

【別紙2】

審査の結果の要旨

氏名： 頼 奕成

本論文は、機関投資家による議決権行使や経営陣との対話（エンゲージメント）を含むスチュワードシップ活動がコーポレートガバナンスに与える影響について、理論的にも実務的にも注目が集まっている中で、日本の上場会社に投資している国内機関投資家は、議決権行使をはじめ株主権を実効的に行使していないという有力な問題を分析し、解決の方向性を示すものである。日本の機関投資家のスチュワードシップ活動が十分でない原因の一つと目されている政策保有株式に対する規制の実効性、および、機関投資家のスチュワードシップ活動の実態に関する実証的な検証を踏まえて、パッシブ運用を中心とする国内機関投資家のスチュワードシップ活動を活性化させるための制度的整備について提案する。

比較の対象として、米国と英国を取り上げる。米国においては、1980年代以降、株式が分散保有されている中で、ヘッジファンドが中心となり公開買付けや委任状勧誘などにより支配権や経営に対する影響力の取得を目指す一方、経営者は買収防衛策の採用が許容される（米国型企業統治モデル）。これに対し、英国においては、1960年代以降、大手機関投資家の株式保有割合が大きくなり、経営者は買収防衛策の利用が制限されており、その結果、プライベート・エンゲージメントが発達している（英国型企業統治モデル）。日本の現状に鑑みると、米国型企業統治モデルの実現は現実的でないという認識に基づいて、英国型企業統治モデルを参考に国内機関投資家のスチュワードシップ活動を促進することが考えられるとする。しかし、日本では、政策保有株式の存在がスチュワードシップ活動の効果を弱め、また、機関投資家によるスチュワードシップ活動、取り分け複数の機関投資家による協働エンゲージメントが十分になされていないと指摘する。機関投資家によるエンゲージメントのあり方は、株式を売却することにより離脱することの難易度に大きく関係するとして、スチュワードシップ活動を促進するためには離脱をより困難にする制度設計を検討すべきであると、立法論として、大量保有報告規制における特例報告制度の厳格化を主張する。以下、本論文の内容を要約する。

本論文は、5章から成る。

第1章「序論」では、日本の上場会社に投資している国内機関投資家は、議決権をはじめとする株主権の実効的行使およびスチュワードシップ活動を十分に行っていないという一般に広く認識されている問題提起に対して、政策保有株式に関するハードローおよびソフトローによる規律の実効性を検証する必要があること、パッシブ運用を中心とする機関投資家の実効的なスチュワードシップ活動の阻害要因として、合理的無関心、集合行為および

利益相反の問題があることを明らかにした上で、それらを踏まえて制度設計をする必要があるとする。学界の一部にはヘッジファンド・アクティビズムを主体とする米国型企業統治モデルを支持し、アクティブ投資戦略をとるヘッジファンド等とパッシブ投資戦略をとる機関投資家の協調行動に期待する見解が有力である。ところが、日本の経済界のヘッジファンド・アクティビズムに対する消極的な態度や日本版スチュワードシップ・コード導入の政治的背景等から、日本では米国型企業統治モデルの受容は当面は困難であり、機関投資家が協働してプライベート・エンゲージメントを行う英国型企業統治モデルが参考になり得るとして、米国法とともに英国法を比較法の対象にすることを述べる。その際、国内機関投資家によるスチュワードシップ活動のあり方は、株式の保有構造に大きな影響を受けるとともに、エンゲージメントのあり方は、株式を売却することによって離脱することがどの程度容易かという点に大きく関係すると指摘する。

