

# アベノミクスによる 企業ガバナンス改革

## ～日本版スチュワードシップコードと長期的投資 推奨がもたらすもの～

鈴木 裕

### 要 約

アベノミクスの成長戦略の中では、企業ガバナンスに関する改正も検討されている。社外取締役の選任義務化に向けた会社法改正や、企業の持続的成長を促進するため、機関投資家の株主行動を規律付ける日本版スチュワードシップコードの導入などだ。

機関投資家による長期的投資を促進することで、経済成長を進め、また企業の成長に役立てようとする検討は、国際的な広がりを見せている。しかし、長期的投資がどのようなものであるかについて、共通の認識があるわけではない。

また、機関投資家による長期的投資を実現するために提案されている政策オプションにも、その実効性や実現性が疑わしいものが少なくない。

日本版スチュワードシップコード導入の暁には、機関投資家による株主権行使の詳細開示が行われるようになるかもしれないが、これが企業の持続的成長にどのように貢献できるかは、注意深く見守る必要があるだろう。

### 目 次

- 1章 はじめに
- 2章 長期的投資とは何か？
- 3章 長期的投資促進策の現実的可能性
- 4章 日本版スチュワードシップコードによって何が変わるか？

## 1章 はじめに

安倍政権が進める成長戦略の策定にあたる産業競争力会議では、産業の新陳代謝を促進する観点から、様々な政策が検討の俎上に上っている。企業ガバナンスに関連しては、独立社外取締役の導入促進や事業再編の加速など、過去に幾度も取り上げられ長く検討が続いているものが目立つ。しかし、その中で機関投資家による企業経営への関与を活発化させようとするかのような方向が示されていることは、目新しい動きと言えるだろう。「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則について、我が国の市場経済システムに関する経済財政諮問会議の議論も踏まえながら検討を進め、年内に取りまとめる。」<sup>1</sup>と日本再興戦略に記されている。ここで検討される原則は、日本版ステewardシップコードとも呼ばれている。元祖のステewardシップコードは、2010年に英国で策定され、2012年に改定を経ている<sup>2</sup>。

国民年金・厚生年金等公的年金積立金や公務員等共済年金積立金などの公的・準公的資金の運用については、「株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等」を検討すると日本再興戦略は記している。ここでも長期的投資のリターンへ影響を及ぼし得る投資家行動の活発化も含めた検討となるかもしれない。

機関投資家の受託者責任を強調し、機関投資家の関与によって企業経営を立て直すことで、競争力強化に役立てようとする方向は、現在の企業ガバナンス改革の国際的な潮流に沿ったものであると思える。拙稿「企業ガバナンス改革の国際動向」<sup>3</sup>で記したように、経営者報酬の決定に株主を関与させようとする「Say on Pay」は、英米で先行し欧州に広がっているし、株主主導での取締役候補の指名を可能にする動きも勢いを増している。こうした株主の権利拡大の一方で考えなければならぬのが、株主の権利行使を適正化するための枠組み作りである。投資先の企業経営に関与する権利を株主に適切に行使させるには、どのような規制が望ましいかも合わせて検討する必要があるということである。

企業ガバナンスの改善に中核的な役割を果たすと期待される機関投資家の取るべき行動を規律付けるための様々な政策提言が2011年以降相次いでいる。そうした政策提言は、長期的投資を奨励し、長期的投資を実現するためにはどのような規制が望ましいかを検討している。日本版ステewardシップコードが、機関投資家の行動によって「企業の持続的な成長を促す」ように機能するものであるならば、長期的投資の促進を意図する多くの政策提言と重なり合うかもしれない。

本稿では、政策提言で用いられている長期的投資という用語は、いくつかの異なる意味内容を含むものであることを示し、次いでそれが実現して

1) 首相官邸「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」平成25年6月14日  
[http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou\\_jpn.pdf](http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf)

2) “UK Stewardship Code”

<http://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx>

3) 「企業ガバナンス改革の国際動向～引き続き経営者報酬問題へ高い関心～」(『大和総研調査季報』2012年夏季号(Vol.7)掲載)

<http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/12090301cg.html>

いない原因はどのようなものと考えられており、障害を克服するためにどのような方法が検討されているかを概観する。最後に、日本版スチュワードシップコードが導入された場合に、実施される可能性が高いと考えられる機関投資家による議決権行使結果の個別開示の影響に触れる。

## 2章 長期的投資とは何か？

長期的投資という用語は、様々な意味内容で用いられることがある。少なくとも次の3つの考え方ができるように思える。

- (1) 金融商品の保有期間を長くするという意味での長期的投資
- (2) 金融商品への投資判断にあたり長期的見通しを判断材料にするという意味での長期的投資
- (3) 同一の金融商品を長期間にわたり定期的に定額買い付けるという意味での長期的投資

