

## 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

### Relationship between Investors and Corporate Managers and Desirable Ways of Shareholder Engagements

木下 靖朗

Yasuaki Kinoshita

#### (論文要旨)

金融庁が2014年2月に「日本版スチュワードシップ・コード」を発表して以来、機関投資家と企業経営者とのエンゲージメントのあり方に注目が集まっているが、本稿ではそのあり方が株主と経営者の関係性をどのように捉えるのか、つまりエージェンシー関係と捉えるかスチュワードシップ関係と捉えるかによって大きく異なること論じる。その際、エージェンシー理論とスチュワードシップ理論を対比した上で、エンゲージメントの論拠や時間軸、相応しいエンゲージメント担当者やアジェンダ、エンゲージメント手法や投資家に望まれるスキルセットなどが、2つの理論で異なることを具体的に指摘する。また、形式主義、機関投資家に求められる実力、集团的エンゲージメントが本質的に困難である理由などのエンゲージメントをめぐる諸問題についても論じ、機関投資家への示唆を考察する。

#### (Abstract)

Since the Japanese Stewardship Code was introduced by Financial Services Agency in February 2014, there has been more attention to effective ways of shareholder engagements. This paper discusses an effective way of shareholder engagement could be completely different in different types of relationships between investors and corporate managers: in other words, it could depend on whether the relationship would be regarded as either stewardship relationship or agency relationship. After the brief comparison of stewardship and agency theories, I discuss investors in the two different relationships could choose different engagement rationales, different time axes of engagements, different appropriate engagement professionals and different engagement agendas. In addition, I discuss formalism, professional skills and resources required for institutional investors, challenges to effectively implement collective engagements and consider some implications for institutional investors.

## 1 はじめに

2014年2月26日に金融庁より、「責任ある機関投資家」の諸原則、通称「日本版スチュワードシップ・コード」が公表され、年金基金や運用会社を中心に2015年3月末時点で180を超える機関投資家および年金基金等が本コードへの準拠を表明している。本コードは「投資と対話を通じて企業の持続的成長を促す」ことを目的としているが、企業経営者や投資家の間では依然としてエンゲージメント<sup>1</sup>の実態や内容に関して手探りの状況が続いている。

一方で、株主(投資家)による企業経営者の規律付けとその枠組みを取り扱うコーポレートガバナンスの研究分野においては、米国のビジネス・スクールを中心に圧倒的な支持を受けているエージェンシー理論と、比較的新しい経営理論であるスチュワードシップ理論が併存している。日本ではスチュワードシップ理論に関する馴染みは特に薄く、広く認識されていないのが現状であるが<sup>2</sup>、スチュワードシップ・コードの導入に伴い「スチュワードシップ」や「スチュワード」といった言葉への認知度は高まりつつある。これらは従来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ことを示す。つまり「人は神のスチュワードとして忠実かつ誠実に生きる」との考え方が背景にある。この考え方をアセットオーナーと機関投資家(運用者)の関係に当てはめたものがスチュワードシップ・コードであり<sup>3</sup>、株主(機関投資家)と企業経営者の関係に当てはめたものが本稿で論じるスチュワードシップ理論である<sup>4</sup>。

今後は株主・経営者間のエンゲージメントのあり方をめぐる議論がさらに深まるであろうが、そのあり方は、株主と企業経営者の関係性をどのように捉えるのか、つまりエージェンシー関係と捉えるかスチュワードシップ関係と捉えるかによって大きく異なる。本稿では、経営理論としてのスチュワードシップ理論をエージェンシー理論での対比において整理した上で、(1)2つの理論をエンゲージメント分野へ拡張すること、(2)理論拡張から導き出される仮説を実務担当者に明示しエンゲージメントの実践に向けた有益な示唆を与えること、の2点を目的として議論を進める。

