

機関化の功罪

HCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者
加入協会

関東財務局長（金商）第430号
一般社団法人日本投資顧問業協会
日本証券業協会
一般社団法人投資信託協会

<https://www.fromhmc.com>

2022.03.08

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ



機関投資家

機関投資家とは、意思決定の機関、即ち、ガバナンスの組織態勢を備えたうえで、資産運用を業務として行う法人であって、具体的には、銀行、保険会社等の金融機関、年金基金、財団等が該当します。このうち、年金基金や財団等は、自己の利益のために資産運用を行う金融機関等とは異なり、他人の利益のために資産運用を行う点で投資運用業者と同等の立場に立つため、原理的にはスチュワードシップ・コードやフィデューシャリー・デューティー（顧客本位の業務運営に関する原則）が課せられると考えられます。なお、自己の利益のために資産運用を行う金融機関等といえども、責任ある投資家として、スチュワードシップ・コードは適用されます。

機関投資家の比重の高まり

上場株式の保有分布において、いわゆる機関化、即ち、年金基金等の重い社会的責任を負う投資家の比重が高まっています。かかる投資家は、社会的責任を果たすため、厳格な銘柄選択を行います。企業は、株価上昇で資金調達を有利に行うため、経営改善努力を促すことになるため、ガバナンス改善を図ることが期待されます。一方、かかる投資家の運用資金額が巨大化し、銘柄選択が機能しにくくなっていることや、インデックス運用の普及によりガバナンス機能弱体化の可能性が問題視されます。

ガバナンスとは

経営者への期待とは企業の将来業績への期待であり、将来業績への期待の裏付けは現在の経営状況が最善に保たれていることにほかならず、故に、経営状況の最適性を保証するものとしての企業統治のあり方、即ちガバナンスこそが期待の根底にあります。

エンゲイジメント

エンゲイジメントとは、株式投資についていえば、株主として経営者に何らかの積極的な働きかけを行うことであり、目的はガバナンスの改善です。機関投資家の株式投資については、その社会的責任を前提として、エンゲイジメントが義務として求められているわけですが、ガバナンス改善については、本来の銘柄選択の方が強力で有効であると思われます。しかしながら、機関投資家の場合、資金の肥大化にともなって、インデックス運用に代表されるように、事実上、市場全体に広く分散して投資せざるを得なくなっており、本来の銘柄選択の効果が機能しなくなっています。故に、市場原理の補完としてエンゲイジメントが必要だとする見解が支配的となるわけです。

アクティヴィズム

上場株式への投資に関して、投資家が大株主としての地位のもとで積極的に議決権を行使し、また株主提案等を通じて企業経営に影響力を及ぼすことで企業価値の上昇を図ることです。特に問題となるのは、株価の低迷した企業について、敢えて大株主になることでアクティヴィズムを実践しようとする投資家の存在です。

コーポレートガバナンス・コード

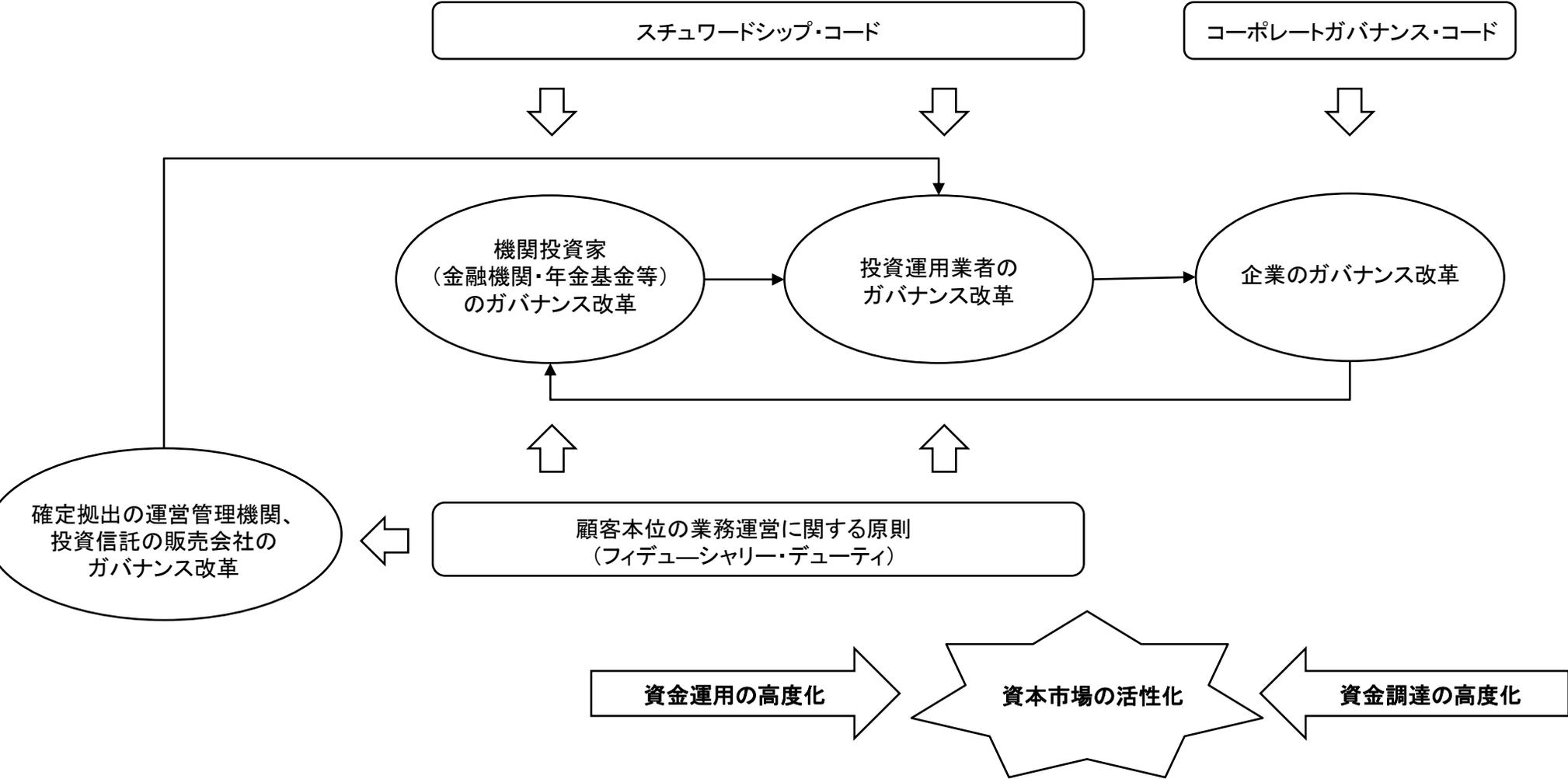
実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則として、東京証券取引所が定めているもの。2015年6月1日に施行され、2018年6月1日に、改訂されています。コーポレートガバナンスとは、「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組みを意味する」とされ、本コードに定められた原則が「適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与する」とされています。基本原則以下、第1章 株主の権利・平等性の確保、第2章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働、第3章 適切な情報開示と透明性の確保、第4章 取締役会等の責務、第5章 株主との対話、で構成されています。

