

英国における生命保険会社によるスチュワードシップ活動 と業界団体の役割

—英国保険者協会の動向を中心に—

香川大学
溝渕 彰

目次

1. はじめに
2. 株主総会における議決権行使と株主の行動
 - 2.1 コンドルセの陪審定理
 - 2.2 議決権行使コストの削減と投票の独立性
 - 2.3 株主の合理的な無関心と合理的な抑制
3. ネットワーク理論と機関投資家の協調
 - 3.1 ネットワーク理論の基礎と機関投資家
 - 3.2 フォーマルなネットワーク
 - 3.2.1 ABI と IVIS
 - 3.2.2 IF
4. 共通保有によるネットワーク
 - 4.1 クリーク内の協調とクリーク間の競争
 - 4.2 議決権行使における協調性と独立性
5. 結び

1. はじめに

2014年に英国スチュワードシップ・コード¹[以下、「英国コード」という]を参考にしてわが国でも「日本版スチュワードシップ・コード」[以下、日本版コードという]が策定された²。導入後、わが国でも機関投資家による投資対象企業のガバナンスへの関与が強まった。注目を集めたことの一つが「物言わぬ株主」と言われてきた生命保険会社が積極的に株主総会で議決権行使を行なった

¹ 英国コードについては、https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code_Dec-19-Final-Corrected.pdf 参照。この仮訳として、<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20191108/07.pdf> 参照。

² 2012年にわが国でも当時の英国コードを参考にして日本版スチュワードシップ・コードが策定され、2020年3月に三度目の改訂が行われた。この最新の日本版コードについては、<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324/01.pdf> 参照。

ことである。この点、機関投資家が積極的に総会で議決権行使を行う現象は日本以外の国々でも見られる現象である。これは、議決権行使助言会社やアクティビスト・ファンドの影響も少なからずあったと考えられる。このようなエージェントの行動を分析することも重要ではあるが、本稿では、機関投資家のインセンティブや投票行動につき機関投資家の繋がりがどのように影響しているかについて、いわゆるネットワーク理論を用いた Luca Enriques 及び Alessandro Romano による分析を紹介し、若干の考察を加える〔本稿では、分析を行った彼らの論文を「Enriques=Romano 論文」と呼ぶこととする〕³。機関投資家を巡る関係は複雑かつ多岐に渡る。個々の機関投資家は、他の機関投資家との繋がり＝ネットワークによる影響を受け、かつ、そのエージェント(議決権行使助言会社、投資対象企業の経営者、アクティビスト・ヘッジファンド)との関係にも影響も受ける。本稿では、主に機関投資家の繋がりに絞ってその協調関係による影響を検討する。

Enriques=Romano 論文はネットワークの例として四つのネットワークを紹介している。すなわち、①フォーマルなネットワーク、②地理的なネットワーク、③従業員のネットワーク、④共通保有(co-ownership)〔同じ投資対象企業の株式を保有することをいう〕によるネットワークである。本稿では、特に①フォーマルなネットワークと④共通保有によるネットワークを取り上げることとする。

なお、本稿では、フォーマルなネットワークの例として英国の保険会社の業界団体である英国保険者協会(Association of British Insurers)⁴〔以下、ABI という〕及び機関投資家向け議決権情報システム(Institutional Voting Information System)⁵〔以下、IVIS という〕と英国コードにおいて規定されている協働エンゲージメントを促進する役割を担うインベスター・フォーラム(Investor Forum)⁶〔以下、IF という〕を取り上げて、検討を行う⁷。

2. 株主総会における議決権行使と株主の行動

³ 本稿は、Luca Enriques=Alessandro Romano, *Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective*, 2019 U.Ill.L.REV. 223(2019)において展開するネットワーク理論と機関投資家の投票行動に関する分析を一部ではあるが紹介し、若干の考察を加える。ただし、この論文はネットワーク理論に基づく定性的な分析を行ったものであり、定量的な分析を行ったものではない(Id at 242(111))。

⁴ ABI については、<https://www.abi.org.uk/>参照。

⁵ IVIS については、<https://ivis.co.uk/>参照。

⁶ IF については、<https://www.investorforum.org.uk/>参照。

⁷ Enriques=Romano 論文では、フォーマルなネットワークとして、機関投資家協議会(Council of Institutional Investors)と英国地方自治体年金基金フォーラム(British Local Authority Pension Fund Forum)を取り上げている(Enriques=Romano, supra note (3) at 245-246)。

コーポレート・ガバナンスや会社法の主な目的の一つは、会社が有する二つの特徴である(A)経営者へ経営を委任することと(B)投資家(すなわち、株主)が会社を所有すること、という便益を最大化することにあると言われている⁸。(A)は、会社を所有する金銭的な手段を持たない経営の専門家であるエージェントが経営を行うことを許すことを意味する⁹。他方、(B)は比較的均質な利害関係人である株主が会社の最終的な支配権を有することを意味する¹⁰。前述した目的を達成するためには、経営者に経営を委任することから生じるエージェント・コストと株主に所有者としての特権を行使させることから生じるコストを最小化する必要がある¹¹。エージェント・コストは、取締役や経営者の利益相反等から生じる¹²。他方、集合行為の問題等があるにもかかわらず、株主に情報を提供し、彼・彼女らに情報を処理させる必要があることから株主の参加コストが生じる¹³。Enriques=Romano 論文は株主のエンゲージメントの本質的かつ反復的な形態である株主投票に主眼を置いており、株主の議決権行使に係るコストを特に「議決権行使コスト(voting cost)」と呼び、考察対象の中心の一つに据えている¹⁴。

取締役会や経営者に意思決定や執行を任せただけの場合に委任するコストが高くなるような事項については株主による投票が正当化される¹⁵。直感的には、経営者と株主全体の利益が本質的に対立する事項や株主の特権を奪う可能性のある事項、例えば取締役の選任などがこれにあたる。

