

# スチュワードシップ・コードの可能性

梅本 剛正

はじめに

二〇一四年二月二六日に「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）」が公表され、二〇一五年六月一日には「コーポレートガバナンス・コード」を反映した有価証券上場規程等の改正が東京証券取引所により行われた。両コードは日本の上場企業の実効的なガバナンスを実現し、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることを目的として設けられたものである。これらコードの導入により、持ち合い解消を進めたりROEを高めようとしたりする動きが認められるなど、わが国の上場企業にこれまでになかったような変化がみられるとも伝えられている。

ところで、東京証券取引所は一〇年以上前にコーポレートガバナンス・コードと類似の「上場会社コーポレートガバナンス原則」（二〇〇四）というものを作成していたが、現在はもちろん当時においてもあまり注目されていない。OECDの原則を参考にして、取引所が設けたプリンシプルベースの類似したコードでありながら、社会の注目度にこれほどの違いが生じたのはなぜだろうか。

理由は四つほど考えられる。一つは、導入された時代背景の違いである。二〇〇四年といえば、まだバブル崩壊の後処理に追われていた時期であり、上場企業にせよ機関投資家にせよ前向きな議論をすることは、まだ難しかったものと思われる。ガバナンスの議論も近年は企業の効率性確保を促すものに軸足が移ってきたが、以前は

企業の不祥事対応、適法性確保に主眼が置かれていたことも関係しているであろう。二つ目の理由は、今回のコーポレートガバナンス・コードは、日本企業に「稼ぐ力」をつけるという国家戦略の一つと位置付けられていることである。スチュワードシップ・コードは、日本再興戦略（二〇一三年六月一四日）の提言に基づいて、コーポレートガバナンス・コードの方は日本再興戦略・改訂版二〇一四の提言に基づき策定されたものであり、単に取引所の施策として作成されたコードと注目度・影響力が違うのは当然といえよう。三つ目として、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」という形でコードの基本枠組が定められており、報告書の作成・公表が求められている点である。これにより各社の取り組みが可視化されることも、社会の注目を集めた理由といえよう。四つ目として、今回は機関投資家側の規律にもスチュワードシップ・コードという形で踏み込んでおり、それがコーポレートガバナンス・コードと相まって、わが国の上場企業のコーポレートガバナンスを改善していくのではないかと、という期待を醸成しているように思われる。

最後の点に関連して機関投資家のガバナンスへの関与についても、かつての議論のバイバルという側面がある。一九九〇年代に活発化したカルパスなどアメリカの公的年金基金による積極的なコーポレートガバナンスへの関与（アクティビズム）は、わが国においても注目を浴び、学界においても機関投資家がコーポレートガバナンスにおいて果たすべき役割という論点が盛んに取り上げられ議論された。前回と異なり今回はイギリスを中心とした欧州、コモンウェルス諸国が源流という点において違いがある。しかし議論の系譜以上に重要な点として、今回は公的年金基金など個別の機関投資家の経営関与ではなく、すべての機関投資家の力を経営改善に結集してガバナンスを改善しようとするものであること、そのために国や取引所が中心的役割を担いスチュワードシップ・コードの策定という形で関わっていること、など注目に値する違いがある。ただし、後述するように、そ

の機関投資家の力の背景である上場企業株式の保有比率は、九〇年代と今日とでは大きく異なることも忘れてはならない。

コーポレートガバナンス・コードはすべての上場企業が対応を迫られるなどの理由から、議論が活発に行われているのに対して、スチュワードシップ・コードの方は議論が盛り上がりや欠くようにみえる。本稿では、機関投資家のコーポレートガバナンスへの関わりに関してなされた九〇年代の議論とイギリスにおけるスチュワードシップ・コードの経験を参考にしつつ、わが国におけるスチュワードシップ・コードの可能性について検討を加えてみたい。コーポレートガバナンス・コードを機能させるうえで、機関投資家の関与は極めて重要であり、スチュワードシップ・コードが適切に機能すれば上場企業のガバナンスの改善につながることが期待できる。しかし、機関投資家を取り巻く諸々の環境が、コーポレートガバナンスに関与することを許すのか、関与するとしてどのような限界を抱えているのか等々を、しつかり見極めておく必要があるように思われる。