このうち(3)は、ファイナンシャルプランニング業界でいうドルコスト平均法であるが、政策提言の文書の中でこれに言及するものは見当たらないので、本稿では触れない。

(1)と(2)は、(1)が投資家側の行動に着目して投資家の保有期間によって長期的投資を定義づけようとするのに対して、(2)は、投資対象に長期的成長を見通せるものを長期的投資というもので、大きな違いがあることが分かる。もちろん互いに相反するものではなく、投資家が長期的な成長を見込めると判断した企業の株式を長期間保有するということはあり得る話だ。しかし、購入した直後に長期的見通しに大きな変化が生じれば、即座に売却するという判断もあり得るので、

(1)と(2)は、異なる意味合いのものである。たとえ、保有期間が短期であるとしても、投資対象企業の長期的成長力を投資判断の要素とすることは、矛盾しない。企業の現在価値が、企業が今後作り出す価値の割引計算で決定されるならば、企業の将来像は現在の投資判断に大きな影響を与えるはずだからだ。つまり、投資判断の材料とする情報がカバーする期間と投資家の保有期間とは、直接的な関係はないということである。したがって、(1)の意味での長期的投資が実現していないからと言って、(2)を促進するための方策を検討することは、場合によっては的外れなものとなるだろう。

長期的投資を論じる政策提言も、長期的金融(long-term finance)や長期的投資(long-term investment)が、具体的にはどのようなものかを検討するところから始まるものが多い。EU(2013)<sup>4</sup>では、長期的金融に向かう資金を長期的投資としており、長期的金融を定義づけようとするが、これは一義的には定まらない。EUが検討する長期的金融振興策の中では、経済全体の工業生産力の向上を実現するための資金支出のことであると長期的金融を意味づけている。エネルギー・運輸・通信等のインフラ、工業・サービス設備、住宅、気候変動対策等環境技術、および教育・研究開発を具体例としている。投資家の保有期間にかかわらず、投資対象の流動性が低い場合を長期的投資という見解のようである。もっともEU(2013)は、コンサルティング・ペーパーであり、長期的金融促進策に関する意見募集の一環として、長期的金融とは、果たしてどのようなものかと考えるべきかも設問の一つとしており、今

4) EU "Green paper on long-term financing of the European economy - Frequently Asked Questions" [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-13-280\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-280_en.htm)

後新たな考え方が浮かんでくる可能性もある。このE U (2013)と同じように、長期的投資や長期的金融とは何かを定義しないまま、政策提言の検討が行われる場合もある。政策提言に使用される長期的投資という語が、どのような内容を意味しようとしているかを注意深く読み取る必要があるように思える。

## 1. ある程度の長期的保有期間を念頭に置く見解

世界経済フォーラム(2012)<sup>5</sup>では、長期的投資の意義について、投資家側の保有期間に着目する視点と、投資対象資産の流動性に着目する視点があることを紹介しつつ、長期的投資とは、保有期間が少なくとも10年以上、またはビジネスサイクルの全期間にわたることを意図した投資であるとしながらも、長期的保有を意図した投資といっても、市場の状況次第では、短期売却もあり得ると考えている点で、現実の保有期間の長短は問題としていない。しかし、具体的な投資対象となると、上場株式等が長期的投資の対象となることはあり得るが、一般には流動性の低い資産ではないかとしている。

このように、何をもちいて長期的投資というかについて、投資家側の保有期間を重視する見方と、投資商品側の性質に着目する見方がある。しかし、世界経済フォーラム(2012)が記すように、当初は長期的保有を意図していたとしても、結果的に短期で売却することも当然あり得るという考え方が支配的であり、投資家側の保有期間の長短を

長期的投資の定義として重視する見解は見られない。政策提言の中で保有期間の長短に触れる場合には、政策提言が取り上げる長期的投資は、保有期間の長期性というような意味ではないということを読者のためであるようだ。

標準的な投資理論の教科書の中では、長期的投資とは、保有期間を長期化する投資であると記した上で、そのような投資にリスク低減効果はないと記されるのが普通だ。定評の高い『インベストメント』では、「リスク・ポートフォリオへの投資は、長期ではより安全になるということにはならない。逆に、リスク投資の保有期間が長くなればなるほど、リスクは大きくなる」<sup>6</sup>と書いてある通りだが、政策提言に用いられる長期的投資は、このようなファイナンス理論の長期的投資とは異なるものである。

政策提言の多くは、むしろ資金調達側(発行体側)の事業やプロジェクト、つまり投資商品側の性質に着目している。この見方では、調達した資金によって実現しようとする事業が、長期的であれば、それに対して資金を供給することを指して長期的投資ということになる。このような見解の代表的な例として考えられるのは、次節で記すOECD等の一連の政策提言と英国スチュワードシップコード等であろう。しかし、投資先商品側に着目した見解であっても、具体的にどのような投資商品を念頭において政策提言に結び付けているかまで探ると、かなり大きな差異を見いだすことができる。

5) 世界経済フォーラム“The Future of Long-term Investing”

<http://www.weforum.org/reports/future-long-term-investing-1>

6) ツヴィ・ボディ、アレックス・ケイン、アラン・J・マーカス著、平木多賀人、伊藤彰敏、竹澤直哉、山崎亮、辻本臣哉訳『インベストメント(第8版)上』日本経済新聞出版社、2010年3月