## 2 エージェンシー理論とスチュワードシップ理論

Jensen and Meckling (1976)が提唱したエージェンシー理論は、経済学にルーツを持ち、経営者はエコノミックマンとして自己の効用(利益)を最大化しようと合理的に行動する人間として想定される。経営者は株主(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行動するため、株主と経営者の利益は必ずしも一致しない。つまり、当理論で想定されている経営者像は株主から見れば「悪人」となる。エージェンシー理論では2者間の利害を一致させること

が重要となり、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る。

一方、スチュワードシップ理論は、心理学と社会学にルーツを持ち、経営者は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る(Argyris (1973))。経営者は自己実現を通じて自らの効用を高めようとするので、企業業績の最大化等の企業・組織目的達成に自発的に邁進する。つまり、株主から見れば経営者は「善人」となる。経営者の利益と株主の利益は一致する傾向にあり、取締役会や株主による監視は必ずしも必要がない。むしろ過度な監視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存在する。

Davis *et al.* (1997)は、これら2つの理論の考え方を対比させ、とりわけスチュワードシップ理論を構成する要素を次の表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(動機付け、同一化・コミットメント、影響力の行使)および社会構造的要因(経営理念、文化)の視点から論じた。

表1 エージェント理論とスチュワードシップ理論の比較

|          | エージェント理論                          | 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)<br>外発的動機付け | 高次元の欲求(成長、達成、自己実現)<br>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<br>権力格差が大きい                  | 集団主義<br>権力格差が小さい              |

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

### 3 プリンシパル・マネジャー間の選択モデルとエージェント理論の罫

#### 3.1 プリンシパル・マネジャー間の選択モデル

前章で示したように、エージェント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大きく異なり、人間がエージェントと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とマネジャー)がそれぞれエージェントあるいはスチュワード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り、その結果、二者間の交渉結果の

成否もまた異なってくるという点が重要となる。

Davis *et al.* (1997)は、二者間の関係性選択は「囚人のジレンマ」に似ていると論じている。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シー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(エージェンシーコスト)は最小化される(図1 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(ケース4)。

図1 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                                         |                                                   |
|--------------|--------|---------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
|              |        | エージェント                                            | スチュワード                                            |
| マネジャー<br>の選択 | エージェント | 潜在的コストの最小化<br>相互的なエージェンシー関係<br>ケース1               | マネジャーは利己的に行動<br>プリンシパルは怒る<br>プリンシパルは裏切られる<br>ケース2 |
|              | スチュワード | プリンシパルは利己的に行動<br>マネジャーは苛立つ<br>マネジャーは裏切られる<br>ケース3 | ケース4<br>潜在的パフォーマンスの最大化<br>相互的なスチュワードシップ関係         |

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

一方、ジレンマが発生するのは二者間でお互いが異なる関係を選択した場合である。プリンシパルがエージェンシー関係を、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、苛立つことになる。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されるので、成長や自己実現といった内発的報酬に預かれない(ケース3)。また、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シー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、組織やプリンシパルの代償の上に自己の効用を満たす(ケース2)。

このように、二者間の関係において好ましい結果が得られる選択はお互いがエージェンシー関係(ケース1)か、スチュワードシップ関係(ケース4)を選択した場合に限定される。相互的な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、一方で相互的な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。したがって、2つの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ってくる。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には(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、お互いが集産主義的な考え方で一致するときのみに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)).

### 3.2 エージェンシー理論の罫

上記の Davis *et al.* (1997)の選択モデルにおいて、エージェンシー理論のみを前提としてコーポレートガバナンスを論じた場合には、どのようなことが起こるのであろうか。経営者は株主からエージェントとの認識を押し付けられるので、スチュワードとしての認識を期待しなくなるだろう。このとき、エージェントであった経営者のみならず、本来はスチュワードであった経営者もまたエージェントと変貌していくことが予想される。それは経営者にとって経済合理的な判断であるからである。このとき二者間のエージェンシー問題はさらに深刻化し、経営者の規律付けのためのインセンティブ付与の強化と、自己的行動の監視強化が議論されるが、この結果がさらに経営者のエージェント化を促進させることになる。経営者の目を株主利益に向けさせるために支払うコスト(インセンティブ付与)は高騰し、株主権の強化が際限なく図られる。これはエージェンシー問題の罫と言えよう。

