

意見書

2023年10月3日
京都大学経営管理大学院
客員教授 上田亮子

金融審議会「資産運用タスクフォース」(第1回)の開催にあたり、以下の通り、意見を申し述べます。

1. インベストメント・チェーンを通じた価値創造

資産運用の高度化は、国民資産の健全な形成のために、資産運用業界を活性化することが大きな目的の一つと史料します。他方では、インベストメント・チェーンを活性化することで、国内企業全体の価値向上につながることも期待されていると考えます。

過去10年にわたり、日本ではコーポレート・ガバナンス改革が進められてきました。ステewardシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードが車の両輪として機能することが促進され、コーポレート・ガバナンスが改善され企業価値の向上につながっています。

資産運用を巡る環境を一層整備することで、運用機関の運用力が強化され、インベストメント・チェーンを通じた価値向上につながります。この価値向上は、上場会社、投資家の利益だけにとどまりません。投資信託、年金基金等を通じて、その背後に存在する受益者である国民一人一人の利益となります。また、上場会社の多くは複雑なサプライチェーンに組み込まれていることから、上場会社の企業価値向上はサプライチェーンを通じて非公開会社を含む多くの企業に拡大します。その結果として、従業員の賃上げ等のステークホルダー全体の利益ともなります。運用力の強化は、インベストメント・チェーンを通じて、日本全体の価値の向上に結び付くと期待します。

2. 運用力強化の必要性：新しい力の活用、現在の力の強化

運用力を強化するためには、「新しい力の活用」、「現在の力の強化」という2つのアプローチが考えられます。

「新しい力の活用」は、わが国の資産運用業界に新しいプレーヤーを増やすことです。海外の運用機関の誘致、新興運用機関の設立サポートが考えられます。なかでも、新興運用機関の設立は、運用経験の多いファンドマネジャーの独立など、運用機関を退職したのちも資産運用に従事する機会の創出にもつながります。わが国では、国内系、外資系を含めて金融機関系列の運用機関が多い実態を踏まえれば、定年退職後のセカンドキャリアの選択肢が増え、スキルや経験のあるプレーヤーが活躍できる機会が増えることは、運用業界全体にとっても有用であると考えます。例えば、海外では新興の運用機関を育成する手段として定着しているEMPなどは、わが国でも参考にすることができます。

「現在の力の強化」は、現在活動している運用機関の運用力を強化することです。報告されているように、資産運用においてはパッシブ化が進展している実態が見られます。パッシブ・ファンドを運用する運用機関、アセットオーナーは、サステナビリティを含む対話などのスチュワードシップ活動を通じて市場全体の価値向上を目指します。実際に、わが国では、スチュワードシップ・コード策定以降、年金基金の国内株式の運用を受託している運用機関をはじめとして投資先企業との対話の質が向上しました。企業も投資家や資本市場の考えを意識した経営を行うようになってきました。ところが、スチュワードシップ活動はすでに保有している株式や債券について行われます。

運用力を強化するためには、投資判断につながる企業分析、評価、対話のスキルを高める必要があります。そのためにはアクティブ運用を通じてアナリスト、ファンドマネジャーの経験を積むことが重要であると考えます。

アクティブ運用の力を高めるためには、国内株式だけではなく、海外株式の運用や海外拠点での経験も有用です。わが国の上場会社の多くは、国内だけではなくグローバルなビジネス環境における経営、戦略を行っています。そのため、特にグローバルな競争力を有する企業の上場が期待されるプライム市場においては、機関投資家の側も、グローバルな視点で対話、投資判断を行うことが期待されます。

また、中小型銘柄と呼ばれる上場会社群については、パッシブ投資家は市場全体へのインパクトの観点から十分な対話を行うことができない場合も少なくありません。他方では、このような上場会社は、機関投資家との対話を通じてコーポレート・ガバナンスを改善することで、企業価値が向上する可能性を有している会社も多いと考えられます。そのため、運用機関がアクティブ運用にリソースをかける環境を整備することは、上場会社全体の価値を向上させることにつながると期待されます。

最後に、このような運用力の強化のためには、運用機関が資産運用の専門家集団として独立性を持った経営判断が行われることが必要です。わが国の運用機関の多くが金融機関グループに所属していることから、人事、報酬等の枠組みが、グループ全体で適用される場合も少なくないと推察されます。運用力の強化のためには、運用機関の独立性の確保、人材育成や評価など人的資本のあり方等を含む、運用機関のガバナンス問題についても、さらに検討する必要があると考えます。