

株式投資家としての運用会社に 求められる改革とは何か

株式投資家としての運用会社は、今、大きな転換期に立っている。日本版スチュワードシップ・コードの導入を契機として、求められる投資戦略は何かを考えその戦略を採用するかどうかを判断すると共に、自らのガバナンス構造の改革を実行すべきである。

株式投資家としての日本の運用会社は大きな転換期を迎えている。「責任ある機関投資家」の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード¹⁾が2014年2月に金融庁から公表されたことが契機となり、株式投資家としての運用会社の投資戦略およびガバナンス体制を今一度見直す必要に迫られているからである。本稿では、コードに求められる投資戦略は何かを理解することの重要性とガバナンス構造の改革が不可欠であることを指摘したい。

コードが想定する投資戦略は どのようなものか

日本版スチュワードシップ・コードは、機関投資家が投資先企業との目的を持った対話を通じ、企業の中長期的な成長を促すことを目的の一つとして、機関投資家の行動原則を定めたものである。幅広い機関投資家が企業との建設的な対話²⁾を行い、「投資先企業の持続的成長」を促し、最終的に顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることを趣旨としている。

このコードが想定する投資戦略は、中長期の投資期間を前提に、投資先企業の企業価値を見極め、割安な価格で高い企業価値を維持できる企業を購入し保有するものと考えられる。購入に当たり企業価値の高さを見極め、また購入後も、企業価値が維持されていることを確認するには、企業の品質を多角的に分析する必要がある。そのためには、持続可能な競争優位性があるか、顧客に不可欠の商品・サービスを提供しているか、忠誠心の高い顧客が存在するか、優れた経営者がいるか、等を確認するための、企業との対話が不可欠になる。

コードが制定されたのは、このような投資戦略を採用する運用会社がわが国であまりに少ないために、投資先

企業に対する投資家からのチェックが十分に働かず、ROE等の資本生産性が資本コストを長期にわたり下回っているような上場企業が多く存在するからである。投資家からのチェック機能不全が低資本生産性継続の理由の一つとなり、日本の株式市場が長期間低迷していたことは事実であろう。

もちろん、コードが前提とする投資戦略が多数派になる世界を想定しているわけではない。欧米の株式市場でも、このような投資戦略を採用している運用会社は少数派である。しかし日本ではその割合があまりに低い。少数派と言っても、せめて1~2割ぐらまでこの投資戦略の割合を高めることができれば、機関投資家からの経営に対するチェック機能が働いて株式市場の資本生産性向上につながり、ひいては中長期での投資リターンの拡大をもたらすと期待しているのである。

そうした動きはすでに出てきている。例えば、2014年3月末にGPIF³⁾で大幅な日本株マネジャーの交替が行われた。ファンダメンタル分析を中心とするアクティブ投資戦略として採用された運用会社はどこも、投資先企業の長期企業価値の評価に焦点を当てる明確な投資戦略を持った運用会社であった。

一方、リターンを獲得するには様々な投資手法が考えられ、それぞれの投資手法に沿ったコードへの対応を行う自由度が確保される必要がある。そのため、本コードでは「遵守か説明か」というソフトローの形を取っている。現在採用している投資戦略にとって対話が必要かどうかを判断し、対話が必要でないなら（例えば、短期の裁定戦略など）、そのように公表すればよい。コードができたからという理由だけで、投資戦略のリターン向上にあまり関係のない対話を行うのは、本末転倒である。

コードの趣旨はより多くの機関投資家が投資先企業との対話を行う投資戦略の増加を促すものだが、それ以外の投資戦略を否定するものではないのである。

ガバナンス構造の改革が必要

日本の運用会社のもう一つの課題は、ガバナンス構造である。機関投資家は投資において様々な利益相反に晒される場合が多く、そのチェックを十分に行えるガバナンス体制の整備が特に重要と考えられる。

親会社为上場企業である運用会社が投資対象として親会社に投資している場合、企業価値最大化の観点から物を言うのが難しい可能性があるのは、利益相反事例のごく一部に過ぎない。また、運用会社の親会社である金融機関が、債権者としての立場から、子会社である運用会社が行う企業価値向上に結びつく提案を、債務返済のリスクを高めるものと考え、提出を見直すよう運用会社に迫るかもしれない。運用会社にとって運用資産額を拡大することは収益を向上させる上で不可欠であるが、株式投資では運用額を拡大すると投資家収益の悪化を招き、顧客利益を損なう恐れもある。

このように、運用会社が投資において利益相反に晒されるケースは枚挙に暇がなく、日本版スチュワードシップ・コードでも、そのような関係を運用会社は公表した上で、その利益相反関係にどのように対応しているのかを示すべき、としている。他人のお金を投資する上で、運用会社は受託者責任を負っており、利益相反関係への対応を明確に示すことが極めて重要であると考えられるのである。

しかし日本の大手運用会社は、その多くが金融機関の

子会社であり、取締役を含む経営者は大株主である親会社の役員や役員経験者など、いわば身内から構成される場合がほとんどである。このような体制では利益相反等のチェックが十分でないことは明らかである。

運用会社のガバナンス構造は広範囲の利益相反の可能性を視野にいれたものにすべきである。特に、取締役の監視機能は極めて重要で、できる限り多様なバックグラウンドを持つ経験者を経営陣に保ち、対外的な顧客視点を入れて経営を行うことが運用会社に求められている。例えば、取締役の中に運用会社の利益ではなく、もっぱら顧客利益を優先させる専門家を招き、経営方針に反映させるといった努力をすべきなのではないか。社内にも株主利益と顧客利益の対立のチェックを行う専門部署を設けたり、監査会機能の強化を図るなど、ガバナンス強化に向けて実施できる対策を打っていくことが重要だろう。

上場会社の独立取締役選任を含むガバナンス構造の改革が進められている中、機関投資家自身のガバナンス構造が脆弱なままでは、責任ある機関投資家としての責務を果たせるかどうか疑義が生じかねない。株主利益と顧客利益のバランスなど、多角的なチェック機能を果たすことが運用会社には必要であり、そのためのガバナンス改革は喫緊の課題であると思われる。



NOTE

- 1) 「責任ある機関投資家」の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～、2014年2月26日、金融庁。
<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>
- 2) 建設的な対話とは、運用会社が企業価値向上を目的として、投資先企業と、株主総会の議案や個別の経営戦略などについて、個別に議論をすることを指す。
- 3) 年金積立金管理運用独立行政法人。

Writer's Profile



堀江 貞之 Sadayuki Horie

金融ITイノベーション研究部
上席研究員
専門は資産運用関連の先端動向調査・研究
focus@nri.co.jp