

検討進む日本版スチュワード シップコード ～機関投資家に何を期待するか？～

鈴木 裕

要 約

企業の持続的な成長をサポートするために、機関投資家と投資先企業との対話を深めることを促進する機関投資家向け行動原則の策定が進んでいる。これは、英国のスチュワードシップコードを模範とするものである。

英国スチュワードシップコードは、適用対象となる機関投資家に大幅な裁量を認め、機関投資家側の実情に合わせた柔軟な対応をとることを可能にしている。

スチュワードシップコードが目に見える成果を上げているかどうかは、今後の評価を待たなければならない。機関投資家向けの行動規範を策定した英国で、株式市場が活性化し、機関投資家が投資先企業の経営改善に貢献しているかどうか、現時点では不明であるように思える。

わが国の機関投資家の間には、英国のような規範を導入することに戸惑いも見られる。日本の実情に即した検討が必要であろう。

目 次

- 1 章 はじめに
- 2 章 機関投資家行動原則に関連する検討の現状
- 3 章 英国スチュワードシップコードの運用状況
- 4 章 わが国における機関投資家行動原則検討への示唆

1章 はじめに

機関投資家が適切に受託者責任を果たすための行動原則を策定することを目的として、金融庁に「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（以下、「検討会」という）が設けられ、2013年内の取りまとめを目指して作業が開始された。これが、「日本再興戦略」（平成25年6月14日）における「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が企業との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、我が国の市場経済システムに関する経済財政諮問会議の議論も踏まえながら検討を進め、年内に取りまとめる。」との方針に対応したものであることは、『大和総研調査季報』2013年夏季号¹で既に記した通りだ。

検討会の名称にも含まれるスチュワードシップコードとは、英国で2010年に策定された機関投資家向け行動原則のことだ。英国のスチュワードシップコードでは、機関投資家に対して、投資先企業と対話（これをエンゲージメントという）し、企業経営が長期的な成長を志向するよう方向づけることと、株主総会議案について適切な議決権行使を行うことなどが要請されている。また、エンゲージメントや議決権行使結果について開示することも求められる。

検討は始まったばかりであり、日本版スチュワードシップコードの具体的な内容は明らかではないものの、機関投資家側には、困惑の声が聞こえる。さほど多くはないものの筆者が感想を聞い

たいいくつかの機関投資家からは、投資先企業とエンゲージメントしたり、株主総会で議決権を適正に行使したりすることは当然であるものの、それを公表することには大きな躊躇を覚えるという反応があった。投資先企業とのエンゲージメントや保有株式に関する議決権行使は、顧客から運用を受託した資産の管理に属する情報であるから、顧客向けに報告することにはあり得るにせよ、広く公表すべきではないという。また、株主提案の中には、労働問題や環境問題等、政治的な主張を含むものが少なからずあり、機関投資家が株主提案への議決権行使結果を公表すれば、政治的な問題へ巻き込まれかねないとの危惧もあるようだ。

機関投資家に対しては、企業とのエンゲージメントを通じて企業の成長に貢献することが期待され、そのための行動原則が日本版スチュワードシップコードであり、金融庁の検討会の取り組みであるが、行動原則の策定を超えて、より広く機関投資家や資本市場の機能を検討しようとする試みや、公的年金等の資産運用を受託する機関投資家の投資姿勢に関わる検討も別に進められている。

本稿では、機関投資家行動に関係する様々な検討の現状を概観したのち、英国におけるスチュワードシップコードの運用状況を確認する。続いて、それらから、わが国における機関投資家の行動原則の検討にどのような示唆を得るべきであるかを考えてみたい。

1) 「アベノミクスによる企業ガバナンス改革～日本版スチュワードシップコードと長期的投資推奨がもたらすもの～」『大和総研調査季報』2013年夏季号（Vol.11）掲載
http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/20130902_007611.html

2章 機関投資家行動原則に関連する検討の現状

企業の新陳代謝促進や産業の競争力強化に向けた様々な政策の検討が進められているが、そのうち、企業が発行する有価証券等に投資を行う機関投資家を、そのような目的達成のために役立てようとする検討は、次の3つでなされている。

- ①金融庁 「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」
- ②内閣府 「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」
- ③経済産業省 「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

①は、前記の通り「日本再興戦略」に掲げられた政策の実現であり、②も同様に「公的・準公的資金について、各資金の規模・性格を踏まえ、運用（分散投資の促進等）、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、有識者会議において検討を進め、提言を得る。」との政策に定めるものだ。こちらは秋ごろをめどに結論を得るとされている。資産運用で株式を長期的に保有する公的年金や公務員共済年金等について、投資パフォーマンスを向上させるために様々な手法が議論されることになる。投資対象のアセットクラスを拡大したり組織を適正化したりするなどの他に、投資対象企業とのエンゲージメントを強化することや議決権行使結果の開示なども考えられよう。公的年金や公務員共済年金等から資産運用を受託する機関投資家に対しても、エンゲージメント等の活発化が求められるものと思われる。そのため、機関投資家向けの行動原則を

策定しようとする①における検討の成果が、②に反映されることになるのではないだろうか。

経済産業省の③では、英国の Kay Review が取り組んだような企業の長期的なパフォーマンスを高めるための資本市場や投資家の役割、短期志向をもたらすインセンティブ構造の歪み等の問題について、日本の文脈ではどのように捉え、国際的な議論をどのように行っていくべきかということも念頭に検討を進める、ということだ。英国の Kay Review については、前出（脚注1）の拙稿にその概略を記したので参照していただければ幸いだ。