第2章「日本法の現状と課題」では、機関投資家のスチュワードシップ活動の阻害要因である政策保有株式に対するハードローおよびソフトローによる規律の経緯と内容を分析した上で、実際に政策保有株式の削減がどれだけ進んできたかを実証研究により検証する。その結果、政策保有株式は着実に減少しているが、処分された政策保有株式の一部が他の事業会社によって再取得されている事例が多いとして、上場企業間において政策保有株式を通じたより親密で戦略的な関係が深まっている可能性があると指摘する。次に、機関投資家のスチュワードシップ活動については、2014年の日本版スチュワードシップ・コードの策定に際し、英国スチュワードシップ・コードが大いに参考にされたことを指摘し、その背景には英国型企業統治モデルを志向する経済界の支持があったとする。これに対し、学説の一部は、米国型企業統治モデルを支持しており、実務界と学界との間に理解の齟齬が生じていることがスチュワードシップ活動の進展を妨げている原因の一つであるとして、米国法のみならず英国法を再検討する必要性を指摘する。日本の機関投資家によるスチュワードシップ活動の問題点については、筆者自ら構築したデータセットに基づく実証研究の結果、①インセンティブ構造に基づく消極性によって、スチュワードシップ活動への投資が過小である可能性があること、および、②利益相反に基づく消極性によって、過度に経営陣寄りの議決権行使がなされている可能性があることを指摘する。さらに、議決権行使の結果に関するデータに基づいて、上記②の原因として、投資先企業との取引関係によって議決権行使に影響が生じている可能性が高いこと、および、国内の機関投資家と国外の機関投資家が協調して協働エンゲージメントを行っているケースは日本では極めて少ないことを明らかにした。

第3章「米国法の考察」では、米国型企業統治モデルについて扱う。米国では、20世紀初頭の金融規制により金融機関は株式の集中的な保有を禁止され、1980年代までは経営者が筆頭株主であり、それ以外の株式は分散保有されていたため、株式保有を通じて支配権を維持するニーズはなかった。1980年代には敵対的買収ブームの中、経営者には買収防衛策の利用が認められるようになった。1990年代になると米国でも機関投資家の株式保有割合が増加するとともにパッシブ運用が台頭し、パッシブ運用を中心とする機関投資家のスチ

ュワードシップ活動に注目が集まる一方、パッシブな機関投資家のインセンティブや利益相反などの消極性問題がクローズアップされるようになった。それと並行しつつ、米国では、委任状勧誘や公開買付けにより経営陣を交代させるヘッジファンド・アクティビズムが次第に隆盛し、ヘッジファンド・アクティビズムの短期主義的行動への批判とそれに対する反論が展開されていることが紹介され、近時は、ESG 投資の隆盛に伴い、米国における機関投資家によるコーポレートガバナンスの議論は、経営者と株主との利害対立から、株主とその他のステイクホルダーとの利害対立にまで拡大しており、その背景には経営陣がヘッジファンド・アクティビスト等に対抗するために株主以外のステイクホルダーと手を組んで経営陣の優位性を取り戻そうとしているという事情があるとする。パッシブ運用の機関投資家にとって、分散投資によっては回避できないポートフォリオ全体のシステムティック・リスクを軽減することを目的とするシステムティック・スチュワードシップ活動の提唱や、ファンドファミリーの内部でパッシブ戦略を採用するファンドとアクティブ戦略を採用するファンドが共存することなどによって、ポートフォリオ相互間で、また株式と債券に投資する場合には投資商品相互間で利益相反が生じているといった米国の最新の議論を紹介する。

第4章「英国法の考察」では、英国では1960年代から機関投資家の株式所有割合が増加し、スチュワードシップ・コードの前身であるソフトローが業界団体によって策定され、抽象的・一般的なガバナンス事項と、業績水準が下位の投資先企業に対する介入により投資先企業の成長を後押しすることが目指された。機関投資家によるスチュワードシップ活動に内在する消極性問題については、もっぱらコスト削減の観点から投資者保護委員会と投資家フォーラムが設置され、業績が低迷する投資先企業に対し、機関投資家が集团的に介入することによってコストを削減しつつフリーライダー問題や法的リスクの解決を図るといった実務上の工夫がなされてきたことが紹介される。さらに英国においては、米国や日本に比較すると厳格な大量保有報告規制などの開示規制が採用されているため、保有比率の高い大株主は保有株式を売却しづらく、スチュワードシップ活動をするインセンティブが高まると指摘する一方、潜在的取得者にとっても取得コストが高くなるため介入後に大幅な株価上昇を期待できない場合には安易に大量の株式を取得することは困難になるとする。こうして、英国においては、ヘッジファンド・アクティビズムにとって抑制的な制度が採用される一方、パッシブ運用を主とする機関投資家によるプライベート・エンゲージメントが進展してきたと指摘する。

第5章「考察の総括、制度改善の方向性、そして今後の課題」では、日本の上場会社は、外国資本への不信感が高く、経営陣が支配権を維持するインセンティブが米国および英国よりも高いとする。このような状況の下で、政策保有株式を削減するためにコーポレートガバナンス・コードがその見直しを求めたり、金融商品取引法に基づく開示制度の強化がなされたりしてきたが、実証研究の結果、形を変えて政策保有株式が維持されている可能性があり、また、機関投資家のスチュワードシップ活動にも利益相反による影響が見られるとする。

