

# サステナブル投資の基礎 シリーズ インベストメントチェーンとWコード

MUFG AM サステナブルインベストメント  
岡本 卓万

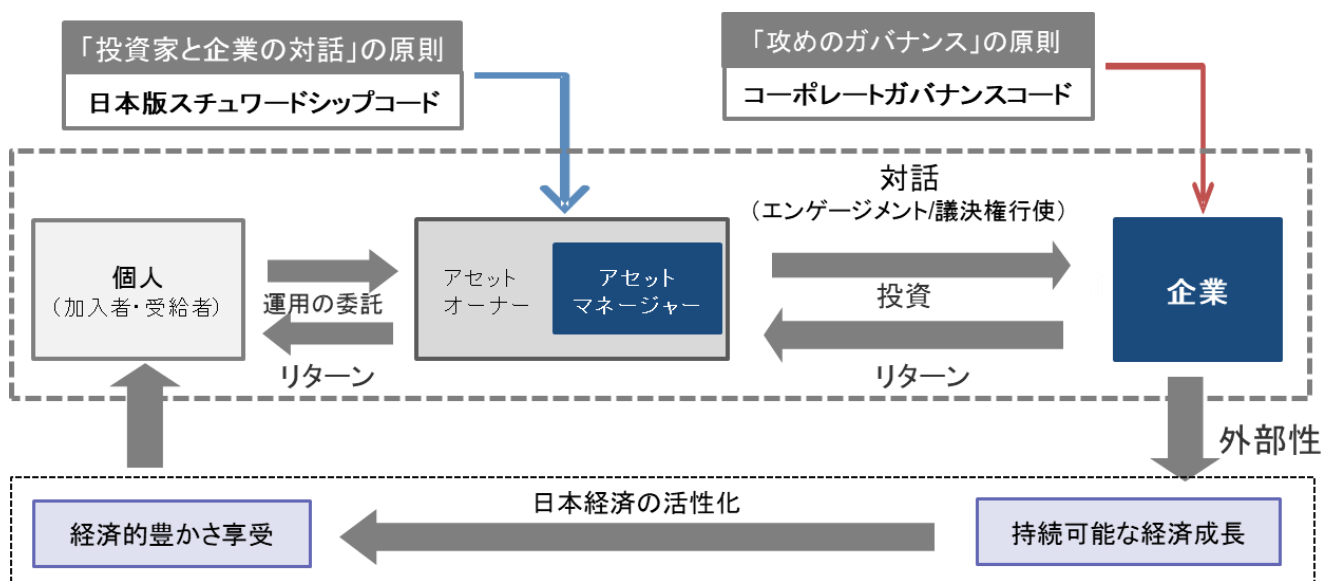
企業価値や経済社会の持続的成長を実現するにはインベストメントチェーンが効率的に機能することが必要です。スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードは、投資家と企業との間の建設的な対話を促し、インベストメントチェーンの働きをサポートします。

## インベストメントチェーン

### インベストメントチェーンとW(ダブル)コード

インベストメントチェーンとは、投資家から企業への資金の流れが、持続的な企業価値拡大をもたらし、さらにその利益が最終的に家計まで還元されるという一連の価値創造の連鎖のことを指します。図表1における点線の枠内が一般にインベストメントチェーンとされる部分です。

図表1 インベストメントチェーン



出所 三菱UFJ信託銀行作成

インベストメントチェーンを構成する主体は、個人(加入者・受給者)、その委託を受けて資金を運用するアセットオーナーおよびアセットマネジャー、投資先の企業となります。個人の資金がアセットオーナー(マネジャー)を通じ企業へ流れるとともに、投資先からのリターンが逆の流れで個人まで還元されるという価値の連鎖をインベストメントチェーンというわけです。

一般に言われるインベストメントチェーンは、投資資金とリターンの還元で説明されることが多いのですが。サステナブル投資の文脈では、企業活動が従業員、取引先、地域コミュニティなど企業の外部に与える影響(外部性と言います)についても考慮することになります。企業が持続的に成長することで、従業員の賃金が上がったり、取引先の売り上げや利益も増加したり、地域コミュニティが豊かになったりすることで、結果的に経済全体が活性化しその豊かさによる恩恵を個人が享受することになるわけです。

このように考えると、インベストメントチェーンにおける価値の連鎖は、投資のリターンを通じたものと外部性を通じたものの、二重の連鎖になっていると言えます。本稿も含め、「サステナブル投資の基礎シリーズ」では、インベストメントチェーンを二重の連鎖からなるより広い意味でとらえて議論していきます。

インベストメントチェーンによる持続的な成長の重要性を説明したレポートとしては、経済産業省が2014年に公表した伊藤レポート(「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～」)が有名です。同レポートにおいて、日本経済を成長軌道に乗せるための、企業の競争力の強化による持続的な価値創造と、投資家の長期的なリターン拡大を図る仕組みとして、インベストメントチェーンの全体最適化の実現が提言されました。そして、インベストメントチェーンを構成するアセットオーナー(マネジャー)や企業といった主体が、企業価値拡大に向けて行動するとともに、両者が行う「目的を持った建設的な対話」(エンゲージメントや議決権行使)が重要であると説いたのです。

インベストメントチェーンを効率的に機能させるための、企業とアセットオーナー(マネジャー)を規律づける仕掛けとして、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードがそれぞれ定められていると言えます。この2つのコードは、インベストメントチェーンを駆動させる車の両輪のような役割を果たしているといえ、そのため二つのコードをセットにしてW(ダブル)コードと呼ばれることがあります。