これらは、機関投資家が投資先企業とエンゲージメントすることによって、企業が長期的に成長するような経営方針を採用することを促す目的である。日本経済の長期的停滞の一因を従来の機関投資家行動に求め、それを是正すべしという考え方に立っての政策提言だ。年金制度加入者や投資信託の購入者など、最終投資家の期待に背く運用姿勢をとってきたように見る余地のある運用受託機関投資家に対して、外部からの圧力・監視によって、行動の変化を迫るものといえるだろう。

3章 英国スチュワードシップコードの運用状況

1. 英国スチュワードシップコードの経緯

前章で掲げた様々な検討のうち特に①や③では、英国での経験に学ぼうとするところが大きいようだ。本章では、投資家行動に関する英国での最近の取り組みとしてスチュワードシップコードについて、その経緯や現状を確認する。

英国の企業ガバナンスに関する規範としては、

図表1 機関投資家行動に関する検討の状況

金融庁 「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」	▷ 日本版スチュワードシップコードの検討 ▷ 民間有識者の知見をいかしつつ、機関投資家が適切に受託者責任を果たすための原則を策定する
内閣官房日本経済再生総合事務局 「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」	▷ 公的年金、独立行政法人等が保有する金融資産（公的・準公的資金）の運用等の在り方について検討を行う
経済産業省 「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	▷ 日本版Kay Reviewの検討 ▷ 企業と投資家の対話を深める新たなプロジェクトとして、日本企業が収益力を高め、持続的に価値を創造していくための方策と、それを支える資本市場のあり方について検討する

(出所) 大和総研作成

図表2 英国における企業ガバナンス・投資家行動に関する検討の経緯

上場企業	機関投資家
Cadbury Report (1992年) 企業の不祥事（Maxwell事件など）の反省から企業ガバナンスの強化を目指す ・取締役会の牽制機能 ・独立社外役員の活用 ・監査委員会の独立性 など Greenbury Report (1995年) ・報酬委員会の独立性 ・業績連動 ・情報開示 Hampel Report (1998年) ・取締役会の構成 ・経営者報酬 ・株主の役割 など	機関株主委員会「英国機関株主の責任」（1991年）
統合規範（Combined code）（1998年） これまでの策定、様々な政策提言を集約 ・機関投資家の議決権行使 ・経営者報酬の適正化 ・経営組織の適正化 など	
Turnbull Guidance (1999年) 内部統制についての取締役会の責任を明示 Higgs Report (2003年) 社外取締役の役割と効果に関する検討 Smith Report (2003年) 監査委員会の機能強化に関する検討	Myners Review (2001年) 受託機関投資家の機能と責任 機関株主委員会「機関株主および代理人の責任：原則ステートメント」（2002年）
Walker Review (2009年) 英国の銀行及びその他金融におけるコーポレートガバナンスに関するレビュー ・投資における長期的視点 ・長期的な運用報酬スキーム ・経営組織の適正化 など	
コーポレートガバナンスコード（2010年）	機関株主委員会「機関投資家責任コード」（2009年） スチュワードシップコード（2010年）
Kay Review（2012年）	

(出所) 大和総研作成

1998年に策定された「統合規範」(Combined code)がよく知られている。これは、1990年代初めのBCCI事件²やマックスウェル事件³などの企業不祥事を受けて始まった英国企業に対する規律に関する様々な検討の成果を統合したものだ。この規範には、会社に関する原則のみならず、機関投資家による株式議決権行使や投資先企業とのエンゲージメントに関する原則も記載されており、現在のスチュワードシップコードと似通った内容のものであった。その後、統合規範に関する策定権限等は、2003年に財務報告評議会(Financial Reporting Council: FRC)に移管された。FRCは、コーポレート・ガバナンス、財務報告、会計・監査等に関する基準を策定するとともに、基準の遵守状況を監視することを目的とする規制主体である。

企業ガバナンスや投資家行動に関する改革に向けた検討はその後も続き、リーマン・ショック等、世界的な金融危機を背景として2009年に公表された、いわゆるWalker Reviewを受けて「統合規範」は廃止(2010年)され、企業向けの規範が「コーポレートガバナンスコード」になり、機関投資家向けの規範が、2010年6月にFRCにより「スチュワードシップコード」の初版として策定された。当初からスチュワードシップコードは2年ごとに改正することが予定されており、現在のスチュワードシップコードは、2012年9月に改正された第2版である。

2. スチュワードシップの担い手

英国スチュワードシップコードは、「本コードは、第一義的には機関投資家を対象としている。ここで、機関投資家とは、英国上場企業の株式を保有するアセット・オーナーとアセット・マネージャーを意味する。」とある通り、英国の上場企業の株式を保有している機関投資家に遵守が求められる。機関投資家であっても、もっぱら英国外に投資をする者や、株式以外の資産での運用を選択する者には適用がないということだ。これは、保有される金融商品の性質に着目して、機関投資家行動を規律付けようとするものと思われる。

委託者から運用を受託する機関投資家であれば、運用資産がどのようなものであれ、委託者の利益拡大にのみ配慮した資産運用を求める伝統的な受託者責任とはこの点で大きな違いがあるようにみえる。英国の上場企業株式を保有する機関投資家に対して、スチュワードシップコードに沿った行動をとることで、英国経済全体の成長を可能にするという目的に力点を置くのであるならば、適用対象を英国上場企業株式の保有者とすることは合目的的だ。

