

日本版スチュワードシップ・コードについて

目次

- I. はじめに
- II. 日本版スチュワードシップ・コードの策定
- III. 日本版スチュワードシップ・コードとその特徴
- IV. 機関投資家の動向
- V. 導入の影響とコーポレートガバナンスの動向
- VI. まとめ

資産運用部 ESG グループ 主任調査役 西川 奉仕
羽瀬 森一

I. はじめに

今年2月、「『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》」～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」（以下、日本版SC）が金融庁により策定・公表された。アベノミクス第三の矢の成長戦略の一環として位置づけられる日本版SCは、機関投資家が、建設的な対話を通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、中長期的な投資リターンの拡大を図ることを目的としている。

公表以降、多くの機関投資家が受入れを表明し、新聞などのメディアで取り上げられているが、一般的にはまだ馴染みが薄いものと思われる。そこで本稿では、日本版SCの策定の経緯及び背景やその特徴を紹介し、導入による影響などについて考察していきたい。

II. 日本版スチュワードシップ・コードの策定

1. 経緯

スチュワードシップ・コードは、当初英国において策定され、英国版スチュワードシップ・コード（以下、英国版SC）を参考に日本版SCが策定された。

（1）英国版SC

英国においては1980年代に会社不祥事が社会問題化したことから、1990年代のキャドバリー報告書¹などを経てコーポレートガバナンスの議論が大きく発展した。そして、金融危

¹ キャドバリー報告書(The Financial Aspects of Corporate Governance(1992))は英国におけるコーポレートガバナンス論の出
(次ページへ続く)

機を契機に、2010年にコーポレートガバナンス改革の観点から英国版SCを策定した。当時の英国では世界的な金融危機の発端となった金融機関に対して一層のガバナンス強化が必要であると考えられ、また、それと共に機関投資家側が投資先企業に対して責任を持つよう要請された。そして、機関投資家の責任に基づいて投資先への影響力を発揮させるべく、コード(原則)として策定したものが「スチュワードシップ・コード」である。

日本ではあまり使われていないこの「スチュワードシップ」という概念は、英国においては長い歴史を持つ。「スチュワード(steward)」という単語を辞書で引くと、「財産管理人」という言葉が出てくる。これは中世英国において、領主の土地や家屋の管理などを任されている者をそう呼称したことに由来する。この財産管理を任されたスチュワードは、領主の利益のためにのみ行動し、領主の利益を最大化するために行動する責任を負っていた。このような歴史から、「スチュワードシップ」とは財産管理人たる立場やそこにかかる責任といえることができる。

この概念は、契約等に基づく関係を越えた広範囲に及ぶため、フィデューシャリー・デューティ²に通じる概念でもある。そして、現代の英国ではこれを資産運用に当てはめ、顧客財産を株式で運用する機関投資家は、株主として経営を適切に監督し、投資先企業の持続的成長を促進する責任を負うとされている。

(2) 日本版 SC

日本において日本版SCを策定することになった理由は、コーポレートガバナンス強化による経済活性化を図るためである。日本では2012年に第二次安倍内閣が発足し、長きにわたる円高・デフレから脱却し強い経済を作るとして各種政策を打ち出した。大胆な金融政策、機動的な財政政策の二本の矢に続くいわゆる「第三の矢」として掲げられたのが民間投資を喚起する成長戦略である。この成長戦略を定めるための産業競争力会議において、民間投資の活性化のためには、コーポレートガバナンスの強化が必要であると考えられた。そして、2013年6月、この成長戦略を具体化した日本再興戦略において、「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い機関投資家が企業と建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則」について取りまとめることが閣議決定された。その後、6回の金融庁主催の有識者会議を経て英国版SCを参考に日本版SCを策定するに至った。

