

日本版スチュワードシップ・コードを 真に実効的にするために

～概説・あるべき姿・展開～



みさき投資株式会社 代表取締役社長 **中神 康議**
日本投資環境研究所 調査部 主任研究員 **上田 亮子**

1. はじめに

2014年2月、金融庁に設置された「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」は、『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》を公表した。

従来、日本企業は量的拡大（売上高の増大）を追求する傾向が強く、質的成長（資本効率

の向上）の追求には課題があるといわれてきた。本コードでは、これを改善するにあたり機関投資家に果たすべき役割があるとされている。

本稿では、日本版コードの特徴を概説するとともに、コードが目指す目的の実現に向けたエンゲージメントの「あるべき姿」、さらには、そのあるべき姿がより力強い形で展開されるための環境整備について三つ提言を行いたい。

＜目 次＞

1. はじめに
2. 日本版スチュワードシップ・コードの特徴
3. 「あるべきエンゲージメントの姿」と具体事例
4. 「あるべき姿」の普及・展開策
5. おわりに

2. 日本版スチュワードシップ・コードの特徴

日本版コードは、2010年に公表された英国版コードを参考にしたものであるため、両コードは機関投資家の責任を喚起するという根幹部分において共通している。しかし、多くの機関投資家によってコードが採用され、そ

の実効性を高めるためには、その国独自の市場環境や実態に適合した原則作りが必要である。実際、日本版コードでは、策定の背景、日本の投資環境や実務に則したスチュワードシップ活動のあり方等、日本独自の項目や強調点が含まれている。

原則や指針に関しては、英国版とは以下のように大きく四つの点で異なっている^(注1)。

① 企業価値および資本効率の向上を通じた「企業の持続的成長」が目的であることを強調

日本版コードは、アベノミクスにおける成長戦略の一環として策定されたという背景があり、機関投資家の貢献を通じて上場会社の価値向上を促し、日本経済全体にその集成的成果が敷衍されることを目指すものである。

具体的な課題として上場会社の企業価値および資本効率を高めることを指摘し、機関投資家は、このような問題について責任を果たすべきであると強調される。

② 機関投資家と企業との間のエンゲージメントの重視

スチュワードシップ責任を果たすための活動のうち、最も重要な行為として、投資先企業や事業環境等への深い理解に基づく建設的な対話（エンゲージメント）に着目する。これを通じて、機関投資家には「投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである」（原則4）と求める。

このように、投資先企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことは、資金の拠出

者である顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることにつながる。顧客・受益者の利益の総体はすなわち国富であるとみることでもあるため、エンゲージメントの成果は単に当該投資家にもたらされるだけではなく、広く経済全体で享受されることになる（コード冒頭、指針1-1）。

③ 集团的エンゲージメントに関する原則の不採用

集团的エンゲージメントは、複数の投資家が協調して実行するエンゲージメントであり、英国版コードの大きな特徴の一つであるが、日本版コードでは採用されていない。日本では、後述のように、責任ある機関投資家の団体（投資家フォーラム）がなく、自発的に機関投資家が集合して議論するという慣習もない。後者の自発的集団に関しては、機関投資家同士の情報の共有を含めて、制度が整備されていないという背景もある。そのため、集团的エンゲージメントを原則化することは、現時点では困難であり、見送られたと考えられる。

しかしながら、集团的エンゲージメントを否定してはならず、原則7の指針7-3は「必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益である」と記述し、状況に応じて投資家同士が協調行動を行うことの有用性を指摘する。

④ 機関投資家による努力の要請

原則7においては、エンゲージメントが企

(図1) 日米欧の資本生産性の要因分解

		ROE	マージン	回転率	レバレッジ
日本 Topix 500	製造業	6.8%	3.5%	0.92	1.91
	非製造業	6.7%	3.2%	0.86	2.28
	全体平均	6.8%	3.3%	0.91	2.02
米国 S&P 500	製造業	18.1%	8.4%	0.87	2.24
	非製造業	14.5%	8.0%	0.61	2.33
	全体平均	16.0%	8.3%	0.77	2.29
欧州 STOXX Europe 600	製造業	15.3%	6.8%	0.86	2.44
	非製造業	15.6%	7.8%	0.66	2.74
	全体平均	15.4%	7.2%	0.79	2.58