しかし、受託資産の運用成果向上を運用の目的であるとするならば、英国以外の企業の株式を保有している場合であっても、英国企業に対するのと同様に、エンゲージメントなり議決権行使なりで、機関投資家として投資先企業に影響を及ぼし、企業価値の増大へ向けた働きかけを行うべきであろう。この点で、米国では英国と異なる規範を導

2) 多国籍銀行BCCI (Bank of Credit and Commerce International) によるマネーロンダリングへの関与等の不正や経理粉飾などが明らかになった事件。

3) 英国メディア大手のマックスウェル・グループを所有していたR・マックスウェル氏が、自らが所有する企業の年金基金理事長の地位を利用し、年金資産を自社の企業拡大のためのM&Aに流用するなどした事件。

入している。企業年金に関する米国の労働省規則⁴では、委託者のために株式に投資をする受託者は、議決権行使によって企業経営に影響を及ぼすことが制度資産の価値を高めると期待できる場合に、積極的にこれに当たるべきであることを定める。これは、米国以外の株式に投資している場合にも、基本的には適用され、議決権行使等に伴うコスト／ベネフィットの比較を行い、ネットで受託資産を増大させ得るならば、米国外の企業の株式についても、適正に議決権行使等を行うべきであるとされている。

以上のように、伝統的な受託者責任に基づく適用対象と、英国スチュワードシップコードに基づく適用対象には、かなりの相違がありそうにも思える。しかし、投資家行動の実践という場面では大きな差異はないようだ。Investment Management Association（IMA）の調査⁵によれば、英国スチュワードシップコードに署名する機関投資家の多くは、日本株を含む海外株式について、英国株式と同様の機関投資家行動をとるとしている。英国スチュワードシップコードに署名した機関投資家のエンゲージメントや議決権行使の対象は、英国上場企業に限られないのである。英国スチュワードシップコードに署名したからといって、投資先の外国企業に何の働きかけもしないということではない。英国スチュワードシップコードに基づく機関投資家行動と伝統的な受託者責任に基づく機関投資家行動とは、重畳的になっているということなのではないだろうか。

3. 英国スチュワードシップコードの概要

英国スチュワードシップコードは、図表3に掲げた7つの原則からなる。これら7つの原則を見ると、機関投資家がなすべきこととして、投資先企業に向けた働きかけと、機関投資家間の協調、そして委託者および広く社会一般に向けた情報の公表、の3つに大別できるように思われる。投資先企業に向けた働きかけとは、企業ガバナンスの改善などに向けて投資先企業とのエンゲージメントに取り組むことと、株主総会の議案に対して適切な議決権行使を行うことなどである。機関投資家間の協調とは、このような投資先企業への働きかけを、利害関係を同じくする他の機関投資家と協働して行うことをいう。委託者および広く社会一般に向けた情報の公表とは、これらの機関投資家としての行動を、運用を委託している資産所有者（アセット・オーナー）に対して開示することに加え、社会一般に向けて公表することをいう。

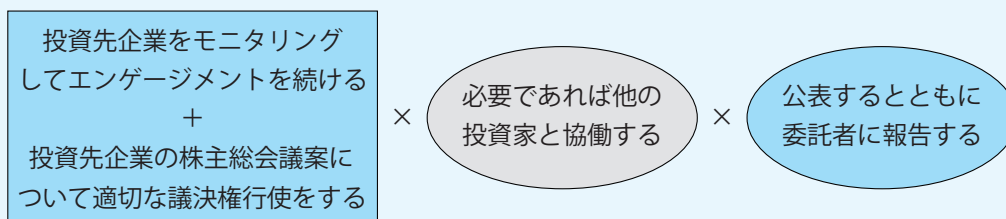
統合規範には、投資先企業に向けた働きかけについて、現在のスチュワードシップコードと同様の規定が置かれていた。機関投資家に期待される行動がどのようなものであるかは、1998年の統合規範に記述されているのであり、スチュワードシップコード策定で様変わりしたわけではないということだ。しかし、他の機関投資家との協働は、新たに設けられた規定であり、情報の公開について統合規範では委託者の請求に応じて開示するべきとしたにとどまる。つまり、統合規範からスチュ

4) 29 CFR 2509.08-2 - Interpretive bulletin relating to the exercise of shareholder rights and written statements of investment policy, including proxy voting policies or guidelines.

5) IMA Stewardship survey (2012) "Adherence to the FRC's Stewardship Code"
<http://www.investmentfunds.org.uk/research/stewardship-survey/>

図表3 英国スチュワードシップコードの7原則

- (1) 機関投資家としてのスチュワードシップ責任遂行方針を公表する
- (2) スチュワードシップに関する利益相反の管理方針を設定、公表する
- (3) 投資先企業をモニター（監視）する
- (4) スチュワードシップ行動活発化のガイドラインを設ける
- (5) 適正と考えられる場合には他投資家と協働する
- (6) 議決権行使および結果の公表について明確な方針を持つ
- (7) スチュワードシップと議決権行使に関して定期的に公表する



(出所)大和総研作成

ワードシップコードへの変化の中で、新たに付け加わったのは、他の投資家との協働と、広く一般に向けた情報の公表ということであると言えるだろう。

この資産運用におけるスチュワードシップという用語は、英国でも一般にあまりなじみがないものであり、2010年版が、英国内外の市場に困惑を広げたことはFRC自身も認めるところであった⁶⁾。スチュワードシップが社会的責任投資に関係するのみであると解釈される誤解が生じたとのことだ。2012年改正では、こうした曖昧さを払拭しようとスチュワードシップの意義の明確化が目指された。改正後冒頭に置かれた「スチュワードシップおよびコード」の章には、「スチュワードシップの目的は、最終的な資本提供者も繁栄で