このような視点から米国のビジネス・スクール教育を批判したのが、戦略論や国際マネジメントの研究で有名な故スマントラ・ゴシャル教授である。Ghoshal (2005)は、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重点的に学生たちへ教えるため、実際にその学生たちが卒業後にエージェント・タイプの経営者となってしまう可能性を指摘している。もっともこれらの理論そのものは複雑な現実を単純化しモデル化する自体に意義があるのだが、現実のコーポレートガバナンスの課題を取り扱うにおいては2つの理論をもう少しバランスよく取り上げていく姿勢が重要となろう。

## 4 エージェンシー理論とスチュワードシップ理論のエンゲージメント領域への拡張

2章および3章においては Davis *et al.* (1997)の議論を中心に、エージェンシー理論とスチュワードシップ理論の特徴、プリンシパル・マネジャーの選択モデル、エージェンシーモデルの罫等について述べた。この章ではこれら2つの理論が最近特に注目を集めている株主・経営者間のエンゲージメントにどのように拡張できるのかを中心に論じる。

### 4.1 エンゲージメントへの適応の意義

2つの理論をエンゲージメント領域へ拡張していく意義は以下の2点と考えられる。

#### 4.1.1 学術面での貢献

スチュワードシップ理論は学術的には研究の歴史が比較的浅く、研究対象は企業内部のコントロールシステムや株主構成と企業業績との関係性といった視点から海外を中心に研

究が進みつつある<sup>56</sup>。しかしながら、株主・経営者間のエンゲージメントという視座からスチュワードシップ理論を論じた先行研究は筆者の知る限り存在しない。本稿が新たな研究視座を加えることにより、エージェンシー理論との対比におけるスチュワードシップ理論の研究が、とりわけ日本でも今後発展する可能性がある<sup>7</sup>。

#### 4.1.2 実務面での貢献

スチュワードシップ・コードを採択する運用会社やアセットオーナーが増加するなか、機関投資家と企業経営者の間でどのようなエンゲージメントを行うべきかという議論が始まっている。これまで取り上げた2つの理論をエンゲージメントに拡張することで、実務担当者への有益な示唆を与えられる可能性がある。エンゲージメントを論じる際、エージェンシー理論のみならずスチュワードシップ理論を明示的に取り扱うことにより、エンゲージメントの課題や本質をより一層明らかにできる可能性がある。また、米国と比較して株主・経営者間においてエージェンシー理論が完全なデファクトスタンダード化していない日本においては、2つの理論を比較的に明示して論じることにより、エージェンシー理論の罣を実務面で効果的に回避できる可能性がある。

#### 4.2 企業および経営者の類型化

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特徴について考察する。まず、エージェンシー理論が想定する企業は、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。株主にとっては、エージェンシー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高いと言えよう。

一方、スチュワードシップ理論が想定する企業は、ガバナンス形態に内部・外部の差は理論上ないと言える。スチュワードには自らが内部ガバナンスを望む必要性がない。スチュワードは自らの経営能力の限界をわきまえ外部者の意見を取り込もうとする可能性があるが、傾向としては現れていない。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、内部型・外部型の差は小さい(もともと、行き過ぎた外部ガバナンスによる干渉、監視、規律付けは有害であり避けたい)。また、経営の視点は長期的でありサステナビリティ経営の傾向が強くなろう(表2)。

#### 4.3 投資家の対応とエンゲージメント手法

機関投資家は、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、という点を強く意識している。エージェントである経営者の場合は、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。機関投資家の担当者はこのような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が望ましい。

一方、スチュワードである経営者に対しては、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り、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、業界動向、企業価値評価等の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が担当者として適任となる<sup>8</sup>。