2.1 コンドルセの陪審定理

公表された利用できる情報に偏りや誤解がなく、株主がある株式に投資す

⁸ John Armour et al., *Agency Problems and Legal Strategies*, in REINIER KRAAKMAN ET AL., *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW* 29, 29-31(3d ed. 2017)はこのように主張する。なお、同書の初版の翻訳として、布井千博監訳『会社法の解剖学』(レクシス・ネクシス・ジャパン株式会社、2009年)参照。

⁹ 例えば、ROBERT C. CLARK, *CORPORATE LAW* 23 (1986).参照。

¹⁰ 例えば、HENRY HANSMANN, *THE OWNERSHIP OF THE ENTERPRISE* 62-63(1996)[なお、同書の翻訳として、米山高生訳『企業所有論』(慶應義塾大学出版会、2019年)がある]参照。投資家は、企業収益の純現在価値を高める目的を共有しており、集団的な意思決定のコストはそれほど大きくはないと説明される。

¹¹ *Id.* at 35-44; John Armour et al., *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in REINIER KRAAKMAN ET AL., *supra* note (8) at 49 参照。より一般的には、Zohar Goshen & Richard Squire, *A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 COLUM.L.REV. 767,796 参照。

¹² Goshen & Squire, *supra* note (11) at 775-79.

¹³ *Id.* at 793 参照。

¹⁴ Enriques=Romano, *supra* note (3) at 230.

¹⁵ *Id.*

るかどうかを決定するのと同様の意思決定プロセスでその情報を利用できる場合、株主総会での株主の投票による集团的意思決定は取締役会の決定よりも良い結果をもたらすことがある¹⁶。これは、コンドルセの陪審定理 (Condorcet's Jury Theorem[以下、この定理を CJT という])を適用したものである。

コンドルセの陪審定理とは、二つの選択肢のうち一つに決めなければならない一投票によって一つに決めなければならない一有権者が数多くおり、有権者が正しい選択肢に投票する確率が 0.5[50 パーセント]よりも高い場合(すなわち、そのような有権者が誤っているよりも正しい確率の方が高い場合)、グループの人数が無限に近づくにつれて、多数決により正しい選択肢に到達する確率は限りなく 1[すなわち、100 パーセント正しい]に近づくという定理である¹⁷。株主総会の議決権行使の文脈では、この定理の基本的な命題は以下のようなになる。すなわち、二つの選択肢(例えば、合併するかしないか)の選択において、株主が 0.5 よりも高い確率で正しい選択肢に投票すると仮定すると、株主の数が増加するにつれて、株主総会で多数決により正しい(すなわち株主価値を増大させる)選択肢が選択される確率はより確実なものとなる傾向がある¹⁸。

この CJT は、投票者が、情報を得ていること、合理的であること(すなわち、情報に基づいて投票方法を論理的に決定できること)、誠実であること、という前提に基づいて機能する¹⁹。

さらに、グループが正しい判断を下すことができるかどうかは、メンバーがそれぞれ独立して投票するかどうかにかかっている²⁰。現実には、ほとんどの場合、メンバー間で投票前にコミュニケーションが行われているので、各株主が独立して投票するという前提条件を満たすことはほとんどない²¹。しかし、ここで重要なのは、この投票前のコミュニケーションによる情報のフローの影響は二つの観点があることである。すなわち、一方においては投票前のコミュニケーションは、グループのメンバーの能力を高め、彼らの情報集合 (information set)を向上させることが認められる²²。他方においては、投票

¹⁶ Id at 231.

¹⁷ Paul H. Edelman, *On Legal Interpretations of the Condorcet Jury Theorem*, 31 J. LEGAL STUD 327, 328(2002).

¹⁸ Michael C. Schouten, *The Mechanisms of Voting Efficiency* 2010 COLUM. BUS. L. REV. 763, 770-771(2010)

¹⁹ Id at 773.

²⁰ Id.

²¹ Sven Berg, *Condorcet's Jury Theorem Revisited*, 9 EUR. J. POL. ECON. 437, 445 (1993)は、一般論としてこの点を指摘する。

²² Shmuel Nitzan & Jacob Paroush, *Collective Decision Making and Jury Theorem*, in 1 OXFORD HANDBOOK OF LAW AND ECONOMICS 503-04

前のコミュニケーションは、グループのメンバーの投票の独立性を低下させる心理的要因により、グループが正しい判断を下す確率を低下させることが認められる²³。

2.2 議決権行使コストの削減と投票の独立性

直感的には、議決権行使コストを削減するメカニズムは、効果的なコーポレート・ガバナンス・システムの重要な構成要素である²⁴。議決権行使コストの主なものは、議決権行使に関連する情報を入手して、その情報を処理し、得られた情報の意味を評価するためにかかるコストである²⁵。このようなコストは各株主が負担するが、このような情報に基づいた議決権行使による利益は、すべての株主に比例して発生することになる²⁶。何らかの調整が行われなければ、各株主は他の株主の情報投資にフリーライドするインセンティブを持つことになり、集合行為の問題が生じる。また、フリーライドが存在しないと仮定すると、上場企業の何千人もの株主がいる場合、各株主が他の株主とは無関係に情報を獲得すれば、個人の努力の積み重ねが資源の浪費につながることは容易に想像がつく〔重複コストの問題〕。このような場合、唯一の解決する選択肢は、何らかの形で協調することである。

しかし、情報の収集と評価の過程で株主が協調すると、結果的に投票者の独立性が損なわれることになる²⁷。投票の独立性はコンドルセの陪審定理が機能するための一つの前提であるため、グループが正しい選択をする能力が低下するかもしれない。集合行為の問題を克服し、情報収集・処理コストを最小化するという目的と、独立した意思決定との間には、トレード・オフの関係が存在する。情報収集・処理を一人が全員を代表して行う場合はもちろん、投票方法の決定自体を公式または非公式に一人の個人や小さなグループに委ねる場合にも、情報コストは最小化されるが、分散した多数の株主が意思決定を行うことによる利点は失われてしまう可能性がある。