## 2. OECDなどの政策提言における長期的投資

リーマン・ショック以降、長期的資金が減少しており、今後の経済成長や市場の安定に影響を及ぼしつつあるとの認識は、先進諸国の間で共有されるようになってきている。2013年2月のモスクワG20会議では、「インフラを含む、投資のための長期ファイナンスは、全ての国々における経済成長と雇用創出にとって主要な貢献要素である」<sup>7</sup>と確認された。OECDなどでは、こうした国際的な関心に応え、長期的投資を市場に根付かせるための様々な提言を行っている<sup>8</sup>。

OECDなどの政策提言は、年金基金・保険・投資信託などの機関投資家は、長期的投資家なのであるから、長期的に高いリターンが見込める投資対象に資金を振り向けるべきであるとの立場から、オルタナティブ資産を中心に投資対象の多様化を求めるものである。とりわけ、長期的投資の対象として、インフラや温暖化対策を挙げる。年金基金や保険は、債務（年金給付債務や保険給付債務）が長期的なのだから、債務履行を裏付ける資産側も長期的なものにするべきであり、インフラや温暖化対策といった投資機会がフィットすると説く。今後先進国においては、インフラ更新のための資金需要は増大するであろうし、新興国では新たなインフラ構築によって、投資機会が膨らむと期待される。また、温室効果ガスの削減に向けた温暖化対策への投資は大きなポテンシャルが

あり、投資を阻害する要因を一つ一つ解決していくことの重要性が強調されている。

ロシアのサンクトペテルブルグで2013年9月に予定されるG20では、長期的投資に関するハイレベル原則の報告が予定されており、OECDの作業グループでは、草案の作成が進められているところである<sup>9</sup>。このハイレベル原則は、政府等の規制当局が長期的投資を促進する際の政策を検討している。長期的投資を行うべきかどうかを問題とするものではなく、OECDなどが考える長期的投資を促進することは当然として、その場合の政策を提言するものだ。ハイレベル原則草案の第1原則「長期的な投資のための前提条件」では、長期的投資を促進することは、経済全体の成長を可能にし、様々な政策目標の達成に関係してくるといい、政府による長期的投資促進策を求めている。第8原則の投資家教育・消費者保護まで、様々な政策をもって、長期的投資の政策的サポートを訴えている。

ハイレベル原則草案には、機関投資家をいかにして長期的投資に向かわせるかという、政策提言も含まれている。そのうちの一つは、投資対象の会社やプロジェクトに関する環境（environmental）、社会問題への取り組み（social）および企業ガバナンスの状況（governance）の情報を活用できるようにするべきであるというものだ。いわゆるESG情報が投資パフォーマンスに影響を及ぼし得るという考え方に立てば、このような情報の利用を促すことは、望ましいと言え

7) 「20 国財務大臣・中央銀行総裁会議声明（仮訳）（2013年2月15 - 16日 於：ロシア・モスクワ）」  
[http://www.mof.go.jp/international\\_policy/convention/g20/20130216.htm](http://www.mof.go.jp/international_policy/convention/g20/20130216.htm)

8) OECDウェブサイト“*Institutional investors and long-term investment*”  
<http://www.oecd.org/insurance/institutionalinvestorsandlong-terminvestment.htm>

9) “DRAFT HIGH-LEVEL PRINCIPLES OF LONG-TERM INVESTMENT FINANCING BY INSTITUTIONAL INVESTORS”  
<http://www.oecd.org/daf/fin/HL-Principles-LTI-Public-Consultation-May-2013.pdf>

るかもしれない。また、株式投資においては、株主総会議決権も機関投資家の受託者責任の範疇に入り、その適切な行使を監視することも政府の役割であるという。この点においては、本稿冒頭で記した日本版スチュワードシップコードの検討と重なり合う政策動向と言えるだろう。機関投資家への要請は、これにとどまらず、ファンドマネージャーの報酬体系にも触れている。ファンドマネージャーの報酬は、長期的な運用成果を基礎として算定されるべきであるという。規制当局は、機関投資家に対して、長期的投資を実現するためにガバナンスやリスク管理に関するガイダンス（指針）を示すことも考えられるとしている。日本版スチュワードシップコードの検討も、こうした国際的な動向の中に位置づけられるのではないだろうか。

### 3. 英国 Kay Review とスチュワードシップコードにおける長期的投資

#### (ア) 英国 Kay Review

英国ビジネス・イノベーション・職業技能省 (Department for Business, Innovation and Skills) が L S E (ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス) の John Kay 教授に依頼して執筆された Kay Review<sup>10</sup> と呼ばれる報告書は、英国株式市場のあり方が英国上場企業の長期的業績に及ぼす影響を研究するというものである。OECD が長期的投資の事例としてインフラや温暖化対策を挙げ、そうした分野に民間資金を導入するための政策提言であったのとは、随分問題意識が異なっているように思える。英国企業が経営破綻したり、

