

## 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  
一般社団法人投資信託協会

<https://www.fromhc.com>

2024.5.14

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のことです。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、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（顧客等の最善の利益を勧告する義務）が課せられます。

機関化とは、上場株式の保有分布において、年金基金等の重い社会的責任を負う機関投資家の比重が上昇し、それらの投資家の運用資金額が巨大化することをいいます。

## コーポレートガバナンスが効力を発揮するとき

コーポレートガバナンスの背後には、株主が多数に分散しているも、共通利益によって結ばれているとの前提があり、個々の株主が自己の利益を守る方向に行動するとき、集団としての株主は、一種の一体性のもとで、強い力を行使できると考えられています。しかも、株主が分散しているとはいっても、実際には、機関化、即ち、投資運用業者等への議決権の集中も進行しているのですから、機関化された投資家が一定の共通原則のもとで行動するとき、コーポレートガバナンスへの影響力は大きくなります。

## 機関化による企業経営へのガバナンス効果

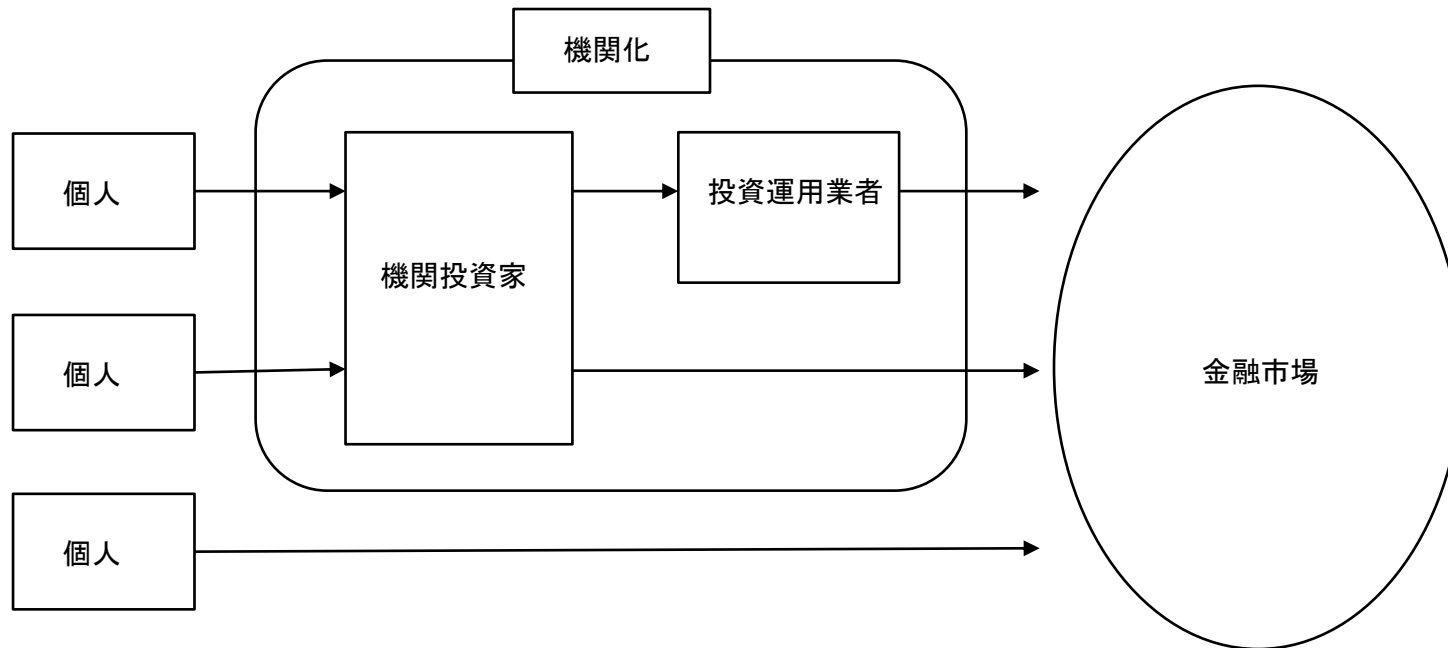
経営者への期待とは、企業の将来業績への期待であり、将来業績への期待の裏付けは現在の経営状況が最善に保たれていることにほかならず、故に、経営状況の最適性を保証するものとしての企業統治のあり方、即ちガバナンスこそが期待の根底にあります。機関投資家による投資は、社会的責任を果たすための厳格な銘柄選択が求められており、それにより、企業の経営改善努力を促し、ガバナンス改善を図ることが期待されます。一方、かかる投資家の運用資金額が巨大化し、銘柄選択が機能しにくくなっていることや、インデクス運用の普及によりガバナンス機能弱体化の可能性が問題視されます。

## インデクス運用普及の影響

インデクス運用とは、ベンチマークと同じ投資収益率が実現するように、投資内容をベンチマークの属性と一致させることです。機関投資家がインデクス運用を利用する背景には、いくつかの理由があるわけですが、投資運用業者の選択に関する責任の放棄は、必ずしも自覚的に意図されることではないにしても、重大な帰結であることは間違いありません。しかも、インデクス運用の拡大は、投資運用業者の説明のしやすさの追求と相まって、投資能力を低下させるというさらに重大な帰結を招いています。