## W コードの制定

### 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

日本版スチュワードシップ・コード(以下、SS コード)は、機関投資家に対し投資先企業との対話を促すものとして2014年に制定されました。一方コーポレートガバナンス・コード(以下、CG コード)は、上場企業を対象にコーポレートガバナンス強化を促すものとして 2015 年に制定されました。

図表2に両コードの比較を示します。どちらもアベノミクスにおける三本の矢(金融戦略、財政戦略、成長戦略)の三番目の矢となる成長戦略の一環として、「日本再興戦略」の施策として位置づけられたものです。その狙いは SS コードが機関投資家と企業との対話を促すこと、CG コードが(不祥事防止ではなく)攻めのガバナンスということになりますが、その背景には持続的な企業価値向上を可能にするという日本経済の課題があるということ共通しています。

また、両コードともに原則主義(プリンシプルベース・アプローチ)をとっていることが特徴です。これは大掴みな原則(プリンシプル)について、各機関がその趣旨・精神を理解した上で、これに沿った行動をとるということで、細則主義(ルールベース・アプローチ)と対比されるものです。法的拘束力を持たず、コンプライ・オア・エクスプレイン(原則に従うか、従わない場合にはその理由を説明する)の手法をとっていることでも両コードは一致します。

図表2 2つのコードの比較

	スチュワードシップ・コード	コーポレートガバナンス・コード
起点	アベノミクス第三の矢(成長戦略) ～コーポレートガバナンス強化による経済活性化～	
	2013年6月 「日本再興戦略」—Japan is Back—	2014年6月 「日本再興戦略」改訂2014 —未来への挑戦—
ねらい	持続的な企業価値向上に向けた 機関投資家と企業の対話	持続的な企業価値向上に向けた 攻めのガバナンス
特徴	原則主義(プリンシプルベース・アプローチ) 法的拘束力を持たない(コンプライ or エクスプレイン)	
導入時期	2014年2月	2016年6月
対象	機関投資家	上場企業

出所 三菱UFJ信託銀行作成

両コードが具体的にどのような内容で構成されているか、図表 3 で確認します。紙幅の関係で SS コードは 8 つの原則、CG コードについては 5 つの基本原則のみ示します(SS コードは 8 原則 33 指針、CG コードは 5 基本原則31原則47補充原則で構成されます)。

SS コードはその原則3～5において、投資先の状況把握、投資先との建設的な対話、「議決権」の行使などスチュワードシップ活動の進め方についての記載があり、原則1～2と6では「基本方針」策定・公表、「利益相反」管理、活動状況の報告といった活動全体の管理・監督について記載されています。原則8は最近の改訂で加わったもので、議決権行使助言会社などのサービス提供者に適用される項目です。

一方 CG コードの方は、株主の権利・平等性確保、ステークホルダーとの協働、情報開示、取締役会等の責務といった項目に加えて、基本原則5に株主との対話という項目が設けられ、「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため・・・、株主との間で建設的な対話を行うべき」と記載されています。投資家と企業との「建設的な対話」を通じてインベストメントチェーンを効率的に機能させ、中長期的な企業価値向上、ひいては経済全体の持続的成長につなげようとする意図が2つのコードには込められています。

図表 3 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(抜粋)

スチュワードシップコード	コーポレート・ガバナンスコード
(原則) 1. スチュワードシップ責任を果たすための「基本方針」策定・公表 2. 顧客・受益者の利益を第一として行動するための「利益相反」管理 3. 投資先企業のガバナンス、企業戦略等の状況の的確な把握 4. 投資先企業との建設的な対話 5. 「議決権」の行使と行使結果の公表の明確な方針 6. 顧客、受益者に対する、スチュワードシップ活動の状況報告 7. 対話や議決権行使の判断を行うための実力具備 8. 機関投資家向けサービス提供者の責務 ※ 8 原則、33 指針で構成	(基本原則) 1. 株主の権利・平等性の確保 2. 株主以外のステークホルダーとの適切な協働 3. 適切な情報開示と透明性の確保 4. 取締役会等の責務 5. 株主との対話 ※ 5 基本原則、3 1 原則・4 7 補充原則で構成

出所 三菱 UFJ 信託銀行作成

## W コードにおけるサステナビリティの考慮

二つのコードはこれまでに 2 回改訂されています。2 回目の改訂の際に、サステナビリティの考慮に関する項目がそれぞれ追加されました。

SS コードについてはその前文で『「スチュワードシップ責任」とは、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のほか運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG 要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、

当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促す…』ものであるとし、サステナビリティの考慮がステューワードシップ責任の要素であることが明確化されました。CGコードについても原則2-3で、『上場会社は、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題について、適切な対応を行うべきである。』と明記されました。

これらより、SSコードやCGコードにおいてもサステナビリティを考慮し、持続的な成長を目指すことが、投資家と企業の双方に求められていることがわかります。

※ 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ありません

### 本資料について

- 本資料は、情報提供のみを目的としたものであり、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。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における見解等であり、経済環境の変化や相場変動、年金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。また、記載されている推計計算の結果等につきましては、前提条件の設定方法によりその結果等が異なる場合がありますので、充分ご留意ください。
- 本資料は、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、貴社顧問会計士・税理士等にご確認くださいようお願い申し上げます。
- 本資料の分析結果・シミュレーション等を利用したことにより生じた損害については、当社は一切責任を負いません。
- 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。

本資料に関するお問い合わせ先

三菱UFJ信託銀行株式会社

MUFG AM サステナブルインベストメント

[こちら](#)