(注1) 2004から2014年までの10年間平均。金融・不動産を除く

(出所) みさき投資株式会社分析

業にとって有益なものとなるよう、機関投資家側が努力すべき旨が明記されている。これは、日本の機関投資家との会合では短期の業績予想や評価に対する議論が多く、グローバルな競争環境や市場情勢を踏まえた戦略的な議論が少ないという、企業からの不満を反映したようである。

従来、日本の機関投資家の多くは、会社説明会への出席やIR部門とのミーティングを通じた情報収集・議決権行使を実施してきた。しかし今後は、投資先企業との関わり方を見直し、その持続的成長につながるようなエンゲージメント活動を行うことで、企業から必要とされる存在になることを期待するものである。

3. 「あるべきエンゲージメントの姿」と具体事例

(1) 日本型エンゲージメントの焦点とは

本章では、日本版コードの特徴として「企

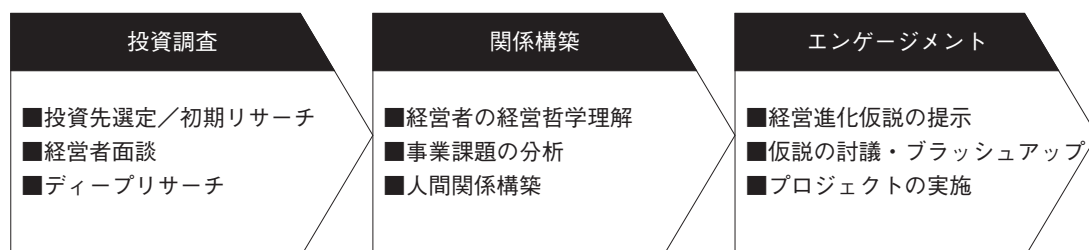
業の持続的成長と資本効率向上を促す対話」が強調されていることを踏まえ、あるべきエンゲージメントの姿とはどのようなものかを考えてみたい。

まずは事実関係を把握するため、日本および米国・欧州企業の資本効率を、デュボン分解にしたがって事業マージン・資産回転率・財務レバレッジの三つに分ける。

上図より、日本企業の低資本生産性の核心は、低事業マージン、すなわち事業の収益力そのものが低いことであると理解できる。資産回転率は欧米企業に比較してむしろ高く、また財務レバレッジの数値は多少低いものの事業マージンの格差ほどではない。

こうした事実から、わが国における経営者と投資家のエンゲージメントの焦点は「事業の収益力を向上するためには、経営上何が必要か」という、事業経営そのものに当てる必要があるといえる。そのため、いわゆるアクティビストが主張するような株主還元の増大や、ガバナンスファンドが得意とする社外取

(図2) みさき投資のエンゲージメントプロセス



締役の導入といった体制整備だけでは、根本的な問題解決にはつながらないだろう。

(2) 日本における「あるべきエンゲージメントプロセス」とは

日本版コードの7原則では、投資先企業との「エンゲージメント活動」のあり方について以下が明記されている。

原則3 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

原則4 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

これらを踏まえて、事業経営に焦点を当てた対話を実施してきた筆者の経験に基づき、日本版コードが求める「状況把握」「問題改善」について、エンゲージメント型投資と従来型投資のプロセスの違いを考察する。

第一に、エンゲージメント型投資は、従来

型投資よりも投資プロセスの期間が長い。実際のエンゲージメント活動を実施するに至るまでには、投資先候補の選定以後、初期リサーチ、経営者面談、ディープリサーチ、さらには経営者との関係構築というプロセスを踏むことになる。過去の例では、投資先候補の選定に時間をかけた後、初期リサーチに2か月程度、経営者面談に漕ぎつけて投資を開始してからディープリサーチにはさらに6か月から10か月程度の期間を充てることもあった。その後、ようやくエンゲージメント活動を開始する。投資先の事業収益向上に貢献する対話を行うためには、なによりも投資先の事業・組織に対する深い理解が必要であり、十分な時間をかけなければ、形式的かつ表層的な対話に終わりがかねない。