なお、日本版スチュワードシップ・コードは、日本の上場株式に投資する機関投資家を対象とするものであるが、そこには「資産運用者としての機関投資家」と年金基金など「資産保有者としての機関投資家」が含まれ、さらに議決権行使助言会社に対しても当てはまるとされている（序文八参照）。投資先企業のみならず直接に関与するとともに、スチュワードシップ・コードの受け入れ機関も多いことから、本稿における機関投資家の議論は主として資産運用者を念頭に置いて<sup>(1)</sup>いることを了解されたい。

## 1 日本版スチュワードシップ・コードの概要と現状

日本版スチュワードシップ・コードは、次の七つの原則から成り立っている。すなわち、①スチュワードシッ

プ責任を果たすための方針の策定と公表、②管理すべき利益相反の方針策定と公表、③投資先企業の状況把握、④投資先企業との「目的を持った対話」（エンゲージメント）、⑤議決権行使と行使結果の公表の方針作成、⑥顧客・受益者への定期的報告、⑦スチュワードシップ活動を適切に行うための体制整備、である。

コーポレートガバナンス・コードの場合、すべての上場企業は公表項目について遵守するか、あるいは説明するかを示した報告書を作成・公表することが求められている。日本版スチュワードシップ・コードの場合は、コードの原則を遵守するか、あるいは説明するかを公表することが機関投資家に求められている点は同じであるが、コードの受け入れは任意である。それにもかかわらず、これまで多くの機関投資家が受け入れを表明している（二〇一六年二月末現在で二〇五機関<sup>2</sup>）。

日本がモデルとしたイギリスにおいては、二〇一四年現在で約二〇〇の資産運用者を含めて三〇二機関が受け入れ（sign up）を表明している（FRC [2016]）。イギリスではFCAが認可権限を持つ投資運用業者などに事実上受け入れないという選択肢はないともいわれているが、わが国においても当局の監督権限に配慮して受け入れを表明した機関も少なくなかったと思われる。旗振り役の金融庁にとって、受け入れ表明をする機関投資家の数が少なければ愉快でないのは確かであり、機関投資家が監督権限を有する官庁の顔色を窺うのも自然なことではある。しかし、任意参加の制度として設計したのなら、その建前は維持されるべきであり、規制上の不安は取り除くべきであろうし、いったん受け入れ表明をしたのであれば、その機関投資家には真摯に対応するよう促すべきであろう。受け入れ表明が多いとコードに実効性が伴い目的達成に近づけるようにみえるが、問題は参加する機関投資家の数ではなく、それら機関がどれだけ真剣にスチュワードシップ活動を行っているかである。イギリスにおいては、受け入れを表明している三〇〇機関のうち真摯に対応しているのは一割の三〇機関にすぎないとの

声もある (Wong [2015])。公表する文書の記載内容の不備も少なくないようである。この状況に業を煮やしたのか、FRCは機関投資家を個別に調査したうえで、コードの要請を満たしているグループ (ティアI) とそうでないグループ (ティアII) に階層付けし、二〇一六年夏に結果を公表することを予定している (FRC [2016])。

わが国においても、受け入れ表明をしながら、各原則ともわずか数行程度の記載しかなく、真剣みを疑わせる機関が相当数みられる。受け入れ表明機関が増えても、このような状況が続けば、スチュワードシップ・コードの実効性に対する信頼が失われてしまうことになりかねない。コーポレートガバナンス・コードだけが「片輪」で走ることではできないので、わが国の上場企業の「実効的なコーポレートガバナンスの実現」や、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図る」という目的 (コーポレートガバナンス・コード序文六〜八) の達成は難しくなるかもしれない。イギリスのような対応を採るかどうかは別として、わが国においても真摯に対応する機関投資家の数を増やす努力が図られてよいように思われる。

