

多様な投資家、多様なガバナンス効果



投資家フォーラム運営委員

江口 高顯

1. はじめに

一口に株主と言っても様々であり、決して一様な存在ではない。そして、どのような株主が株式を保有しているかによって、会社における経営者の意思決定のあり方に影響が及び、そのことが企業価値にプラスに働いたり、マイナスに働いたりする^(注1)。本稿では、株主構成が経営者の意思決定のあり方に及ぼす影響、すなわちガバナンス効果について考えたい。

株主構成のガバナンス効果を巡っては、こ

〈目 次〉

1. はじめに
2. 株式市場の構造変化
3. 投資家分類の枠組み
4. 投資家類型とガバナンス効果
5. おわりに

れまでも異なる角度から検討がなされてきた。例えば大陸欧州では、時価総額が大きい大手上場会社であっても大株主（同族、親会社、政府など）が存在することを反映して、それらがコーポレートガバナンスで果たす役割や効果が重要な問題として取り上げられてきた。また日本では、高度成長期から1980年代にかけて形成された株式持ち合い構造が根強く残る中で、安定株主のガバナンス効果が、主としてその負の側面に焦点を当てる形で議論の対象となってきた。ここで検討するのは、こうした謂わば伝統的な問題ではない。次節で概観するように、先進国の株式保有構造はこの20年間に大きく変化している。その中で上場会社の株主構成において比重を格段に高めたのが、年金基金や生命保険会社、そして年金基金などから株式運用を受託する運用会社（以下、併せて「機関投資家」という）である。以下では、先進各国で主要株主としての存在感が大きい機関投資家を取り上げ、そ

のガバナンス効果について論じる。

重要なポイントは、投資運用に様々な手法があり、どのような手法をとるかにより投資家が幾つかのタイプに分かれ、そしてどのタイプであるかによって機関投資家が経営者の意思決定に及ぼすガバナンス効果が異なることである。こうした差異は投資運用の世界ではよく知られた事柄だが、企業のガバナンスを論じるうえで十分考慮されてこなかった。このことは重要な意味をもつ。上場会社における機関投資家の存在感の高まりを反映して、日本を含む先進主要国では公共政策上、企業行動を律するガバナンスの担い手として機関投資家を位置づけるようになってきている(注2)。しかし、機関投資家のタイプによってガバナンス効果が異なるにもかかわらず、そのことを十分考慮せず、機関投資家の行動を一律に政策的な枠の中にはめ込もうとすれば、政策意図に反する形骸化した行動を生むことになりかねない。

構成は次のとおりである。2. では、1990年代以降の株式市場の構造変化を概観し、機関保有のブロック化を重要な特徴として指摘する。続く3. では、機関投資家を分類する枠組みを整理する。その上で4. では、投資運用の類型に即してガバナンス効果を論じる。5. は結びである。なお、本稿では「投資家」という言葉を株式投資家の意味で用いる。

■ 2. 株式市場の構造変化

この20年間に株式市場に生じた大きな構造変化は2つの言葉に集約される。すなわち、所有の機関化(institutionalization)と再集中化(re-concentration)である。所有の機関化とは、株式の主要な部分を機関投資家が保有することを意味する。他の先進国に先駆けて機関化が進展したのが英国で、1990年代半ばには上場株式の60%を国内機関投資家が保有するに至った。米国では英国にやや遅れ、国内上場株式のうち機関投資家が保有する割合が50%を超えたのは2000年代に入ってからである。これに対し、日本では株式の相互持ち合いや金融機関などの安定保有を反映して、英米に比べれば所有の機関化が進展していない。それでも2000年代以降、傾向として機関化が進んだことはデータから読み取れる(注3)。

もう1つの構造変化は所有の再集中化である。これは、比較的少数の機関投資家に株式保有が集中し、そうした機関投資家がまとまった量の株式の保有者として存在感を大きくすることを意味する。所有の機関化が先行した英国では、1990年代前半には大手上場会社で株主リストの上位から国内機関投資家6社をとると、その所有する株式の合計額が平均して発行株式総額の20%に達していたという(注4)。米国でも1990年代から2000年代にかけて資産運用業界の再編が進んで、株式保有