根本的には、主要金融機関が投資先企業の株式を一定割合以上保有し、主要金融機関を主体とする企業統治モデルを構築することが日本のコーポレートガバナンスの向上に資すると考えられると主張する。その際、主要機関投資家による退出を困難にすることがスチュワードシップ活動を積極化させるために必要であり、大量保有報告制度を見直して、現在毎月2回とされている特例報告制度の報告期限をさらに短縮化すべきことを提案する。さらに、英国型企业統治モデルを参考に、業界団体の横断的な連携組織が重要な役割を果たし得るとして、ソフトローを通じてそのような連携を促進する必要があるとする。機関投資家の利益相反による消極性問題については、スチュワードシップ・コードを改訂して、第三者委員会による具体的な議案に対する審査機能を充実させるためのベストプラクティスをプリンシプル化すべきであるとする。また、機関投資家のプライベート・エンゲージメントについても、開示の充実を図るべきであるとし、開示により円滑なエンゲージメントが阻害されるという批判に対しては、一定期間経過後に開示することによってそのような懸念は大幅に払拭でき、短期主義的行動に対しても有効であるとする。なお、機関投資家が最終投資家に議決権行使権限を移譲するという解決は、情報の非対称性が深刻である上に最終投資家の交渉力も脆弱であるため、より良い議決権行使が行われる保証はないとしながら、IT技術の発展により技術的な制約はなくなりつつあると指摘する。

以上を踏まえて、本論文の評価を述べる。

本論文の意義および長所としては、次の4点を挙げることができる。

第1に、コーポレートガバナンスの研究は従来、取締役会制度を中心に展開されてきたが、近時、株主とりわけ機関投資家のスチュワードシップ活動を含む株主権の実効的な行使によるコーポレートガバナンスの向上に世界的に注目が集まっている。そのような国際的な動向の中で、日本では機関投資家によるスチュワードシップ活動が十分に行われてきていないのではないかと問題認識が強い。本論文は、日本において、機関投資家のスチュワードシップ活動の実効性を阻害する要因である政策保有株式に係るハードロー上およびソフトロー上の規律の有効性、および機関投資家のスチュワードシップ活動の実態と限界に焦点を当て、隣接領域を含む関連文献を広く渉猟した上で、実証研究により得られた知見に基づいて、立法論を含む具体的な提言をした点は、高く評価できる。

第2に、機関投資家のスチュワードシップ活動のあり方を規定する重要な要素の1つが株式の保有構造であると指摘しつつ、分散的保有である点で共通しているとされる米国と英国において、機関投資家のスチュワードシップ活動には大きな差異があり、米国においてはヘッジファンド・アクティビズムを主体としたエンゲージメントがなされる一方で買収防衛策が許容されているのに対し、英国においては大手機関投資家を主体としたプライベート・エンゲージメントが発達している一方で買収防衛策の利用が制限されているとし、そのようなモデルが形成されてきた経緯が、歴史的構造および経済的構造を意識しながら丹

念に迫られている。日本においては、経済界がヘッジファンド・アクティビズムに対する警戒感が強いこと、米国型企業統治モデルの実現は当面困難であるとして、大手機関投資家を中心とする日本型の企業統治モデルを提唱する。従来、日本では、ヘッジファンド等のアクティビストの活動に対してパッシブ戦略をとる機関投資家が場合によっては賛同するという形で機関投資家が経営に対してコントロールを効かせることが論じられてきたが、パッシブな機関投資家同士が協調して協働エンゲージメントを促進することによりコーポレートガバナンスの向上に資することを探るという視点は、新たな視点であり独創性が認められる。さらに、退出をより困難にするために大量保有報告制度における特例報告制度を厳格化することや、機関投資家の利益相反問題を緩和するために日本版スチュワードシップ・コードに具体的な議案に対する審査機能を充実させるために第三者委員会を活用するベストプラクティスをプリンシプル化すべきであるなど、具体的な提案を行っており、示唆的である。