発点ともいわれている。

² 英米では相手方との信認関係に基づいて行動するものを、フィデューシャリーと呼ぶ。一般的にフィデューシャリーには、契約関係以上に厳格で高度な法的義務が課されるとともに、自発的に相手方に尽くすといったような道義的・倫理的義務も求められる。フィデューシャリー・デューティとは、こうしたフィデューシャリーに求められる義務のことをいう。

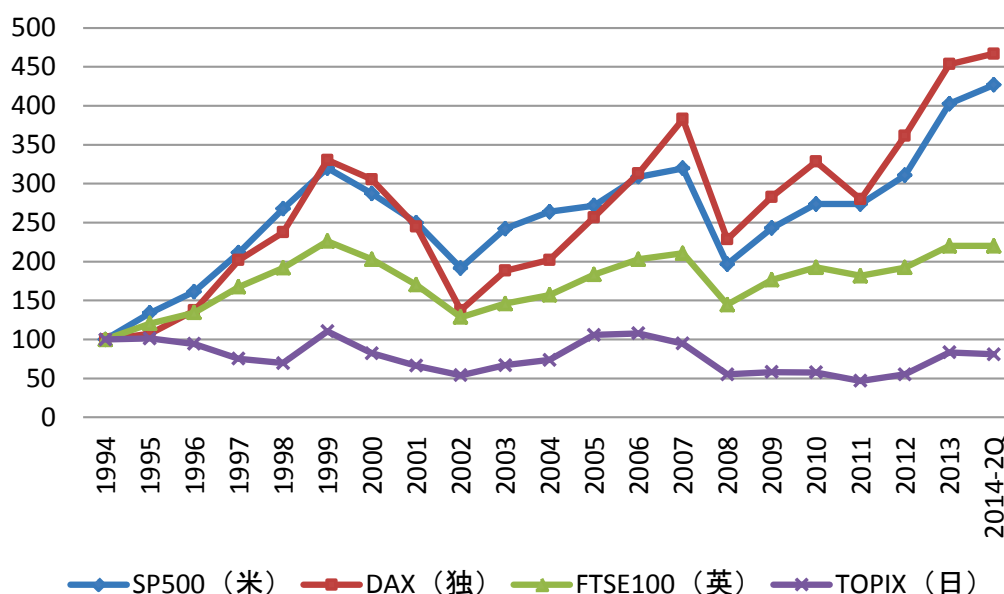
2. 背景

日本版 SC が策定された理由が経済活性化を図るためであることは上述したとおりだが、実際に他の先進国と比べた日本の現状をみてみよう。

昨今は多少回復傾向がみられるものの、日本の株式市場はバブル経済崩壊以降長く低迷している。もちろん、バブル経済崩壊による景気の後退は深刻であったものの、崩壊後最初の景気の谷(内閣府の景気基準日付³によれば、1993年の10月～12月)以降、ここ20年の世界の株価と比較しても、主要各国の株価が2倍、3倍となっていく中、未だ日本においては20年前とほぼ変わらない水準である。

図表1：主要国の株価指数

(1994年末を100として指数化)