さらに、見落とされがちな要因として、CJT では個人の情報集合を外生的に考えていることが挙げられる²⁸。グループの規模が大きい場合、個人は情報

(Francesco Parisi ed., 2017)

²³ Id at 503 (「社会的な圧力、誤っているが説得力のある主張、脅し、多大な影響力、あるいはリーダーシップによるカリスマ性はグループ内が一致することを高める」)。

²⁴ 以下は、主として、Enriques=Romano, supra note (3) at 231-233 による。

²⁵ Robert B. Thompson & Paul H. Edelman, *Corporate Voting*, 62 VAND. L. REV. 129, 172 (2009). 調査にかかる費用と言っても良いかもしれない。

²⁶ Enriques=Romano, supra note (3) at 232.

²⁷ Id.

²⁸ Bryan C. McCannon & Paul Walker, *Endogenous Competence and a Limit to the Condorcet Jury Theorem*, 169 PUB. CHOICE 1, 1 (2016).

収集のインセンティブが低くなる²⁹。つまり、グループの規模とエージェントの情報の間にはトレード・オフがある。規模の大きなグループでは、より多くの個人が別々に収集した情報を集約することが可能であり、グループが正しい判断を下す可能性が高まる³⁰。しかし、他の条件が同じであれば、規模の大きなグループのメンバーは情報を収集するインセンティブが低くなり、グループが正しい判断を下す可能性が低くなる。このように一方では、情報取得コスト、調整コスト、重複コストと、他方では意思決定に関わるエージェントの数や種類、彼・彼女らが生産・処理する情報の量との間には、複雑な相互作用がある。これらの相互作用に投票前のコミュニケーションや情報の流通経路が介在することになる。

2.3 株主の合理的な無関心と合理的な抑制

株主総会における議決権行使は、株主が情報に基づいて投票すること、すなわち、ある株主総会の議案を承認することが会社の価値を高めるかどうか、自ら判断するのに必要な情報を集めて議決権を行使すると想定される場合にだけ、合理性がある³¹。この条件が満たされていないならば、コインを投げる場合以上に、多数の株主が議決権行使を正しく理解していると考えるのは合理的ではない。しかし、会社の株主が十分な情報に基づいて議決権を行使するインセンティブを有することは決して明白ではない。実際、米国の企業では、個人であれ機関であれ、株主は圧倒的に経営陣に賛成するか、全く投票しないということが何十年も続いていた³²。このような「株主の消極性(shareholder passivity)³³」は、合理的な無関心(rational apathy)によってもたらされたものである。議決権行使方法につき情報を得るにはコストがかかる。株主の所有が広く分散していることを前提にすると、自らの一票が重要な意味を持つ可能性は極めて低い。他方、情報に基づいた投票を成功させることで得られる利益は他の株主と比例して分配される。従って、何もしないか、何かするにしても経営者の出す提案に賛成の議決権を行使するのが合理的である³⁴。

この合理的な無関心について簡単な例を用いて少し検討してみよう³⁵。株

²⁹ McCannon & Walker, supra note(28) at 1 は、個人の能力が内生的であれば、グループの規模が大きくなると、フリーライドが助長される。これは情報集約の価値とトレード・オフの関係にあるという。

³⁰ Enriques=Romano, supra note (3) at 232.

³¹ 以下は、Enriques=Romano, supra note (3) at 233-234 による。

³² 例えば、CLARK, supra note (9) at 94 参照。

³³ Id.

³⁴ 例えば、Edward B. Rock, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, 79 GEO. L.J. 445,453-458 (1991)参照。

³⁵ Enriques=Romano, supra note (3) at 233 の具体例参照。

主 A は i 社の株式を w_i 保有しているとする。株主 A は情報に基づく議決権行使を行うためにあらゆる情報入手・処理・評価するために c_i だけコストを負担するとする。また、総会での情報に基づく議決権行使により予想される企業価値の上昇を b_i とする(即ち、時価総額が b_i 上昇する)。この場合、 $w_i b_i < c_i$ であれば、 A は情報収集をしないが、 $w_i b_i > c_i$ であれば、情報入手してペイオフを獲得するだろう。結局、 $w_i b_i > c_i$ であれば、株主 A は合理的な無関心とはならず自ら情報入手し議決権を行使することになる³⁶。

現在、米国では所有は機関投資家に集中しており³⁷、このような傾向は英国や日本でも同様にあてはまる³⁸。いわゆるバーリー＝ミーンズが主張した所有と経営の分離現象の前提となる所有の分散は変貌を遂げ、機関投資家に株式の所有が集中している。ただし、機関投資家に株式が集中した結果、株主が情報に対する投資を行い株主総会で議決権を行使するとは限らない。なぜなら、機関投資家は相互に相対的な運用のパフォーマンスを競っている昨今の状況では、議決権行使にコストをかけると相対的なパフォーマンスにつき劣勢に立たされる可能性があるからである³⁹。

前述した例に戻って検討してみよう⁴⁰。まず、 A を機関投資家とする。加えて、 A と同じ比率だけ機関投資家 B 及び C が i 社株式を保有していたとする(事例を単純にするため、全く同じ比率の i 社株式を $B \cdot C$ が保有するとする)。この場合、 B 及び C が情報投資を行わなければ、 $B \cdot C$ は A と同じペイオフを獲得するものの、 $c_i > 0$ である以上、相対的な業績は A よりも $B \cdot C$ が優ることになる。この場合、機関投資家は情報に基づき議決権行使を行うのではなく議決権行使につき抑制するのが合理的である。これは合理的な抑制