きるような方法により、企業の長期的な成功を促すことにある。効果的なスチュワードシップは、企業、投資家、経済全体に利益をもたらす。」ということと、「投資家にとって、スチュワードシップは、議決権行使にとどまらない。活動の中には、戦略、業績、リスク、資本構成および企業ガバナンス（企業の文化や報酬等）についての監視やエンゲージメントも含まれるだろう（may include）。」との説明が付加され、スチュワードシップの目的や活動に関する記述が含まれるようになった。しかし、前節で記した通り、以前から機関投資家が委託者に対して負担していた受託者責任あるいは信託義務と訳される fiduciary duty とスチュワードシップの関係が明らかにされたわけではなく、分かりにくさは残されたままだ。

6) FRC “Revisions to the UK Stewardship Code Consultation Document”
<http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Consultation-Document-Revisions-to-the-UK-Stewards-File.pdf>

4. Comply or Explain 型の規制

英国をはじめとして欧州諸国の規制には、法的な強制力はないが、標準的な規範の内容を遵守しないのであれば遵守しない理由を説明するべきという方法をとるものがある。Comply（遵守）するか、遵守しないのであればその理由を Explain（説明）するというもので、Comply or Explain と呼ばれる。Comply or Explain 型の規制では、その規制内容に賛同しているのであれば、規制に署名して参加し、その内容で遵守できるものは遵守し、できないものはその理由を説明するということになる。これは、署名しなければそもそも規制の内容に遵守するもしないも自由であるということでもある。

つまり Comply or Explain 型の規制では、署名を促されることはあっても強制的ではないので、署名しないという選択もできるということだ。また、署名したとしても遵守しなければならないということもなく、遵守しない理由を記せばよい。さらには、多くの場合、遵守状況の公表について標準的な書式もなく、署名者が適切と思える方法で公表することになる。このように、規制対象の事業者に大きな裁量の余地を認めているのが Comply or Explain であり、英国スチュワードシップコードは、コーポレートガバナンスコードと同様に、この規制方法を採用している。

Comply or Explain という日本ではあまりなじみのない規制の方法を採用していることから、果たして英国の機関投資家はどの程度スチュワード

シップコードを遵守しているかは、気になるところだ。これを株主総会議案に対する議決権行使結果の開示という側面で探してみる。スチュワードシップコードの第6原則では「議決権行使および結果の公表について明確な方針を持つ」とされており、さらに同原則のガイダンス（解釈指針）では、機関投資家は議決権の行使結果の記録を公表すべきである、と記しており、スチュワードシップコードに署名、参加した機関投資家は、投資先企業の株主総会における議案に対する議決権行使の結果を公表することが期待されている。では、遵守状況はどうかというと、網羅的な調査はあまり行われていないし、また調査された場合でも、遵守に消極的な機関投資家が少なくないことが明らかになっている。FRCの年次調査⁷⁾では、Trades Union Congress（TUC）⁸⁾の調査を引く形で議決権行使結果を公表する機関投資家は増加傾向にあると論じている。しかしTUCの調査は、わずか28の機関投資家から回答を得たにすぎず、うち26の機関投資家が議決権行使結果について何らかの情報を公表しているという。そのうち19が全ての議決権行使結果を開示し、反対・棄権のみを公表するものが5で、何らかの集計値のみ公表するものが2であったという。つまり回答した機関投資家のうち、行使議決権結果について何も公表しないところが2つあったということであろう。

スチュワードシップコードの遵守状況に関する調査はIMAでも定期的に行っている。2012年の調査によれば、機関投資家から80の回答を得たうちの65%、つまり52の機関投資家は議決権

7) FRC “Developments in Corporate Governance 2012”

<http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Developments-in-Corporate-Governance-in-2012.aspx>

8) Trades Union Congress “TUC Fund Manager Voting Survey 2012”

<http://www.tuc.org.uk/tucfiles/457/Fund%20manager%20survey%202012.pdf>

行使に関する情報を開示しているとのことだ。この52の機関投資家のうち68%は議決権行使結果を全て開示しており、32%は集計結果など部分的な開示にとどめているという。一方、議決権行使結果を開示していないのは回答があった80の機関投資家のうち35%であった。

Comply or Explain型の英国スチュワードシップコードであるから、議決権行使結果を開示しない機関投資家は、その理由を説明することになるが、その理由としてもっとも多いのは、受託資産で購入した株式に関する議決権行使結果であるから、委託者以外に開示するのは適当ではないというものであるようだ。また、請求があれば個別に開示するとの説明や、今後開示する方向で検討中ということも説明になるようだ。

これらの調査から分かるように、機関投資家の間では、議決権行使結果の開示に対する取り組みは多様であり、詳細な開示をすることが主流となっているようには見えないし、詳細開示の方向に進んでいるとも言えない。また、TUC（2012）でも言及されているが、このような調査の対象にならない規模の小さな機関投資家では、議決権行使結果の開示はあまり行われていないように思え

る。同様に、回答をしない機関投資家においても、開示に対する積極的な取り組みは見られないのではないだろうか。

以上のように、英国スチュワードシップコードにおける機関投資家の議決権行使結果の開示については、かなり柔軟に対応されているようであり、機関投資家によってはスチュワードシップコードの文言通りの運用をしているわけではなさそうだ。