第二に、エンゲージメント型投資は、従来型投資よりも幅広く深いリサーチが必要になる。経営のプロではない投資家が、事業経験を積んできた経営者との間で事業に関する深い議論を交えようと思えば、相当な事前調査をこなしておく必要がある。具体的には、会社の社史を読み込むことはもちろん、過去10

年程度の新聞雑誌記事等を検索し、これまでの経営判断の歴史や経営者自身の考え方を分析することも重要である。また、競合他社については国内だけでなく海外の取り組みも調査することで、当該企業が抱える経営課題に対する洞察を深めなければならない。加えて、顧客・取引先・競合相手へのヒアリング調査の他にも、業界団体や各種メディアへの取材、さらには簡便なインターネット調査を使った顧客アンケートまで実施する場合も多い。

第三に、エンゲージメント型投資は、経営者との関係構築のために大きな力を注ぐ。経営者と投資家の対話も、結局のところは人間対人間の対話である。十分な相互信頼と尊重がなければ、ともするとセンシティブになりがちな事業改革の議論を交えることは困難である。豊富な経験を持ち、数多くの従業員を率いる経営者との間に深い信頼関係を構築するためには、投資家の側にも知識や経験、さらには価値観やリーダーシップ観といったレベルで響きあう基盤が要求されよう。例えば、筆者はこれまで各界の第一人者をお呼びしてご講演いただいた上で経営者の方々と喧々諤々議論する勉強会を実施してきたが、このような機会は経営者との信頼関係を構築するために大いに役立ったと考えている。

上記のような投資・調査フェーズと関係構築フェーズを経て、ようやく本格的なエンゲージメント活動が開始される。企業にはそれぞれの課題があり、また経営者自身の優先順位もあるため、実際のエンゲージメント活動

に入る前には経営者との入念な討議・エンゲージメント仮説のブラッシュアップが欠かせない。結果、我々のエンゲージメント活動は完全に個別化されたものとなる。このようなプロセスを踏まずに、いわゆる「教科書論」的に、資本市場から表層的に見える課題だけを押し付けても、実際に企業を動かし資本生産性を向上することにはつながりにくい。

こうしたエンゲージメント型投資のプロセスに基づいて、実際にエンゲージメント活動で成果を上げた事例を一つ紹介したい。

ピジョンは国内ベビー用品メーカーのトップ企業である。堅実な経営で強固な財務基盤を有する企業であったが、少子化に伴い国内の成長余地は小さく、収益性・資本効率とも平均的な水準であった。また、少子化が進む国の成熟企業ということでバリュエーションは低く放置されていた。しかし、筆者らは事業競争力評価の一環として海外子会社の視察を行った際、現地の消費者から多くの支持を集めており、海外での高い成長ポテンシャルがあることを認識した。その後、大越社長（当時。現在は会長）が新中期経営計画づくりに着手した際には、我々もその柱となる海外市場分析・戦略策定に、約10か月間全面的に協力した。当時はほぼ毎月のペースで、半日間ほど経営陣と討議する場を持ち、国別の育児用品市場の規模と成長性、海外競合企業の事業経済性、ピジョンの国別のシェア獲得可能性、シェア獲得のための設備投資オプション等のテーマ群を共に検討した。これらの討議

を踏まえ、ピジョンは2008年3月に第三次中期経営計画を発表した。その内容は、積極的な海外投資により3年間で一株利益とROEを2倍、配当を3倍にするという意欲的なものであり、株式市場からも大きな注目を集めた。実際、株価は2008年の上場株式騰落率ランキングの上位に食い込むパフォーマンスを見せた。

その後も筆者らは資本効率の観点から対話を継続した。ピジョンは設備投資やM&Aについても厳格な基準を設け、独自の算出により地域別のハードルレートを設定し、NPV（正味現在価値）がポジティブの案件にしか投資しないとの意思決定プロセスを導入した。また、積極的に投資を行うものの、比較的軽微な設備で済む事業特性から、「稼いだ利益の半分は成長投資、半分は株主に返す」との方針を打ち出し、総還元性向50%を目標とした（その後、2014年には45～50%目標に変更）。

