



パッシブ投資家の企業ガバナンスへの寄与について

坂 卷 敏 史 CMA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. はじめに

日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの導入など、中長期の資本生産性の向上を通じた企業価値を高める取組みとして、資本生産性向上を意識したコーポレートガバナンス改革が進んでいる。株主としての機関投資家は、この目的に沿った取組みが求められている重要なステークホルダーである。

ところで機関投資家の投資手法はアクティブ運用とパッシブ運用に大別される。もし、2種類の投資手法のコーポレートガバナンスに対する姿勢が異なるならば、市場でのアクティブ運用額とパッシブ運用額の構成割合が変化することが、株式市場全体のコーポレートガバナンスの水準に影響を与えるかもしれない。

図表1は米国株式市場でのパッシブ運用投信比率の推移であり、図表2はGPIF市場運用部分の国内株式のアクティブ運用とパッシブ運用の比率である。どちらもパッシブ運用は増加傾向である。株式指数のパッシブ投資の目的は、分散効果の獲得、売買コストの抑制、市場インデックスやスマートベータといったスタイルのリターンを透明に獲得することなどである。

パッシブという言葉の持つ消極的な印象から、パッシブ投資家は投資先の経営への関心は高くな

さそうだというイメージはないだろうか。確かに、パッシブ運用はアクティブ運用と比べ一般的に報酬率が低い。投資先企業の経営のモニターにかかるコストの確保は簡単ではないだろう。ならば、議決権行使に関しても議案に関わらず受動的に会社提案を受け入れる可能性が高そうだと想像するかもしれない。そうだとしたら市場に占めるパッシブ運用の比率が高まると、コーポレートガバナンスの質が低下し、ひいては株式の長期的な収益率の低下も招きかねない。

しかし、このイメージを覆す論文が発表されている。パッシブ運用の機関投資家はその発言力でコーポレートガバナンス行動に影響を与えているという米国での実証研究、「Passive investors, not passive owners (パッシブ投資家は、パッシブ株主ではない)」Appel *et al.* [2015] である。

この論文では、全株主に占めるパッシブ投資の割合と議決権行使データを比較して実証分析を行っている。著者らの主張は、「パッシブ投資家は企業価値が高まるように議決権を行使しており、長期のパフォーマンス向上に寄与している」というものだ。本稿では、この論文の内容と主張を確認し、パッシブ投資家の評価を考察してみる。