5. 機関投資家と投資先企業とのエンゲージメント

英国スチュワードシップコードは、前身の統合規範から、機関投資家は投資先企業の経営状況を適宜に把握し、企業とのエンゲージメントに積極的に望むべしとの考え方を引き継いでいる。投資先企業の監視（モニタリング）とエンゲージメントについて、第3原則の解釈指針は次のような事項に留意すべきであるとしている。

- ・業績の把握
- ・企業価値とリスクの把握
- ・経営の指導力（リーダーシップ）
- ・コーポレートガバナンスコードが実践されているか、経営陣に確認する

図表4 英国機関投資家の議決権行使結果開示状況

	2012年	2011年	2010年
回答機関投資家数	80	64	48
議決権行使結果を開示している	65%	73%	65%
個別議案の開示	うち68%	うち68%	うち68%
概要の開示	うち32%	うち30%	うち32%
無回答		うち2%	
開示していない	33%	27%	33%
無回答	2%		2%

（出所）IMA Stewardship survey を基に大和総研作成

- ・各種報告の質の確認
- ・株主総会への参加

機関投資家に投資先企業のガバナンス状況の監視を期待するスチュワードシップコードの思考は、統合規範に由来するように思える。もともと、統合規範は、企業向け規範と投資家向け規範で構成されており、2010年に企業向けのコーポレートガバナンスコードと投資家向けのスチュワードシップコードに分離されたことは、前記の通りだ。コーポレートガバナンスコードは、企業のガバナンスのモデルを記載したものであり、これを実践することは投資家にとっても利益になると期待される。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は、表裏の関係にあり、相互にベストプラクティスを期待し合う関係にあるので、機関投資家側からはスチュワードシップコードの実践として、投資先企業にコーポレートガバナンスコードの遵守を求め、その状況を監視するということになるのだろう。

企業ガバナンスに関しては、取締役会の構成や社外取締役の独立性など多くの問題があるが、リーマン・ショック以降の、世界の企業ガバナンス改革の焦点の一つは、経営者の報酬問題となっている。企業経営者の報酬の多くが、株価に連動するストックオプション型であったことが、過度

のリスクを選好する誘因となったと考えられることから、報酬の適正化に関心が向いたのである。しかし、企業業績との関連付けがなければ、経営者の努力を引き出すこともできないので、企業のパフォーマンスとの関連を保ちつつ、過度なリスク選好を抑える報酬体系をいかに作るべきかが、企業ガバナンスの課題となっているということだ。そのような報酬体系の適正性を評価する主体としては、株価や企業業績に対して大きな利害関係を有する株主が適切であると考えられるため、経営者報酬は株主から見た企業ガバナンスの中心的な関心になっているのである。

最近の英国スチュワードシップコードに基づく、投資先企業とのエンゲージメントのテーマも、経営者報酬に関するものが最も頻度が高いことがI M Aの調査からは読み取れよう（図表5）。取締役会構成など、ガバナンス機能の活性化を意図したテーマのエンゲージメントも多く行われているようである。一方、労働組合系の組織であるT U C（2012）の調査では、労働条件や労働者の人権問題、気候変動なども高い頻度で取り上げられているという。

エンゲージメントに関する開示については、T U Cの調査によると、ほとんどの機関投資家が顧客（委託者）向けに報告していると回答する一方

図表5 エンゲージメントのテーマ上位5件（2012）

I M A（2012）の調査	T U C（2012）の調査
1. 経営者報酬	1. 経営者報酬
2. 経営戦略・経営目的	2. 取締役会構成
3. 取締役会の指導力 会長／C E O	3. 気候変動/環境
4. 取締役会および各委員会構成メンバーの多様性	4. 人的資本/労働者の権利
5. 企業の資金調達や組織改編	5. リスクマネジメント

（出所）I M A “Stewardship Survey 2012”およびT U C “TUC Fund Manager Voting Survey 2012”を基に大和総研作成

で、広く一般に開示しているのは、その半数以下であったという。これは、第7原則の解釈指針「アセット・マネジャー（筆者注：受託機関投資家）は、顧客・受益者に対して責任をどのように果たしているかを定期的に報告するべきである」との記述に対応したものと思われる。議決権行使結果の開示に関する第6原則の解釈指針が「機関投資家は議決権行使結果を公に開示するべきである」としているのとは対照的に、第7原則では一般向け開示についての記載がないこととの差異が出たのであろうか。

英国スチュワードシップコードに基づく機関投資家の行動は、その具体的内容や結果開示をどのように行うかが、機関投資家側の裁量に委ねられている。機関投資家が創意を凝らして効果的な行動を模索することが期待されているのであろう。そうした期待に応え、様々な取り組みを行い、投資先企業と深くエンゲージメントし、さらにその結果を広く公表する機関投資家が少なからず存在していることは事実だ。しかし、ベストプラクティスのモデルになるような事例ばかりでもない。議決権行使結果やエンゲージメントについて、具体的な公表をしない機関投資家も多いようだ。多様な対応を許容する Comply or Explain 型の規制では、このような状況も当然といえるだろうし、そのようなソフトな規制であるからこそ、機関投資家に受け入れられているのかもしれない。