スチュワードシップ・コード

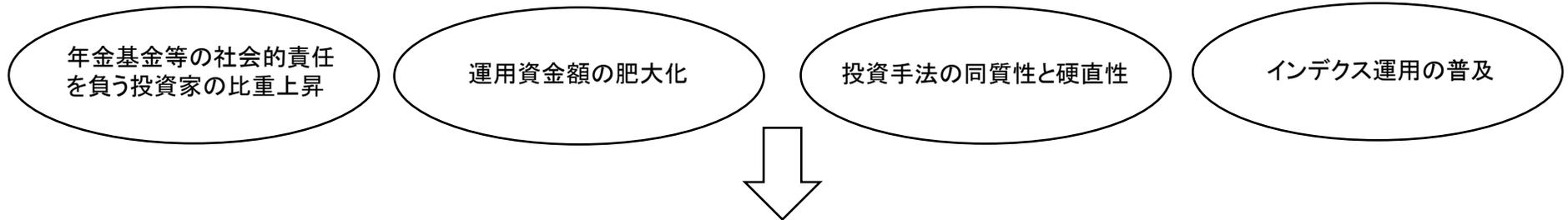
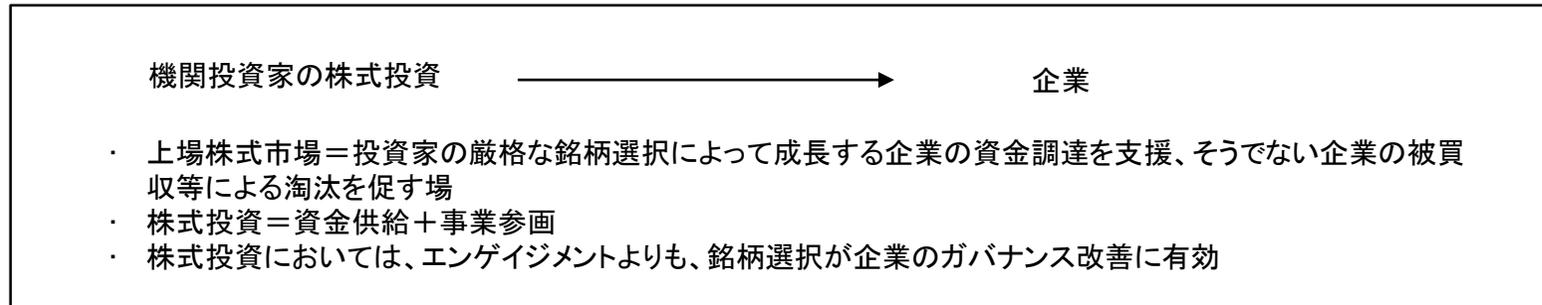
2014年2月26日に策定され、金融庁より、「日本版スチュワードシップ・コード」の名称で、公表されたものです。2017年5月29日に改定され、2020年3月24日には、再改訂版が公表されています。そこでは、本コードは、「機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるもの」とされ、「スチュワードシップ責任」とは、「機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」(最終受益者を含む。以下同じ。)の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する」とされています。

ガバナンスの改善

ガバナンスの連鎖



インデックス運用など機関投資家が市場の歪みを助長



機関投資家は、市場全体に広く投資せざるを得なくなり、本来の銘柄選択による市場の効率化が効果が阻害されています。

→経営関与(軽度のエンゲイジメント)や積極的経営介入(経営戦略に深く論及)の必要性が求められる論調もありますが、上場株式市場が資金調達の場であるという原点に帰り、銘柄選択が機能しないことを前提とした工夫ではなく、銘柄選択が機能するように市場構造を改める工夫が先決課題でしょう。

- 本ウェビナーは、資本市場における種々の投資対象や投資に関する概念等について解説・検討を行うものであり、当社が行う金融商品取引業の内容に関する情報提供及び関連する特定の金融商品等の勧誘を行うものではありません。
- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。