の再集中化が顕著になった。例えばBlackRock、Vanguard、Fidelity、State Streetという世界最大級の運用会社である4社は、S&P500指数に属する大手上場会社において、合計で2割を超える株式を2015年以降保有している^(注5)。日本でも近年の業界再編によって米英系を含めて大手運用会社が巨大化する傾向にあり、少数の機関投資家に株式保有が集中する傾向が窺える。

■ 3. 投資家分類の枠組み

このように大きな存在感をもつ機関投資家だが、大別するとアセット・オーナーとアセット・マネジャーからなる。典型的なアセット・オーナーは年金基金である。日本の年金基金の多くは、年金加入者から預ってプールした資金を内部で運用せず、外部に委託して運用する。一方、同じアセット・オーナーでも保険会社は性格が異なる。大手保険会社は保険購入者から預ってプールした資金を自ら運用しており、アセット・マネジャーとしての性格も備える。以下で分析の対象とするのは、日本において投資運用とガバナンス活動を実質的に担うアセット・マネジャーである。「投資家」という言葉は、保険会社を含むアセット・マネジャーを指すものとする。

投資家の特徴づける1つの方法は、投資運用に関するアプローチの差に着目することである。投資家がとるアプローチは大きくアクティブ運用とパッシブ運用という2つのタイ

プに分けられる。アクティブ運用は投資判断にもとづき銘柄選択を行うアプローチで、銘柄の組み替えが行われる度に、組み込まれる株式の売買が発生する。一方、パッシブ運用は銘柄選択を行わないアプローチで、マーケットの断片をそっくりそのまま保有する。具体的には、TOPIXやJPX日経400といったインデックスを忠実になぞるフル・リプリケーションの手法が代表的なパッシブ運用で、そこにおいてはインデックスの構成銘柄の入れ替えやコーポレート・アクションに伴う微調整、あるいはファンドへのキャッシュの出入りを除けば個別銘柄の売買は発生しない。アクティブ運用が投資判断のための個別情報を運用者がもつことを前提にするのに対し、パッシブ運用はそうした情報を運用者がもたないことが前提である。

投資判断にもとづくアクティブ運用は、さらに運用者がどのような判断材料を重視するかにより幾つかのタイプに分類される。例えば銘柄の割安度を重視するバリュー投資、収益成長を重視するグロース投資といった投資スタイルに即した区別が投資運用の世界では以前よりなされてきた。しかし本稿のように多様な投資家の多様なガバナンス効果を論じる文脈では、こうした投資スタイルより、投資判断の時間軸に着目することが有効である。ここで投資判断が短期的だということは、目先の企業業績などの短期的な経営情報や、マーケット・センチメントなどの期待要因の先読みといった材料にもとづいて投資判断が

なされることを意味する。一方、企業のファンダメンタル、つまり企業のキャッシュフロー生成能力の分析にもとづき下される投資判断は長期的な性格のものと言える。実際のアクティブ運用は短期的な材料と長期的な材料を併せて考慮し、それにもとづき投資判断がなされる。運用者によって判断材料へのウェートの置き方が異なり、これがアクティブ運用の異なったタイプをうみ出す。

■ 4. 投資家類型とガバナンス効果

アクティブ運用は投資判断の時間軸だけでなく、投資する銘柄の数によっても区別される。アクティブ運用の投資家には、投資する銘柄を少数に絞り込むタイプと、絞り込まずに幅広く投資するタイプがあり、1人の投資家が両方を兼ねることはない。そして、投資する銘柄数の差が投資判断の時間軸の差と関係して幾つかの類型をつくりだす。以下では投資する銘柄数の多寡の観点からアクティブ運用を2つのグループに分け、それぞれのグループに属する投資家が投資先の経営者に対してどのようなガバナンス効果を及ぼすかを投資判断の時間軸に絡めて考察する。その上で、近年、運用全体の中で比重を高めているパッシブ運用の投資家を取り上げ、そのガバナンス効果がどのような性格のものであるかを論じる。