様々な不祥事を引き起こし企業価値が減じた事例をいくつも指摘し、その原因の一端を株式市場の短期志向 (short-termism) にあるのではないかと示唆している。投資家は、企業との対話を行ってきたが、目的を株価動向に置いた対話であり、企業の長期的成長に実を結ぶものではなかったという。投資先企業に不満のある投資家は、保有株式を売却 (Exit) するか、保有を継続して経営陣と対話する (Voice) かの二つの選択肢があるが、英国株式市場では、Voice よりも Exit に力点が置かれていたため、Voice は表面的で低質であったことが問題だと結論している。

英国株式市場が短期志向に陥った主な原因は、資産運用業界におけるインセンティブ設計の不整合によって、信頼関係が損なわれているからであると Kay Review は分析している。例えば「最終投資家 (投資信託購入者など)」→「投資信託会社 (運用会社/機関投資家)」→「信託受託会社」→「証券売買仲介会社」→「決済会社」などを経由する中で、様々なコストが生じるが、こうしたコストを大きくすることは、一方で業者の収入増をもたらしており、最終投資家の利益の最大化が損なわれる恐れがあるという。資産運用のスキームの中で、業者に支払われる報酬が運用パフォーマンスに連動する成功報酬制を採用する場合には、問題はさらに複雑化する。最終投資家が許容するよりも高いリスクを運用会社が短期的に取ることで、資産が危険にさらされるのである。

長期的投資を英国株式市場に復活させるための方策として Kay Review は、17 項目を挙げている。

10) "THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING"  
<http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report>

そのうち、具体的に投資家行動に言及する提言としては、

- ・集团的エンゲージメントを行う投資家フォーラムを設置する。
- ・M & Aの規模や効果について慎重な検討を行うプロセスを作る。
- ・取締役の選定について長期的株主に諮問する。
- ・運用会社は、成果連動報酬などを含む全ての運用コストを開示する。
- ・貸し株による収入を開示し、最終投資家に還元する。
- ・四半期報告義務を撤廃する。
- ・簡潔で良質な叙事的（narrative）情報開示を強く推奨する。
- ・規制当局は特定のバリュエーション指標やリスク指標を明示的または暗示的に提示するのではなく、十分な情報に基づく判断を行うよう推奨する。
- ・会社の取締役報酬は、長期的業績に連動するよう構築する。
- ・運用会社の報酬は、顧客の利益と投資期間に応じて構築する。

といったものである。これら総合的な政策を進めれば英国株式市場に長期的投資が復活し、企業が栄え、もって最終投資家の利益が増大するという。

### （イ）スチュワードシップコード

スチュワードシップコードとは、英国財務報告評議会（Financial Reporting Council）が、英国企業株式を保有する機関投資家向けに策定した株主行動に関するガイドラインのことだ。Kay Reviewは、2012年7月に公表され、スチュワードシップコードの改定が同年9月に行われた。Kay Reviewが、スチュワードシップコードの改

定に直接的な影響を及ぼしたわけではないが、「スチュワードシップコードは、スチュワードシップのより広範な形態、すなわちコーポレート・ガバナンスの課題だけでなく、戦略的な問題を取り込むように策定されるべきである。」と言及しているように、問題意識は共有されているとみていいだろう。スチュワードシップとは、あまりなじみのない用語であるが、投資スキームを論じる文脈では、資産運用における受託者責任を指すものと言える。資産運用を受託する機関投資家がスチュワードシップに沿った行動を取ることによって委託者の利益を実現するとともに、企業の長期的成功を促し、そして経済全体に寄与するとの考えから策定されたものである。

スチュワードシップコードは、機関投資家が順守すべき次の7つの原則から構成されている。

- (1) 機関投資家としてのスチュワードシップ責任遂行方針を公表する
- (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強固な方針を設定し、これを公表する
- (3) 投資先企業をモニター（監視）する
- (4) スチュワードシップに沿った行動を活発化する時点と方法に関するガイドラインを設ける
- (5) 適正と考えられる場合には他投資家と協業する
- (6) 明確な議決権行使方針を設定し、行使結果を公表する
- (7) スチュワードシップと議決権行使に関して定期的に公表する

スチュワードシップコードが機関投資家に求める具体的な行動としては、投資先企業をモニター（監視）する、他の投資家と協業する、議決権行使結果を公表するということが見て取れる。株主

として企業経営に積極的に関わり、長期的に企業の成長を実現することが、長期的投資であるということだ。

### 3章 長期的投資促進策の現実的可能性

このように、様々な政策提言の中で使われる長期的投資という用語は、微妙な違いを見せていることが分かるだろう。G20でのハイレベル原則採択に向けたOECDなどの一連の見解は、インフラや温暖化対策への投資拡大をも意図しているのに対して、英国スチュワードシップコードやKay Reviewは、英国企業の成長力回復を意図した提言であるという違いがある。本章では、これらの