6. 英国スチュワードシップの効果

英国スチュワードシップコードは、英国企業の経営弛緩によって、株式の価値が失われたことや、世界的な金融危機の中で経済に大きな打撃を受け

たことの反省に基づいて制定されたことは、その経緯から明らかなように思える。すなわち、機関投資家が積極的に投資先企業とのエンゲージメントに臨み、企業経営の改善を促すことが、機関投資家と委託顧客の共通の利益となり、さらには英国経済の成長に貢献できるとの期待をもって作られた規範である。では、そのような期待は現実化したと言えるだろうか。これを株式市場における企業価値の増大という観点から見ると、好調な成果を上げているとは言い難いように思える。

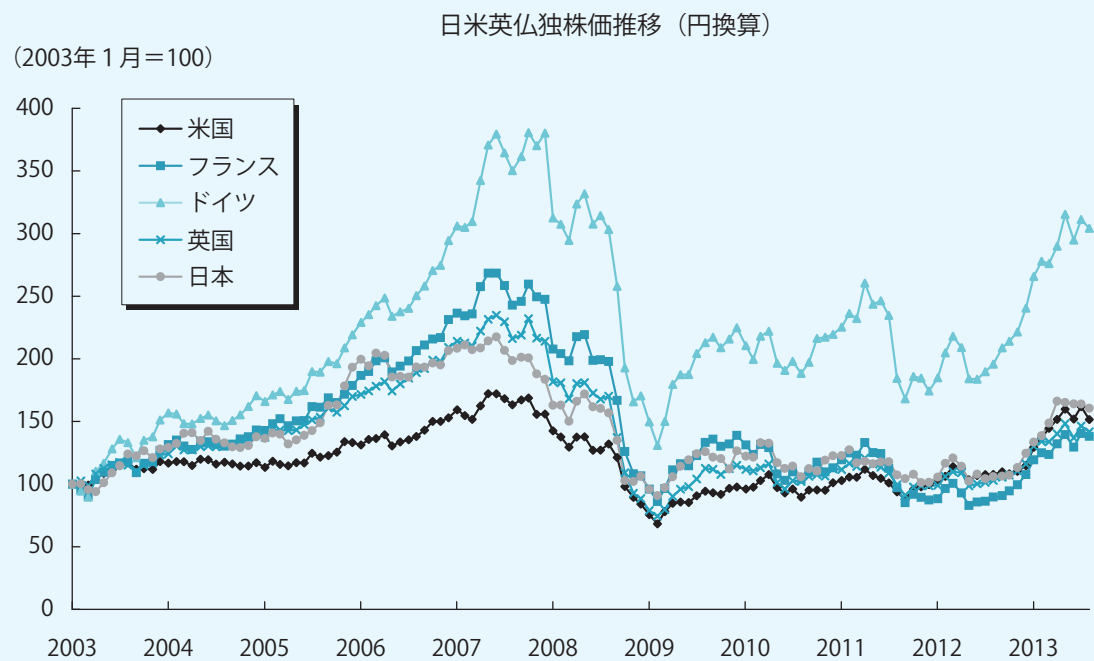
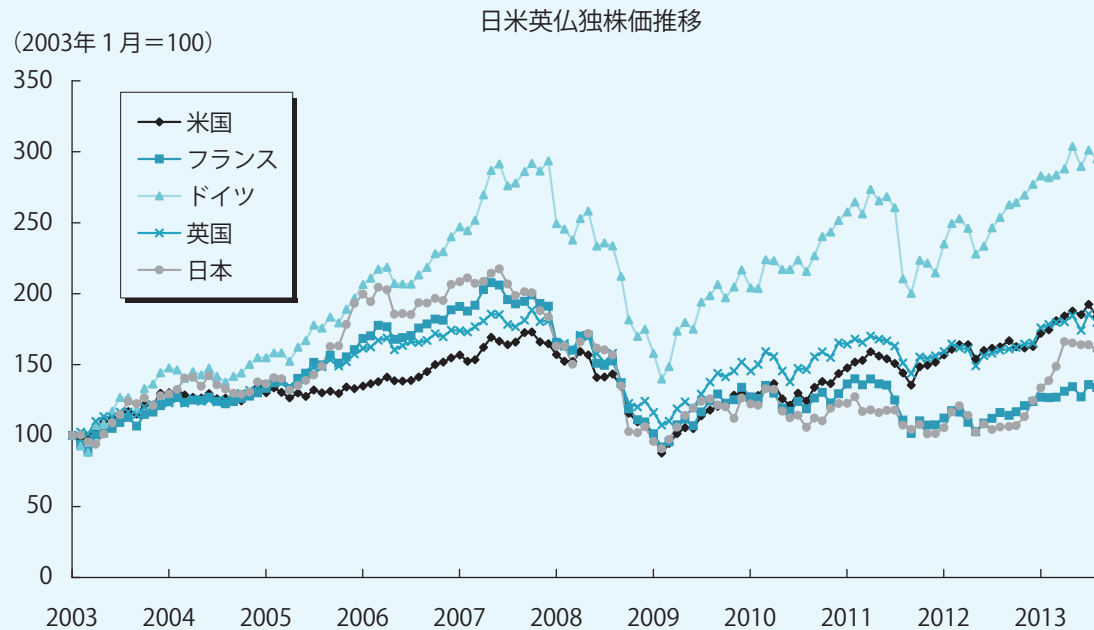
統合規範の策定権限を FRC が持つようになった 2003 年からの日米欧の株価推移を図表 6 に掲げたが、英国株式が特に優れたパフォーマンスを上げているわけではない。通貨を日本円に換算してみると、ほとんど日本株と変わらない様子だ。このようなグラフは起点のとり方や比較対象の選定次第で異なる印象を与える描写も容易であるので、英国スチュワードシップに有効性は乏しいとまでいうことはできないし、もちろん、株価の動向だけで資本市場の機能を評価できるわけでもない。しかし、スチュワードシップコードが機関投資家向けの規範であるならば、機関投資家にとっての最大の関心である株価への影響を軽視していいはずはない。株価を見る限りは所期の成果はいまだ挙がっていないと言っているのではないだろうか。