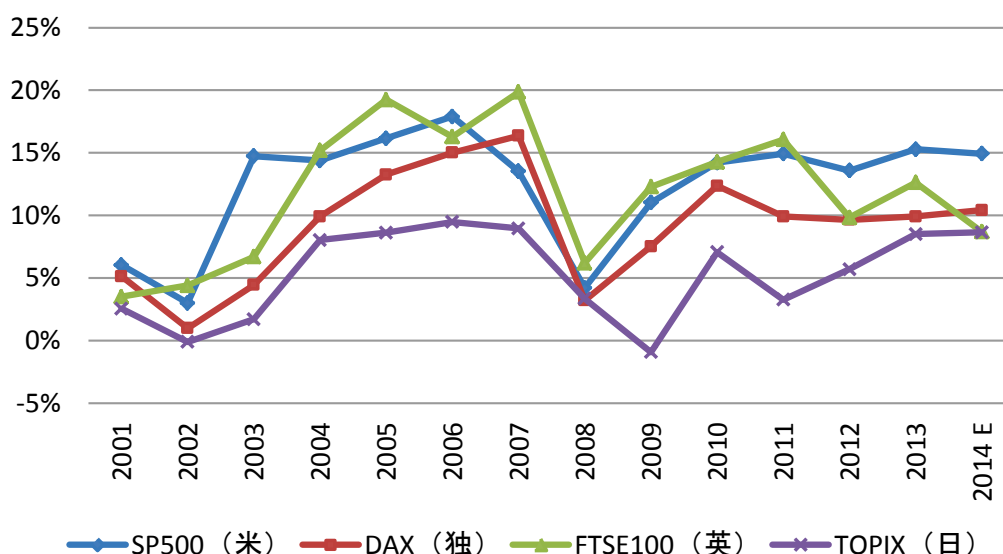


出所：Bloomberg より作成

この株価が低迷している一つの原因として、企業が株主の資本を元手に「稼ぐ力」を示す ROE が日本では他の先進国と比べて低いことが挙げられている。実際に ROE の推移をみると、最近では改善傾向にあるものの、日本は米・英・独に対してほとんどの期間で後塵を拝している。

³内閣府経済社会総合研究所において、景気循環の局面判断や各循環における経済活動の比較などのため、主要経済指標の中心的な転換点(景気の上昇(拡張)と下降(収縮)の転換となる時点)を示したもの

図表 2：主要国の ROE の推移



出所：Bloomberg より作成

(注釈) 2014 年は見込み値

このような状況を踏まえ、政府では強い日本経済を作るにあたり、企業価値及び資本効率を高め、企業の持続的な成長を促進する必要があると判断した。そして、そのためには、大株主である機関投資家などによる外部からの働きかけが重要と考えたことが、日本版 SC 策定の背景である。

Ⅲ. 日本版スチュワードシップ・コードとその特徴

この章では日本版 SC の特徴は何か、その狙いはこういったところにあるか、日本版が範とした英国版との違いはこういったところかといった点について説明する。

1. 日本版 SC の各原則

日本版 SC には、機関投資家が、「責任ある機関投資家」として「スチュワードシップ責任⁴」を果たすに当たり有用と考えられる、7つの原則が定められている。

⁴機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な対話などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的な成長を促すことにより、中長期的な投資リターンの拡大を図る責任(金融庁公表文より抜粋)

図表 3：日本版スチュワードシップ・コード

日本版 SC	(参考)英国版 SC
1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。	1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を公に開示すべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。	2. 機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表すべきである。
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。	3. 機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。
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。	4. 機関投資家は、スチュワードシップ活動を強化するタイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべきである。
	5. 機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。
5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。	6. 機関投資家は、議決権行使および議決権行使結果の公表について、明確な方針を持つべきである。
6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。	7. 機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。
7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。	

出所：金融庁ホームページより作成

2. 日本版 SC の特徴

(1) 主な特徴

日本版 SC の特徴は、英国版 SC を踏襲して、「プリンシプルベース (Principle-base) ・アプローチ」を採用していることにある。これは具体的で詳細な行為基準は記述せず、一見漠然とした「Principle (原理・原則)」の趣旨・精神を関係者が互いに共有し、各々がその趣旨に照らして適切と思う行動をするよう要請するものである。これに対して「〇〇をしなければならない」「××をしてはいけない」のようにとるべき行動について詳細に規定したものを「ルールベース (Rule-base) ・アプローチ」と呼ぶ。本邦では通常規制といえばルールベースであるので、プリンシプルベースの手法は馴染みの薄いものであるが、一般的に個別性が強く事前に詳細を定めることが困難な事柄について適した手法であるとされる。