政策目的達成に向けた政策オプションの当否について若干の考察を加える。なお、OECDなどが目的とするインフラ投資や環境投資への資金導入の現実性に関してより詳しくは、別稿<sup>11</sup>を参照されたい。

#### 1. OECDなどの長期的投資促進策の限界

長期的投資促進策を論じるOECDの研究者ペーパー、Della Croce, R. (2011)<sup>12</sup>は、年金ファンドなどのインフラ投資を阻害する要因を図表1のように整理している。投資商品側(The Investment Opportunities)には、規制の不安定性や統治機構の複雑性などの政治的リスクの問題が多く指摘されている。投資家側の問題としては、

図表1 年金ファンドによるインフラ投資を阻害する要因

投資商品側の要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 長期の政治的保障の不足</li> <li>・ 規制の不安定性</li> <li>・ 多層的統治制度による市場の分化</li> <li>・ 投資商品における不十分な透明性</li> <li>・ インフラ開発における入札価格の高騰</li> <li>・ 不相当に高リスクであるとの市場の認識</li> </ul>
投資家側の要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ インフラ部門に関する知識の欠如</li> <li>・ 年金ファンドの規模の問題</li> <li>・ インフラファンドと年金ファンドの利害の不一致</li> <li>・ 投資家側の短期志向</li> <li>・ 規制による障害</li> </ul>
投資環境の要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ インフラの価値に関する消極的評価</li> <li>・ インフラ部門の不透明性</li> <li>・ インフラ開発に関するパフォーマンスデータの不足、ベンチマークの欠如</li> </ul>

(出所) Della Croce, R. (2011)

11) 「公的ファンドによるインフラ投資・環境投資の可能性と限界」(『大和総研調査季報』2013年新春号 (Vol.9) 掲載) [http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/20130301\\_006840.html](http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/20130301_006840.html)

12) Della Croce, R. "Pension Funds Investment in Infrastructure: Policy Actions", OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 13, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/5kg272f9bnmx-en>

インフラに対する理解が不足しているということ  
を筆頭として、流動性規制など投資規制も原因で  
あるから、規制改革や投資家教育、情報提供が必  
要であるとしている。

こうした障害を克服するための政策オプション  
として、ハイレベル原則草案の第4原則では、金  
融機関等の資本規制において長期的投資を適正に  
評価するようしたり、民間格付け会社への依存  
を避けたりするなどが提案されている。これは、  
インフラ投資や環境投資は、リスク・リターンが  
不透明であり、現状のままでは、購入するにあ  
たり受託者責任との摩擦が生じかねないが、この  
点を適正化することを意味しているようである。  
透明で標準的で正確な長期的投資の資産評価  
方法を策定すべきとする提言もあり、政策達成  
のためには、新たな資産評価手法が必要である  
ということであろう。また、長期的投資のブレ  
ーキとなる税制を採用すべきではないとも提言  
しており、長期的投資への何らかの優遇策も  
検討すべきことが示唆されている。

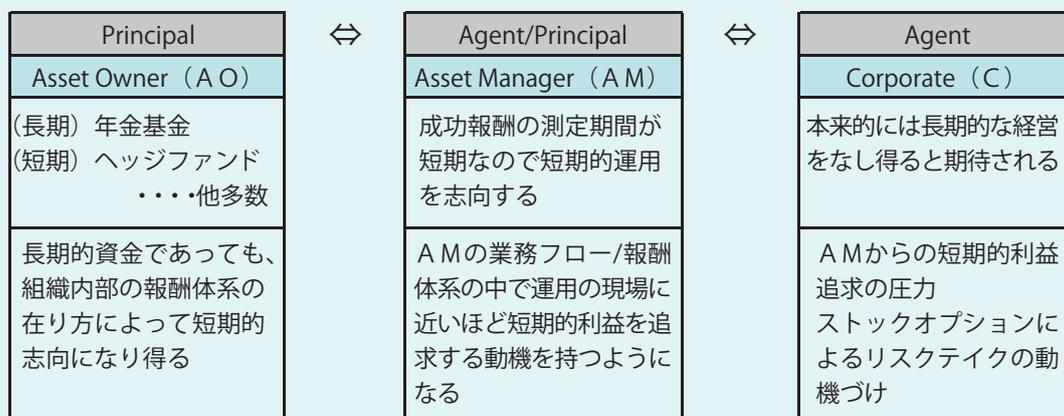
このように、長期的投資の拡大を阻む壁を取  
り去るために様々な方策が検討されている。機  
関投

資家の選択肢に入りにくい投資対象であるイン  
フラ投資や環境投資の魅力を引き上げるよう  
に、機関投資家向けの保有規制や金融機関の  
資本規制の変更や税制の見直しまでが視野に  
入っていることは、逆に言えば、現状のまま  
では、投資魅力に欠けていることを意味し  
ているとも言えるのではないだろうか。