³⁶ このような視点から考察した最近の文献として、例えば、Lucian A. Bebchuk et al., *The Agency Problems of Institutional Investors*, 31 J. ECON. PERSP., 95-96 (2017)参照。よりフォーマルに取り扱った文献として、Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 MICH. L. REV. 520, 585-87 (1990)参照。

³⁷ 例えば、Bebchuk et al., *supra note*(36) at 91-93 参照。

³⁸ 英国でも、機関投資家に所有が集中していることが指摘されている(Andrew F. Tuch, *Proxy Advisory Influence in a Comparative Light*, 99 B.U.L.REV. 1459, 1472(2019))。また、わが国でも同様に機関投資家を中心に所有が集中しているのが実状である(例えば、株式会社東京証券取引所他『「2020年度株式分布状況調査」資料集』4頁(2021年)参照)。

³⁹ 機関投資家が運用の相対的なパフォーマンスを競っていることについては、Ronald J. Gilson & Geoffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revelation of Governance Rights*, 113 COLUM.L.REV. 863, 889-895(2013)参照。同様な考察として、Rock, *supra note*(34) at 473-475 参照。

⁴⁰ 以下の例については、Enriques=Romano, *supra note* (3) at 234 参照。

(rational reticence)と呼ばれる⁴¹。 w_i が大きくなればなるほど、合理的な抑制は弱くなるだろうが、機関投資家が相対的な運用のパフォーマンスを競っている昨今の状況では、議決権を行使すると相対的なパフォーマンスにつき劣勢に立たされる可能性があり、 c_i は看過することができないだろう⁴²。

このような暗澹たる理論的状况にもかかわらず、過去 30 年間で、状況は株主の消極主義という合理的な無関心モデル／合理的な抑制モデルから遠ざかっていると考えられる⁴³。実際、現在の米国企業の株主総会では株主の投票率は高く、経営者の提案を支持する傾向は従前と比べてはるかに少なくなっている。なぜこのようなことが起こったのかについては様々な理由が考えられる。所有形態の変化、議決権行使助言会社やアクティビスト・ヘッジファンド等の新たな情報仲介者の出現、政治的な圧力、規制当局の取り組み、これら全てが株主を消極主義から離脱させることに貢献したと言えるだろう⁴⁴。本論稿は、総会における投票行動につき機関投資家相互の関係に焦点を充てたものであるので、上記の問題について深入りはせずに別稿に譲りたい。ただ、議決権行使助言会社は議決権行使コストの削減に貢献した一方で、独立した議決権行使の抑制をも引き出したことを指摘しておくに留める⁴⁵。

3. ネットワーク理論と機関投資家の協調

3.1 ネットワーク理論の基礎と機関投資家

ここで、ネットワーク理論の基本的な用語についてみておこう⁴⁶。ネットワークはそのままの形では、点と点を線で結んだものとして表される。社会科学の文献では、点(「ノード(node)」または「頂点(vertice)」)は「アクター(actor)」を示し、線は「つながり(tie)」(または「エッジ(edge)」)と呼ばれている。「アクター」という用語は、個々のエージェントに対しても組織に対しても使われる。あるつながりが二人のアクターを結び付けている場合、このようなアクターを「ネイバース(neighbors)」と呼ぶ。本稿では、機関投資家がアクターということになる。それぞれのアクターが他のすべてのアクターと結び付くつながりがある

⁴¹ Gilson & Gordon, *supra* note(39) at 867.

⁴² パッシブ(インデックス)運用の流れが止まらない昨今の状況では、合理的な抑制は依然として重要であると考えられている(Enriques=Romano, *supra* note (3) at 234)。

⁴³ Enriques=Romano, *supra* note (3) at 234.

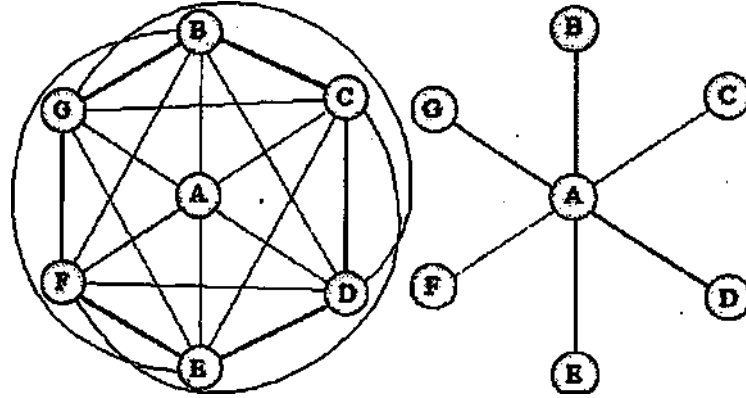
⁴⁴ Stuart L. Gillan & Laura T. Starks, *Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors*, 57 J. FIN. ECON. 275, 277-280(2000).

⁴⁵ この問題に関する詳細は、Enriques=Romano, *supra* note(3) at 235-241 参照。

⁴⁶ *Id* at 243.

