

エンゲージメント時代の投資家と取締役会の役割は何か

コーポレートガバナンスを議論する上で、機関投資家が果たすべき役割は重要であり、企業と機関投資家とのエンゲージメントの気運は高まっている。江口高顯氏は、経済産業省や金融庁の有識者会議の委員を担当し、2015年6月には「投資家フォーラム」の立ち上げにも参画している。江口氏に、エンゲージメントの時代の投資家と取締役会の役割について伺った。



話し手：投資家フォーラム 運営委員 タカアキ 江口 高顯 氏

企業の考えを聴取し、 投資家側の意見を伝える サウンディングボードに

●さっそくですが、江口様たちが立ち上げられた「投資家フォーラム」のミッションについてお聞かせいただけますか。

江口:「投資家フォーラム」の最大の目的は、企業と投資家との対話の促進です。

第一に、機関投資家が集える場を作りたいと考えました。こうした場に投資実務経験者が参加して、意見交換した結果を集約する。集約した意見を、他の機関投資家や投資先企業に発信することをとりわけ重視しています。このフォーラムを運営する母体として、2015年6月に運営委員会を発足させました。現在の運営委員は私を含めて7名です。

第二に、企業側の考えを聴取して、それに対して投資家側の率直な意見を伝えるサウンディングボード(反射板)の役割を果たしたいと考えています。

取り上げる題材は、個別企業に限定される問題ではなく、多くの企業に共通する問題や課題を取り上げます。それを投資家の間で議論し、発信します。

これまでの活動の詳細は「投資家フォーラム」のホームページ*1を参照してください。

機関投資家とのエンゲージメントで、 コードの実効性を活かす

●本日は江口様個人としてのご意見をお伺いできればと思います。

エンゲージメントは機関投資家と投資先企業との建設的な「目的を持った対話」と説明されています。しかし、日本ではまだその概念そのもの

が浸透しておらず、そのような説明だけでは腑に落ちない方も多いかもしれません。このエンゲージメントという概念はどのような局面で生まれたのか、お考えをお聞かせいただけますか。

江口:本質的なところを言えば、エンゲージメントは「議決権を背景にして、機関投資家と投資先企業が行う対話」です。エンゲージメントという概念の背景を理解するには、英国での経験を振り返るのがよいと思います。

エンゲージメントは、1980年代から90年代にかけて英国で他の国に先駆けて発展してきたものです。このころ英国では、株主構成のうちに占める機関投資家の割合が大きくなっていました。これはすべての先進国で同時並行的に起こったことですが、英国では他の国に先行して機関投資家による所有が進んだのです。

機関投資家が投資先の企業に何か意見を言うとき、あるいは要求を実現してもらいたいときに企業側と交渉するわけですが、その交渉の手段として自然発生したのが投資先企業とのエンゲージメントです。したがって本質は、機関投資家による自己利益の追求の営みなのです。

英国での特徴は、エンゲージメントが集団的な行動として行われた点です。たとえば、問題が認められた企業があるときに、複数の機関投資家が対話に関心を示します。その際に投資運用関係の業界団体や主要な機関投資家が音頭を取り、いくつかの投資家に声をかけるのです。ポイントは複数の機関投資家が共同で企業との対話に臨むことです。これを集団的なエンゲージメントと言います。これにより企業への発言力は強くなります。

このような集団的な対話が可能になったのは、当時の英国に固有の状況があります。法制面の障壁が低かったことでもあります。基本的には同質的で相互に關係が密な投資家コミュニティが成立しており、それらが英国株の主要な部分を運用していたことが集団的なアプローチを可能にした大きな要因です。

*1 <http://investorforum.jp/>

そのような背景を考えると、当時の英国と現在の日本では条件がかなり異なっています。したがって、英国の経験を日本にそのまま移植することはできないと思います。

●エンゲージメントの本質は機関投資家による自己利益追求の営みとのことです。当時の英国のエンゲージメントでは投資先企業の価値を高めるという視点はあったのでしょうか。

