

機関投資家のスチュワードシップ責任 — 企業との建設的關係

信金中金月報掲載論文 編集委員

首藤 恵

(早稲田大学大学院 ファイナンス研究科教授)

2014年2月、金融庁の有識者検討会で昨年から議論されてきた機関投資家の行動規範が、「日本版スチュワードシップ・コード」としてまとめられた。これは、英国にならって、株主としての責任ある行動の原則を明文化したものである。機関投資家は、企業との建設的な対話を通じて長期投資価値を高める「スチュワードシップ責任」を負っているとして、それを果たすための7つの原則が示された。あくまで行動規範であって法的拘束力をもつものではないが、コードを受け入れて具体的な方針を策定し公表することが求められており、日本企業のガバナンスに画期的な影響を与えると期待されている。

わが国では、2000年代後半に入って、機関投資家による株主行動の意義について、ようやく理解が広がってきた。しかし、いわゆる「モノを言う株主」の行動が企業価値の向上につながるかどうかに関しては、依然として賛否両論がある。これまで投資ファンドによる株主権利の行使が幾度か注目を集めたが、イグジットを前提とする短期的なリターンの追求という側面が強いと見られ、いまだに機関投資家の株主行動に対して批判的な企業も少なくない。他方で、長期機関投資家である年金基金およびその運用機関の株主行動は、多くの場合、せいぜい横並びの規準による議決権行使にとどまってきた。

ところが、2012年12月に発足した安倍政権のもとで、この流れが大きく変わった。日本経済再生のための成長戦略の具体化に向けて議論が進められ、その一環として、企業にリスク資金を供給する機関投資家の役割が注目された。年金基金とその運用受託会社はいずれも、本来、顧客や受益者に代わって資産の長期運用を委ねられた専門家であり、貯蓄を投資に結びつける経済機能を担っている。長期的視点に立てば、顧客や受益者のための持続的な投資リターンの獲得は、投資先企業の持続的成長と表裏一体であるはずだ。機関投資家が企業と目的を共有し企業活動への理解を深めて投資決定することが、顧客や受益者のベネフィットを追求する「受託者責任」であるだけでなく、経済の活性化につながる。これは、長期機関投資家に、資本市場で果たすべき本来の機能を求めていることに他ならない。

議決権行使に代表される株主の「権利」の行使は、経営者と株主の間の情報の非対称性のもとで生じる経営者のモラルハザードをいかに抑制するか、株主と経営者との間の対立關係に焦点が当てられてきた。これに対して、投資先企業との建設的な対話を通じて協調的に企業価値の向上を促すことは、専門的な能力と判断力を装備した機関投資家の株主としての「責任」である。投資家と経営者との対立から協調へのシフトは、経営者を株主の代理人とみなす

エージェンシー関係から、目的と成果を互いにシェアするパートナーとしての関係へのシフトである。投資家サイドだけでなく、企業サイドの意識改革を伴わなくてはならない。

経営者の責任は、企業価値の持続的成長という目的の実現にあるとすれば、機関投資家がなすべきことは、経営者の行動を的確に判断し受益者の利益に奉仕する「スチュワード」としての役割を果たすことである。スチュワードという言葉は、日本ではあまりなじみがないが、すぐ思い浮かべるのは、客室乗務員や執事など、客や主人に仕える人、面倒をみる人であろう。いわば使用人というニュアンスが強い。だが、もっと根幹的な意味は、公的なイベントの監督責任者や他人の資産の管理者など、目的の実現に責任を負った「プロフェッショナル」を指している。経営者も機関投資家のいずれも、最終的にリスクを負わされる一般株主や受益者に代わって、企業価値の向上を追求するプロフェッショナルとしての責任を負っているのである。すなわち、機関投資家のスチュワードシップがよって立つ前提は、企業経営者と機関投資家双方のプロとしての能力と意識であり、両者の間の対等なパートナー関係である。そのもとで初めて、目的の共有と実現のための建設的な対話が成立する。

スチュワードシップ・コードとは、大まかな原則にもとづく自主的な行動規範であって、強制力はない。コードに即した行動をとっているかどうかを確認し説明することを、機関投資家に求めるにすぎない。英国型ガバナンスの基本である「comply or explain」アプローチ（原則を実施するか、実施しない場合はその理由を説明する）が前提となる。

「日本版スチュワードシップ・コード」では、日本の上場株式に投資する機関投資家を念頭におき、日本の実情を踏まえて、資産運用者(投資顧問など受託機関)と資産保有者(年金基金、保険会社など)それぞれについて、スチュワードシップ・コードへの取り組みを変えている。資産運用者には日々の建設的対話等を通じて企業価値の向上に寄与することが期待される一方、資産保有者にはスチュワードシップ責任を果たす上での基本方針を示して、委託先である運用者に責任ある行動を促すことを期待している。さらに、機関投資家から委託を受ける議決権行使助言会社等に対しても、コードの遵守が求められている。日本的な事情を踏まえて、広く理解と浸透を図るために、用語の使い方を工夫し個別具体的指針の列挙を避けるなどの配慮がなされている。

日本の機関投資家は、ルール・ベース型、コンプライアンス中心型の株主行動から、原則に基づく自主的・自律的な意思決定とアカウンタビリティ重視へと大きく転換することが求められることになる。だが、これまでわが国では、資産運用会社は、アセット・オーナーである年金基金からのプレッシャーに弱く、年金基金は機関投資家としての意識と専門家能力に課題があると指摘されてきた。年金基金と運用会社の双方における意識変革と、企業サイドの深い理解が必要である。

スチュワードシップ責任の明文化は、日本市場において、企業と投資家との関係をより建設的なものとし、長期機関投資家として年金基金がとるべき行動を方向づける、大きな一歩になりうるはずである。