

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第一小委員会委員 鈴木 一 功 CMA

本号のテーマは、「スチュワードシップ・コード改訂と機関投資家」である。日本版スチュワードシップ・コードは、2014年に、政府の成長戦略の一環として策定され、17年5月に改訂された。コーポレートガバナンス・コードが、企業の行動原則、株主やステークホルダーへの責任に対する企業の自律的な対応を促すことを企図するのに比べて、スチュワードシップ・コードは、企業への資金の出し手である機関投資家に、その委託者である投資家に対する責任を意識させ、企業との建設的な対話を通じて企業の持続的成長を促すことで、委託者の中長期的リターンを向上させることを目指している。スチュワードシップ・コードと、コーポレートガバナンス・コードは、車の両輪として、日本企業の資金を、将来の価値を生み出す投資へと向かわせ、国際的競争力を強化することが期待されている。

考えてみれば、日本版スチュワードシップ・コードに至る過程は、企業のガバナンス（統治）の主たる担い手をどこに求めるかという模索の過程であった。日本の高度経済を支えた間接金融の下でのメインバンクを中心とした負債（借入）によるガバナンスは、金融自由化や資本市場の発達、バブル崩壊後の金融機関の体力低下によって、大企業中心に機能しにくくなった。企業統治の主た

る担い手が、負債提供者か株主のどちらかであることを考えれば、その時点で消去法により株主によるガバナンスを選ぶしかなかったはずだが、2000年初頭までは、確固たる株主によるガバナンスの枠組みがなく、企業統治の空白が生じていた。

2000年代になると、村上ファンドやスティー・パートナーズといった対立的なアクティビスト株主による企業統治が試みられた。こうした対立的株主は、登場当初こそ企業経営の改革者として社会に期待されたものの、どちらかというと短期的なリターンを求めて長期的な企業経営を二の次にした企業内資金の株主への環流を要求する傾向を示すことが多かった。結果、企業の経営陣や従業員の反発を招き、社内混乱から長期的にはかえって企業業績が低迷する現象も散見された。こうした対立的アクティビスト株主の多くは、08年の世界金融危機を契機に、いったん市場から撤退することになった。

こうした一方で、より長期的な視野を持った株主に、対話を通じた企業経営へのエンゲージメントを促すことで、企業の中長期的業績の向上を促進し、結果として株主価値の向上による投資リターンが得られるのではないかという考え方が広がっていった。こうした対話型の株主としての役割

を担うことを期待されたのが、従来は株主として積極的には経営に関与してこなかった機関投資家である。年金基金の株式運用が開始された2000年代、国内機関投資家、特に信託銀行、投資顧問の受託者責任が強化され、議決権行使や、エンゲージメントへの取組みが始まった。その後スチュワードシップ・コードの導入によって、この流れは決定づけられた。

ただ、一連のコードが政府主導の成長戦略としてトップダウンで策定されたこともあって、運用の現場では、エンゲージメントの目的、内容、手段について、まだまだ混乱が見られるように思える。筆者にとって最も気になるのは、エンゲージメントのコストについての議論が、必ずしも十分ではないことである。この点に関連する問題点を、以下に幾つか指摘しておく。

①議決権行使やエンゲージメントのコストとベネフィットのバランス

当然ながら、議決権行使の判断やエンゲージメントにはコストがかかる。そのベネフィットとして期待されるのは、中長期的な経営改善による運用のリターンであろうが、それはコストをかけていない他の少数株主にも満遍なくもたらされる。コストをかけずに、他の投資家のエンゲージメントに期待しフリーライダー（ただ乗り者）になった方が得ではないか、という本質的な問題に対して、機関投資家を納得させ、実際の行動を促せられるような理論を提供できるのか（社会的責任といった「べき論」だけで十分か）。

②集团的エンゲージメントをどこまで認めるか

複数の機関投資家が協働して企業と対話を行う集团的エンゲージメントについては、今回の

コード改訂においても議論されている。多数の機関投資家に、ばらばらにエンゲージメントを求めることは、社会全体のコストや対話先企業窓口の対応負担を考えると、効率的とはいえない。一方で集团的エンゲージメントが過度に進むと、経営改善への機関投資家の取組みが、表層的、形式的なものとなりかねない。付言すると、機関投資家が議決権行使助言会社の意見に過度に依存するようになれば、実質的に類似の問題が発生する可能性がある。

③パッシブ運用のエンゲージメントをどの程度求めるか

改訂スチュワードシップ・コード4-2では、パッシブ運用にも、「より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使」を求めている。パッシブ運用を、純粋なインデックス・トラッカー（株式指数連動運用者）と考えれば、仮にエンゲージメントによって、中長期的リターンが改善したとして、運用者としてどこまで評価されるのだろうか。機関投資家がパッシブ運用として保有する株式に対して、コストをかけてエンゲージメントするインセンティブは、どのように提供すればよいのか。