4.1 集中型投資のガバナンス効果

少数の銘柄に絞り込んでポートフォリオを形成し、長期にわたる保有からリターンを積み上げる運用手法を集中型投資という。具体的にはポートフォリオに組み込む銘柄数を20～50に絞り込み、一旦組み込んだら、投資判断に大きな変更がない限り保有し続ける。そのためポートフォリオの売買回転率は高くても年率25%程度で、一旦投資した銘柄を平均して4年以上にわたり保有し続けることになる^(注6)。このように少数銘柄の長期保有からリターンを積み上げるためには、個別銘柄に関する深い洞察と理解を必要とする。企業の成長力や競争環境に関する突っ込んだ分析が必要であり、運用者は中長期の経営に関して経営陣とじっくり話し合う動機をもつ。また、投資先を少数の銘柄に絞り込むため、投資した会社のまとまった株式を保有することが多く、その場合、主要株主として会社の経営に対して睨みを利かせることができる。

ところで一般に、組織に関与する利害関係者が経営の劣化に対処する方法には2通りがあるとされる。1つは経営方法の改善を目指して経営者に対して声を上げることである。そして、もう1つは組織を見限って退出することである。“声を上げる”というと真っ先に思い浮かぶのは、劇場型の派手な行動で経営陣と対決姿勢をとるアクティビストだろう。しかし日本において“声を上げる”ことのガバナンス効果を、成果として積み上げてきたのは、集中型投資の手法をとる一群の投

資家である。これらの投資家は問題がある経営内容に注文をつける動機と能力をもち、また主要株主として発言力も大きい。とはいうものの、この投資手法は多くの投資家がとれるものではない。実際、日本では投資家全体に占める集中型投資の割合は運用資産ベースで数%にすぎないと推測されている^(注7)。日本に限らず米英でもアクティブ運用の多数派は、集中型投資ほど保有銘柄を絞り込まず、またより頻繁に売買してリターンを積み上げる投資家からなる。

4.2 多数派アクティブ運用のガバナンス効果

近年米英では、頻繁に売買を繰り返す多数派アクティブ運用に関する評判が芳しくない。投資判断の材料が目先の企業業績など短期的な経営情報に偏りすぎているというのである。短期的な情報に過度に反応する売買が市場取引の大宗を占めると、それが株価形成に影響し、企業の経営判断を短期志向にさせる、という懸念が実務家や研究者、さらには政治家の間でも共有されている。これは短期志向の投資家による負のガバナンス効果と言うべきもので、米英ではこうした短期主義の弊害が実際に広範囲に存在することが実証的に確かめられている^(注8)。そして、そうした研究成果を根拠に長期保有の株主を優遇すべきという意見が勢いを得ている。

日本では、投資家の関心が短期的な情報に偏っているとの嘆きの声が経営者から漏れ聞

かれることはあるにしても、さらに進んで、短期志向の投資家行動が経営を短期主義に陥らせる、という見方をする人はほとんどいないと言ってよい。それは喜ぶべきことかもしれないが、経営者に短期の経営成果を上げさせる圧力が十分働いていないことを意味するとも解釈できる。そうだとしたら、むしろ問題だと言うべきだろう。実際、市場環境の変化への素早い対応が求められる局面では、短期に成果を求める投資家からの圧力が経営者による変化への対応を早め、長期的にもより良好なパフォーマンスにつながる、という実証結果が米国企業に関して得られている^(注9)。日本の多くの会社はこのような局面にあると考えられるから、むしろ短期に成果を求める圧力がより強く働くことが望ましいという見方もできる。