最大のグループを「クリーク(clique)」と呼ぶ(左図参照)⁴⁷。機関投資家がこのように相互に結びついている場合、クリークを形成している。直接つながっていないアクターを「ノン・ネイバース(non-neighbors)」と呼ぶ。

図：サブネットワーク＝クリークの例⁴⁸



左図がクリークであり、右図はクリークではない。

以下においては、機関投資家の繋がりが情報収集のインセンティブや議決権行使にどのような影響を与えているのかを精査する⁴⁹。①機関投資家は複雑な繋がりのネットワークに組み込まれており、②その繋がりが機関投資家のペイオフや行動に影響を与えていること、からネットワーク理論は機関投資家の行動を研究するための自然な枠組みであると考えられる。より正確に言えば、ネットワーク理論は機関投資家の協調的な行動がどのようにして生まれ、維持されるのかを説明するのに役立つことを示唆している。

では、投資対象企業に対して情報に基づく議決権行使を行う機関投資家間における「協調(cooperation)」とは何か⁵⁰。これは、機関投資家が合理的に抑制すると考えられる場合であっても、投資対象企業に対し情報に基づく議決権の行使を行う機関投資家が協調することをいうと定義される。

⁴⁷ クリークの一般的な考えについては、ROBERT A. HANNEMAN & MARK RIDDLE, INTRODUCTION TO SOCIAL NETWORK METHODS 174 (2005) を参照。

⁴⁸ Enrique=Romano, supra note(3) at 243:FIGURE 1 参照。

⁴⁹ 以下の記述は、基本的に Enrique=Romano, supra note (3) at 241-243 に基づくものである。

⁵⁰ Enrique=Romano, supra note (3) at 242. なお、細かな点にはなるが、ここでいう「協調」と 1934 年証券取引所法第 13 条(d)(3)の「グループ」(15 U.S.C. §78m(d)(3)(2021)) の基礎となる協力とは異なるとされる (Enrique=Romano, supra note (3) at 241,242(113)).

社会的ネットワークに関する文献によると、エージェントの集団が相互に十分に繋がっている場合、協調者の利益が侵害されるにもかかわらず、他者に利益を与える協調的な行動が持続し得るという⁵¹。これを前提にすると、フリーライドの水準は潜在的な協調者の集団の規模だけではなく⁵²、既に存在する集団のメンバー相互の結び付きにも依存することになる⁵³。換言すると、高度な繋がりを有する集団は協力する行動を示す可能性が高くなる。実際には、合理的な抑制で麻痺しているはずの機関投資家が情報収集をしているのは、一見すると、相対的パフォーマンスを犠牲にして競合他社の「適応度」を高めるような協調的な行動に関与していることになる⁵⁴。

社会的ネットワーク理論に関する標準的な知見によると、高いクラスタリング係数を有すると協調が存在する可能性が高くなる⁵⁵。ここで、クラスタリング係数とは、ネットワーク内のノード[個々の機関投資家がこれにあたる]がどの程度集まる傾向があるかを測定したものであり、ある特定のノードの二つのネイバースがその間の結び付きを共有している確率と定義される⁵⁶。これは、機関投資家が高度にクラスター化されたネットワークに組み込まれている場合、協調的な行動が維持される可能性があるということの意味する⁵⁷。このようなネットワークが存在する場合、他の機関投資家にフリーライドするよりも情報への投資を行う傾向があると予測できる⁵⁸。このように考える直感的な理由は、仮にある機関投資家がネットワークの一部であり、その繋がりや影響力を利用して他のノードを説得して同じ方向へと投票できた場合、その機関投資家が行った情報への投資が極めて重要となる(すなわち、投票結果に影響を及ぼす)可能性が高くなることにある⁵⁹。

以下では、この機関投資家のネットワークのうち、特にフォーマルなネットワークとして、ABI 及び IVIS と IF を取り上げて考察することとする。

3.2 フォーマルなネットワーク

⁵¹ 全般的な研究として、Bin Wu et al, *Evolution of Cooperation on Stochastic Dynamical Networks*, PLOS ONE Volume 5, Issue 6, p.1(2010) 参照。

⁵² CLARK, supra note (9) at 94.

⁵³ Enrique=Romano, supra note (3) at 242.

⁵⁴ Id at 242-243.

⁵⁵ Salvatore Assenza et al., *Enhancement of Cooperation in Highly Clustered Scale-Free Networks*, 78 PHYSICAL REV. E 1, 4 (2008).

⁵⁶ Id at 1.

⁵⁷ Enrique=Romano, supra note (3) at 244.

⁵⁸ Crane et al, *Institutional Investor Cliques and Governance*, 133 J. OF FIN ECON, 175, 178-179(2019)

⁵⁹ Enrique=Romano, supra note (3) at 244-245.

3.2.1 ABI と IVIS

英国では主要な機関投資家のカテゴリーごとに業界団体(trade group)が存在する⁶⁰。現在に至るまで、機関投資家の業界団体は議決権行使の場面で大きな影響を及ぼして来た。機関投資家の業界団体の中でも議決権行使を含めたエンゲージメント活動に積極的な団体の一つとして ABI が挙げられる⁶¹。ABI の投資事業部門は別の機関投資家の業界団体と合併し、投資協会(Investment Association)[以下、IA という]が設立された⁶²。これまでの ABI の議決権行使に関する基本方針は IA に承継された。

ABI のコーポレート・ガバナンスに関するアプローチを承継する形で、IA の一部門として、IVIS が1993年に組織された。現在、IAの一部門であるIVISはメンバーにプロキシ・レポート(proxy report)を提供している。このレポートでは、関連する問題を懸念の度合いに応じて色分けすることでコーポレート・ガバナンス問題に関するガイダンスを提供する⁶³。直接的に議決権行使につき勧告を出すのではなく、comply or explain のアプローチに従っている⁶⁴。

この他、個別企業においてガバナンス上の問題が生じると、当該会社の株式を相当数保有する構成員の代表者により構成される事例検討委員会(Case Committee)を当該業界団体は設置する⁶⁵。この事例検討委員会は業界団体内部における共通保有によるネットワーク、すなわち、クリークを形成しているとも考えられるだろう。この共通保有によるネットワークについては項を改めて取り上げることとする[後述 4 参照]。

3.2.2 IF

英国コードでは原則 10 において、必要があれば、署名機関は発行体企業に影響を与えるために協働的なエンゲージメントに参加すると規定している⁶⁶。更に行動が期待される事項として、いかなる協働的なエンゲージメントに参加したのか、また、それに参加した理由を開示することが挙げられている⁶⁷。また、

⁶⁰ Tuch, supra note (38) at 1482.