上記第三次中計を作成した大越社長の就任（2007年4月）以降、7年間で一株利益は3.6倍、配当金は4倍となり、株価は約5倍にまで伸びた。同社はいまや中小型企业がグローバル企業へと変貌を遂げた格好の事例だといえよう。

（3）運用会社が「エンゲージメントの実力を備える」とは

エンゲージメント型投資を専業とする筆者の活動は、従来型投資を行う運用会社の実務

とは大きく異なり、例外的なものだと捉える方も多いかもしれない。

しかし、企業経営者のニーズや、運用会社の比較優位から、一般の運用会社であっても上記のようなエンゲージメント活動を展開することは十分可能であると考ええる。日本版コードの原則7では、機関投資家はスチュワードシップ活動の「実力」を備えるべきと謳われているが、ここでは従来型投資を行う運用会社がどのように実力を備えていくべきかを考えたい。

一般に、日本では欧米型のビジネススクール教育が浸透していないこともあり、企業経営者としての訓練は個々の経験蓄積による「現場の知・固有解」に偏りがちである。そのため、当該企業・業種での固有知識は豊富に持つ一方、業種・業界を超えた普遍的なテーマに対する理解はそれほど深くないことが多い。

例えば、エンゲージメント型投資の対象となることが多い中小規模の会社では、国境を越えた競合企業の経済性分析を行っている企業や、全社・部門別で最適なKPI（重要業績評価指標）を設定している企業は限られている。海外企業が取り組んでいる、国境を越えた最適税務戦略や、モチベーションを高めながらもお手盛りにならないような経営者報酬の設定についても同様である。また、機動的な自社株買いプログラムを導入している企業も少なく、顧客セグメント別の消費者余剰を最大限に取り込むための戦略的価格設定に関

してもまだまだ工夫の余地が大きい。その他、設備投資の規律に関しても中小規模の上場企業ではNPV的手法は未だ取り入れられていないことが多いといえる。

こういった業種横断的・普遍的なテーマは、本来、数多くの企業・業種を見ている運用会社が知見を溜め、理解を深めていなくてはならない領域であろう。日本株のみを対象にしている運用者であっても、日ごろ大小さまざまな企業・業種を超えた経営情報に触れる中で、普遍的な経営課題やベストプラクティスへの認識・理解を深めていてもおかしくない。特定の業種を見ているアナリストであれば、より具体的に良い事例や悪い事例が思い浮かんでよいはずだ。つまり、運用会社が得意としているはずの「横比較・知識の幅広さ」が、経営者が持つ「現場の知・固有解」と相互に補完する領域は、本来的には極めて大きいのである。

運用会社は、自分たちのこの比較優位を認識し、個々の企業の経営を観察し、整理・分類を行い、知見を蓄積していくことで一種の「経営シンクタンク機能」を構築することができるはずだ。スチュワードシップ・コードの精神が求めている「対話の実力」はこのようにして磨かれていくと考える。

■ 4. 「あるべき姿」の普及・展開策

前章で見たように、投資家によるエンゲージメント活動には常に唯一の解があるわけではない。多様な価値観やスキルを持った投資家が、単独または複数で経営者と対話を重ね、信頼関係を構築することにより、協同して企業価値の向上策を探っていく建設的なプロセスである。それ故に、資本市場においてエンゲージメントが盛んになるためには、系列や業界構造に縛られず、自由な対話を行える、独立系の運用会社も数多く参入し、投資家相互に連携や競争が行われることが望ましい。

ここでは、①米国における新興運用者育成プログラム（Emerging Managers Program、EMP）、②シンガポールにおける運用プラットフォーム、③投資家フォーラムの三つを概観することで、今後のエンゲージメント活動の普及・展開策を考えてみたい。

(1) 新興運用者育成プログラム

独立系運用会社の設立にあたって難点となるのは、組織体制の構築・免許の取得と並んで、シードマネーの獲得である。通常、ファンドが資金委託を受けるには万全のバックオフィス体制や十分なトラックスレコードが必要とされることが、新規に運用会社を立ち上げる際の障壁となる。加えて、わが国のアセットオーナーはロックアップ型の資金拠出に消