短期主義の弊害で米英で特に問題視されているのが、実物投資やR&D投資といった成長投資が短期志向の経営によって損なわれることである。すなわち、短期の企業業績に株価が過度に反応する状況では、長期的な観点からの望ましい成長投資であっても、一時的な業績悪化を嫌った経営者がそれを控えるかもしれない、というのである。こうした懸念と関連して注目したいのが、投資した会社のまとまった量の株式を保有するブロックホルダーの売買行動で、最近、とりわけ理論面から解明が進んでいる。それによると、ブロックホルダーの売買行動、とりわけ売る行動は短期志向の圧力に押されがちな経営者の行動

を抑制し、成長投資を後押しする効果をもつ(注10)。

これには情報獲得コストの問題が絡んでいる。すなわち、ブロックホルダーは大きなポジションをもつので、たとえ獲得コストがかかっても、独自の情報にもとづき投資判断を下すことが採算に合う。このようなブロックホルダーが主要株主である会社において、成長投資によって一時的に業績が悪化しても、情報をもつブロックホルダーは一時的な現象だと判断するし、また業績悪化に反応した短期視野の投資家の売りによって株価が下落すれば、むしろそれをチャンスと見なして買い増すので、株価の過度な反応が抑えられる。他方、一時的な業績悪化による株価下落を回避しようと経営者が成長投資を控えれば、それを嫌ったブロックホルダーの売りを誘発するので、却って株価は下落する。つまり、保有し続けるにせよ売却するにせよ、情報をもつブロックホルダーの行動は企業のファンダメンタル価値を市場に伝えて株価に反映させる効果があり、これが経営者による成長投資を後押しする働きをする。

このようなメカニズムが有効であるためには、ブロックホルダーによる情報にもとづく機敏な売買を支える流動性が市場に備わっていないとしない。また複数のブロックホルダーによる戦略的な売買行動がガバナンス効果を高めるので(注11)、株主構成は単一ブロックホルダーによる集中保有型でなく、数%のブロックを保有する複数の投資家が競合

する比較的分散した構造をもっていなければならない。2. で述べた所有の機関化と再集中化によるブロック保有の進展は、こうした最適条件が市場において醸成されていくプロセスとして解釈することができるかもしれない。

4.3 パッシブ運用のガバナンス効果

米国ではリーマンショック以降、パッシブ運用が急拡大している。リーマンショック以前の2006年にはS&P500指数に属する上場会社の株式の5%が、インデックス運用の国内ミューチュアルファンドもしくはETFに組み入れられていた。2016年にはこの比率が12%まで上昇している(注12)。パッシブ運用の拡大は、2. で述べたように、Vanguard、BlackRock、State Streetといった、パッシブ運用に傾斜した運用会社が市場占率を高める大きな要因となっている。このようにパッシブ運用が投資家全体に占める割合を高めているのは米国ばかりではない。日本でも公的年金を運用する年金積立金管理行政法人(GPIF)が2002年度以降、パッシブ運用に傾斜し、近年は国内株式の8割以上をパッシブ運用に投じている(注13)。また、2010年に始まった日銀によるETFの買い入れもインデックス運用の拡大に寄与している。

パッシブ運用の急拡大を背景に、米国ではそれが上場会社のガバナンスに及ぼす影響に関心が高まっている。その理由の1つとして、米国でアクティビストによる企業への攻勢が

活発となり、しかも成功していることが挙げられる。アクティビストがプロキシ・ファイトを仕掛けた事例をみると、この数年、全体の4割から5割強でアクティビスト側が少なくとも1名の自陣候補を取締役に送り込むことに成功している^(注14)。

アクティビストが成功するための鍵は、どれだけ多くの個数の議決権を自らの陣営の支持に取り込むことができるかである。パッシブ運用の拡大を背景に、大きなパッシブ運用残高をもちパッシブハウスと呼ばれる運用会社がどちらの側を支持するかがアクティビストによるプロキシ・ファイトの帰趨を制する大きな要因となっている。例えば、アクティビスト・ファンドであるTriamが2015年にDuPont社に対して仕掛けたプロキシ・ファイトでは、ISSとGlass Lewisという二大議決権行使助言会社が株主提案に対して賛成推奨したにもかかわらず、同社の三大株主であるVanguard、BlackRock、State Streetが会社提案を支持して、アクティビストの提案は退けられた^(注15)。その一方で、これら3社をはじめとする機関投資家がアクティビスト提案の支持に回る事例も多く、アクティビストの攻勢にさらされる経営者にとって、主要株主であるパッシブハウスの支持を取り付けることが緊要の経営課題となっている。