## 2. スチュワードシップコードや Kay Review の問題点

英国のスチュワードシップコードや Kay Review  
は、機関投資家の長期的投資や、企業の長  
期的経営が実現しない原因を、エージェンシー  
問題として検討しているものと思える。エ  
ージェンシー問題とは、本人 (Principal) の  
利益を実現するために行動するはずの代理人  
(Agent) が、代理人自身の利益を追求し  
ようとするに伴い、本人に損失が生じること  
、また、そのような損失を縮減するために生  
じる様々な費用が発生するという問題だ。企  
業ガバナンスの場面では、株主 (本人) の  
エージェント (代理人) であるはずの経営者  
と株主の利害が一致せず、経営者と株主の  
間に情報

図表2 投資スキームの中のエージェンシー関係の連鎖



(出所) 大和総研作成

の非対称性が存在する場合には、経営者が株主の利益を害する経営判断を行うことが考えられるということが典型である。特に、報酬体系によっては不相当に大きなリスクを経営者が選好する動機となることもあり、結果的に企業の存続を危うくするだけでなく、金融システム全般を危機にさらすことにもなりかねない。スチュワードシップコードや Kay Review は、株式を保有する機関投資家が投資先企業を監視することと、顧客向けに情報を公表することを求めている。こうした仕組みをとる理由は、機関投資家が投資の意思決定の連鎖において、中心的な役割を果たしているからだ。Kay Review の中間報告（“Interim Report” 2012年2月）では、エージェンシー関係の連鎖の中での、運用会社（Asset Manager）こそが、カギとなると記している。（“Today the key agents in the investment chain are professional asset managers.”）。つまり、最終受益者である投資信託等の購入者や年金基金等（Asset Owner）との関係では、資産運用を行う運用会社（Asset Manager）は、エージェントの立場に立つが、投資先の企業との関係では、プリンシパルとなって、Agent の企業（C）の経営者に企業経営を委ねるという関係を結ぶ。

スチュワードシップコードは、プリンシパルとしての AM が、エージェントである企業（C）を短期的志向から引き離す機能を期待して、投資先企業をモニター（監視）する、他の投資家と共同して C に影響力を行使する、投資家としての議決権行使による企業経営の方向付けとその公表、といった行動を促している。しかし、C を短期的志向に陥らせているのは、AM からの圧力であるとの前提であるならば、AM の中には、短期的投資家（投資先企業の経営に対して短期的志向への圧

力かける）と長期的投資家（長期的経営を企業経営に求める）がいるということになる。短期的投資を行う AM をどのように短期志向から決別させるかも検討が必要であろうが、Kay Review がそのような方策を十分に考慮しているようには見えない。

Kay Review が扱うのは、年金基金等の長期債務を抱えるアセットオーナーから資産運用を受託する AM（運用会社／機関投資家）を長期的投資に振り向けることである。そのために、機関投資家の収益源を明らかにすることで、機関投資家がどのようなインセンティブに基づく行動を取るか分かりやすくなることは確かで、運用期間に応じた成果連動型報酬が最終投資家である年金基金等と利害を一致させると期待されることもその通りだろう。エージェントとプリンシパルの利害を一致させ、情報の非対称性を縮小するからだ。しかし、仮に最終投資家である Asset Owner の運用期間なるものが 10 年であるとする、その間の Asset Manager に対する運用報酬はどのように算定するべきなのか。報酬体系がエージェントの行動を決めるのであるから、長期的投資を望むプリンシパルの期待を実現させるには、運用報酬を長期的パフォーマンスに連動させることは、当然考え得るのだろうが、この場合、長期的期間が経過する以前にはエージェントである Asset Manager は報酬を得られなくなるのであろうか。長期的成果へ連動させる報酬スキームに関する疑問はこれにとどまらない。運用期間の終盤にまでパフォーマンスが振るわない Asset Manager にとっては、うまくいけば報酬を増やすことを目指して終盤に大きなリスクを取らせる誘因として作用しかねないのではないだろうか。このような Asset Manager の短期的収益志向に

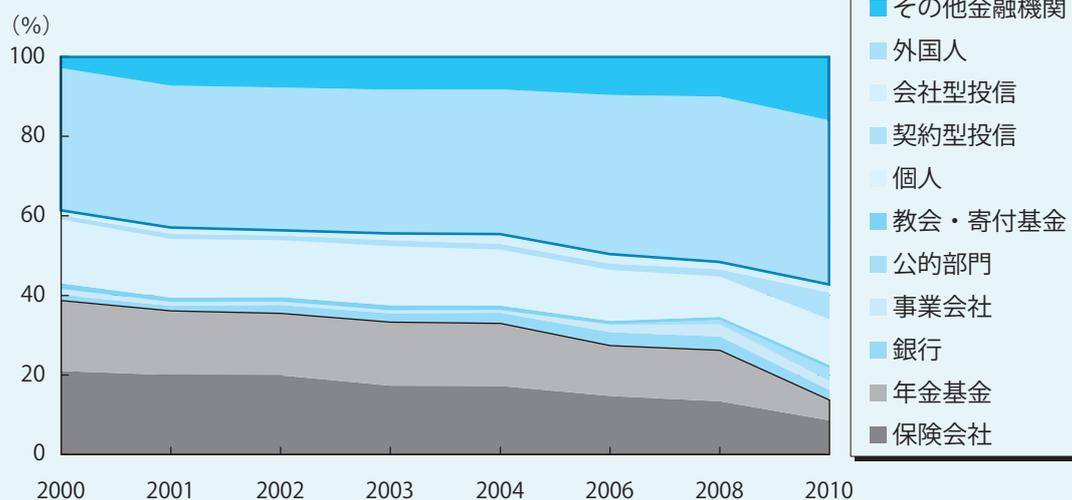
よって運用資産が大きなリスクにさらされることのないようにするために、運用報酬の支払いを運用期間が終了した後にすることも検討される。運用パフォーマンスがたとえ良好であっても、それが過度なリスクテイクがたまたまもたらした結果であるならば、運用報酬に反映されないという考え方であろうが、果たして実現性はあるのだろうか。