(図3) 米国におけるEMPの取り組み状況 (一部事例の紹介)

	アセットオーナー	開始	EM定義	実施規模	特徴
公的年金	カリフォルニア州職員退職年金基金 (CalPERS)	1991年	①AUM20億ドル以下 ②トラックレコード要件なし (グローバル株式の場合)	直接:106億ドル (外部委託の13%) MoM*:27億ドル	■ 1991年、全米で最も早くEMPを開始。現在2018年までの5年計画を進め、更なる強化を図っている ■ CalSTRSと共同でEMのデータベースを構築中
	ニューヨーク市職員退職年金制度 (NYCERC)	1991年	①AUM20億ドル以下 ②設立後3年未満	139億ドル	■ CalPERSと並び、早期にEMPを開始。EM向けのカンファレンスを開催するなど、EMの呼び込みに積極的 ■ 株式のみならず、債券・不動産・PE等全ての資産クラスで実施
	イリノイ州投資委員会 (ISBI)	2009年	①AUM100億ドル以下	EM:13億ドル マイノリティ:27億ドル	■ 資産運用業界の多様化を図り、運用会社の起業を促進するため、州法によりEM/マイノリティ採用目標値を設定
	ノースカロライナ州職員退職年金制度 (NCRS)	2013年	①AUM20億ドル以下	上限5億ドル	■ 州法ではなく州財務当局独自の判断で設立された制度
財団	W.K.ケロッグ財団	2010年	①AUM20億ドル以下	上限1億ドル	■ 食品会社ケロッグの創業者が1930年に設立した基金。投資利益と社会的利益を共に追求することを目的にしている
	イリノイ州立大学基金	2014年	①原則マイノリティ経営	上限3,800万ドル	■ 小額のためMoM形式を採用する
会保社陵	オールステート保険	2013年	①AUM5億ドル以下 ②マイノリティ経営参加	上限1億ドル	■ 保険業界では先進的な取り組み

(注2) MoM=Manager of Manaagersの略で、EMへの投資を専門に行う運用会社を介して投資する形式のこと

(出所) 各種資料より、みさき投資株式会社作成

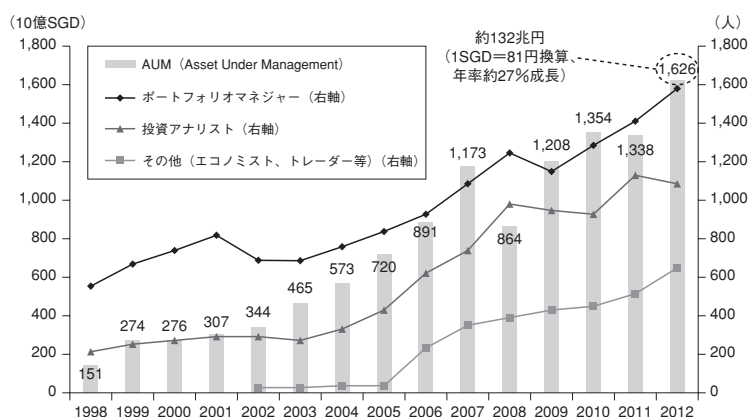
極的であることが多いが、こうした長期性の資金がなければ新規参入の運用者が長期間継続してエンゲージメント活動を展開することは困難になる。今回のコードは「資産運用者としての機関投資家」だけでなく、「資産保有者としての機関投資家」にもスチュワードシップ責任を求めているが、5月末の第一陣としてコードの受け入れを表明した機関投資家のうち企業年金はわずか1基金に留まっており、アセットオーナーの責任がより強く喚起されなければならないと感じる。

そこで注目されるのは、米国の公的年金や財団によって取り組まれている新興運用者育成プログラム（以下、EMP）という制度である。同制度は白人男性が太宗を占める米国の資産運用業界において人材の多様性を確保するために、公的年金基金が女性や黒人等の

マイノリティによる運用会社の設立を支援したことに端を発する。しかし、現在ではそうした新興投資家に資金委託することには独自の「アルファ」が追求できると認識されるようになり、一般に純資産額20億ドル以下の新規設立ファンドであれば、マイノリティ要件や組織およびトラックレコードの要件が緩和される場合が多い（取り組み状況につき図3参照）。