7. エンゲージメントか法的強制か

英国におけるエンゲージメントについては、経営者報酬関連でいくつかの成果があったとも言われている⁹⁾。しかし、個々の企業の経営者報酬改

9) IMA Press Release “INVESTORS ARE ENGAGING ON ISSUES BEYOND GOVERNANCE” (24 June 2013)

図表6 日米英独仏の株価推移



(出所) 大和総研作成

革にある程度の成果があったとしても、英国企業の全体的な趨勢を変えるまでの成果があったとは言いにくいようにも思える。スチュワードシップコードに見るように、英国では、機関投資家の監視機能に期待するところが大なのだが、その実効が上がったかというところでもないように見える。というのも、経営者報酬に関する議案を株主総会に上程し株主の賛否を問う「SAY ON PAY」を、英国は欧州で最も早く実施したが、それが経営者報酬の適正化に結びついているかといえば、疑わしいからだ。経営者報酬が企業業績と関連性なしに高額化し、物価上昇率や労働者の賃金増加率をはるかに上回るペースで上昇が続いていただけでなく、株価下落の影響も受けていないようだという¹⁰。経営者報酬の適正性という具体的なテーマに直接関わる株主総会議案について、機関投資家がエンゲージメントをしたり、議決権行使やその結果の公表をしたりしても、成果は部分的であり、大きな流れを変えるまでには至っていないということではないだろうか。

現在英国では、経営者報酬についての株主総会決議に拘束力を持たせることを検討している¹¹。英国のSAY ON PAYは、今のところ株主総会決議に拘束力がなく、Non-Binding votingと呼ばれるが、これを拘束力のあるBinding votingに変えようとするものだ。Non-Binding votingの下では、経営者報酬に関する株主総会議案にどれほど多くの反対票があろうとも、経営者はその結果に拘束されることはない。未成立ではあるものの、経営者報酬議案に関する株主総会決議に拘束力を持たせようと

する法改正が検討されているということは、集团的または個別的に機関投資家がエンゲージメントを行ったとしても、また、拘束力のない決議で経営者報酬議案に反対票を投じたとしても、経営者の判断を変えさせるまでには至らず、経営者報酬の高騰を抑えることができなかったからと言えまいか。

4章 わが国における機関投資家行動原則検討への示唆

1. わが国機関投資家の行動規範

日本版スチュワードシップコードの検討が進む中で、機関投資家の間には困惑も見られる。機関投資家の多くは、投資先企業とのエンゲージメントや適正な議決権行使、またそれに関する情報開示を行っており、英国スチュワードシップコードの精神は、既に日本において浸透しているのではないかということだ。一つの体系的な規範ではないものの、業界の自主ルールや年金基金等の顧客から要請に応える形で、機関投資家は適正に行動しているので、屋上屋を架す規範の必要性に疑問があるとの反応も理由がないわけではないだろう。

日本の機関投資家行動を議決権行使結果の報告や開示ということで見ると、企業年金連合会や年金積立金管理運用独立行政法人などから株式運用を受託した運用機関は、定期的に議決権行使結果を委託者に報告している。委託者への報告というスチュワードシップの要求は既に満たされると考

10) “SAY ON PAY: SIX YEARS ON - LESSONS FROM THE UK EXPERIENCE” Railpen Investments and PIRC Limited (2009年9月)

11) UK Parliament “Executive Pay and Remuneration Bill 2013-14”
<http://services.parliament.uk/bills/2013-14/executivepayandremuneration.html>

えられるのである。

広く一般に向けた開示も行われている。一般社団法人日本証券投資顧問業協会は、2010年1月に「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」の一部を改正¹²し、また一般社団法人投資信託協会も、同年3月に「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項」の一部改正¹³を行った。これらの改正により、5月および6月に開催された株主総会における議決権等行使指図の集計結果を、原則として8月末までに公表することとなった。この業界ルールの改正は、2009年に金融庁の「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」がまとめた「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」と題する報告書¹⁴に記された政策提言に対応したものだ。同報告書中には、「今後、各機関投資家においては、議決権行使を通じたガバナンスの一層の向上を図る観点から、議決権行使結果を整理・集計の上、公表することについて、業界ルール等の整備が進められるべきである。」との指摘があり、議決権行使とその結果開示が投資先企業のガバナンスを改善させ得るとの認識が広がっていたようである。同じころから信託銀行や生命保険会社においても同様に議決権行使状況の開示は行われており、機関投資家は、議決権行使の適正化とその開示に取り組んできたことが分かる。

投資先企業の個社の個別議案に関する賛否までは公表していないが、このような集計結果の開示であっても英国スチュワードシップコードが許容

することは前記の通りであり、わが国の機関投資家は、スチュワードシップコードの要請を既に満たしていると言ってもいいように思える。

英国スチュワードシップコードが強調する機関投資家行動のうち、わが国であまり行われていないのが、集团的エンゲージメント（Collective engagement）だ。第5原則の解釈指針では、「時には、他の投資家との協働が、エンゲージメントの方法として最も有効かもしれない。」として、機関投資家が他の投資家と協働して投資先企業に働きかけることを推奨している。