江口: 基本的には投資先の企業価値を高めることが投資家にとっての利益です。ただし、投資家の主張や行動が投資先の企業価値を高めるものだったかは、疑問が残ります。たとえば当時のエンゲージメントで取り上げられたのは無議決権株式でした。議決権に差がある種類株式の発行は一般投資家の利益にならないという観点から機関投資家は発行に反対しました。しかし、無議決権株の発行が企業価値にとってプラスかマイナスかを考えると、必ずしもはっきりしない面があります。

●スチュワードシップという言葉も、なじみが薄く分かり難い概念です。具体的にはどのような狙いが込められたものなのでしょうか。

江口: 「スチュワードシップ(stewardship)」は英国特有の概念であり、米国ではあまり馴染みがありません。したがって、この言葉の背景についても英国の歴史を振り返ることが必要です。

エンゲージメントの大きな転機になったのは1992年のキャドバリー・レポートです。有名なベストプラクティス・コードを、キャドバリー委員会の報告書の形で公表しました。これがガバナンス・コードの走りと言われています。

ベストプラクティス・コードの適用に当たり、コードのエンフォースメント、つまり実施を確保する主体として機関投資家が位置付けられました。機関投資家によるエンゲージメントが圧力となって、コードが実施される

ことになるだろうというわけです。

コード自体はベストプラクティスという名称からも分かるように法令ではなく強制力もありません。実施状況の開示が上場規則に定められているだけです。そうした建て付けにおいてコードが守られることを担保するのが機関投資家による企業とのエンゲージメントだと位置付けられたのです。これにより機関投資家のエンゲージメントは、パブリックな性格を帯びることになりました。

●本来、機関投資家による自己利益追求の営みが、パブリックなものとして位置付けられたとのことですが、そこに混乱はなかったのでしょうか。

江口: それまでは問題が発生していたときに随時行われていたエンゲージメントが日常的なものとして定着しました。しかし、期待に反して、個別企業の経営問題に対してはエンゲージメントが進んでいないという課題認識が政策側で根強くもたれていました。

そのような問題意識を表明したのが2001年のマイナース・レビューです。さらに2009年のウォーカー・レビューではエンゲージメントに対するさらなる政策的なてこ入れとしてスチュワードシップ・コードの起草が提案され、2010年にコードが制定されました。

ガバナンス・コードが企業の行動規範を定めるのに対し、スチュワードシップ・コードはアセットオーナーを含む機関投資家の行動規範を定めるものです。ガバナ



ンス・コード」という規範をエンフォースする主体として機関投資家が位置付けられましたが、スチュワードシップ・コードの導入により今度は機関投資家が規範に服することになったわけです。最初は、プライベートイニシアチブと言ってよかったエンゲージメントが社会的な義務となりました。

●英国での経緯が良く理解できました。その公共的な取り組みの運用にはいろいろな課題があるのではないかと思います。投資家側にはどのような課題があるとお考えでしょうか。

江口：公共政策としてガバナンス・コードを捉えると、その本質は政府による企業行動への介入です。それを法令などを通じて直接的にはなく、機関投資家を通して間接的に行います。つまり、機関投資家にガバナンス・コードのエンフォースメントを担わせ、その上で機関投資家をスチュワードシップで縛るという形で、2階建ての構造をもった規制にしているのです。

これは巧みな仕掛けと言えますが、その一方で、スチュワードシップ・コードが必ずしも機関投資家のビジネスモデルと整合しないという問題点があります。どうということかと言うと、大手の機関投資家や運用会社の存在意義は分散投資にあるからです。分散投資を低いコストで個人などの小規模投資家にも提供することが大手の運用会社の社会的な意義だと言えます。ところがスチュワードシップの活動は集中とコミットメントを要求します。つまり個々の企業に問題があった場合に、その企業の問題を指摘していくという活動ですので、分散投資の逆を行かなければなりません。ここにビジネスモデルとの衝突があります。ですから、初めから分散投資を目指さないような運用会社をのぞいて、分散投資を主体とする運用会社にとって、スチュワードシップ・コードの実践は負荷の大きなタスクになっていると言えます。