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を株主利益に向かわ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となり、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。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)可能性もある。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大きな圧力(議決権)を行使する場合や、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、例えばキャッシュリッチ企業に対する株主還元や、業績不振企業への人員削減要求、その見返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ろう。

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。信頼関係がそのベースとなるため、株主はアウトサイダーとしても十分にエンゲージメントの遂行が可能となる。また、投資家はスチュワードである経営者のみを厳選し、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極端に少ない保有銘柄を対象としたエンゲージメ

ント(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、長期型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の企業は高収益体質であり、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。エージェンシー理論でのエンゲージメントの成果がイベント・ドリブンの傾向があるのに対して、スチュワードシップ理論では「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、エンゲージメントを通じた株主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ため、エンゲージメントの効果を明確に示すことは難しいと言える。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や、長期的な業績(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)を活用できる能力となる。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ろう。そして、長期保有に耐えうるスチュワードを選択する眼力が重要なことから明らかに、クオリティ(グロス)バイアスの素養が重要となる(表2)。

表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             | エコバックマン                                                            | スチュワード                                                           |
| 行動パターン                | 利己的/自分勝手/ご都合主義                                                     | 集産主義/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<br>(保有比率が重要)                                                   | 経営者・株主間の相互信頼<br>(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<br>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<br>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<br>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)<br>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<br>大幅な株主還元増<br>リストラクチャリング<br>経済的インセンティブの導入<br>(エージェンシー・コストの最小化) | 長期<br>成長戦略<br>適切な資本政策<br>(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<br>企業再生<br>有効的な圧力(集团的エンゲージメント含む)<br>バリュース・バイアス           | 長期業績成長<br>経営者評価(スチュワード)<br>企業価値評価(長期業績予想に基づく)<br>クオリティ(グロス)・バイアス |

筆者作成

最後に、理論と現実の潜在的なギャップについて言及する。上記の2つの理論は経営者を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。実際には、モデルによって単純化された経営者が存在するとは考えられず、その社会における企業経営者が多種多様であるのと同様に、ひとりひとりの経営者においても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<sup>9</sup>。このため、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求められることは言うでもない。

## 5 拡張理論から導かれる投資家への示唆

前章において2つの理論をエンゲージメント領域に拡張して議論したが、この章ではそこから導出される投資家の対応に関する示唆を具体的に考察していく。

### 5.1 形式主義の潜在的リスクを過小評価していないか

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<sup>10</sup>。形式主義のリスクは、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。特にスチュワードである経営者に対して形式主義の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。スチュワードシップ理論に基づけば、形式主義が持つ潜在的リスクは大変大きいものとなるという点を指摘しておきたい。

### 5.2 機関投資家に求められる実力とは何か

機関投資家がエンゲージメントを行うと言っても、2つの理論によってその対象となる経営者のタイプやアジェンダが異なる。したがって、機関投資家に求められる実力、スキルセットが異なってくるのだが、この点は十分に各機関投資家に認識されていないと思われる。特に、スチュワードに対するエンゲージメントを行う長期保有の機関投資家にとっては、長期の業績予想に基づく企業価値評価システムを自社で有し活用することが大前提となるが、実態は四半期業績や1年から2年程度の業績予想にとどまり、経営者とのエンゲージメントの基盤となる企業価値評価が十分でないケースも散見される。機関投資家は自らの競争優位性が何かをより一層認識し、その上でどのようなエンゲージメントを実施するのか決定すべきであろう。

### 5.3 機関投資家はなぜ一枚岩になれないのか～集团的エンゲージメントが困難である

### ことの本質～

日本では機関投資家間の意見が異なり一枚岩ではないとの指摘をしばしば耳にすることがあり、これが企業経営者にとって厄介な問題となっている。そして、この機関投資家間の運用哲学や意見の違いが集团的エンゲージメントを困難なものとしている。