本特集は、座談会と2本の論文で構成されている。最初の座談会「スチュワードシップ・コード改訂と機関投資家・アセットオーナーの動向」では、運用者側から、大和住銀投信投資顧問で議決権行使やコーポレートガバナンスに関する業務に携わってきた藏本祐嗣氏、シュローダー・インベストメント・マネジメントの日本株ファンドマネジャーである豊田一弘氏の2名、更にアセットオーナー（運用委託者）の立場から、企業年金連合会CIOの濱口大輔氏にご参加いただいた。司会は、

本ジャーナル誌編集委員の北川哲雄氏が務めた。

座談会では、主に五つのテーマに沿って議論された。第一に、スチュワードシップ・コードでうたわれている「責任ある機関投資家」についてである。運用者側の各社のエンゲージメントへの取り組み状況や、アセットオーナー側から機関投資家の受託者責任（運用委託者であるアセットオーナーへの責任）と社会的責任のバランスをどのように考えるべきかという観点が提示され、機関投資家とアセットオーナー、双方の立場から議論が交わされた。

第二に、議決権行使状況について、運用者側の議決権行使に関する現状が紹介された後に、対話と議決権行使をどのように関連付けるべきか、投資スタイル（バリュー投資、パッシブ運用）ごとの、議決権行使のあり方などが議論された。

第三に、企業側のガバナンス取り組みへの評価が議論された。出席者からは、企業側のガバナンスに対する取り組みが二極化してきており、前向きに企業を変えるために活用しようとしている企業と、最低限の情報開示でとどめようとする消極的な企業に分かれてきていることが報告された。また、アセットオーナー側の問題として、企業年金自身、スチュワードシップ・コードへの署名が進んでいない状況も議論された。

第四に、現在進んでいるコーポレートガバナンス・コードの見直し作業に対して、投資家サイドからの要望、提案が出された。そこでは、株主総会での一定比率の反対票への対応や、アセットオーナーとしての政策保有株式に関する現状のコードの問題点が指摘された。

第五に、今般のスチュワードシップ・コード改訂によって盛り込まれたパッシブ運用の対話や、ESG運用、議決権行使助言会社、集团的エンゲ

ジメントが議論された。特にESG投資に関しては、指数の選択、議決権行使助言会社との関係など、多岐にわたる問題が提起されたことは特筆に値する。

座談会に続き、2本の論文を掲載した。

1 本目の三和・村澤論文「英国におけるスチュワードシップ・コードの推進」は、日本版スチュワードシップ・コードが手本としたとされる英国のスチュワードシップ・コードについて、その仕組みや規制の運営方法及び機関投資家の対応を紹介している。そこでは、コーポレートガバナンス・コードと併せて二つのコードを制定、改訂しているFRCという自主規制機関が、運用期間を評価する仕組みの概要と投資運用の業界団体であるInvestment Associationや、個別の運用会社のスチュワードシップ・コードへの取り組み状況が紹介されている。興味深いのは、英国のスチュワードシップ・コードは、08年の金融危機を踏まえて機関投資家のリスクテイク行動を改善する目的で制定されたことである。この点、成長戦略が源流である日本のコードとは経緯が異なることについては、理解しておくべきだろう。

2 本目の西山論文「スチュワードシップ・コードの改訂と機関投資家の対応—コーポレートガバナンス改革の更なる進捗に向けて—」は、今回のコード改訂を踏まえて、ここまでのガバナンス改革の成果をレビューした上で、議決権行使結果の個別開示元年となった17年度のデータに基づき、議案種類ごとの議決権行使状況を分析している。その結果、主要議案の賛否動向には大きな変化は見られなかったものの、経営トップの取締役選任議案の賛成比率の低い事例が増加していることや、買収防衛策の継続への賛成率が低下している

ことなどを報告している。更に、今後の注目点として、座談会でも話題に上った集团的エンゲージメントや、コーポレートガバナンス・コードの改訂、ESG投資等についても論じており、座談会と併せて読むことで、読者の理解がより深まると考える。

筆者は、中長期的視野からのエンゲージメントを通じて、機関投資家を中心とした対話型株主にコーポレートガバナンスを担う役割を求めること

自体には賛成である。一方で、既に述べたように機関投資家が負担しなければならないコスト等、議論が不十分な点については、今後実際に機関投資家によるエンゲージメントの動きが進めば、より具体的な問題点が顕在化してくるだろうと予想する。機関投資家による対話が、長期的に維持可能な仕組みとして定着するためにも、今後も動向を注視し、運用者、アセットオーナー、投資対象企業といった多様な関係者の間で、更なる議論が深まることを期待するものである。