しかし、機関投資家の間で投資先企業の経営上の問題点について共通の認識がない場合には、このような行動は、企業側に混乱をもたらすことになるのではないだろうか。例えばわが国においては、社外取締役や社外監査役の必要性や独立性の要否について機関投資家の評価基準が一致しているわけではない。将来の事業戦略のあるべき姿など、無数の選択肢があるものについては、なおさらだ。こうした中で、複数の機関投資家が投資先企業を相手として同時にエンゲージメントしたとしても、果たして成果があるだろうか。また、仮に効果的なエンゲージメントを成し得ると確信する機関投資家であれば、他の機関投資家に手の内をさらすことになる集团的エンゲージメントには消極的になるはずだ。運用パフォーマンスでは、激しい争いを続ける機関投資家同士が、ことエンゲージメントの場面だけは、呉越同舟という状況を期待できるとは思えない。

集团的エンゲージメントについては、制度上の

12) 「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」2010年1月27日一部改正

13) 社団法人投資信託協会「『議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項』の一部改正の概要」（平成22年3月18日）

14) 「金融審議会 金融分科会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告 ～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」(平成21年6月17日)

問題もある。我が国の機関投資家がこのような集团的エンゲージメントを行おうとすると、機関投資家同士が共同して株主としての議決権その他の権利を行使することを合意しているものとして、大量保有報告書における共同保有者であると認定される恐れがある。大量保有報告書制度は、上場会社等に対する株券等保有割合が5%を超える者（大量保有者）に対して、その株券等保有割合などの情報開示を求める制度だ。株券等保有割合の計算上、保有者だけではなく、保有者と一定の関係にある共同保有者が保有する株式等も合算される。金融商品取引法は、「共同保有者」とは、「共同して当該株券等を取得し、若しくは譲渡し、又は当該発行者の株主としての議決権その他の権利を行使すること」を合意している者と定めている（金融商品取引法第27条の23第5項）。保有者（本人）との間で、共同して株式の議決権の行使を行ったりすることに「合意」（口頭の合意を含む）している場合には、「共同保有者」に該当する可能性があるということだ。公開買付規制における「特別関係者」にも同様の懸念がある。

こうした実際上の成果への疑問と制度上の懸念から、集团的エンゲージメントは、わが国ではあまり行われていないが、集团的エンゲージメントが有効であるならば、日本版スチュワードシップと関連する規則の整備によってこれを促進することは望ましいと言えるかもしれない。しかし既述の通り、株価という面から見て英国スチュワードシップコードが目覚ましい成果を上げているとは判じにくいし、また経営者報酬の適正化の手段として、経営者報酬議案の株主総会決議に拘束力を与える法改正が選択されようとしていることから、エンゲージメントや議決権行使の方針や結果を公表するといったスチュワードシップコードの

手法が効果的であるかは、なお疑問とする余地がある。機関投資家間で真に協調行動をとり得るのか、また集团的エンゲージメントが個別的エンゲージメント以上に効果があるのか、十分に検討する必要があるだろう。

2. 今後の検討への期待

日本でも議決権行使の集計値については、前記の通り2010年から投信会社等で開示が行われるようになってきている。しかし、これについて一部の大手年金基金が定期的に報告を求める以外は、一般の個人顧客からの問い合わせ等は極めて少なく、関心は低いようである。それをさらに投資先各社の株主総会議案ごとの議決権行使結果の開示を多くの顧客が求めているとは考えにくく、現在の集計値開示を変える必要があるのだろうか。もっとも、個人顧客の関心は多様であり、個別議案へ議決権行使結果を投資信託の商品選定にあたり考慮しようとすることもあるかもしれない。しかし、わずかなニーズに応えるために少なからぬ費用をかけて開示することには、疑問を感じる。そのようなコストは結局、投資信託等投資商品のコストに上乗せされることになってしまうだろう。

エンゲージメントにしても、投資先企業の経営状況を知るための情報収集の場として重要であることは当然だが、株価へ影響を与え得るエンゲージメントを容易には想定できそうにない。また、仮にそのような手法を発見したのであれば、他社との協調や情報開示はむしろ避けたいはずだ。日本版スチュワードシップコードが集团的エンゲージメントや詳細な情報開示を求めることになれば、パフォーマンス競争を戦い続ける機関投資家の賛同を得にくくなるのではないだろうか。

もっとも日本版スチュワードシップコードは「企業の持続的な成長を促す観点から」機関投資家の影響力を活用するものであるから、情報開示も顧客向けということではないし、効果的な手法があればそれを機関投資家は共有するべきとも言えそうである。しかし、それならば、投資先企業とのエンゲージメントや議決権行使、またそれらに関する情報開示が、どのように「企業の持続的な成長を促す」ように機能するかを、明らかにしなければならないのではないか。英国スチュワードシップコードのもととなった統合規範は、1998年に策定されており、それから数えれば既に15年の歴史がある。英国における機関投資家と企業のエンゲージメントは果たして成功しているのか、英国企業の競争力が機関投資家の影響によって強化されているのか、十分に見極めた上で、日本の現状にふさわしい検討が求められるように思える。

[著者]

鈴木 裕（すずき ゆたか）



環境調査部
主任研究員
担当は、企業ガバナンス
投資家行動