もう一つの特徴は、これも英国版 SC を踏襲して、「遵守か説明か」とも呼ばれる「コンプライ・オア・エクスプレイン (Comply or Explain)」の手法を採用していることにある。これは、遵守することが適切でない原則がある場合はその理由を説明するよう要請するものである。この意味するところは、機関投資家は、自らの置かれた状況に応じて各原則の適用方法を工夫することが、第一に求められるということである。

なお、日本版 SC に法的拘束力はなく、各機関投資家が受入れる義務もない。従って、そもそも日本版 SC を受入れない、または日本版 SC は受入れるが遵守しない原則が一部あるということになってもそれについて罰則はない。このような日本版 SC における規制の仕方をソフトロー (Soft law) と呼ぶ。これは、いわゆる法律・規則であるハードロー (Hard law) に対するものである。ソフトローという概念もまた本邦ではまだ馴染みの薄いものである。以下にそれぞれの類型を示しているのでご参照されたい。

図表 4：ソフトローとハードローの比較

	ソフトロー	ハードロー
企業	・上場会社コーポレートガバナンス原則 ・コーポレートガバナンス・コード(予定)	・会社法 ・各種法令
機関投資家	・国連責任投資原則 ・日本版スチュワードシップ・コード	・金融商品取引法
制度の内容	主に原理が提示され、各主体はその内容を尊重したうえで、自身が適切と考える行動を決定する	主に規制が提示され、各主体はその規制に従って、自身の行動を決定する
違反行為への処罰	明確な処罰規定はなく、非拘束的	刑事罰、課徴金等の拘束力のある処罰

出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

日本版 SC がプリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインを採用している理由は、企業との対話をはじめとするスチュワードシップ活動に実効性を持たせることにある。

機関投資家は、対話に積極的であり保有企業に対しモノ言う株主として各種要求をする、システム運用で対話を必要としない、小規模運用で対話はコストに見合わない、保有銘柄の一部に対して必要に応じて対話するなど、各々の運用戦略等に応じて様々なタイプが存在する。

もし、日本版 SC をルールベース・アプローチとして策定し、例えば「企業との年2回以上の対話(ルール)」を一律に求めると本来対話を目的としない機関投資家までもが形式的に対話を行うことになり、対話自体が形骸化する。結果、機関投資家及び企業の双方にとって時間とコストの無駄となり、スチュワードシップの真の目的にそぐわない。そこで、各機関投資家の実情や考え方に合わせて本当に必要だと思う活動が適切になされるよう、原則の受入れや運用は各機関投資家が主体的に判断する手法がとられている。

(2) 日本版 SC の狙い

日本版 SC 導入の目的は、企業価値及び資本効率を高め、企業の持続的成長を促進するものであることは前章で記述したとおりだが、それでは日本版 SC でどのように改善していくことが期待されているのであろうか。

それは、機関投資家が投資先企業との建設的な対話等を通じて認識を十分摺合せせる機会を持つことで企業価値を高めることができると期待されている。企業側としては、機関投資家の目線・考え方を知ることによって自社が気づいていなかった課題に気づく機会が生まれ、それは企業価値向上の端緒となる。無論、機関投資家も、そのためには企業の事業内容や経営環境、企業戦略などを理解する能力をより一層高めていく必要がある。