こうしたアルファの源泉としては、新興運用者の「起業家精神」や「小規模性を生かした機動力」が指摘されることが多い。新規設立のファンドではパートナーが自己資金を投入していることからパフォーマンス向上へのインセンティブが強く働き、またファンドサイズが小さいうちはマーケットインパクトを回避した機動的な投資が可能なことから、投

(図4) シンガポールを拠点とする資産運用額



(出所) シンガポール通貨庁「アセット・マネジメント・サーベイ」より、みさき投資株式会社作成

資成果を出しやすいとの実証研究がある^(注2)。

米国では約90%の金融資産が10%の運用会社によって運用されているともいわれる中、このようにEMPを通じて資金の偏在による運用の画一化・同質化を防ごうとする動きがある。こうした現状は、公的年金の統合や厚生年金基金の代行返上により今後一部の基金に資金が集中すると予測される日本においても変わらない。これら基金と取引関係のある既存の大手運用会社への委託を増大させるだけでは運用の画一化・同質化を免れず、運用の分散を図るためにも、新しい運用者を育てていくことが喫緊の課題ではないだろうか。日本には米国におけるアフーマティブ・アクションのような歴史的経緯はないが、多様性を欠く資本市場を活性化するという意味で十分に公共的な意義があり、まずは公的年金基金や公的金融機関の責任として実施されることが望まれる。

(2) 運用プラットフォーム

シンガポールは1998年に「金融セクター再検討策」を発表し、金融セクターにおけるアジアのハブを目指して、資産運用業の育成に着手した。同国における運用額は1998年の1,510億SGDから2012年の1兆6,260億SGDまで急激に拡大しているとおり(図4参照)、ファンドの新規設立に伴って、数多くのプロフェッショナル人材が流入していることも分かる。

背景としては、①公的年金基金が民間委託を増大させたこと、②投資優遇税制を整えたこと、③免許の取得を容易にしたこと等があげられるが、ここではそれらの副次的効果として生まれた「運用プラットフォーム」に注目したい。

シンガポールでは上記の規制緩和に伴ってファンドの設立が相次ぎ、プライムブローカー、アドミニストレーター、カストディアン

等のバックオフィス業務を担う業者が数多く進出した。これに伴い監督当局であるシンガポール通貨庁は2004年に外部委託に関するガイドラインを定め、透明性や適法性を確保した上で、ファンドが内部にコンプライアンスやオペレーションの担当者を置くのではなく、外部業者に委託することを促進した。

そこで注目を集めるようになったのが、Gordian Capital や Swiss-Asia Financial Servicesといった運用プラットフォームを提供する会社である。これらの会社は複数のバックオフィス業者と予め提携しており、運用者の要望に合わせてそれらの業者の選定・契約を代行し、運用開始後のオペレーションも引き受けている。また、運用者に自社のオフィススペースを賃貸することもある。

こうしたプラットフォームを使うことにより、運用者は運用業務だけに集中することができ、また、バックオフィスの信頼性と透明性を確保することで、資金集めも行いやすくなる。シンガポールのファンド設立免許は2012年8月の法改正で要件が厳しくなったが、プラットフォームを利用することで、AUM250万SGD（約200億円）以下のプロ向け運用会社の新規設立は今も活発である。

日本でも「適格投資家向け投資運用業」のように、免許の取得を緩和する動きが見られる。しかし、組織体制や人員配置の要件は未だ厳しく、運用者が運用業務のみに専念する形でファンドを設立できる環境は存在しない。エンゲージメントを活性化すべく、様々

な視点を持った人材による新規参入を容易にするためにも、シンガポールの運用プラットフォームに学ぶ点は多いだろう。

(3) 責任ある投資家の議論主体としての投資家フォーラム

投資家フォーラムとは、エンゲージメント等のスチュワードシップ活動を行う機関投資家が参加し、意見・情報を交換する場や機会を提供する団体である。また、スチュワードシップ活動を行いやすくするための制度設計を当局等に求め（これも広義のエンゲージメントである）、国内外の企業や社会に対して責任ある機関投資家としての考え方を発信する主体ともなりうる。