米国におけるパッシブ運用の拡大とアクティビスト活動との関係については、実証分析が行われている。それによると、パッシブ運用の投資家による株式保有比率が高いこと

と、アクティビスト活動の対象となることとの間に統計的な相関関係は認められない。しかしパッシブ保有比率が高い会社では、アクティビストがとる戦術がより踏み込んだものとなり、例えばプロキシ・ファイトにまで発展する可能性が高くなる^(注16)、という関係が認められる。つまり、パッシブ保有比率の高い会社は、必ずしもアクティビストが狙いを定める対象でないにしても、アクティビストにとって攻勢を仕掛け易い存在だ、ということを実証結果が示している。実際、パッシブ保有比率が高いということは、実態として株式保有が数社のパッシブハウスに集中していることを意味する。アクティビストにとってみれば、めぼしい幾つかの投資家の支持を取り付ければ勝てるということで、プロキシ・ファイトを仕掛けやすい環境が作り出されていると言える。

このように、米国ではパッシブ運用の拡大により集積した議決権に、アクティビストの存在が梃子の効果を及ぼし、大手パッシブハウスの発言力を潜在的に高める状況が生まれている。こうした状況を反映して、実証研究からは、パッシブ運用の投資家が経営者の意思決定に対する影響力を現実に強めている様子が浮かび上がる。すなわち、パッシブ保有比率が高く、潜在的にその影響力が強まっている会社では、パッシブ運用の投資家もつ企業統治改革への関心と整合的に、独立取締役の割合が増加しポイズンピルが撤廃されるなど統治機構や権限分配のあり方がより株主

寄りになる傾向が見られるのである（注17）。また、実証研究によれば、パッシブ保有比率が高いと株主総会において会社提案への反対比率が増え、ガバナンス関連の株主提案への賛成比率が増えることも明らかにされている（注18）。これからは、議案反対の議決権行使や関連したエンゲージメントを手段として、パッシブ運用の投資家はその影響力を行使することが窺える。

■ 5. おわりに

これまで見てきたように、一口に投資家といっても、その種類は様々である。ガバナンス効果の観点からは、投資家を3つのグループに分けられるように思われる。第1に、集中型投資の手法をとる投資家である。これらは、個別経営の内容に立ち入って声を上げる動機と能力をもち、大きなガバナンス効果を上げられる。ただし、集中型投資の手法はアクティブ運用のうちでも一握りの投資家がとりうるものである。その他の多数派は主として売買行動を通してガバナンス効果を及ぼし、これが第2のグループを形成する。これら2つのグループに共通しているのは、投資家として運用利益を求めるプロセスの延長線上にガバナンス効果があることである。これに対し、ガバナンス効果が投資運用のプロセスから切り離されているのがパッシブ運用の投資家である。第3のグループを形成するこれら投資家の関心は投資先の会社の企業統治

改革にあり、集中型投資や多数派アクティブ運用が対象とする先よりさらに広範な投資先に対して、議案反対の議決権行使や関連したエンゲージメントを通して企業横断的なガバナンス効果を及ぼす。

このように、投資家の種類が異なれば、及ぼすガバナンス効果は性格が大きく変わる。近年、企業行動を律する監視役として投資家を位置づけ、その行動を政策的な枠の中にはめ込もうという動きが強まっている。その際、ガバナンス効果における投資家の多様性が十分考慮されず、一律に同様の効果を及ぼすことがどの投資家に対しても求められているとすれば、満足のいく成果が上がらないことは予想できるところである。投資家の多様性、そしてガバナンス効果の多様性に関するしつかりした認識を形成することが、生産的な議論のために何よりも重要だと考えられる。