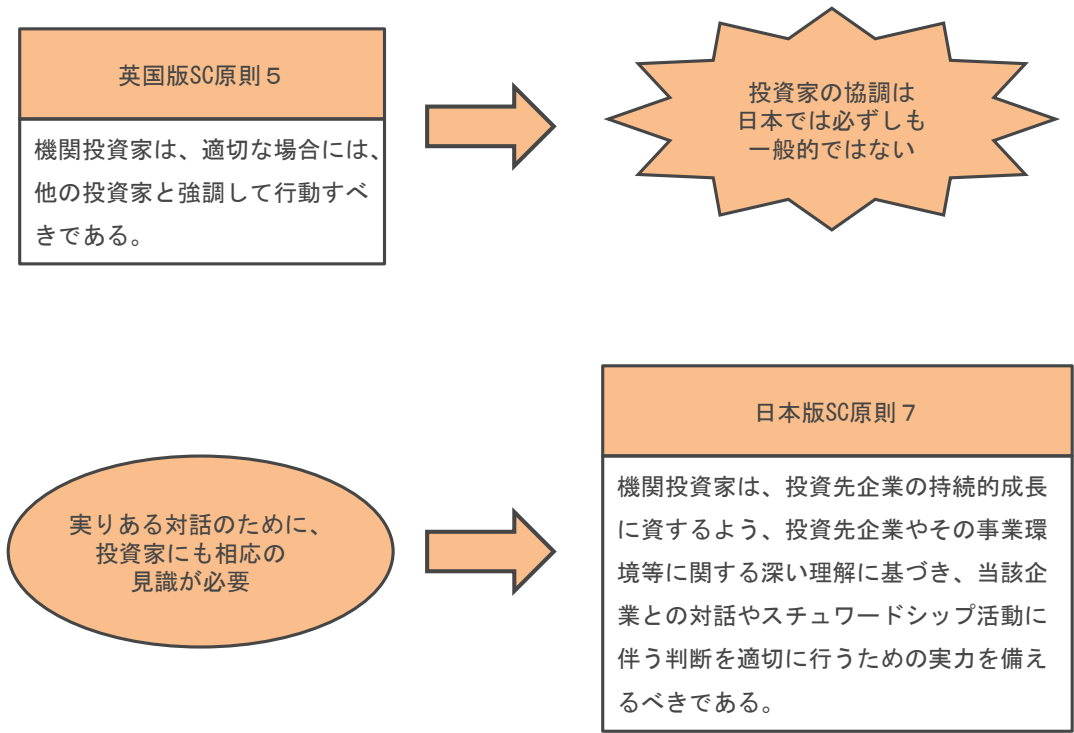
(3) 英国版 SC との相違

日本版 SC は英国版 SC を範としているが、大きく異なる点が二つある。一つは、英国版における「英国 SC 原則 5：機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。」が日本版においては採用されていないこと、もう一つは、英国版には採用されていない原則として「日本版 SC 原則 7：機関投資家は～実力を備えるべきである。」が追加されていることである。

英国版の原則 5 が採用されていない理由は、日本においては、機関投資家の協調行動が一般的ではないことから盛り込まれなかったものと思われる。英国においては機関投資家が多様化しており、独自の意見をもとに直接企業と対話することを好む機関投資家から、英国版の原則 5 に否定的な見解もみられるとのことである。

日本版のオリジナルである原則 7 については、有識者会議において「企業と実りある対話を行うために投資家側も相当程度の見識を持つことが重要である」旨の意見が出たことから、機関投資家の意識向上を目的に新たに付け加えられたものと思われる。

図表 5 : 英国版 SC との主な相違



出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

IV. 機関投資家の動向

機関投資家が日本版 SC の趣旨に賛同しこれを受け入れる場合、コードを受入れる旨(受入れ表明)及びスチュワードシップ責任を果たすための方針を公表することが求められる。

1. 機関投資家の受入れ状況

2014 年 8 月までに受入れを表明した機関投資家は、国内信託銀行、内外投信投資顧問、生保、損保など合わせて 160 社となり、金融庁のホームページにそのリストが公開されている。

図表 6 : 受入れ表明をした機関投資家の業態別社数 (2014 年 8 月末時点)

信託銀行	投信投顧	生命保険	損害保険	年金基金等	その他	合計
6	109	17	4	17	7	160

出所：金融庁ホームページより作成

2. 機関投資家の対応

受入れ表明をした機関投資家は、どのようにしてスチュワードシップ責任を果たすかの方針を説明しなければならないが、詳細な方針を開示している機関投資家は少ない。また、プリンシプルベース・アプローチ及びコンプライ・オア・エクスプレインを採用していることから、機関投資家毎に方針は異なる。このような状況であるため、参考までに一つの例として弊社方針の概要について触れておきたい。

