S., Vollrath, D. & Hill, V. (2007). An Empirical Test of Stewardship Theory, *Journal of Business and Leadership*, 3(1), 40-50.

Davis, J. H., Schoorman F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review*, 22 (1), 20-47.

Del Guercio, D., & Hawkins, J. (1999). The Motivation and Impact of Pension Fund Activism. *Journal of Financial Economics*, 52(3), 293-340.

Desai, A., Kroll M., & Wright, P. (2003). CEO Duality, Board Monitoring, and Acquisition Performance: A Test of Competing Theories. *Journal of Business Strategies*, 20(2), 137-156.

Denzin, N. K. (1978). *The Research Act: A Theoretical Organization to Sociological Methods* (2nd Ed.). New Jersey, Transaction Publishers.

Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.

Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation:

Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.

Eisenhardt, K. M. (1985). Control: organizational and Economic Approaches, *Management Science*, 31(2), 299-311.

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.

Eisenhardt, K. M. (1989). Building Theories from Case Study Research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532-550.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983a). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law Economics*, 26, 301-325.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983b). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law Economics*, 26, 327-349.

Filatotchev, I., & Wright, M. (2017). Methodological Issues in Governance Research: An Editor's Perspective. *Corporate Governance: An International Review*, 25(6), 454-460.

Financial Reporting Council (2010). *The UK Stewardship Code*.

Financial Reporting Council (2012). *The UK Stewardship Code*.

Financial Reporting Council (2014). *The UK Corporate Governance Code*.

Financial Reporting Council (2016). *The UK Corporate Governance Code*.

George, A. L., & Bennett, A. (2005). *Case Studies and Theory Development in the Social Sciences*. London: MIT Press. (泉川泰博訳『社会科学のケース・スタディ 理論形成のための定性的手法』勁草書房、2013 年)

Gephart Jr, R. P. (2004). From the Editors: Qualitative Research and the Academy of Management Journal. *Academy of Management Journal*, 47(4), 454-462.

Ghoshal, S. (2005). Bad Management Theories Are Destroying Good Management

Practices. *Academy of Management Learning & Education*, 4 (1), 75-91.

Greenwood, R., & Schor, M. (2009). Investor Activism and Takeovers. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 362-375.

Grundeis, J. (2008). Are Managers Agents or Stewards of Their Principals? *Journal für Betriebswirtschaft*, 58(3), 141-166.

Hambrick, D. C., Werder, A. V., & Zajac, E. J. (2008). New Directions in Corporate Governance Research. *Organization Science*, 19(3), 381-385.

Hampel, R. (1998). *Committee on Corporate Governance, Final Report*. Gee & Co. Ltd, London.

Hendry, J., Sanderson, P., Barker, R., & Roberts, J. (2006). Owners or Traders? Conceptualizations of Institutional Investors and Their Relationship with Corporate Managers. *Human Relations*, 59(8), 1101-1132.

Hernández, M. (2008). Promoting Stewardship Behavior in Organizations: A Leadership Model. *Journal of Business Ethics*, 80(1), 121-128.

Hernández, M. (2012). Toward an Understanding of the Psychology of Stewardship. *Academy of Management Review*, 37(2), 172-193.

Hiebl, M. R. (2015). Agency and Stewardship Attitudes of Chief Financial Officers in Private Companies. *Qualitative Research in Financial Markets*, 7(1), 4-23.

Hofstede, G. (1980). *Culture's Consequences*. Beverly Hills, CA: Sage.

Hofstede, G. (1991). *Cultures and Organizations. Intercultural Cooperation and Its Importance for Survival. Software of the Mind*. London: McGraw-Hill.

Huse, M., Hoskisson, R., Zattoni, A., & Viganò, R. (2011). New Perspectives on Board Research: Changing the Research Agenda. *Journal of Management & Governance*, 15(1), 5-28.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.

Johnson, J. L., Ellstrand, A. E., Dalton, C. M., & Dalton, D. R. (2004). A Fine-Grained Analysis of Director Dependence: Examining Board Composition in Detail. *Journal of Business Strategies*, 21(2), 111-132.

Kay, J. (2012). *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report*.

Kinoshita, Y. (2014). Corporate Governance Reform and Shareholder Engagement Strategy in Japan. *19th Annual Local Authority Pension Fund Forum (UK) Conference Speech*, 4th December, 2014.

Klein, A., & Zur, E. (2009). Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors. *The Journal of Finance*, 64(1), 187-229.