エージェンシー・コストの縮小を目指して、経営者と株主の間や、運用を受託する機関投資家と最終投資家の間にある情報の非対称性を解消したり、エージェントとプリンシパルの利害の不一致を緩和したりするための政策オプションというのであれば、報酬の設計方法の具体性等幾つか賛成しにくい事項はあるものの、Kay Review に大きな違和感はない。エージェントである企業経営者や運用会社が自己の利益を優先させようとする機会主義的行動は、あり得ることだ。

しかし、短期的志向によって金融危機を招く一因となった機関投資家を、長期的投資の担い手として位置づけようとするスチュワードシップコードや Kay Review への疑問や批判はあり得る。Heineman and Davis (2011)<sup>13</sup> では、機関投資家が、最終投資家（年金基金や投信購入者など）の目的達成に向けた適切な行動を取っているか、投資対象会社に対して不適切な短期志向を促していないか、投資対象会社にとって効果的なスチュワードシップコードになっているか、という3点を検討した上で、機関投資家の役割を再構築するべきであるとしている。長期的債務を負担する年金基金のような存在と、短期のリターンを重視するヘッジファンドとは異なるかもしれないのであるから、様々な属性の機関投資家それぞれの行動に関するデータの収集から始めるべきであるとの示唆も示している。

スチュワードシップコードが機関投資家に求め

図表3 英国の株式保有構造の変化



(出所) Office for National Statistics "Ownership of UK Quoted Shares, 2010"

13) Ben W. Heineman, Jr. and Stephen Davis "Are Institutional Investors Part of the Problem or Part of the Solution?" [http://millstein.som.yale.edu/sites/millstein.som.yale.edu/files/80235\\_CED\\_WEB.pdf](http://millstein.som.yale.edu/sites/millstein.som.yale.edu/files/80235_CED_WEB.pdf)

る、投資先企業との対話を活発化させること自体を危惧する見解もある。Reisberg (2011)<sup>14</sup>は、機関投資家と投資先企業との対話の場が、インサイダー取引の温床になりかねないと指摘する。他の株主にも公平な対話を規律付けるために、企業側のガバナンスに新たなルールを策定する必要があるかもしれないし、また、どの程度の対話であれば、そのような問題を生じないか、具体的なガイドラインも求められる。機関投資家と企業の対話を活発化させること自体にも問題が生じると恐れがあるということだ。

また、英国の株式保有構造は、スチュワードシップコードの元となった Combined Code の検討が進められていた2000年頃とは様変わりしている。スチュワードシップコードでカバーできそうな国内の保険会社や投資信託の持ち株比率は40%程度であったものが、2010年には13%ほどにまで減少している。代わって持ち株比率を増加させているのは、海外の投資家やヘッジファンド（図表3では「その他金融機関」に分類される）であり、Reisberg (2011) が指摘するように、果たしてスチュワードシップコードに真摯に準拠しようとするか疑わしい株主の影響力が増しているのである。スチュワードシップコードとその元となった Combined Code が検討されていた時期と現在とでは、株主構成が大きく異なっており、スチュワードシップコードに準拠すると期待できる投資家は少数派にすぎなくなった。こうした中で、スチュワードシップコードが所期の効果を発揮できるかは、大きな疑問になるのではないだろうか。

## 4章 日本版スチュワードシップコードによって何が変わるか？

これまで見てきた通り、機関投資家向けの規律付けと長期的投資の推進は、密接に関連しながら様々な検討が行われている。しかし、機関投資家の具体的行動に結び付ける際には、機関投資家の保有株式にかかる議決権行使結果の開示に取れんしがちであるとの指摘がある<sup>15</sup>。機関投資家が、投資意思決定の連鎖の中心であるとするれば、投資先企業に対するモニタリングである議決権行使と、その結果を最終投資家向けに開示する行動は、エージェンシー問題への取り組みとして、分かりやすいものであろう。結果的に日本においてスチュワードシップのような規範が設けられれば、機関投資家に対して投資先企業の株主総会議案を精査して、適正と思える判断を下し、その結果の公表を求めるといったものになるのではないだろうか。これに関しては、日本でも2010年から、投資信託や投資顧問などの機関投資家は、株主総会における議決権行使の集計結果を開示している。集計結果とは、例えば投資先100社の株主総会で、取締役選任議案として何人が候補者となり、それに対して何人に賛成票を投じ、何人に反対したかを集計して開示することをいう。特定の会社の特定の取締役候補者の誰に賛成し、誰に反対票を投じたかまでは開示されない。これを個社の一つ一つの個別議案の賛否まで公表するとなると、機関投資家の議決権行使結果が外部からの評価を受け