# 機関化

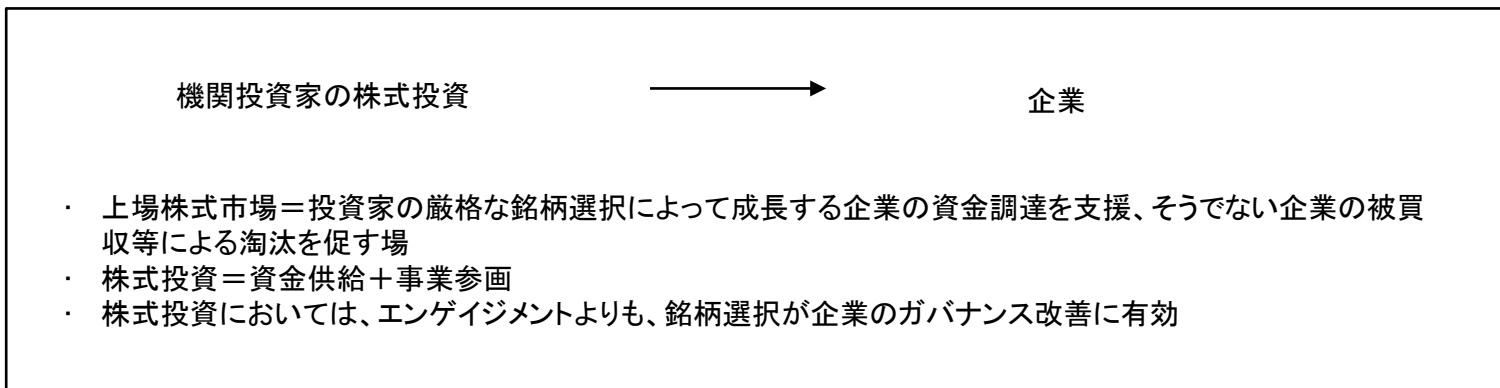
## 機関化の構造



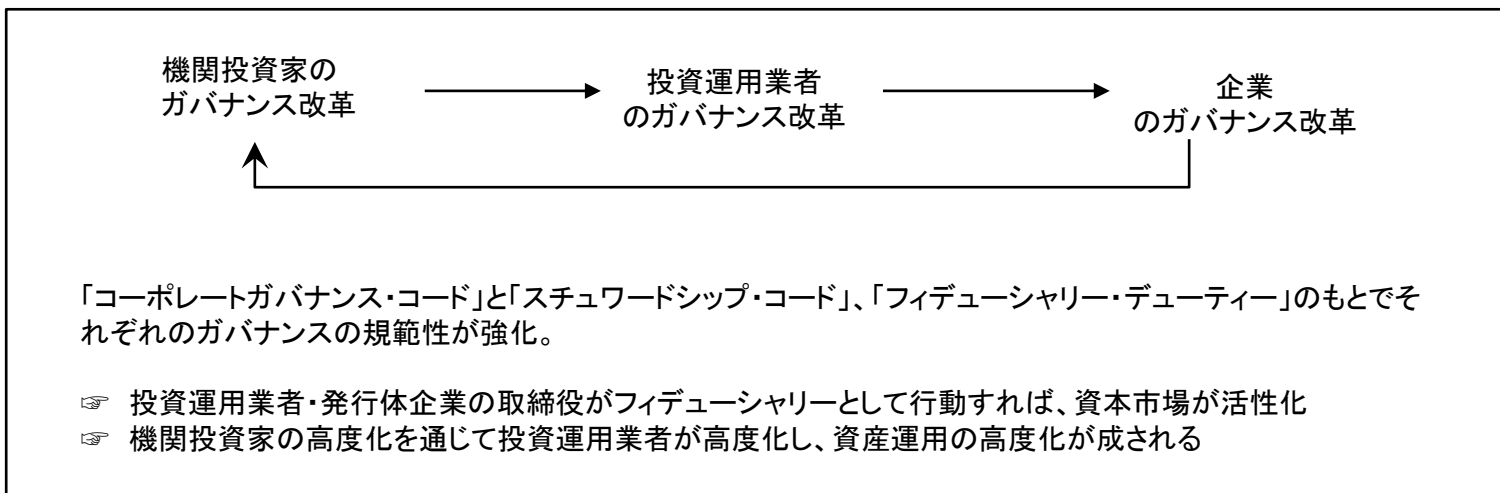
- 機関投資家、投資運用業者はともに意思決定機関。
- 機関化が進んでいる場合は機関における機能の質(ガバナンス)が決定的に重要。  
→エンダウメントモデル: 執行レベルにおいてなされた決定を、広い視野を持つボードが承認(アプルーブ)する。一方で、ボードが意思決定しやすいような提案や決定がなされるようになる問題もある。

# 機関化による利点

## ・ガバナンス効果への期待



## ・ガバナンスの連鎖



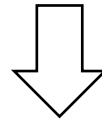
# インデックス運用など機関投資家が市場の歪みを助長

年金基金等の社会的責任を負う投資家の比重上昇

運用資金額の肥大化

投資手法の同質性と硬直性

インデックス運用の普及



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効率化の効果を阻害

→ 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。

## 講演後アンケート

---

今後の運営に活かしたく、下記リンクよりご意見やご感想いただけますと幸いです。

アンケートURL: <https://forms.gle/zccrJ4juuaXXdMQy6>

- 本セミナーは、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。