Kruitwagen, L., Madani, K., Caldecott, B., & Workman, M. H. (2017). Game Theory and Corporate Governance: Conditions for Effective Stewardship of Companies Exposed to Climate Change Risks. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 7(1), 14-36.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership around the World, *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

Lane, P. J., Cannella, A. A., & Lubatkin, M. H. (1998). Agency Problems as Antecedents to Unrelated Mergers and Diversification. *Strategic Management Journal*, 19(6), 555-578.

Le Breton-Miller, I., Miller, D., & Lester, R. H. (2011). Stewardship or Agency? A Social Embeddedness Reconciliation of Conduct and Performance in Public Family Businesses. *Organization Science*, 22(3), 704-721.

Learmount, S. (2002). *Corporate Governance: What Can Be Learned From Japan?* Oxford University Press.

- Lee, P. M., & O'Neill, H. M. (2003). Ownership Structures and R&D Investments of US and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspectives. *Academy of Management Journal*, 46(2), 212-225.
- MacGregor, D. (1960). *The Human Side of Enterprise*. New York, McGraw-Hill.
- Mallin, C. A. (2004). *Corporate Governance*. Oxford University Press.
- Maslow, A. C. (1943). A Theory of Human Motivation. *Psychological Review*, 50(4), 370-394.
- McNulty, T., Zattoni, A., & Douglas, T. (2013). Developing Corporate Governance Research through Qualitative Methods: A Review of Previous Studies. *Corporate Governance: An International Review*, 21(2), 183-198.
- Morikawa, M. (2017). *Artistry or Monetisation: the Case of the Japanese Animated Film Industry* (Doctoral Dissertation, 青山学院大学)
- Muth, M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach, *Corporate Governance: An International Review*, 6(1), 5-28.
- Myners, P. (2001). *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*. HM Treasury, London.
- National Investor Relations Institute (NIRI) (2004). *Standards of Practice for Investor Relations (Third Edition)*.
- Nicholson, G. J., & Kiel, G. C. (2007). Can Directors Impact Performance? A Case-based Test of Three Theories of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 585-608.
- Okhuysen, G., & Bonardi, J. P. (2011). Editors' Comments: The Challenges of Building Theory by Combining Lenses. *Academy of Management Review*, 36(1), 6-11.
- Ovsianikov, K. (2017). Corporate Governance Reforms in Japan: Instilling the New Regime. *Cogent Business & Management*, 4(1), 1300993.

Pastoriza, D., & Ariño M. A. (2008). When Agents Become Stewards: Introducing Learning in the Stewardship Theory. *1st IESE Conference on Humanizing the Firm & Management Profession, June 30-July 2, 2008*. IESE Business School, Barcelona, 1–16.

Pugliese, A., Bezemer, P. J., Zattoni, A., Huse, M., Van den Bosch, F. A., & Volberda, H. W. (2009). Boards of Directors' Contribution to Strategy: A Literature Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 292-306.

Pye, A. (2001). Corporate Boards, Investors and Their Relationships: Accounts of Accountability and Corporate Governing in Action. *Corporate Governance: An International Review*, 9(3), 186-195.

Qu, S. Q., & Dumay, J. (2011). The Qualitative Research Interview. *Qualitative Research in Accounting and Management*, 8(3), 238-264.

Rubin, H. J., & Rubin, I. (2005). *Qualitative Interviewing: The Art of Hearing Data*, 2nd ed., Sage, Thousand Oaks.

Sauerwald, S., Van Oosterhout, J., & Van Essen, M. (2016). Expressive Shareholder Democracy: A Multilevel Study of Shareholder Dissent in 15 Western European Countries. *Journal of Management Studies*, 53(4), 520-551.

Schumpeter, J. A. (1934). *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. (塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳『経済発展の理論: 企業者利潤・資本・信用・利子および景気の回転に関する一研究』(上)(下) 岩波文庫、1977 年)

Segal, L., & Lehrer, M. (2012). The Institutionalization of Stewardship: Theory, Propositions, and Insights from Change in the Edmonton Public Schools. *Organization Studies*, 33(2), 169-201.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.

Steger, T. (2014). What Have We Not Researched? And Why Not?—Some Reflections on

the 'Blind Spots' of Corporate Governance and Board Research. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 9(2), 121-135.

Sundaramurthy, C., & Lewis, M. (2003). Control and Collaboration: Paradoxes of Governance. *Academy of Management Review*, 28(3), 397-415.

Tilba, A. (2017). Evolution of UK Corporate Ownership and Control: Codification, Governance, Transition and Context. Routledge.

Van Ees, H., Gabrielsson, J., & Huse, M. (2009). Toward a Behavioral Theory of Boards and Corporate Governance, *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 307-319.

