

主役になるよりタダ乗りが得

金融調査部 主任研究員
鈴木 裕

対話のためのコストとベネフィット

投資家が投資先企業とともに、企業価値の長期的な増大を目指した対話を行っていくことが長期投資であるという見解は、現在広く共有されるようになってきました。スチュワードシップ・コードもコーポレートガバナンス・コードも、企業と投資家の対話に力点を置いていることを見れば明らかでしょう。こうした対話が現に行われているなら、改めて金融庁や東京証券取引所が主導して、二つのコードを作る必要はなかったはずです。

では、なぜ期待されたような対話が行われてこなかったのでしょうか。おそらく最も大きな理由は、そのような対話を行ったところで、コストばかり掛かって、利益はあまり期待できないと考えられているからでしょう。対話をするには、材料を集め、説得力のあるストーリーを準備して臨まなければなりません。スチュワードシップ・コードでは、「対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えていることが重要である」、「機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきである」とされており、ある程度のコストを要することになる体制整備のための取り組みが求められています。そのようなコストを上回るだけの利益があるかどうか、確信が持てない場合には、対話に後ろ向きの姿勢が示されることになるのは、当然でしょう。

株式保有量が大きければベネフィット>コスト

対話に要するコストは、株式保有量に関わらず一定であると考えられます。対話の準備のための情報収集や直接的な交渉のためのコストは、株式保有量が大きかろうが小さかろうが変わりはありません。しかし、ベネフィットの方は株式保有量に比例して増加します。対話によって、株価上昇を期待できる経営判断を投資家が経営者から引き出したとすれば、ベネフィットは株式の値上がりという形で生じます。従って、株式保有量が大きければ大きいほど、ベネフィットが大きくなるわけです。

そうすると、コストよりもベネフィットが大きくなるには、ある程度の量の株式を保有していることが必要になります。つまり、投資先企業と対話を行う動機を持つのは、株式保有量が大きな投資家だということです。

アクティビストファンドが、投資先企業に様々な注文を付けるのは、あらかじめある程度の株式を保有しているからです。対話によって経営の変化を起こせそうな企業に狙いを絞って株式を購入し、その後に対話の扉を開こうとします。

年金基金や保険会社は、もともとの資金量が多いので、市場に上場する株式を万遍なく購入したとしても、投資先一社当たりの株式保有量は、ある程度の大きさになります。従って、それぞれの投資先にコストを費やして対話をして、ベネフィットが残ることを期待できる場合が多くなるだろうと考えられます。

小規模な投資家はどうか

では、資金量が小さく、購入できる株式量が限られている投資家や、資金量は大きくても分散投資をするために、一銘柄当たりの保有株数が少なくなる投資家にとって、投資先企業と対話をする動機が生まれるでしょうか。コストを上回るベネフィットを期待し難くなるので、多くの場合は、対話に乗り出そうとはしないのではないのでしょうか。むしろ、これら少量の株式しか保有しない投資家は、何もしない方が得策かもしれません。何もしなくても、他の大量に株式を保有している投資家が、投資先企業と対話をし、株価上昇につながるような経営判断を引き出すことができれば、その利益を労せずして手に入れることができるからです。つまりは、大株主の行動にタダ乗り（フリーライド）するということです。

誰かが行動を起こしてくれなければ、タダ乗りができないことは言うまでもありません。だからといって、小さな量の株式を保有するだけの投資家が単独で対話に乗り出したとしても、企業経営を変えるのは難しいのではないのでしょうか。株式の保有量が少ないということは、投資先企業に対する影響力が小さいということを意味します。

では、多くの株式を持つ投資家を巻き込んで対話を行えば、影響力を大きくすることはできそうです。実際、欧米のアクティビストファンドの中には、例えば 1% 程度の株式を保有したのちに、より多くの株式を保有する年金基金や保険会社を巻き込みながら、投資先企業に影響力を及ぼそうとすることがあります。このような方法は一考に値するかもしれません。影響力を大きくすることができれば、対話の結果としての投資先企業の経営の変化度合いも大きくなるかもしれません。とはいえその場合でも、率先した行動をとる者が、コストを上回るベネフィットを手にするかどうかは、やはり問題となるでしょう。

共同エンゲージメントの検討

このタダ乗り問題の解決は容易ではありません。タダ乗りを決め込む投資家が多くなれば、企業と投資家の対話は、あまり行われなくなり、企業経営の変革も遅れるため、結局のところ投資家の利益

が損なわれることとなります。

そこで、多くの投資家が共同する仕組みを作ってはどうか、というアイデアが生まれます。機関投資家や資産保有者（年金基金など）の多くが賛同できる旗印を掲げて、企業との対話を進めようとする「機関投資家フォーラム」とでもいうような組織を作るという発想であり、様々な団体が既に作られています。

想定される対話のテーマは様々です。気候変動問題に重きを置くのが、企業に対して CO₂ 排出状況の報告を求めるカーボン・ディスクロージャー・プロジェクト (CDP) で、英国の慈善事業団体が運営し、多くの機関投資家の参加を募っています。低炭素化等に関する取り組みについての質問状を多くの企業に送付し回答を求めています。機関投資家がそのような情報を求め、投資判断の材料にしているというプレッシャーを企業に与えることで、企業の変革を促そうとしています。また、先ごろわが国の年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が署名したことで改めて知られるようになった国連責任投資原則 (PRI) は、機関投資家向けに非財務情報も織り込んだ投資判断をすべきとする道筋を示しています。他には、企業ガバナンスの改善を求める国際的な投資家団体もあります。

機関投資家に向けた議決権行使助言サービスを提供する議決権行使助言業者も、こうした機関投資家の要の役割を果たしていると言えるかもしれません。機関投資家がそれぞれ別個に株主総会議案を精査するよりも安いコストで助言サービスを提供できるのであれば、それは対話のためのコストを小さくしているということができるでしょう。

しかし、注意をしなければならないのは、大きな枠組みで賛同しているからと言って、具体的な方策や対象選定で機関投資家が一致している保証はどこにもないということです。対話の相手方をどの企業にするか、様々な考え方があるでしょう。例えば内部留保について対話をするとしても、増配を求めるのか、設備投資の検討を求めるのか、M&A の積極化を求めるのか、これも多くの見方があるでしょう。社外取締役の独立性を問う場合でも、どのような場合にどの程度の独立性なのか、機関投資家が同じ基準をもっているわけではありません。

さらに、こうした投資家間の共同行為が、市場の秩序を守る TOB 規制や大量保有報告制度と摩擦を生むこともあり得ます。限られた機関投資家が、投資先企業と対話をすれば、インサイダー取引の疑念も生じかねません。

企業と投資家の対話を組織的に行うのは、簡単ではありません。

以上