⁶¹ G.P. STAPLEDON, INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS AND CORPORATE GOVERNANCE, 135-138(1996, CLARENDON PRESS OXFORD).

⁶² <https://www.theia.org/about-us> 参照。なお、IA については、<https://www.theia.org/>参照。

⁶³ Tuch, supra note (38) at 1484. IVIS のプロキシレポートについては、<https://www.ivis.co.uk/using-ivis/proxy-report/>参照。

⁶⁴ <https://www.ivis.co.uk/about-ivis/benefits-of-ivis/>参照。

⁶⁵ Tuch supra note (38) at 1482-1483.

⁶⁶ THE U.K. STEWARDSHIP CODE 2020, PRINCIPLES FOR ASSET OWNERS AND ASSET MANAGERS, Principle 10.

⁶⁷ THE U.K. STEWARDSHIP CODE 2020, PRINCIPLES FOR ASSET OWNERS AND ASSET MANAGERS, Principle 10, REPORTING

協働的なエンゲージメントの結果も報告することが期待されている。

このような動きを受けて、2014年に英国の上場企業に対する機関投資家による協働的なエンゲージメントを促進する目的でIFが設立された⁶⁸。これはフォーマルなネットワークの一つと考えられ、機関投資家の協調行動を促進することが期待されている。

4. 共通保有によるネットワーク

4.1 クリーク内の協調とクリーク間の競争

共通保有によって形成される機関投資家のネットワークが経済学者の注目を集め始めたのはごく最近のことである⁶⁹。最近のいくつかの論文では、共通保有の繋がりに焦点を当て、これらの結び付きが機関投資家の行動を理解するのに適していることを示している。例えば、Bajoらの研究によると、共通保有者としての繋がりを介して強く結び付いた機関投資家は、より多くの価値(トービンのQで測定される)を生み出すことを示している⁷⁰。そのような機関投資家は、ネットワークの中で特別な地位を占めることで、エージェントの地位や評判を高めることができると主張している⁷¹。この意味で、中心的で結び付きの深い機関投資家は、より良いレピュテーションを持っていると想定され、したがって、株式を取得する際に企業の品質を証明することができる⁷²。

この他、Craneらの論文は、機関投資家の約20程度のクリークを特定し⁷³、同じクリークのメンバーは、より頻繁に発言し、株主総会の議題で共通して投票する傾向があることを示している⁷⁴。この結果は、機関投資家は高度にクラスター化された集団を形成しており、共通保有者の繋がりによって結び付いた機関投資家のクリークが存在すると、協調の可能性が高まるという仮説を支持する。

そこで問題となるのが、相互につながっている競合相手がなぜ協調するのかということである⁷⁵。この点、社会生物学の標準的な考え方である、グループの

EXPECTATIONS.

⁶⁸ 2012年に公表されたケイ報告書において、協働エンゲージメントを促進するためにIFを設立すべきであると提案されていた(JOHN KAY, THE KAY REVIEW OF U.K. EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING: FINAL REPORT 9-11(2012)).

⁶⁹ 以下は、Enrique=Romano, *supra* note (3) at 250-251による。

⁷⁰ Emanuele Bajo et al., *Institutional Investor Networks and Firm Value*, 112 J. BUS. RES. 65, 65(2020).

⁷¹ *Id.*

⁷² *Id.*

⁷³ Crane et al., *supra* note (58) at 176.

⁷⁴ *Id.* at 181-185.

⁷⁵ Enrique=Romano, *supra* note (3) at 250.

中で協調する者は協調しない者よりも不利な状態にあり、協調する者のグループは協調しない者のグループよりも有利な状態にあるという考え方により説明できるのかもしれない⁷⁶。この説明が機関投資家の議決権行使にも妥当することを 2.3 で示した例を参考に検討してみよう⁷⁷。ここでは、投資対象企業として、*i*社の他に新たに*j*社と*k*社を登場させる。機関投資家 *A* 及び *B* は、*i*社株式を $w_{i,A}=w_{i,B}$ 保有しているとする。同様に、機関投資家 *A* 及び *C* は*j*社株式を $w_{j,A}=w_{j,C}$ だけ保有し、機関投資家 *B* 及び *C* は*k*社株式を $w_{k,B}=w_{k,C}$ だけ保有しているとする。事例を単純にするため、 $w_{i,A}=w_{j,A}=w_{k,B}$ 、すなわち、保有比率は同じとする。ネットワークの専門用語を用いると、ノードである機関投資家 *A*、*B* 及び *C* は、共通する所有の繋がりによって結び付いた三角形を形成していることになる⁷⁸。これに対して、機関投資家 *D*、*E*、*F* も他の投資対象企業に対する共通保有の繋がりによって結び付いた同じような三角形を形成しているとする(なお、*D*、*E*、*F* は*i*社、*j*社、*k*社の株式を保有していない)。機関投資家 *D*、*E*、*F* は相互に協調せず、情報に基づく議決権行使も行わないと仮定する。従って、*D*、*E*、*F* のペイオフはゼロである。

更に、機関投資家 *C* は情報に基づく議決権行使を行えば、*j*社の企業価値を b_j だけ増加させる場合にのみ情報を取得するために c_j 投資すると考えるとする⁷⁹。その結果、 $w_j b_j - c_j > 0$ となる⁸⁰。ここで、*C* はトレード・オフに直面する。この場合、情報に投資することにより、*C* は*j*社株式を保有しない機関投資家 (*B*、*D*、*E*、*F*) に対しては $w_j b_j - c_j > 0$ だけ競争上優位に立つが、ネイバーである *A* に対しては c_j だけ競争上劣位に立つ。同様に、 b_k だけ*k*社株式の価値を高める場合に *B* が*k*社を調査するのであれば、 $c_k < w_k b_k$ となる。この場合でも、*B* が*k*社株式を保有しない *A*、*D*、*E*、*F* に対する利得よりもネイバー *C* に対して競争上劣位に立ってしまうことの方が重要であると考えるのであれば、たとえ $c_k < w_k b_k$ であっても *B* は情報に投資しないだろう。*A*、*B*、*C* が情報に投資しないのであれば、そのペイオフはゼロと等しくなり、ペイオフがゼロとなる *D*、*E*、*F* を上回ることはない。