しかしながら、この問題は日本だけではなく英国においても長い間議論が続いている。英国は日本と比較して均一性が高くクオリティの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。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<sup>11</sup>。この問題が単に機関投資家層の均一性や成熟といった要因から発生したものではなく、より本質的な問題である可能性が高いことを示している。

協調的なエンゲージメントも2種類が存在し、エージェンシー理論に基づいてあくまでも協調的に経営者との妥協点を探る短期的利害調整型と、スチュワードシップ理論に準拠し経営者との信頼関係に基づき潜在的パフォーマンスの最大化を図る長期関与型である。後者を志向する長期投資家にとって、集团的エンゲージメントは議決権の集団行使に過ぎず、圧力により短期的に妥協点を探る活動と捉えられるため、概して受け入れ難い傾向がある。一方、集团的エンゲージメントの推進者にとって、長期投資家は極めて非協力的であると不満の目が向けられる可能性がある。

この問題は決して機関投資家の均一性や実力の話ではなく、2つの理論に基づいたエンゲージメントが併存する市場ではどこでも起こり得る。したがって、お互いの主張とその基となる理論を機関投資家間で正しく認識し、理解を深めた上で議論を進めることが重要となる。

### 5.4 エンゲージメント担当者をどのように設定すべきか

運用会社を代表して誰がエンゲージメントを行うのかという点も課題となる。4章で論じたように、機関投資家が2つの理論のどちらに軸足を置いたエンゲージメントを志向するかによって適切な人材や必要なスキルセットが異なる。この点を投資家は適切に理解する必要がある。

特にエンゲージメント型運用<sup>12</sup>においてこの点は重要となり、例えばポートフォリオ構築を担当とするファンドマネジャーと企業との対話を担当するエンゲージメント担当者を分離運営する場合には特段の注意を必要とする。ファンドマネジャーが選択したスチュワードの経営者に対して、別のエンゲージメント専任者が過度な監視や規律付けを経営者に求め、不要な圧力をかけて信頼関係を損ねると、エンゲージメントが停滞(終了)してしまう危険性がある。筆者はポートフォリオ構築とエンゲージメント担当者は同一人物が望ましいと考えるが、担当者を分離運営する場合には2者間でエンゲージメント戦略を十分に議論して合意しておく必要がある<sup>13</sup>。

## 6 おわりに

本稿では比較的新しい理論のステュワードシップ理論をエージェンシー理論と比較して取り上げ、エンゲージメント領域への理論拡張を通じて、投資家と株主に有益と思われる処方箋を提言した。これまでステュワードの経営を支えてきたメインバンクの役割は大きく、それだけに現在の「ガバナンスの空白」もまた非常に大きい。機関投資家はその役割を背負っていく覚悟があるのか、どのようにエンゲージメントを進めていくのか、今後さらに注目が集まっていくことになろう。

一方、学術的な視点から、ステュワードシップ理論のエンゲージメント領域への拡張に関する実証研究については今後の課題としたい。エンゲージメントがステュワードの経営や経営成績に与える効果に関する実証研究が今後進展することにより、投資家や経営者に対する処方箋もより説明力が高いものとなろう。