## 2 株式保有状況の変化

九〇年代と今日とでは上場企業の株式保有状況に大きな変化が生じている。このことは、今日において機関投資家が上場企業に対してどの程度の影響力を有しているのかを見極めるにあたり、押さえておくべき重要なポイントである。スチュワードシップ・コードを最初に導入したイギリスにおいて、否定的な見方をする論者は国内の機関投資家の株式保有比率の低下を主な理由として挙げる (Chetfins [2010])。つまり、一九九三年にイギリス国内の機関投資家はイギリス上場企業の約六〇%を有しており、外国法人等は一六%であった。当時であればイギリス国内の機関投資家を結集することができれば、上場企業に対して相当程度の影響力を有したかもしれない。

ところが、二〇〇八年の国内機関投資家の保有比率は三分の一未満にまで落ち込んだ。反対に外国法人等は四二%にまで上昇している。いうまでもなく、イギリス国内の機関投資家の株式保有比率の低下は、上場企業に対する影響力の低下を意味する。

わが国においても、上場企業の株主構成に大きな変化が生じている。一九九〇年代は銀行や保険会社など国内の金融機関の上場株式の保有比率は四〇%程度で、外国法人等は一〇%弱で推移していたが、二〇一四年では国内金融機関の保有株比率は二七・四%まで低下し、反対に外国法人等は三一・七%にまで上昇している。<sup>(3)</sup> 外国人の株式保有比率が増加したといっても、わが国における機関投資家のスチュワードシップ活動にまったく期待ができないというわけではない。外国の年金基金や投資信託などの機関投資家も受託者責任などを根拠として、日本企業の株式の議決権行使を求められているものが少なくないであろうし、日本株のパフォーマンスがよければ利益を享受することができるのは国内の機関投資家と変わらないからである。それら外国の機関投資家が議決権行使助言会社のサービスを利用しているのも、経営関与の一つとみることもできる。

### 3 利益相反

九〇年代の議論では、機関投資家がコーポレートガバナンスに関与するにあたり、それを阻害する要因として利益相反の問題が指摘されていた。たとえば、運用資産の中に重要な顧客や関連会社の株式が含まれていたとすれば、機関投資家は会社提案に反対するような株主権を行使することはできない、そもそもアクティビストという評価は通常のビジネスに不利に働いてしまうので、機関投資家は極力控えめな行動をとるよう努めているなどというものである。

日本版スチュワードシップ・コードでは、その原則二において管理する利益相反について明確な方針を策定し、公表することが求められている。利益相反の管理という場合、利益相反そのものを解消することが求められているのではなく、利益相反の存在は不可避であるとして、スチュワードシップ活動においてどのように顕在化しないように処理するのかが問われているのであろう。<sup>(4)</sup>

利益相反の態様は様々であるが、日本の機関投資家は金融機関の子会社が多いのでグループの利益相反、とりわけ、上場親会社の議決権をどのように行使するのかが問題となる。それ以外にも、会社内部の部門単位で利益対立が生ずることもある。投資判断を行うファンドマネージャーなどの部門と議決権行使などを担当するコーポレートガバナンス部門の間においても、たとえばファンドマネージャーが投資先との話し合いを拒絶されるので、コーポレートガバナンス部門に投資先の経営陣に友好的な態度をとるよう促すなどの危険も指摘されている(Wong [2011])。