⁷⁶ 例えば、David S. Wilson & Edward O. Wilson, Rethinking the Theoretical Foundation of Sociobiology, 82 Q. REV. BIOLOGY 328. これによると、「利己的な人はグループ内の利他主義者を凌駕するかもしれないが、内部的には利他的なグループが利己的なグループを凌駕する」という。

⁷⁷ 以下の例は、基本的に Enriques=Romano, supra note (3) at 251 による。

⁷⁸ ネットワークにおけるこのトライアングルの数がクラスター係数の重要な決定要因となる。

⁷⁹ その結果、 $c_j < w_j b_j$ ということになる。

⁸⁰ *C* が*i*社の情報取得につき投資することを検討する場合にも同様な論理を適用することは明白である。同じことが *A* 及び *B* についても妥当することとする (Enriques=Romano, supra note (3) at 251(162))。

他方、 A 、 B 、 C がトライアングルを形成して相互に協調し、その結果、 A は i 社の情報を、 B は k 社の情報を、 C は j 社の情報を収集することを受け入れると仮定しよう。この場合、 A のペイオフは $w_i b_i + w_j b_j - c_i$ であり、 B のペイオフは $w_i b_i + w_k b_k - c_k$ であり、 C のペイオフは $w_j b_j + w_k b_k - c_j$ となる。事例を単純にするため、情報収集にかかるコストは、 i 社、 j 社、 k 社で同じであると仮定すると、ネイバーズと比較して競争上劣位になることなしに、ノン・ネイバーズ、すなわち、 D 、 E 、 F に対する相対的なパフォーマンスを高めることになる。故に、情報に基づく議決権行使が投資対象企業の価値を増大させるという必要条件の下で、協調者 (A 、 B 、 C) の属するクリークが非協調者 (D 、 E 、 F) のクリークを凌ぐことになる。以上、見てきた結果からクリークのメンバーが互いに協力することを決定し、それに応じて他のクリークに対する競争に参加することを決定する理由を説明できる。これにより機関投資家が議決権を積極的に行使する現象の一端を説明できるように思われる。フォーマルなネットワークの中でも機関投資家同士が同じ投資対象企業の株式を保有することがある。この場合、相互に協調することにより、各々のペイオフを高めることができることに留意する必要があるだろう。また、同じネットワークに属していることから協調が促進される可能性もあるだろう。

4.2 議決権行使における協調性と独立性

4.1 で示した例から三つの推論が可能となる⁸¹。第一に、CJT の文献で論じられていることであるが、ネットワークの構造は集団の規模とフリーライドの関係に影響を与える⁸²。CJT の枠組みでは、フリーライドのインセンティブは集団の規模が大きくなると増加する⁸³。ネットワーク理論は、メンバー間の結び付きがフリーライドを克服するのに役立つことを示している。このように、集団の規模とは別に、既に集団のメンバー間にある結び付きのパターンが、協調のレベル、ひいては機関投資家が情報に基づいた投票を行うかどうかに影響を与える。第二に、共通保有という繋がりによって区別された機関投資家のクリーク間で「より高次の」レベルで競争が行われていることによって、クリークのメンバーは一層頻繁に発言する傾向があるというクレーンらの結果を説明することが可能となる⁸⁴。第三に、クリークを形成することで機関投資家間の分業が可能となり、クリークの各メンバーはポートフォリオの一部の企業にモニタリングの努力を集中することになる。各機関投資家は、調査コストの観点から比較優

⁸¹ 以下については、Enriques=Romano, *supra* note (3) at 252 による。

⁸² McCannon & Walker, *supra* note (28) at 1.

⁸³ Id(個人の能力が内生的であれば、グループの規模が大きくなると、フリーライドが助長される。これは情報集約の価値とトレード・オフの関係にある)とされる)。

⁸⁴ Crane et al., *supra* note (58) at 176.

位にある企業に集中すると仮定するのが妥当だろう。独占禁止法の懸念はさておき、注目すべきはクリークのメンバー間での分業もまた厚生を向上させるということである⁸⁵。実際、*A*、*B* 及び *C* が協調から離脱した場合、協調がなく、全てのプレイヤーのペイオフの合計は 0 になる⁸⁶。その代わり、*A*、*B* 及び *C* が協調すれば、総厚生はより高くなる⁸⁷。

しかし、この結果は上記の具体的な例にのみ当てはまるものであり、一般的な妥当性はないと主張することもできる⁸⁸。この例では、機関投資家がクリークの他のメンバーから受け取った情報を何のコストもかけずに処理できることを暗黙のうちに前提としている。この前提は、クリークのメンバーがクリークの他のメンバーに盲目的に従うとでも仮定しない限り、不合理なものである。しかしながら、もしそうであるならば、CJT に基づく協調の効率性を問うことができる。機関投資家が盲目的に他のクリークのメンバーに従うのであれば、協調は機関投資家の情報生産を締め出すことになるかもしれない。言い換えれば、協調は非公表情報の効率的な集約を妨げ、株主が誤った決定を下す頻度を高めることになる。これでは説得力がない。