弊社はアクティブ運用からパッシブ運用までフルラインで商品を提供する運用機関として投資先の全銘柄に対して、「アナリスト・ファンドマネージャー」と「議決権行使の専門部署」がそれぞれの専門性を発揮しながらスチュワードシップ責任を果たすこととしている。そのために、アナリスト・ファンドマネージャーはアクティブ運用のカバー銘柄について中長期的な事業戦略や財務戦略、情報開示姿勢等の視点から対話を行う。議決権行使の専門部署については、投資先全銘柄から特に企業価値向上の観点で懸念のある企業と対話を行い、また、企業価値向上に向け意識の高い企業からの要請に応じて主にコーポレートガバナンスの観点から対話を行っていくこととしている。

弊社ではこれらの活動を従来から行っており、企業とより良い対話を行うことでアクティブ運用における当社運用戦略に基づくリターンの向上のみならず、パッシブ運用における投資先全銘柄に対するリターンの底上げも図れると考えている。

図表7：スチュワードシップ責任を果たすための弊社方針（概要）

	議決権行使の専門部署	アナリスト・ ファンドマネージャー
対象	全保有銘柄(網羅的)	アクティブ運用の投資対象銘柄
視点	議決権行使判断	投資判断
目的	インデックスリターンの底上げ	対象銘柄の投資リターンの向上
対話内容	・コーポレートガバナンスの観点 ・必要以上の金融資産を保有し、資本効率を悪化させている懸念がある場合等、企業価値向上の観点から問題がある場合にも実施	弊社の運用哲学・戦略に合致した中長期的視点での投資判断を行うため、財務面に加え、ガバナンス等非財務面も含めた分析と対話

出所：三菱UFJ信託銀行作成

図表 8：アナリスト・ファンドマネージャーによる対話の視点（投資判断の切り口）

対話の視点	論点等
中長期的な事業戦略	事業戦略の具体的な施策等
財務戦略	資本効率向上に向けた施策等
コーポレートガバナンス	コーポレートガバナンス強化に対する取組み等
情報開示姿勢	企業価値向上のために必要な情報開示項目、方法等

出所：三菱UFJ信託銀行作成

V. 導入の影響とコーポレートガバナンスの動向

1. 導入の影響

日本版 SC 導入によって、機関投資家がモノ言う株主になり株主総会で反対票を投じる機会が増えたり、高配当を要求するようになるということを危ぶむ方もいるかもしれない。実際、そのような内容の記事も散見される。しかしながら、日本版 SC が示す対話の目的は企業の持続的な成長の促進であり、企業経営に介入することが目的ではない。日本版 SC には、経営の細部にまで介入することを意図していないと明記されている。したがって、導入により、従来から対話を実施している機関投資家の行動が大きく変わることはおそらくないと思われる。

ただし、日本版 SC は、企業価値及び資本効率を高め、企業の持続的成長を促進することが目的であることから、ROE などに焦点を当てた対話が増加することは想定される。

また、これまで十分に対話を行っていなかった機関投資家から投資先企業への対話の申し出が増加することも考えられる。

以上の点を踏まえると、日本版 SC 導入による影響は、より多くの機関投資家が投資先企業に、資本効率や中長期の事業戦略等について理解するための対話を求めていくようになることだと思われる。企業には、ROE など機関投資家が注目する事項についてより詳しい説明を求められることが考えられる。

2. コーポレートガバナンスの動向

現在、検討が進められており、日本版 SC とも関連するコーポレートガバナンスの動向について紹介する。

(1) コーポレートガバナンス・コード

英国版 SC は機関投資家の責任に基づいて投資先への影響力を発揮させることを目的として策定した制度であることは前述したが、英国では企業側によるガバナンス強化を目的とした「コーポレートガバナンス・コード」も同時に策定している。これは企業自身での自主的な内部統制の強化を求めたものである。外からの英国版 SC と内からのコーポレートガバナンス・コードという二つの制度によって企業統治を強化し、長期的に持続可能な経済成長を図ろうと考えている。