コンプライ・オア・エクスプレインを活かし、ガバナンスに柔軟性を持たせる

●課題があることは理解したうえで、この問題は一旦ここまでに留めたいと思います。

日本でも昨年(2015年)6月にコーポレートガバナンス・コードが導入されました。すでに導入されている英国などと比較して、コード導入の経緯や背景の違いはあるのでしょうか。

江口：コーポレートガバナンス・コードは、ベストプラクティス、すなわち望ましい実践のあり方を基準として示すもので、その意味で規範性を持っています。英国では、企業不祥事がキャドバリー委員会によるコード策定の引き金になりました。つまり、ベストプラクティス・コードは企業不信の高まりへの政策的な対応だったわけです。ここ数百年の歴史を振り返ると、企業不祥事が絶えることはなく、不祥事が起きることに、企業経営の規律を高めようと、法令整備など政策的な対応を通して政府が企業経営に介入を繰り返しています。ベストプラクティス・コードもこうした歴史の繰り返しの一部と見ることができます。

日本の場合、コード導入の意図として重要なのが、海外投資家の目への対応でした。英国に遅れてドイツは2002年にコードを導入しましたが、ドイツも日本と同様、コード策定にあたって、海外の機関投資家の目を意識しています。その背景には海外投資家が国内株式の主要な投資家としてプレゼンスを高めていったことがあります。これは日本も同様です。海外投資家、とりわけ米英の投資家が株主としてのプレゼンスを高めると、彼らが国内企業をどのように評価しているかに感度が高まり、このような投資家を意識してコードが作成されたと思います。

●なるほど、わかりました。英国では企業不信の高まりへの政策的な対応という側面が強かったのに

対し、日本ではより海外投資家の目を意識し、中長期的な企業価値の向上に資することも政策関係者の狙いであったと理解しました。

コーポレートガバナンス・コードの特徴といえるコンプライ・オア・エクスプレインに込められた本来の意義について、江口さんはどのお考えでしょうか。

江口:コーポレートガバナンス・コードは望ましい実践のあり方を示すものですので、一定の規格化が必要となります。この規格化に加え、コードに柔軟性を持たせようとしたところに、コンプライ・オア・エクスプレインの大きな特徴があると思います。重要なポイントは、コードが定める基準の遵守を強制していないことです。つまり、基準を実施していない場合でも、それを説明することで許容し、コードが画一的になることを防ぎ、柔軟性を持たせようとしています。

なぜ基準を設定しながら、同時に柔軟性を確保するかというと、すべての会社に適用できる単一の基準を考えると、コーポレートガバナンスに関して現実的でない判断しているからです。したがって、会社が基準と異なる考えを採っている場合、そのことによる基準からの乖離が適切かどうかの判断は、市場、具体的には市場の参加者である投資家に委ねるべきと考えられています。

●3月決算の上場企業の開示が昨年末で出そろいました。各項目を個別に見ていくと、日本では定着していない取締役会評価などをのぞくと、8割以上の項目がコンプライされているという状況です。日本では初めての開示ですので、日本企業の取り組みについての判断は時期尚早だと思いますが、企業側の柔軟性という視点から、英国などではいかがでしょうか。

江口:まず日本の状況ですが、最近新聞で目についたある調査によれば、昨年12月末時点で、73項目をフルコ

ンプライすると答えている企業は全体の15%弱だそうです。これが多いか少ないかは判断が分かれるところでしょうが、私はほどほどだと感じています。特徴的なのは金融機関で、50%がフルコンプライしています。ただし個別の企業ごとに説明の中身を見ると、コピー&ペーストしたような形式的な記述が目立つことも事実です。

しかし、これは日本だけの特徴ではありません。コード導入時に形式的対応が目立つのは、日本に導入が先行した英国でもドイツでも同様で、詳しい実証研究があります。たとえばコンプライしない場合に、理由を説明しない、あるいは説明しても毎年内容が同じということが、英国でもドイツでも指摘されています。また、オランダでの研究調査では、レピュテーション(評判)リスクに敏感な会社ほど説明がパターン化し、形式化する傾向があることが確かめられています。

