

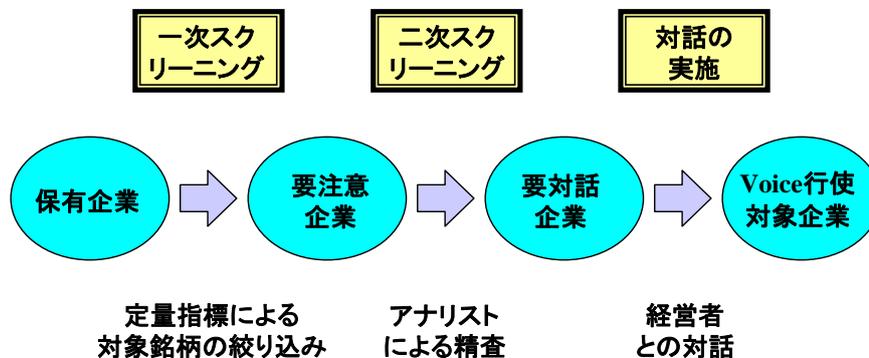
効率的モニタリング実現に向けた議決権行使

機関投資家による議決権行使が本格化しつつあるが、ここでは、議決権行使を巡る問題点を整理した上で、コーポレート・ガバナンス・レーティングという、それを効率的に行うための具体策を提案する。

わが国でも、機関投資家による議決権行使が本格化しつつある。昨年の株主総会に関するQUICK社の調査によると、機関投資家の7割が「議決権行使の方針」を備えており、4割が実際に反対票（棄権票を含む）を投じたという。1998年に事実上、始まった議決権行使が活発化している背景には、年金基金が機関投資家に対して積極的な取り組みを促したことがある。

しかし、議決権を効率的・効果的な形で行使するための具体的方策は、まだ十分に確立されていないようである。保有銘柄すべての議案を調査するものから、何らかの基準で対象企業を絞り込むものまで、機関投資家によって議決権行使への対応は様々である。図表1は、後者の行動モデルの一例だが、一次スクリーニングのための指標として、後述のコーポレート・ガバナンス・レーティング（以下CGR）という、新しい視点からのアプローチを紹介する。それに先立ち、議決権行使の問題点を整理しておく。

図表1 機関投資家の行動モデル



議決権行使で問題となるのは、第一に、情報収集・分析コストの大きさである。機関投資家には、運用の専門家としての立場からのモニタリングと、高品質な発言（Voice）が期待されている。コストの大きさはVoiceの品質と企業数に応じて決まると考えられるが、機関投資家への期待を考えれば、Voiceの品質は落とせない。そこで、コストを抑えるには、何らかの方法で対象銘柄を絞り込み、限定せざるを得ない。

第二に、コストをかけても、あまり多くのベネフィットを期待できないことがある。これまで、「Voiceが株価上昇をもたらす」との十分な実証研究がないようだ。また、フリーライダー（ただ乗り）問題もある。機関投資家と言っても、その株式持分は高々数%であるため、仮にVoiceによって株価が上昇しても、利益の大半は何もしなかった他の投資家に分配される。したがって、Voiceにかかるコストには、一定の上限を設けた方が良さそうである。

第三に、ガバナンスの状態を評価する際に、整合性の確保や恣意性の排除が難しいこともある。対象銘柄があまり多いと、整合性の確保は難しくなるだろう。また、恣意性を排除するには、経営のどこに焦点を当て、どのような視点から評価して議決権行使につなげるかといった意思決定プロセスの確立が、特にひとつの運用機関で組織的に（複数名で）対応する場合に必要となる。

以上から、保有企業すべての議案を調査するよりも、図表1のように議決権行使の対象企業を絞り込む形で、意思決定プロセスを確立した方が現実的だと考えられる。そこで、一次スクリーニングの「定量指標」として、何がより適切かを検討することが次のポイントとなる。

一次スクリーニングでは、保有銘柄から議決権行使の対象企業を大胆に絞り込むことになるため、問題企業をすくい出す「定量指標」の精度が、行動モデルの品質を左右することになる。現状では、不祥事の有無や業績動向、配当性向などを用いることが多いようだが、これらが適切かどうかは必ずしも明らかでない。

議決権行使が注目されるのは、これが機関投資家によるモニタリングを強化し、ガバナンスを改善するものと期待されているからである。したがって、スクリーニング手法の高度化には、ガバナンスの観点から作成された指標を加えることが不可欠と思われる。そのひとつとして、ガバナンスの視点から企業を格付けしたCGRの登場が期待される。

当研究所は、早稲田大学ファイナンス研究所（所長：宮島英昭商学部教授）と共同でCGRの研究開発に取り組んでいる。経済学的アプローチから定量モデルを構築することで上記問題を解決し、Voiceの実効性を高めようとする試みである。CGR（まだ試作段階であるが、図表2に概念図を紹介）などでガバナンスの状態が指標化され、議決権行使のためのインフラの一部となれば、モニタリング効率の向上に資するものと考えている。

図表2 CGRの構成

