

# 博士論文（要約）

上場企業の株式保有構造と機関投資家のスチュワードシップ責任  
——政治力学、市場取引、ハードローとソフトローの交錯

頼 奕成

本稿は、江頭憲治郎教授が指摘された「日本国内の機関投資家は、経営陣に対して積極的に活動していない」という現象の生成の背景を解明することを問題意識の核心として、(1) 政治力学、(2) 市場取引、(3) ソフトローとハードローの交錯、という三つの側面に即して、機関投資家の在り方を検討した。

第二章では、政策保有株式規制と両コードの策定経緯を出発点として、実証研究の内容を踏まえて、近時政府が機関投資家を主体とする企業統治モデルの確立を推進しているところ、(1) 政策保有株式の削減が実際にどれほど進展しているか、(2) パッシブ運用主要機関投資家がどれほどスチュワードシップ責任を果たしているか、という二つの側面から 2010 年以降の企業統治改革の意義と問題点を洗い出した。

本章の分析によると、(1) 僅少な水準に留まっているが、確かに政策保有株式の削減は着実に進んでおり、その理由は、処分された政策保有株式の一部が、処分と同時に他の一部上場企業や一部上場企業以外の企業によって再取得される事例が多く、そのような関係にある上場企業の間により親密で戦略的な関係が発展しているように見える、(2) 政策保有株式に係る開示規制とは異なり、日本版 SS コードの策定は、海外機関投資家からの要望ではなく、経済界が自発的に提言した産物であって、その意味では、SS コードの策定は、当時実務上各業界のガイドラインを一般化にし、「Comply or Explain」の手法と自主的開示に通じて、その運用を一層深化させようとするものと評価でき、両コードと政策保有株式の関連諸規制の策定・改訂の過程からすれば、政府・経済界は意図的に国内主要機関投資家を主体とする企業統制モデルを確立させようとしており、そうであるとする主要機関投資家がどれほどスチュワードシップ責任を果たしているかが、日本の企業統治改革のカギになる、(3) 機関投資家同士の利害対立により、事前に業界全体の基準を意識しながら、大多数の企業が達成できる基準しか設定しておらず、結局、業界全体の基準が比較的緩やかな基準に留まっている状態になってしまう、(4) (a) 大手機関投資家を主体とする英国型企业統制モデルを支持する経済界の意見と、(b) ヘッジファンド・アクティビズムを主体とする米国型企业統制モデルを擁護する一部の学説が噛み合わない状況の中、改めて両国の制度生成の背景と各モデル背後のメカニズムを検討する必要性が生じている。

次に、第三章では、米国における分散型株主構造による企業統治の生成背景に着眼して、1980 年代までは株式持合いを通じて支配権を維持する需要が存在しなかった理由を考察し、1980 年代以降のヘッジファンド・アクティビズムを主体とする米国型企业統治モデルの台頭およびその限界を提示しながら、(1) パッシブ運用機関投資家がスチュワードシップ活動をしないと、どのような弊害が生じうるか、(2) どのような観点に基づいてスチュワードシップ活動を行うべきか、という二つの視点に基づいてパッシブ運用機関投資家のあり方を検討した。

本章の分析によると、米国では、20 世紀初期の金融規制により、金融機関は集中的な株式保有を事実上禁止されており、1980 年代まで米国の上場会社は、経営者が筆頭株主であって、経営陣以外の株主が分散的に保有するという構造であったため、委任状勧誘や公開買

付けのような特段の事情がなければ、機関投資家の集团的介入のみで経営陣を交代させるのは事実上困難であった。そのような状況の中、経営陣にとって、少なくとも 1980 年代まで、垂直保有、水平保有、または種類株式などの手法を通じて支配権を維持する需要は、それほど高くはなかったと考えられる。

そして、近時の ESG 投資の台頭に伴い、米国における機関投資家によるガバナンスは、経営者と株主との利害対立から、株主とその他の利害関係者との利害対立にまで拡大し、経営者はその他の利害関係者と手を組んで、ヘッジファンド・アクティビズムによる介入を拒絶しようとしていると見受けられる。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は、40 年間の論争を通じて、2020 年代までに既に定着してしまい、現在の議論の焦点は、株主と利害関係者間の利益配分問題へと移転している。近年の ESG 投資ブームの背後には、経営陣の優位性の復権をその一つの重要な狙いとしていることが示唆される。

コストの側面からすれば、市場レベルの抽象的なガバナンス基準は、パッシブ運用機関投資家にとって最も相応しい役割であって、加えて、市場レベル保有の機関投資家 (Universal Owner) にとって、分散投資では回避できない分散不可能のポートフォリオ全体の systematic risk の軽減を目的とする systematic stewardshipこそインデックスファンドにとって最適な行動パターンであると考えられる。