英国とドイツのコード対応の比較からは、コンプライ・オア・エクスプレインの実際について示唆に富む知見が得られます。英国はドイツに比べてコンプライの割合が圧倒的に高く、一方でドイツでは不実施の場合の説明がない、あるいは形式的な記述になっている割合が英国より高くなっています。この調査がドイツで行われたのはコーテックス(ドイツ・コーポレートガバナンス・コード)が導入された直後の2000年代の初めです。つまりコード導入から間もないため、企業の間でコードへの十分な納得感がないことが大きな要因だと考えられます。

英国の結果も同じ時点の調査ですが、すでにキヤドバリー・コードが導入されて10年程経っています。またキヤドバリー・コードは導入当時、英国の先進的企業ですでに実施されていたベストプラティスを集成したもので、企業の間での納得感にドイツと差がありました。

この差がコンプライの割合や形式的な説明の割合の差になって現れたと考えられます。これは日本のコードへの対応を考える上で示唆的だと思います。

●日本では納得感についてどう考えていますか。

江口: 難しいところですね。インタビュー調査によれば、ドイツでは上から押し付けられたという意識が強かったという結果が出ています。またドイツではかなり拙速というか、急いで導入されました。期間は1年ぐらいです。それでもドイツの方が日本よりもかけた時間は長かったです。日本は数カ月ほどですから。それが何らかの目安になるとしたら、日本企業の納得度が低いとしても、今は止むを得ないかもしれません。

ガバナンスのあり方を真剣に考え、 投資家が支援することで ガバナンスは向上する

●世界的な潮流として、コーポレートガバナンスに関する規制を強化する流れがあるように思いますが、このような動きをどう見えていますか。

江口: 欧州を中心にコーポレートガバナンスの規制強化の動きがあります。基本的な認識としては、企業によるエクスペインが不十分であり、説明内容の充実に向けた措置が必要だとしています。制定法による対応が必要だという意見も欧州委員会では強いようです。具体的には、基準を実施しない場合の説明要件をガイドライン等の形で明確化する方向で、その上でさらに説明の充分性を当局が監視することも規制当局の頭の中にはあります。現実にはそこまで強行するのは時期尚早との意見があり、実現していませんが、グリーンペーパー*2にも当局による監視強化の発想が表われています。

英国は欧州委員会に比べて規制に慎重ですが、その英国でもエクスペインに対する強化を図るべきではないかという論調は根強くあります。

●欧州でも企業のエクスペインが不十分との問

題意識から、規制強化の動きも根強くあるということを理解しました。しかし、本来実効的なガバナンスにはそれぞれが最善を尽くすという自己規律が中心にあるべきだと考えますが、いかがですか。

江口: 私も、規制強化はガバナンスの形式化を助長するだけだという懸念を持っています。これはコンプライ・オア・エクスペインがコードへの柔軟性を確保するという本来の狙いを離れ、いわばコンプライ・オア・コンプライと化してしまうプロセスでもあります。

実際、エクスペインに対する規制が強く働く場合に、何も言われずに済ます方法は「コンプライします」と言うてしまうことです。本来の趣旨に従って細かな説明をすると返って揚げ足を取られかねないので、かなり慎重に説明文章を考えるということになります。

これは日本に先行した国々で見られたパターンで、日本でも同じような対応が見られます。企業のこういう行動が予想される中で、規制強化の方向性はあまり生産的ではないと私は考えています。経営者と取締役会が、自社にとってより良いコーポレートガバナンスのあり方を真剣に考え、それを投資家が支援していくという組み合わせの中で、ガバナンスは初めて実質的な向上が見られると私は考えています。



*2 欧州委員会が特定の政策分野に関して刊行する文書。ドキュメントとして立法のための参考資料として関係者に配布される。

企業の取り組みを投資家が支援し、 企業は投資家を選ぶ

●日本ではスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードを車の両輪として機能させることが期待されています。そのために企業と投資家の協働的な関係を目指す上で、投資家、企業それぞれのありべき姿について、どのようにお考えでしょうか。