わが国の機関投資家がコードに基づき公表している利益相反の管理に関する部分には、記載内容が不十分なものが少なくないようである。たとえば、単に「利益相反管理方針に定めている」としているのみで、具体的な対応が不明であるもの(りそな銀行、三井住友信託銀行、三井住友海上、農中信託銀行、日本生命、住友生命など)や、社内のガイドラインに従い議決権を行使すると定めているものの、一般的な議決権行使の基準のみで利益相反のある関係会社等の扱いについて記載がないもの(第一生命、三井住友アセットマネジメントなど)など、総じて利益相反の態様に応じた管理の記載が不十分である。<sup>(5)</sup>

利益相反の管理につきそれなりに記載されているものとしては、議決権行使ガイドラインにおいて利益相反の生ずる場合には独立した第三者の助言を受ける旨定めがあるものや(日興アセットマネジメント)、親会社の議

決権は行使しない、あるいは議決権行使助言会社を利用するというもの、それらと併用して社内にチャイニーズウォールを設け議決権行使は当該担当機関が行うとするものがある（三菱UFJ信託銀行、みずほ信託銀行、野村信託銀行）。このように、利益相反を有する会社の議決権行使の方法は、権利行使を控えるか、議決権行使助言会社からの助言に従うという形が一般的のようである。<sup>(6)</sup>

外資系の機関投資家は、議決権行使助言会社の推奨に従うとしているものが多い（ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント、フィデリティ投信、シュローダー・インベストメント・マネジメント、アクサ・インベストメント・マネージャーズ〔原則五に関連して利用している助言会社の一覧も記載〕など）。本国の投資家からの依頼あるいは本国の慣行に従っているものと推測されるが、いずれにしても、後述するコスト上の理由からも議決権行使助言会社が活用されていることがわかる。

#### 4 コスト

日本版スチュワードシップ・コードは、投資先企業の状態を的確に把握し（原則三）、投資先企業と建設的な「目的を持った対話」を通じて認識共有を図り問題改善に努めること（原則四）などを機関投資家に求めている。いかなる形をとるにせよ、投資先企業の経営に関与するにはコストがかかる。議決権行使に加えて投資先企業と対話などをするなら、かなりの人的・物的負担が求められる。大手の資産運用者であればともかく、それ以外の運用会社の負担は決して小さくない。また、パッシブ運用の業者は低コストで運用するのが大きなメリットなので、余計なコストは負担したくないはずである。

これに対してコードは、「機関投資家による実効性のある適切なスチュワードシップ活動は、最終的には顧

客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を目指すものである。したがって、スチュワードシップ活動の実施に伴う適正なコストは、投資に必要なコストであるという意識を、機関投資家と顧客・受益者の双方において共有すべきである」(序文七)という。たしかに、コードのいうようにスチュワードシップ活動により、投資先企業の企業価値が増加し、保有銘柄の株価が上昇するというならコストをかける意味はある。しかし、それは必ずしも保証されるわけではない。他方、コストは確実に発生し、個々の機関投資家がそれを負担することになる。スチュワードシップ活動により上場企業の企業価値が向上するとしても、その利益はすべての投資家が享受することができない。そうなると、コードを受け入れてもほとんど活動を行わない、あるいはそもそもコードの受け入れ表明をしないという形で、フリーライダーとなるのが、機関投資家にとっては実は最も合理的な行動となる。

機関投資家の関与を促すための一つのカギは、「スチュワードシップ活動の実施に伴う適正なコスト」をどの程度低く抑えることができるのか、という点にあるように思われる。<sup>(9)</sup>投資先企業の株式が運用資産に含まれる割合に応じて、スチュワードシップ活動にウェイト付けをすることは合理的であろう。また、ここでも議決権行使助言会社を利用する方法がありうる。上場企業のガバナンスのチェックという作業を各機関投資家が別個に行うのは非効率な側面もあり、(全面的ではないにせよ)特定の機関に委託するのが効率的な場合が少なくないもの<sup>(10)</sup>たしかである。