このような見解に対する反論としては第一に以下のように考えられる⁸⁹。他のクリークのメンバーが受け取った情報を処理するコスト(それぞれ α_i 、 α_j 、 α_k とする)は正であるが、新たに情報を収集して処理するコストよりも厳密にみると小さい⁹⁰。従って、仮に情報の処理にコストがかからないという仮定を緩めたとしても、各機関投資家が独立して各投資対象企業の情報を収集するというシナリオに関連したコストの重複に比べて、協調はより効率的な代替手段のままである。しかし、協調が必ずしも「常に」最良の戦略であるとは限らないことは明らかである。例えば、利益がコストよりも低い場合には、受動的な行動が好ましいだろう。

次に、第二点の反論としては以下のように考えられる⁹¹。機関投資家がクリークの他のメンバーに盲目的に従う可能性があるという点について考えてみよう。問題は、非公表情報の生産を締め出すことによって協調するにもコストが伴うことである。より正確には、この種の協調は、株主総会が「正しい」(すなわち、価値を最大化する)決定を行う可能性を低下させる。このコストは株主自

⁸⁵ ただし、これはあくまでも作業上の仮定に過ぎないという(Enriques=Romano, *supra* note (3) at 252(168))。

⁸⁶ *D*、*E*、*F* のペイオフは、どのシナリオでも 0 に等しいことを思い出そう。

⁸⁷ 具体的には、 $2w_j b_j + 2w_k b_k + 2w_i b_i - c_i - c_j - c_k > 0$ となる。

⁸⁸ 以下については、Enriques=Romano, *supra* note (3) at 252-253 参照。

⁸⁹ *Id* at 253.

⁹⁰ なお、Enriques=Romano 論文のフレームワークでは、 $c_i > \alpha_i$ 、 $c_j > \alpha_j$ かつ $c_k > \alpha_k$ となる(*Id* at 253(171))。

⁹¹ *Id* at 253.

身が負担することになり、この例では、 b_i 、 b_j 及び b_k が低下することになる。同時に、各機関投資家が独立してすべての投資対象企業を調査しなければならないシナリオと比較すると、協調することで機関投資家は情報コストを削減することができる。より正確に言うと、機関投資家 C は、 $(c_k - \alpha_k) > 0$ だけ節約する。従って、クリークのメンバーは、正しい議決権行使結果を得る確率の低下と協調によって得られるコスト削減の間で選択を迫られることになる。そして、協調によるコスト削減効果が、正しい意思決定を行う確率の低下を補って余りある場合にのみ、クリークのメンバーは協調することになる。言い換えれば、機関投資家は、クリーク以外の機関投資家と比較してクリークのメンバーに利益をもたらす場合にのみ、クリーク内で協力を行うのである。このように、 b_i 、 b_j 及び b_k の減少が協調によるコスト削減を上回る場合には、クリークのメンバーには協調するインセンティブがないことになる。

5. 結び

以上、機関投資家のインセンティブや投票行動につき機関投資家のつながりがどのように影響しているかについて、いわゆるネットワーク理論を用いた分析を紹介し、これに若干の考察を加えた。ネットワークを促進する役割があるフォーマルなネットワークとして英国の ABI・IVIS や IF を取り上げて紹介した。イギリスの業界団体と日本の業界団体は目的や機能の点で異なる点もあり、そのままイギリスの業界団体が実施していることを日本の業界団体が実施するのは難しいかもしれない。そうであるならば、日本版コードが導入されたことをきっかけに全く新しい日本版 IF のような組織を設立し、機関投資家の協調行動を促進していくことも一案かもしれない⁹²。

最後に今後の課題を述べて本論稿を締め括ることとする。

まず、機関投資家の積極的な議決権行使に貢献して来たのは、機関投資家の繋がりに基づくネットワークだけではない。本稿でも若干触れたが、ネットワークに組み込まれたエージェント—例えば、議決権行使助言会社やアクティビスト・ヘッジファンド等—もこれに貢献してきたと言えるだろう。ネットワーク理論からこれらの組織の機能についても分析する必要があるだろう⁹³。

次に、共通保有による機関投資家の協調行動について取り上げたが、独占禁止法上の問題が残されている。パッシブ運用の機関投資家が水平方向

⁹² 日本版コードでも原則 4 の指針 4-5 で協働エンゲージメントの有益性を認めている。協働エンゲージメントを促進する目的で設立された団体として「一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム」(<https://www.iiccf.jp/>)が挙げられる。その他、機関投資家と投資先企業の建設的な対話を実現すること等を目的として設立された団体として「投資家フォーラム」(<https://investorforum.jp/>)が挙げられる。

⁹³ ネットワーク理論はこれらの組織の機能を分析するのに有用であるという (Enrique=Romano, *supra* note (3) at 244)。

の株式を保有すると、水平方向の競合企業間で競争するインセンティブが弱まるという研究がある⁹⁴。この点に関連して、機関投資家の共通保有により投資対象企業間で競争するインセンティブが弱められるという懸念が生じる可能性がある。この懸念については、独占禁止法上の見地も踏まえて改めて検討する必要があるだろう⁹⁵。

最後に、フォーマルなネットワークや共通保有によるネットワークがなぜ形成され、維持されるのか。例えば、フォーマルなネットワークに参加する場合には、会費を支払う必要があるが、なぜ、会費を支払ってまでも加入するのか、等についても十分に検討する必要がある⁹⁶。この問題は、フォーマルなネットワークの役割に繋がる問題でもあるが、最終的に政策的なインプリケーションを提示することにも繋がる⁹⁷。

⁹⁴ 例えば、Einer Elhauge, *Horizontal Shareholding*, 129 HARV. L. REV.1267,1268(2016)参照。

⁹⁵ この点に関する政策的なインプリケーションも含めた検討については、Enrique=Romano, *supra* note (3) at 261-265 参照。

⁹⁶ この点の検討については、Enrique=Romano, *supra* note (3) at 253-260 参照。

⁹⁷ 政策的なインプリケーションについては、Enrique=Romano, *supra* note (3) at 265-266 参照。