更に、パッシブ運用機関投資家の消極的な役割として、積極的にスチュワードシップ活動をしないと、株主と消費者との利益配分に関する Common Ownership による反競争問題を惹起する可能性がある。パッシブ運用機関投資家の積極的な役割として、ポートフォリオ内外の外部性に着眼して、ファンドファミリー内のポートフォリオ間 (アクティブ運用・パッシブ運用)、投資商品間 (株式・債券)、利害関係者間 (債権者や労働者) の利害対立の調整が期待される。但し、機関投資家は、一体どのようにして複数の利害関係者間の利害対立を調整すべきか、という現実的な問題点が残されており、ソフトローとしての任意開示を通じて間接的にその合意を形成させることが試みられているが、現時点における暫定的な通過点であるように思われる。

最後に、第四章では、1960 年代以降会社法・資本市場法のようなハードローの動向のみならず、ロンドンの City における金融業界が主導したソフトローの変遷を踏まえて、英国における集团的介入が発動されるメカニズムを分析した。

本章の分析によると、英国は 1960 年代から機関投資家・業界団体が主導する保有構造への転換を遂げたため、英国法における所謂「少数株主保護」は、業界団体を介在して「少数 (機関投資家) 株主保護」を意味しており、機関投資家全体の利益が重視される。英国における機関投資家による企業統治は、明白には株主価値最大化というスローガンを掲げず、主に (1) 抽象的なガバナンス事項、(2) 業績水準下位の企業、という二つの類型を念頭に置き、「企業の成長を後押しする」という姿勢を打ち出して、業績が良い企業への介入を控えている。そのため、ある意味では、SS コードは、「手続き重視」(行動方針の明示) という視点を採用していると思受けられる。

古典的エージェンシー問題を克服するために、コスト削減の重要な措置は、1990年代までの投資保護委員会と2010年代の投資家フォーラムである。機関投資家にとって、これらの組織は、ある程度共済組合として、(a) 株価が急落する時に、売却の選択が既に不可能な場合に、業界の力を通じて経営を改善して株価を回復させる、(b) 業界の連携によって、フリーライダー問題を克服する、(c) 定期的な集団的介入を通じて、業界の権威を確立して、平時の対話コストを削減する、などの機能の下で運用される。加えて、投資家保護委員会や投資家フォーラムを経由すれば、関係組織との事前的な照会を通じて、集団的介入に関する法的リスクを取り除くことができる利点を有している。一方、英国の機関投資家による集団的介入は、具体的な改善策は提示せずに、単なる現在の状況に不満を提示するに留まっており、このようなやり方は、(α) コストの削減、(β) 情報非対称性の克服、(γ) 法的リスクの回避、などの利点を有している。

更に、厳格な開示制度を採用している英国法の下では、保有比率が高い大株主にとって保有株式を売却しにくいと、自ら介入を発動するインセンティブが高く、業界団体の集団的介入を通じてコスト削減を遂げうる反面、厳格な開示制度により潜在的取得者にとっては取得コストが高くなるため、介入後に大幅な株価上昇を実現できなければ、安易に大量に株式を取得することは差控えられる。このような英国の開示規制の下で、ヘッジファンド・アクティビズムのように一気に大量の割安株を取得して介入後の株価上昇を図るやり方は、他の株主（機関投資家）の利益を損なう恐れがあるため（若しそのうち介入が発動されることが分かれば売却しない）、ヘッジファンド・アクティビズムが行動しにくい制度が形成されていると推察される。このように、英国法における建設的対話の形成背景は、ソフトローとハードローの交錯だけでなく、株式保有構造と市場メカニズムとも強く関係していると見受けられる。

上記の分析にからすれば、英国企業統制モデルにおいて、機関投資家と経営者との手打ちの結果は、常に次善的な結果であるかもしれないが、情報の非対称性の下で、機関投資家の意見も常に最善な提案であるとも限らない。このような経営陣と機関投資家の両者間の微妙なバランス取りは、英国型企业統制モデルの特徴である。

本稿は、米国型企业統制モデルと英国型企业統制モデルという二つ類型は必ずしも排他的な存在ではないことを念頭に置いて（スペクトルの両端）、両者間の役割分担に着目して多元主義的な日本型企业統治の確立の可能性を問題提起した。但し、若し現時点の政策の方向性が主要機関投資家を主体とする英国型企业統制モデルへと近づけようとするものであるとするならば、ソフトローとしての英国版コードのみならず、英国におけるハードローの関連諸制度も併せて検討しなければならないと考えられる。