

# 本来の 株式投資 のあり方

川北英隆

京都大学大学院  
経営管理研究部 教授

## 産

業競争力会議において、安倍首相が「企業の持続的な成長を促す観点から、……機関投資家が適切に受託者責任を果たすための原則のあり方について検討すること」と指示したこともあり、イギリスのスチュワードシップコード(stewardship code)への関心が高まっている。スチュワードシップとは、機関投資家に関して言えば、資産運用を受託する者としての責務(受託者責任)である。この代表がイギリスのスチュワードシップコードである。機関投資家(年金ファンド、保険会社、投資信託等)の行動指針として企業財務報告評議会(Financial Reporting Council)が作成している。目的は、運用委託者はもちろん、企業や経済全体の長期的な

利益に資することとされる。

具体的な内容は七つの柱からなっている(下表)。この中のモニタリングと議決権行使が、産業競争力会議の「企業の持続的な成長を促す観点」からの企業への働きかけに相当する。さらに指針の内容を読めば、エンゲージメント(企業に対する影響力の行使)も含まれる。つまりイギリスでは、投資家の幅広い行動に期待が集まっている。

これに対し、日本での受託者責任は議決権行使に集中してきた。日本経済新聞(四月二四日)は、政府が整備しようとしている機関投資家向け行動指針の中に、「機関投資家に対し……どのような議決権行使をしたか個別に開示を求める方針」と報じている。現実にも、多くの年金ファンドは運用委託先に対し、議決権行使を要請している。一方、モニタリングやエンゲージメントの文字はない。では、日本において議決権行使を重視することにどのような意味があるのか。背景には、規模の大きな年金ファンドの株式投資は、たとえ投資対象企業をアクティブに選定した



マーケット・アイ

## M A R K E T E Y E

としても、結果として東証株価指数などのインデックスに接近してしまふことと、インデックスを構成する多数の企業へのガバナンス的な働きかけは議決権行使に頼らざるをえないとの考え方がある。極端な場合、アクティブ運用はインデックス運用(パッシブ運用)の投資パフォーマンスを超えることができないので、最初からインデックス運用を採用するのが望ましく、議決権行使によるガバナンスしか選択肢がないとの考え方もある。

日本においても、二〇一三〇程度の企業の株式に絞り込んで投資を行い、パフォーマンスを上げようとの試みがある。高い投資パフォーマンスは、企業との接触を密にし、モニタリングやエンゲージメントを働かせることによって得られるのであり、議決権行使の効果は薄いとの見解である。

実のところ、議決権行使は低コストであり、その結果、年金ファンドとして運用委託手数料を安くすませられる。この事実が運用委託する側として魅力的である。これとの対比で、モニタリングやエンゲージメントは

コストがかかる。このコストに見合う投資パフォーマンスが得られるのかどうか、委託する側としてのポイントとなる。日本においてイギリス並みのスチュワードシップコードが整備されるかどうかは、委託者側のコスト重視の考え方が転換されるのか、また受託者側にモニタリングやエンゲージメント能力が備わり、企業行動に影響を与えられるのかどうか依存しているだろう。

### ●イギリスのスチュワードシップコードの7原則

1	スチュワードシップに関する責任遂行方針の公表
2	スチュワードシップに関する利益相反を管理するための方針設定と公表
3	投資先企業のモニタリング
4	スチュワードシップ活動の活発化に関するガイドライン設定
5	必要に応じた他の投資家との共同行動
6	議決権行使方針の設定と行使結果の公表
7	議決権行使、スチュワードシップに関する定期的な公表