（注1） 株主構成によってガバナンス効果が異なるとすれば、株主構成を“最適化”することが意味をもつ。最適化とは、言葉を換えれば“投資家も経営者に選ばれる”ことである。その是非を含めた議論については、拙著「エンゲージメントの時代における経営者と投資家の関係—企業へのインプリケーション」月刊監査役666号（2017年4月25日）51～52頁を参照。

（注2） このような政策的な動きがいち早く進んだのが英国である。その中で「スチュワードシップ責任」の考え方が打ち出された。これは、その後、大陸欧州や日本、そして米国に広がって行った。詳細については、拙著「エンゲージメントの時代における機関投資家の役割—スチュワードシップとコンプライ・オア・エクスプレインを巡って」戸

善一・後藤元編著『コーポレート・ガバナンス改革の提言—企業価値向上・経済活性化への道筋』（商事法務、2016年）を参照。

(注3) 先進主要国における所有の機関化の詳細については、拙著、前掲（注1）、47～48頁を参照。

(注4) Paul Davies, *Shareholders in the United Kingdom*, in RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER 355, 365 (Jennifer G. Hill & Randall S. Thomas eds, 2015).

(注5) Sullivan & Cromwell LLP, 2016 U.S. Shareholder Activism Review and Analysis 4 (Nov. 28, 2016), available at https://sullcrom.com/siteFiles/Publications/SC_Publication_2016_U.S._Shareholder_Activism_Review_and_Analysis.pdf.

(注6) 堀江貞之「脱市場投資のあり方—ロングオンリー絶対リターン型株式投資の内外事例」川北英隆編著『「市場」ではなく「企業」を買う株式投資』（金融財政事情研究会、2013年）75～78頁。

(注7) 堀江貞之・中神康議「資産運用業界を動かす」『山を動かす』研究会編『ROE最貧国日本を変える』（日本経済新聞社、2014年）図表2-1。

(注8) 詳細は、拙著「エンゲージメントの時代における機関投資家の役割—日本における新しい投資家像構築へ向けて—」旬刊商事法務2109号（2016年8月25日）28頁および脚注を参照。

(注9) Mariassunta Giannetti & Xiaoyun Yu, *The Corporate Finance Benefits of Short-horizon Investors* (ECGI-Finance Working Paper No. 467/2016, Apr. 2016).

(注10) 以下の記述は、Alex Edmans & Clifford G. Holderness, *Blockholders: A Survey of Theory and Evidence*, 27-30, 32-33 (ECGI-Finance Working Paper No. 475/2016, Aug. 2016) に負っている。この論文はブロック保有の経済効果について最近の研究を包括的にサーベイしている。

(注11) *Id.*, at 30.

(注12) Sullivan & Cromwell LLP, *supra* note 5, at 3.

(注13) 年金積立金管理運用行政法人『平成27年度業務概況書』108頁〔2〕パッシブ運用及びアクティ

ブ運用の割合の推移（市場運用分）（2016年）。

(注14) Sullivan & Cromwell LLP, *supra* note 5, at 18.

(注15) 例えば、Francis J. Acuña *et al.*, *DuPont's Victory in the Proxy Fight with Trian* (May 20, 2015, available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/05/20/duponts-victory-in-the-proxy-fight-with-trian/>) を参照。

(注16) Ian R. Appel, Todd A. Gormely & Donald B. Keim, *Standing on the Shoulders of Giants: The Effects of Passive Investors on Activism*, 18-22 (working paper, Mar. 15, 2016), available at <https://papers.ssrn.com/abstract=2693145>.

(注17) Ian R. Appel, Todd A. Gormely & Donald B. Keim, *Passive Investors, Not Passive Owners*, 121 J. FIN. ECON. 111, 123-125 (2016).

(注18) *Id.*, at 127-128.

・本稿で述べる意見はすべて筆者個人のもので、所属する団体等の見解を代表するものではない。