なお、コードはさらに、スチュワードシップ活動にかかるコストを「投資に必要なコストである」という意識を、機関投資家と顧客・受益者の双方において共有すべきであるという。顧客・受益者にとって、主たる関心はコーポレートガバナンスではなく資産が適切に運用されているか否か、資産運用のパフォーマンスの良し悪しであるが、顧客・受益者が長期的な視野で運用成果をみる限り、スチュワードシップ活動のコストも受け入れる余裕

が出るかもしれない。顧客・受益者が委託先の運用成績を長期的に評価してくれるのであれば、機関投資家は投資先企業のガバナンスに腰を据えて取り組むこともできるが、短期的な評価を強いられるのであれば、ガバナンスの関与は無用なコストでしかない。資産運用会社内部における運用担当者の評価も、成績評価が長期でされるか短期でなされるかにより、ガバナンスへの関わり方も違ってくる。顧客・受益者と資産運用者との関係、資産運用者内部の運用担当者の評価などが長期的視野に基づいたものとなっているのかは問われるべき論点の一つである。

#### おわりに

わが国の上場企業の株式保有状況の変化は近年大きく変化している。国内の機関投資家の株式保有比率は低下し、反対に外国人投資家の保有比率が伸びてきている。国内の機関投資家が上場企業に対して有していた影響力は、確実に低下してきている。他方、外国人投資家であっても、コストが大きくならない限り、投資先である日本企業のガバナンスの改善に関わることが期待でき、実際に、外国の機関投資家により議決権行使助言会社のサービスが利用されている。国内の機関投資家もコスト上の理由のほか、利益相反問題を解決する手段の一つとして議決権行使助言会社のサービスを利用する事例が増えてきているようである。日本版スチュワードシップ・コードは、議決権行使助言会社に対してもコードが妥当するとしており、大手の助言会社も日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている<sup>(12)</sup>。真摯にスチュワードシップ責任を果たそうとするなら、機関投資家による議決権行使助言会社の利用が将来的に増えていくことが予想される<sup>(13)</sup>。日本版スチュワードシップ・コードが導入されたことにより最大の利益享受者となるのは、当面は（機関投資家の顧客や受益者ではなく）議決権行使助言会社

だといってよいのかもしれない。もちろん、これが問題だというわけではない。かつてのように機関投資家が会社経営者に白紙委任状を与えるような関係に比べれば、助言会社のサービスが広く利用されることで、会社経営者に対する規律が確保されるのであれば、機関投資家の顧客・受益者の利益（あるいはすべての国民の利益）となるからである。ただし、助言会社の数が限られ、その影響力も今後ますます大きくなるであろうことに鑑みると、議決権行使助言会社の推奨内容やその決定プロセスに対する評価・検証がなされてしかるべきであるし、それを踏まえて規制の是非に関する議論<sup>14</sup>も今後はなされていくかもしれない。

最後に、日本版スチュワードシップ・コードは機関投資家が「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促す」（指針四―一）ことにより、「顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る」（序文四）スチュワードシップ責任を全うすることを目的としている。年金資産の運用は長期運用に最もなじむ資金であり中長期的視点が欠かせない。ところが、主要新聞をはじめとするメディアの報道などをみてもわかるように、わが国においては株式相場が下落し年金資産がその時点で含み損を抱えたというだけで、将来の年金受け取り額が減額されるかのような誤解を招く報道や、リスク資産で運用することに対する批判が展開されることが少なくない。運用されている年金資産の最終的な受益者であるべき国民の金融リテラシーが低く、目先の運用成果に拘泥する姿勢が改まらないとするなら、それこそがスチュワードシップ活動、ひいてはわが国の上場企業のコーポレートガバナンスの改善を妨げる、もつとも大きな阻害要因となるといっても過言ではない。かかる見地からも、最終的受益者である国民の金融教育の拡充が一層求められるように思われる。