江口：それは今後の日本のコーポレートガバナンスを考える際の重要なポイントですね。

私は2つのキー概念を考えています。ひとつは企業の取り組みを投資家が支援するという概念です。もうひとつは企業が投資家を選ぶという視点です。この2つのキー概念の組み合わせで、これからのコーポレートガバナンスが展開していくと見ています。

スチュワードシップは、問題視された企業の行動を是正するという側面が強調されて議論されています。この側面を強調する観点に立つと、比喩的にいえば、投資家は上から目線で企業と相対することになります。しかし、私はボトムアップの発想が大事だと考えています。そのひとつの要素が第一のキー概念である、企業による価値形成を投資家が支援するという視点です。当たり前ですが、企業価値形成の主体は企業です。企業の価値生成にとってプラスになることを投資家がインプットできることがスチュワードシップの中味だと考えています。この点は第二のキー概念に関連します。



すなわち、スチュワードシップ・コードの導入によって投資家と企業の対話が増えるわけですが、企業の側は「これはと思う投資家」に重点的に働きかけるようになるのが自然な成り行きです。つまり、付き合う価値がある投資家と、そうでない投資家が企業により選別されるということです。このことを投資家は自覚しなければなりません。

●企業が投資家を選択する際の尺度として中長期投資という視点の重要性は理解できますが、そのような投資家による株主構成が目指す姿だとお考えでしょうか。

江口：企業が投資家を選ぶ尺度は企業価値に置くべきというのがポイントです。最近、四半期ごとの決算予想の公表を取りやめる企業が出てきています。これは中長期の視点から企業価値を評価してくれる投資家にこそ株主になってほしいという企業の考え方の表れです。企業価値の形成に貢献すると思われる投資家に積極的にアピールしていくわけです。

このような観点は、最近、米国や英国で改めて取り上げられているショートターミズム（短期主義）と密接に関連しています。たとえば1株あたり利益（EPS）ターゲットを下回ることが見込まれる状況のとき、自己株を取得し、株数を減らすことでEPSターゲットを満たすことができます。こうしたその場を繕うような企業側の行動を短期主義と言いますが、企業側の行動を促しているのが投資家からの圧力だというわけです。つまりターゲットを上回るか下回るかで投資家が投資判断を行っているという実態が、企業において短期主義な行動を助長する原因になっているのです。

しかし、企業がEPSを繕うような行動をとっているとしたら、どこかにツケが生じます。米国の実証研究では、短期的な行動をとる株主が多い企業ではEPSターゲットを満たすために、R&D投資等を削減して、自己株取得に走る行動が見られることが確認されています。短期主義が長期的視野での実物投資を削減させているわけで、

まさに企業価値を破壊するものです。短期主義を懸念する声が高まる中で、長期保有株主を優遇すべきという意見が勢いを得ています。欧州では、フランスの事例*3でも分かるように、長期保有株主優遇の考え方は比較的自
然なのですが、これまでそうした考え方に賛成してこ
なかつた米国や英国でも議論されるようになってい
ます。

ただし、保有期間だけに着目することは適切でない
と私は考えています。長期保有そのこと自体が必ずしも
企業価値にプラスになるとは言えないからです。

これに関連して、最近、米国で面白い理論的な研究が行
われています。それによると、ブロックホルダー（機関投資
家である大株主）には従来議論されてきたものと異なる
ガバナンス上の役割があるというのです。これまでブロッ
クホルダーのガバナンス上の役割は、議決権を背景に企
業に発言力を行使する、つまりボイスという形で経営陣
に規律を効かせることだとされてきました。その効果を
否定するものではありません。一方、ブロックホルダーがま
とめて株を売却すれば株価は急激に下がります。それが
企業への効果的な牽制になる、という側面に改めて光が
当てられているのです。この牽制の効果を、ボイスに対し
てイグジット(exit)、退出によるガバナンスと言います。