第3に、日本版スチュワードシップ・コードが英国スチュワードシップ・コードに大幅に依拠していることは周知の事実であるが、英国においてスチュワードシップ・コードがどのような沿革で制定され、実務上、どのように運用されているかについての検討は、日本ではこれまで必ずしも十分になされてこなかった。本論文は、学界において十分に研究されてこなかった英国における機関投資家のスチュワードシップ活動に係る規範の生成とその背景事情、ならびにスチュワードシップに係る規範の適用・運用にあたっての基本的な考え方を明らかにし、学界に貢献するところが大きい。具体的には、英国においては、機関投資家によるスチュワードシップ活動に係る消極性問題については、投資者保護委員会と投資家フォーラムが設置され、主として業績が低迷する投資先企業に対して機関投資家が集团的に介入することによってコストを削減しつつフリーライダー問題や法リスクの軽減を図るといった実務上の工夫がなされていること、スチュワードシップ活動の中心は、コーポレートガバナンスに関する一般的・抽象的事項と、個別の会社については業績が低迷している会社に対する個別的事項の2つが主たる対象としていることなどを明らかにした。英国における機関投資家のスチュワードシップ・コードの運用の実態について従来指摘されてこなかった点を明らかにした点は、高く評価できる。

第4に、政策保有株式の削減が進んでいるとか、機関投資家による議決権が経営者寄りに行使されているといったイメージ論で語られやすい機関投資家のスチュワードシップ活動に係る論点について、データの収集とその分析によって得られた知見に基づいて、客観的に立法論を含む具体的な提言をした点は、高く評価できる。筆者の作成した膨大なデータセットとその分析は、日本におけるスチュワードシップ活動に関する客観的証拠と有益な知見を提供し、今後の機関投資家のスチュワードシップ活動に関するグローバルな議論にも、批判的かつ創造的な貢献をする基礎となることが期待される。

もっとも、本論文にも短所がないわけではない。

第1に、本論文の最も重要な提言であるパッシブな機関投資家による協働エンゲージメントに期待し、大量保有報告制度のうち特例報告制度を厳格化することによって機関投資家の退出をより困難にし、機関投資家がスチュワードシップ活動をするように促すという主張に対しては、筆者の理論によれば、現在でもパッシブな機関投資家は退出戦略を取るとは容易でないのであるからスチュワードシップ活動に向かうはずなのにそうならなかった理由を説明できないのではないかと、特例報告制度を強化すると、機関投資家がそもそも大量保有報告義務の生じる閾値である5%を超えない範囲でしか株式を取得しないという行動をとり、エンゲージメントをするという方向に向かわない可能性があるのではないかと等の疑問が直ちに提起される。しかし、そのような批判に対して本論文において十分な反論がなされていない。

第2に、米国型企業統治モデルと英国型企業統治モデルを対置し、日本が現在目指している方向は英国型モデルであるとするが、そのような捉え方がやや単線的であって、疑問の余地がある。また、米国型企業統治モデルにおいてはパッシブな機関投資家によるスチュワードシップ活動が低調であった原因について、1980年代までは経営陣優位の株式保有構造にあったこと、1980年代の敵対的買収ブームでは買収防衛策が認められていたこと、その後のヘッジファンド・アクティビズムの隆盛においてはこれにただ乗りして株価上昇の恩恵を受けていることなどを指摘するが、機関投資家のブルーデント・インベスター・ルールの存在により、スチュワードシップ活動に伴うコストがそれによるベネフィットを上回る場合には法的責任を問われ得るなどそれ以外にも重要な理由があるのではないかと等の疑問が提起されるが、本論文は、これらの批判に対しても十分に反論していない。

第3に、膨大なデータを収集しデータセットを構築し統計学的手法等を用いて分析しているが、データ分析の目的と仮説が必ずしも明確でなく、また分析の結果についても詳細な説明がなされていない箇所がある。本論文が行った実証研究からは、より豊かな示唆や知見を導くことができたと考えられ、特に本論文の結論部分については、それらに基づいてより充実した記述と緻密な分析・考察が可能であったと考えられる。

しかし、以上のような問題点は、本論文の作業を踏まえて、さらに研究課題が広がっていることを示唆するものでもあり、本論文の意義および長所を大きく損なうものではない。

以上から、本論文は、その筆者が自立した研究者としての高度な研究能力を有することを示すものであることはもとより、学界の発展に大きく貢献する特に優秀な論文であり、本論文は博士(法学)の学位を授与するにふさわしいと判定する。

以上