

機関投資家とのエンゲージメントは日本企業を復活させるか？

スティーブン・ボーゲル カリフォルニア大学バークレー校教授

浅野敬志 首都大学東京教授

日本ではガバナンス改革が進行中だ。独立社外取締役の複数選任や指名委員会・報酬委員会の設置など、日本企業はガバナンス改革に真摯に取り組んでいる。課題はガバナンス改革の実質的な深化だ。今年6月1日、東京証券取引所はコーポレートガバナンス・コードを改訂し、金融庁は「投資家と企業の対話ガイドライン」を公表した。これらを通じて、日本企業にガバナンス改革の実質的な深化を迫ろうとしている。

💡 日米の企業モデルの長短

ガバナンス改革で目指す企業モデルは伝統的な日本型モデルと米国型モデルの中間領域にある(図表参照)。伝統的な日本型モデルは従業員、銀行、取引先企業との長期的な関係を前提としたもので、日本的経営とも呼ばれる。ガバナンスについては、メインバンクが業績を監視し、業績が悪化した場合に企業に介入するといった状態依存型ガバナンスを採用する。短期的な業績悪化に左右されない、中長期視点での経営を可能にするが、身内・仲間重視で緊張感に欠けるといった問題点がある。

米国企業は徹底した株主資本主義のもと、株主・投資家のために高い投資効率を追求する。米国では活発な外部労働市場や企業の売買市場(M&A)が存在し、業績不振が続く場合、経営者の交代や敵対的買収により経営の新陳代謝が図られる。ガバナンスについては、資本市場のメインプレーヤーである機関投資家が退出

(exit:業績不振企業の株式を売却)と発言(voice:経営改革の要求)を通じて企業に規律を求める。米国型モデルは経営に緊張感をもたらすが、近視眼的思考に陥りやすいといった問題点がある。

💡 エンゲージメントには期待できない？

ガバナンス改革は国内外の機関投資家に日本企業との建設的な対話(エンゲージメント)を求めている。リーマン・ショック以前、村上ファンドなどのアクティビスト(物言う株主)がたびたび世間を騒がせたことはまだ記憶に新しい。当時の彼らは株主の権利を声高に主張し、強引にも映る手法で日本企業に経営改革を求めた。彼らの発言は短期的利益の獲得を目指したものであり、企業の持続的成長や企業価値の向上を目指すエンゲージメントとは異なる。

機関投資家のエンゲージメントは日本企業に規律をもたらすのか。現状ではノーと言わざるを得ない。理由は2つある。1つは、パッシブファンドのエンゲージメントが期待できないからだ。パッシブ運用はインデックスに連動した投資リターンを追求する運用手法で、その割合は急増している。改訂スチュワードシップ・コードの指針4.2は、長期投資家であるパッシブファンドにエンゲージメントを求めている。しかし、インデックスを構成する全銘柄に機械的に投資するパッシブファンドにエンゲージメントを期待するのは非現実的だ。エンゲ

〔図表〕日米の企業モデル

伝統的日本型モデル (調整型モデル)	特徴	米国型モデル (自由市場型モデル)
利害関係者全体	主たるステークホルダー	株主・投資家
内部(低い流動性)	労働市場	外部(高い流動性)
銀行信用中心	金融システム	資本市場中心
メインバンク・関係者	モニタリング(監視)	機関投資家・社外取締役

ジメントで特定銘柄の中長期リターンを改善させるより、エンゲージメントを控えて運用手数料を安くしたほうが、顧客から高く評価されるからだ。複数の機関投資家が協働で行う集团的エンゲージメントも提案されているが、その効果も現時点では不明である。公的年金を運用するGPIFはパッシブファンドに対して、エンゲージメントを含めた新しいパッシブ運用のビジネスモデルの提案を要請しているが、昨年は具体性のある提案がなかった。

もう1つは、アクティブファンドのエンゲージメントも期待しにくいからだ。アクティブ運用はインデックスを上回る投資リターンの獲得を目指す運用手法である。独自の企業分析に基づき特定銘柄に集中投資するため、エンゲージメントを行うインセンティブはパッシブファンドより大きい。しかし、高い手数料に見合ったリターンを上げようとするあまり、エンゲージメントを行わず目先の企業業績で短期売買(退出)を繰り返す場合が多い。企業に発言する場合も、大幅な配当や自社株買いを迫って短期的な株価吊り上げを狙うなど、中長期視点に欠ける場合が多い。

市場の効率化により安値で放置され改善余地の大きい企業が減りつつあるなか、アクティブファンドの姿勢が変わりつつある。GPIFによる「第2回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」(2017年)では、多くの企業がアクティブファンドのエンゲージメントを有益と回答している。彼らが企業に求める経営戦略は中長期視点に変化しているようだ。とはいえ、利己的とされるアクティブファンドがこの先も中長期視

点のエンゲージメントを続けるかどうかは現時点では不明だ。

💡 日本型企業モデルのアップデートを!

海外からの投資を促し資本市場を活性化することは、日本経済を成長させるうえで重要である。海外機関投資家の眼に、日本企業が不透明で株主を軽視しすぎていると映っているのであれば、その批判に応えなければならない。ただし、日本企業は米国型モデルに完全移行しなくても、伝統的な日本型モデルを改良・アップデートすることで十分に対応可能だ。実証研究でも、米国型モデルの特徴的な行為、たとえばストック・オプション、自社株買い、社外取締役ですら必ずしも中長期の企業価値を高めるとは限らないことが知られている。株主・投資家の利益を優先するあまり、他の利害関係者の利益を犠牲にする株主至上主義に陥ることも心配される。

持続的成長と企業価値向上の実現を図るために日本企業が改良・アップデートしなければならないことは次の6つだ。(1) 短期的利益ではなく企業価値向上の観点から有益な提案を行う機関投資家とのエンゲージメントに積極的に取り組むこと。(2) 企業経営の強みを活かすように独立社外取締役を有効活用すること。(3) 企業の透明性を高めるために会計・監査を強化すること。(4) 従業員、銀行、提携企業、他の利害関係者との関係強化を継続し、情報経済への対応も強化すること。(5) 株主・投資家だけでなく他の利害関係者とのエンゲージメントにも取り組むこと。(6) 経営者の選解任・育成における客観性・適時性・透明性ある手続を確立すること。