- (1) 原則一では、明確な方針を策定し公表することが求められているが、対象が資産運用者のみならず資産保有者、議決権行使助言会社なども含み、資産運用者においても運用スタイルは様々であるので、インベストメントチェーンの中で置かれた位置を踏まえて、果たすべき役割につき方針を策定し公表することが求められている（指針一一二）。
- (2) 金融庁HP二〇一六年三月一五日付「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「の受入れを表明した機関投資家のリストの公表について」参照。
- (3) 東京証券取引所等「二〇一四年度株式分布状況調査の調査結果について」（二〇一五年六月一八日）表5「投資部門別株式保有比率の推移（長期データ）」参照。イギリスでは年金制度改革により企業年金の株式保有比率が低下したことも一因のようであるが、わが国においては持合解消により銀行を中心とした保有株数の低下があったと考えられる。
- (4) これはイギリスのコードに倣ったものであるが、イギリスのスチュワードシップ・コードの利益相反への態度が緩すぎることに對する批判として、Wong[2011] p512参照。
- (5) Wong[2011]は、貸株や資産運用者がネット上で売却超過状態である場合などのように厳格に規制されるべき利益相反から、管理可能な緩やかな利益相反までさまざまであることを指摘している。
- (6) 東京海上アセットマネジメントの報告書は詳細な記載がなされているが、親会社発行の有価証券を原則的に顧客の資産に組み入れないこと、親会社の議決権行使する必要がある場合も外部の機関の判断を反映させること、などを定めている。
- (7) これも九〇年代の議論であるが、年金基金などではパッシブ運用が多く用いられているが、好ましくない会社を投資対象から外すことができないパッシブ運用では、インデックスに含まれる株式の発行会社の収益力が全体として向上

することにメリットがあり、それゆえ経営に関わる可能性を秘めている。ところが、パッシブ運用の大きなメリットは手数料が低い点であるので、経営関与に投下できるコストは極めて限定的である。

(8) 日本版スチュワードシップ・コードはコード受け入れ表明をした機関投資家は、金融庁のHP上に公表されるが(序文(四参照)、このやり方は、受け入れ表明をしないフリーライダーを洗い出すという効果もありそうである。

(9) イギリスでは、行き過ぎた分散投資が経営関与のコストを不必要に高めている、という議論もある。最近では、分散投資を適正にして投資対象を絞る機関投資家が出てきたため、そのことによりスチュワードシップ活動が活性化されてきているとの議論もある(Wong[2015])。

(10) ただし、日本版スチュワードシップ・コードは「議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使」することを求めている(原則五、指針五―四)。

(11) スチュワードシップ・コードの検討会議の段階から、ISSやガバナンス・フォー・オーナーズなど議決権助言会社の関係者を入れるなどして、それら助言会社の考えをコードに反映させようとしていた。

(12) 議決権行使助言会社の最大手であるISSの日本版スチュワードシップ・コードに関する公表内容は、利益相反の状況も含めてかなり詳細に記載されており、模範的ともいえる。同社HP参照。

(13) なお、機関投資家が助言会社のサービスを利用した場合には、その旨と当該サービスをどのように活用したのかについても公表することが求められているが(原則五、指針五―四)、議決権行使助言会社を使いながらこの公表がない機関投資家が少なくないのは問題であろう。

(14) 念のため付言すると、助言会社を規制すべきであると主張する趣旨ではない。

参考文献

- ・ 笠原基和 『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》の概要」旬刊商事法務二〇二九号五九頁。
- ・ Brian R. Cheffins *The Stewardship Code's Achilles' Heel* (2010) 73 *Modern Law Review* 1004-1025.
- ・ FRC, *Developments in Corporate Governance and Stewardship* 2015 (January 2016).
- ・ Simon CY Wong, *How conflicts of interest thwart institutional investor stewardship* (2011) 8 *Journal of International Banking and Financial Law* 481-482.
- ・ Simon CY Wong, *Is institutional investor stewardship still elusive?* (2015) 30 *Journal of International Banking and Financial Law* 508-512.

(つめもと よしまさ・甲南大学法科大学院教授)