14) Arad Reisberg “The Notion of Stewardship from a Company Law Perspective: Re-Defined and Re-Assessed in Light of the Recent Financial Crisis?” (Journal of Financial Crime, Vol. 18, 2011)

15) Chris Mallin “Institutional investors: the vote as a tool of governance” (Journal of Management & Governance, Volume 16, May 2012)

る可能性がある。様々な立場から機関投資家の株主総会議案に対する判断の適否が評価されれば、委託者以外の者への配慮が議決権行使に混入する恐れがあるのではないだろうか。結果的に反対投票を増加させる方向に作用するかもしれない。

既に、社外監査役選任議案や社外取締役選任議案では、候補者の独立性を疑う株主から少なからぬ反対票が投じられている。否決される事例は、極めてまれであるとはいえ、今後、機関投資家の議決権行使が厳格化すれば、反対票が増加することも危惧される。候補者を変えて再選任を求める新たな株主総会を開催する必要性も出てくるかもしれない。可決には3分の2の賛成が必要な特別決議事項である定款変更議案では、授權資本枠の拡大などを巡りこれまでも否決される事例があり、企業の財務戦略などに影響が出ている。

株主総会における反対票（株主提案の場合には賛成票）の量が増加すれば、実際の経営にインパクトを与え得る。アベノミクスでの日本版スチュワードシップコード導入は、企業経営における株主総会の重みを増すことになるだろう。

とはいえ、機関投資家の影響力の大小は、どこまでを機関投資家として定義し、日本版スチュワードシップコードを適用するかによって大きな差異を生む。年金基金や投資信託とその運用受託機関のみであるのか、さらには保険会社まで含めるのか。また、株式保有量を減少させているとはいえ、銀行へはスチュワードシップコードへの準拠を求めるのか、様々な問題がある。

機関投資家が議決権行使結果を開示するべきであるとする根拠は、大きく二つの見方があるよう

に思える。一つは、機関投資家が負担する受託者としての責任を根拠とするものだ。委託者から委ねられた資産に関する権利の処理結果を委託者に報告することは当然であると考えられるからだ。とはいえ、委託者が関心を持たないことまで報告するとすれば煩雑である。他方、議決権行使結果の開示は、委託者向けではなく、広く市場参加者ひいては社会全体に向けた情報開示であるという考え方も可能かもしれない。大株主は、企業の経営の帰趨に影響を及ぼし得るのであるから、その議決権行使結果は、他の市場参加者にとって有益な情報であるし、企業の成長は社会の関心事でもある。そのため、支配力を持つ株主には、責任ある議決権行使が求められると言えそうだ。とすれば、議決権行使結果の開示の主体は機関投資家に限られず、ある会社の株式を一定量以上所有する全ての投資家ということになるだろう。ここで、公的・準公的資金にも議決権行使等企業ガバナンスへの関与を強める方向が示される場合には、公的機関による民間企業支配ととられかねないことには注意が必要だろう。公的機関による株式取得自体が、民間企業の選別とも言えるが、株主として経営に関わるとすれば、それが一層鮮明になる。公的機関による企業ガバナンスの必要性、相当性についての説明が求められることになるのではないだろうか。

米国では、機関投資家による議決権行使結果の開示を2004年から行っているが、その根拠は、前者のようである。機関投資家の議決権行使結果の開示は、投資信託等の購入顧客（clients）向けの開示であることが明確に記されている<sup>16</sup>。一方、アベノミクスが目指すところは、産業の競争力強

16) “Final Rule: Proxy Voting by Investment Advisers” 17 CFR Part 275 [Release No. IA-2106; File No. S7-38-02]

化であるとするれば、日本版スチュワードシップコードの適用範囲は広く考えるべきであるのかもしれない。

長期的投資とは、どのような投資であるのか、様々な見解があることを紹介した。長期的投資が望ましいとよく言われるのだが、その実践方法は一義的には定まらない。また、長期的投資を機関投資家に求める場合の具体的方法をどのようにすべきか、株式保有構造の変化に応じた検討が必要であるし、取引の公正を歪める恐れがあると指摘されていることに言及してきた。年金積立金等の運用を成功させ、結果的に経済成長に貢献できることがあれば、それを喜ばない人はいないであろうが、その道筋を見いだすことは相当困難である。

[著者]

鈴木 裕 (すずき ゆたか)



環境調査部  
主任研究員  
担当は、企業ガバナンス  
投資家行動