ただし、退出によるガバナンスを効かせるためには、
ブロックホルダーであれば誰でもいいということでは
ありません。短期主義に陥っているような投資家であれ
ば、四半期の業績のブレによる株価の上下動を増幅す
るだけの効果に終わってしまいます。経営者の施策が企
業のファンダメンタルズを破壊しているとき、企業のファン
ダメンタルズを判断しているブロックホルダーがま
とめて売ることが重要なのです。企業価値を高める株主
構成とは、このようなものだと考えるべきでしょう。

理論的研究はさらにブロックホルダーが複数存在し
ている方がいいとしています。例えば20%も持っている



ようなブロックホルダーは売りにくなりますが、5%
程度のブロックホルダーが複数いれば、他が売ってしま
った後は価格が落ちてしまうので、互いに先を競って
売ることになります。このため価格インパクトが大き
くなり、企業への牽制効果も高まります。

なお、個人投資家は、ファンダメンタルズをしっかり判断
できる力量があったとしても、売却による株価へのインパ
クトは小さく、その点から考えると、個人投資家を安定株
主として重視する考え方は昔の発想に基づく、あまり好ま
しくないものだととられても仕方がないと思います。

「これはと思う」投資家を選び、 自社の施策についてオープンな ディスカッションを

●機関投資家の視点で、自社の企業価値を高めて
くれるような機関投資家から長期投資を引き出す
には、取締役会にどのようなことが求められるの
でしょうか。

江口：望ましい株主構成の主体となる投資家とは、もの
言わない投資家でなく、いわば一言ある投資家です。
そうした投資家と真摯に対話する覚悟と熱意を経営者

*3 長期投資家を優遇するひとつの方法として、中長期保有株主に短期保有株主よりも多くの議決権を与える方法がある。フランスでは以前から長期保有(通常2年間)株主に2倍の議決権を与えることが認められていたが、2014年3月の法改正により2倍議決権制度を原則とし、それを導入しない場合には一株一議決権を維持することを定款に定めるものとされた。



左から、トーマツ 山内、北爪、投資家フォーラム 江口様、トーマツ 山本

と取締役会が持たなければなりません。もちろん取締役会メンバーですから社外取締役もそういう覚悟と熱意を持たなければいけません。対話する価値のある投資家を選び、オープンなディスカッションを行い、自社の施策への支持を勝ち取ることが大切です。

企業のIR担当者の役割はそのような骨のある投資家を見つけだし、「あそこが支持してくれば株主構成が安定します」と経営者を説得することです。安定とはいえ、かなり緊張感ある安定ですので、そうした関係を維持するためには継続的で、多大な努力を傾注しなければならないかも知れません。取締役会は社長をはじめとする経営陣の活動を支援するとともに、後押しする用意がなければなりません。

「投資家フォーラム」は、そうした熱意ある企業にとっての窓口になりたいと願っています。つまり、投資家フォーラムとして投資は行ないませんが、投資家側の意見を集約する母体として情報発信すると同時に、企業の考えを伺い、それに対して投資家側の率直な意見をぶつけるサウンディングボード(反射板)としての役割を果たしたいと考えています。

●取締役会がより多くの投資家の意見として外部の見方を理解し、より客観的な議論ができるよううまく社外の力を活用すべきだということでしょうか。

江口: そうです。社外取締役のできることと外部の投資家のできることは違うわけですが、ベクトルはそろえなければなりません。それは企業価値を高めることです。企業へのコミットメントの度合いは社内取締役、社外取締役、投資家でまったく違うのですが、企業を良くしていきたいという、そういう心がなければいけないと思います。

社外取締役の方は、その意味で社内取締役と投資家の中間にいます。双方の考えを理解することに努め、中間的な立ち位置を活かし、企業の価値を高めるという大きな目的に向けてできることをやっていただきたいと思います。

●理解が深まりました。今日はどうもありがとうございました。 ㊟

聞き手：有限責任監査法人 トーマツ

パートナー 北爪 雅彦
 パートナー 山本 御稔
 シニアマネジャー 山内 達夫