わが国には投資信託協会、日本投資顧問業協会、信託協会等の投資家の団体が存在するが、責任ある投資家という観点からの横断的な活動を行えることで、機関投資家の存在感や影響力を高めることにも役立つだろう。また、企業の側からも、個別の機関投資家に対してではなく、このような投資家フォーラムに対してアプローチすることで、スチュワードシップ活動に熱心な機関投資家全体とのコミュニケーションが可能になるというメリットも考えられる。

今回の日本版コードでは集团的エンゲージメントに関する記述は見送られたが、投資先企業において粉飾決算や、少数株主の利益を阻害するようなMBO等、社会的にも重大な問題が生じた場合を想定すると、このような

投資家フォーラムが設置されることを通じて、株主共同の利益を守ることにも可能になるだろう。前述の施策を通じて独立系のファンド運用が広がりを見せた際には、フォーラムにおいてこれらの投資家が結束し、エンゲージメント活動をより大規模かつ実効的なものにしていくことも期待される。

■ 5. おわりに

企業経営の進化は、常に「市場との相互啓発」を通じて行われてきた。

日本企業は、「製品・サービス市場」では、世界一厳しいといわれる顧客の要望に応え、世界に冠たる競争力を創りあげてきた。「労働市場」との関係性でいえば、日本企業は絶え間ない“カイゼン”を通じて、製造業の現場をはじめ労働生産性を引き上げることで、グローバルな競争力を構築してきた。

戦後約70年が経過し成熟期を迎えている現在、わが国の経営進化に残された最後の大きなフロンティアは「資本市場との相互啓発」であり、またそれを契機とした「低資本生産性からの脱却」ではないだろうか。企業の資本生産性は、決して投資家に報いるためだけのものではなく、企業ひいては国家の競争力を大きく左右しうるものである。

世界中の中央銀行が現在潤沢に供給している資金は、資本生産性の高い企業・国家に集中している。その結果、株式市場の活況を背景に、優良企業は高い時価評価を梃子にして

事業の整理・統合や買収による規模の拡大を推し進めている。他方、資本生産性の低い企業・国家においてはこうした経営のレバレッジや産業の新陳代謝が機能せず、そのことがこの10年・20年の間でグローバルな競争力の格差を生み出してきたのではないだろうか。投資の現場で、「以前は肩を並べていた海外競合企業の規模が、いつの間にか劇的に大きくなってしまった」という経営者の嘆きに触れるたびに、低資本生産性への問題意識を強くしている。

今般、日本版スチュワードシップ・コードの発表により、投資家と経営者の建設的な対話が促されたことは、上記のような問題意識から見ても正鵠を射た政策だと感じる。日本版コードが指摘する「資本効率の向上」は、「顧客・受益者の中長期的投資リターンの拡大を図る」ことに留まるのではなく、日本企業の経営進化を促し、グローバル競争力向上の新たな切り口を提供していると捉えるべきであろう。

この政策が真に実効性と広がりを持つためには、既存の運用会社が対話の実力を備えていくことに加え、独立系の運用会社が続々と登場し、エンゲージメント活動を展開できるような環境整備・政策立案が待たれるところである。

(執筆協力：みさき投資株式会社 アソシエイト 槇野 尚)

(注1) 油布志行「ディスクロージャー・企業会計等をめぐる動向」商事法務2021号(2014年)56頁。

(注2) 例えば、Rajesh K.Aggarwal & Philippe Jorion
[2009], 'The Performance of Emerging Hedge
Funds and Managers', USC FBE Financial Seminar

〔参考文献〕

- ・中神康議・小林慶一郎 [2013] 「資本生産性は倍増で
きる」(月刊資本市場2013年9月号)
- ・小林慶一郎 [2014] 「山を動かす～資本市場改革のフ
レームワーク」(東京財団、2014年4月3日Web掲載)
- ・堀江貞之 [2014] 「オリンピック種目の柔道競技にな
った日本株投資」『金融ITフォーカス』(野村総合研
究所、2014年5月号)