Van Evera, S. (1997). *Guide to Methods for Students of Political Science*. Ithaca: Cornell University Press. (野口和彦・渡辺柴乃訳『政治学のリサーチ・メソッド』勁草書房、2009 年)

Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). On the Efficiency of Internal and External Corporate Control mechanisms. *Academy of Management Review*, 15, 421-458.

Wasserman, N. (2006). Stewardship, Agents and the Founder Discount: Executive Compensation in New Ventures. *Academy of Management Journal*, 49(5), 960-976.

Wengraf, T. (2001). *Qualitative Research Interviewing: Biographic Narrative and Semi-Structured Methods*. Sage, London.

Westphal, J. D. (1999). Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board Social Ties. *Academy of Management Journal*, 42 (1), 7-24.

Williamson, O. E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: Free Press. (浅沼万里・岩崎晃訳『市場と企業組織』日本評論社 1980 年)

Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: Free Press.

Williamson, O. E. (1986). *Economic Organization*. London: Wheatsheaf Books Ltd. (井上薫・中田善啓監訳『エコノミック オーガニゼーション: 取引コストパラダイムの展開』晃洋書房 1989 年)

Williamson, O. E. (1996). *The Mechanism of Governance*. New York and Oxford: Oxford University Press.

Yin, R. K. (1994). Case Study Research: Design and Methods (Applied Social Research Methods, Vol. 5). Sage Publications, Beverly Hills, CA. Rick Rantz *Leading Urban Institutions of Higher Education in the New Millennium Leadership & Organization Development Journal*, 23(8), 2002. (近藤公彦訳『ケース・スタディの方法』千倉書房、1996年)

Yuan, R., Xiao, J. Z., Milonas, N., & Zou, J. H. (2009). The Role of Financial Institutions in the Corporate Governance of Listed Chinese Companies. *British Journal of Management*, 20(4), 562-580.

謝辞

本論文の執筆に際しては、多くの先生方のご指導・ご助言を頂きました。特に、主査の青山学院大学大学院国際マネジメント研究科北川哲雄教授には、博士課程入学当初より長年にわたり懇切丁寧なご指導を頂きました。研究者としての作法に始まり、論文構成や記述方法、そして何よりも長期投資家の運用哲学や投資評価手法、経営者との対話といった、我が国の機関投資家および運用機関が直面している課題の本質に目を向け、研究を進めることの大切さをご教授いただきました。同教授のご指導がなければ、とても博士論文を纏め上げることはできなかったと考えております。長きにわたり賜ったご指導並びに励ましに対し、心より深く感謝申し上げます。

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科中野勉教授からは副査として、組織論および経済社会学の視点から経営者を捉える重要性をご指導頂きました。また、質的研究を進めていく上で特に貴重なご指導・ご助言を頂きました。青山学院大学大学院国際マネジメント研究科森田充准教授からは副査として、コーポレートガバナンス研究における統計手法の理論と実践について特にご指導を頂きました。また、結果がなかなか出せない時も常に暖かい励ましを頂きました。お二人の副査の先生方に心より感謝申し上げます。

また、青山学院大学大学院国際マネジメント研究科長岩井千明教授、同研究科マネジメントサイエンス専攻主任細田高道教授、そして青山学院大学大学院国際マネジメント研究科諸先生方、皆様に心から感謝申し上げます。さらに、慶應義塾大学商学部菊澤研宗教授および光産業創成大学院大学姜理恵准教授には、博士論文審査委員会にご参加頂き、多数の有益なコメント並びにご指導・ご助言を頂きました。心より感謝申し上げます。

本論文第5章の個別事例研究を進めるにあたり、オムロン株式会社取締役の安藤聡氏に大変お世話になりました。投資家との対話の実践において我が国の最先端の取組を主導されてこられた安藤氏のご協力なしには、本論文の執筆を進めることはできなかったと考えております。ご協力に対して心より感謝申し上げます。

博士課程の活動においては、北川研究室の博士学位取得者の先輩でもある、青山学院大学国際マネジメント学術フロンティア・センター林順一特別研究員、愛知産業大学経営学部加藤晃教授、帝京平成大学現代ライフ学部小方信幸教授の三人の先生方にも大変多くの貴重なご指導・ご助言を頂き、またいつも親身になって励ましていただきました。心より感謝申し上げます。また、同研究室の皆様、多くの知見をご教授下さった研究者の皆様に対し、この場を借りて深く感謝申し上げます。

最後に、長きにわたる論文執筆をいつも励まし支えてくれた妻陽子と息子皓揮に深く感謝の意を表します。

2019年3月 木下靖朗