日本においても、日本版 SC に、機関投資家の責任と共に、企業自身のガバナンス機能発揮の必要性について記述があり、これらは「車の両輪」として両者をもって高い企業統治と持続的な成長が実現されるとしている。これを受け、今年8月より金融庁と東京証券取引所主催のコーポレートガバナンス・コードに関する有識者会議にて本格的にその内容の検討が始まっている。

検討されている内容として「独立社外取締役の設置義務化」や「株式持ち合いにかかる株主総会での説明義務」などが俎上に上がっている。コーポレートガバナンス・コードも日本版 SC と同じくプリンシプルベース・アプローチを用いて策定される予定である。

(2) 投資家フォーラム

日本版 SC の原則7の指針において、「対話や判断を適切に行うための一助として、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考えられる。」との記述がある。

経済産業省では、作業部会において、日本版 SC 等を念頭に投資家間で忌憚なく意見交換を行える場として、「投資家フォーラム(仮称)」の検討を進めている。ここでは、企業に向けて情報発信するとともに、企業との対話も視野に入れている。早ければ年内にも取りまとめの予定である。

(3) 株主総会のあり方

日本版 SC の原則5に、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つべきとあり、多くの機関投資家の日本版 SC の受入れにより、議決権行使結果に注目が集まるものと思われる。一方、議決権行使の場である株主総会については、株主総会の役割見直しや現行の株主総会スケジュールに係る課題などがある。

この点の解消のため、経済産業省で「株主総会のあり方検討分科会」を設置し検討がなされている。例えば、株主総会の役割については「日本の株主総会は、海外に比べて決めることが多いのではないか、株主総会は何を決める場なのか」、現行の株主総会スケジュールに係る課題については「株主総会に係る基準日の設定を決算期末から後倒しの可否」及び「株主総会に係る基準日の設定を変えずに株主総会開催までの期限を3ヵ月から4ヵ月に延長」などといったことが議論されている。なお、金融庁も関係官庁として関与するため、上述のコーポレートガバナンス・コードに関する有識者会議においても、株主総会スケジュールに係る課題について検討がなされている。

VI. まとめ

今般の日本版 SC は、目的を持った対話などを通じて企業の持続的成長を促進するという新たな視点に立っており、その今後の非常に注目されると考える。もちろんまだ馴染みの薄い試みでもあり、中長期を見据えた対話であるので一朝一夕で目覚ましい効果がでるものではない。効果を上げるには、機関投資家並びに企業ともそれぞれの役割・責任を果たすことが求められる。

例えば、これからスチュワードシップ活動を行うにあたり、機関投資家側には企業と対話し、認識を共有するため、個々の企業状況やその事業環境を把握する能力の更なる向上が求められる。企業側では機関投資家の声に耳を傾け、その内容について真摯に検討し、時には機関投資家への理解を促進させることが期待される。

弊社としても、これまで培ってきた企業との対話に関するノウハウを活用し、責任ある機関投資家として日本版 SC の精神に則り、建設的な対話を行うことで投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促し、中長期的な投資リターンの拡大を図っていきたい。

(平成 26 年 11 月 7 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・金融庁〔2014年2月〕「『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>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」
- ・経済産業省〔2014年8月〕「伊藤レポート『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト『最終報告書』」
- ・証券アナリストジャーナル〔2014年8月〕「特集 スチュワードシップ・コード」
- ・企業会計〔2014年8月〕「日本版スチュワードシップがもたらす投資家行動の変化」中央経済社
- ・神田秀樹・小野傑・石田晋也 編〔2011年7月〕「コーポレート・ガバナンスの展望」中央経済社

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）