- 
- 1 「日本版ステュワードシップ・コード」には、エンゲージメントは「投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』」と定義されている。本稿では単にエンゲージメントと表記する。
  - 2 学術的にはステュワードシップ理論を丁寧に整理した先行研究として、柏木(2005)がある。また、運用実務においては2005年に開始したニッセイアセットマネジメントの運用が「ステュワードシップ」の基本理念を取り込んだ最初の運用と推察される。その運用の内容は三瓶(2006)によって紹介されている。
  - 3 アセットオーナーがプリンシパル、運用会社がステュワードの関係となり、アセットオーナーから委託を受けた運用会社はその資金を忠実に管理(運用)し、その結果を運用リターンという形でアセットオーナーに還元する。
  - 4 ステュワードシップ理論は一般的に任意の2者間で成立するが、ここでは株主がプリンシパル、企業経営者がステュワードの関係を想定し議論を進める。この場合、株主から委託を受けた経営者は忠実な企業経営を通じて出資金を利益に結びつけ、その結果を業績リターン(配当や株価上昇)という形で株主に還元する。
  - 5 海外の先行研究としては、Donaldson and Davis(1991)、Muth and Donaldson(1998)、Westphal(1999)等が、日本の先行研究としては林(2013)等が挙げられる。
  - 6 ステュワードシップ理論に対する研究が必ずしも進んでいない理由は、エージェンシー理論が企業統治は取締役構造、インセンティブ・スキーム等の定量化が容易な代理変数を用いるのに対して、当理論では可視化が難しい自己達成や成長といった側面を扱い、企業統治が機能しているかどうかを実証しづらいことが要因であると推察される。
  - 7 日本の経営に関しては、エージェンシー理論よりもステュワードシップ理論の方が現実を説明しやすいとの指摘がある。Learmount(2002)、Lee and O'Neil(2003)などがその一例である。
  - 8 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どうかという点で決定的に異なる。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エンゲージメントを行うので、ステュワードシップ理論に傾倒する傾向が強い。一方、議決権行使担当者は銘柄自体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2つの理論に対する受容度が2人の担当者間で異なるために生じたと考えら

れる。

<sup>9</sup> Sundaramurthy and Lewis(2005)は2つの理論の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。

<sup>10</sup> 「日本版スチュワードシップ・コード」において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。

<sup>11</sup> 例えば大崎(2013)を参照されたい。

<sup>12</sup> エンゲージメントを通じた企業価値の拡大を運用の主要な超過収益とする運用。

<sup>13</sup> 運用会社においてはセクター担当のリサーチ・アナリストがエンゲージメントを担当する場合も想定される。この場合も企業経営者をどのように評価し、どのようなエンゲージメントを行うべきかを社内のファンドマネジャーと議論しすり合わせる必要がある。アナリストを統括するリーダー的なファンドマネジャーやリサーチ部門長の役割が重要となる。

#### (参考文献)

大崎貞和 (2013) 『英国におけるスチュワードシップ・コードの運用実態』, 内外資本市場動向メモ, 2013年7月22日。

大崎貞和 (2014) 「日本版コード成功の条件 (特集 日本版スチュワードシップ・コードがもたらす投資家行動の変化)」, 『企業会計』 66 (8), 1176-1180 ページ。

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 ページ。

木下靖朗 (2015) 『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。

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』。

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』。

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 ページ。

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。

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 ページ。

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 (特集 スチュワードシップ・コード)」, 『証券アナリストジャーナル』, 52 (8), 6-16 ページ。

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

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

- 
- Donaldson, L. and J. H. Davis (1991) "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns," *Australian Journal of Management*, 16 (1), pp. 49-64.
- Ghoshal, S. (2005) "Bad Management Theories Are Destroying Good Management Practices," *Academy of Management Learning & Education*, 4 (1), pp. 75-91.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3 (4), pp. 305-360.
- Kay, J. (2012) *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making*, Final Report.
- Learmount, S. (2002) *Corporate Governance: What Can Be Learned From Japan?* Oxford University Press.
- Lee, P. M. and H. M. O'Neill (2003) "Ownership Structures and R&D Investments of US and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspectives," *Academy of Management Journal*, 46 (2), pp. 212-225.
- Mallin, C. A. (2004) *Corporate Governance*, Oxford University Press.
- Maslow, A. C. (1943) "A Theory of Human Motivation," *Psychological Review*, 50 (4), pp. 370-394.
- Muth, M. and L. Donaldson (1998) "Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach," *Corporate Governance: An International Review*, 6 (1), pp. 5-28.
- Sundaramurthy, C. and M. Lewis (2003) "Control and Collaboration: Paradoxes of Governance," *The Academy of Management Review*, 28 (3), pp. 397-415.
- Westphal, J. D. (1999) "Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board Social Ties," *Academy of Management Journal*, 42 (1), pp. 7-24.