

2014年4月25日 全5頁

スチュワードシップ・コードへの対応と受託者責任、社会的責任投資の関わり

－重なり合いながらも時に対立する三つの概念－

金融調査部 主任研究員
鈴木裕

[要約]

- 日本版スチュワードシップ・コードへの参加を表明した機関投資家には、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、公表することが求められる。
- スチュワードシップ責任と受託者責任は、前者が企業価値の向上や持続的成長を促すことに力点を置いており、小さからぬ相違がある。
- また、社会的責任投資さえ行っていれば日本版スチュワードシップ・コードを実践しているということになるわけではない。

機関投資家に何が求められているか？

日本の上場株式に投資する機関投資家が、投資先企業との対話等を行うことで企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることを目指して、日本版スチュワードシップ・コードが2014年2月に公表された¹。機関投資家は、これに参加するものも自由であるが、参加した以上は、日本版スチュワードシップ・コードに即した行動をとることが求められ、日本版スチュワードシップ・コードにそぐわない行動をとる場合には、その理由を説明するべきとされる。

現在、既に少なからぬ機関投資家が参加を表明しており、金融庁が行う5月末で締切る初回のエントリーの公表では、多くの機関投資家が名を連ねることになるだろう。公的年金や公務員共済も参加を表明すると考えられるので、これらを顧客とする機関投資家が参加表明しないわけにはいかないようだ。

日本版スチュワードシップ・コードへの参加を表明した機関投資家は、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、公表しなければならないが、この方針が以前から掲

¹ 「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～の確定について (<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html>) の別紙4

げている受託者としての行動方針とどのように異なるのか、十分な理解が進んでいないところもあるようだ。本稿では、日本版スチュワードシップ・コードに基づく行動は、従来の受託者責任とどのように異なるか、また日本版スチュワードシップ・コードと社会的責任投資の関係などを整理する。

スチュワードシップと受託者責任

機関投資家の責任は、以前から委託者に対する受託者としての責任として論じられてきた。この受託者責任は、専ら委託者の利益を図るよう行動することを受託者である機関投資家に求めている。日本版スチュワードシップ・コードとの関係では、この委託者の利益実現に専念すべきとすることが投資先企業の価値向上や持続的成長を促すこととどのように関わるかが問題となる。

日本版スチュワードシップ・コードでは、機関投資家にスチュワードシップ責任を果たすための方針、すなわち、スチュワードシップ責任をどのように考え、その考えに則って当該責任をどのように果たしていくのか、また、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れの中での自らの置かれた位置を踏まえ、どのような役割を果たすのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきであるとされている。この方針を策定する中で、受託者責任との異同を考慮する必要がある。

日本版スチュワードシップ・コードの検討中には、広く意見募集²が行われた。図表1に記すように、受託者責任と重なり合う部分は多いものの、スチュワードシップに特有な企業価値の向上や持続的成長を促すことへの貢献に対する理解が明確に求められている。

図表1 スチュワードシップと受託者責任の関係

コメントの概要	回答
スチュワードシップとは、英国における伝統的慣行としての「信託」概念に基づく「受託者責任」である。つまり、機関投資家に対する最終的な受益者の信託の中身は、あくまで「投資資産の最善の管理（その受託者責任）」であって、「企業の持続的成長」は、あくまでその結果として実現されるものと考えられる。このため、スチュワードシップ責任の中に、「企業の持続的成長を促すこと」は含ませない方が良くはないか。	ご指摘のとおり、機関投資家の最終的な目標は、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることにありますが、本コードは、そうした中長期的な投資リターンの拡大のために、「目的を持った対話」等を通じて、企業価値の向上や持続的成長を促すことが重要であるとの考え方を示そうとするものです。したがって、本コードにおけるスチュワードシップ責任の説明では、こうしたひとまとまりの考え方を省略することなく、記載する方が望ましいのではないかと考えます。

(出所)「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》パブリックコメント(和文)の概要及びそれに対する回答の2(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 脚注1の別紙1、別紙2、別紙3

したがって、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を作成するに当たっては、受託者としての責任を踏まえ、企業価値の向上や持続的成長を促すことに対して、機関投資家として貢献していくことを意識した記述を考えていくことになる。受託資産の最善の管理のみを強調することは、日本版スチュワードシップ・コードの求めるところではない。

スチュワードシップと社会的責任投資

日本版スチュワードシップ・コードへの対応を考える上では、社会的責任投資との関連にも考慮を払うべきである。日本版スチュワードシップ・コードは、企業価値の向上や持続的成長を促すために機関投資家の資金や影響力を活用しようとするのに対して、社会的責任投資は、環境問題や社会問題を解決・緩和するために機関投資家を活用しようとするものであり、両者の関係を整理しておく必要があるだろう。

社会的責任投資の考え方は、国連責任投資原則（Principles for Responsible Investment）³によれば次のようなものである。

国連責任投資原則は、冒頭の包括的ステートメントと 6 つの宣言から構成され、包括的ステートメントにおいて、資産運用を委託した者（委託者＝アセット・オーナー）の利益を最大限に考慮すべきという機関投資家の伝統的な受託者責任を明記した上で、Environment（環境）、Social（社会）、Governance（ガバナンス）の 3 つの分野を合わせた ESG 要因が投資パフォーマンスに影響する可能性があるという大前提を示している。ESG 要因が、投資パフォーマンスに影響する可能性があれば、委託者の利益との関わりが生まれるので、受託者責任の遂行上関係を持っていくということだ。

こうした考え方と、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を図ることが顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大と関係してくるという日本版スチュワードシップ・コードの考え方とは、似ているところもあれば異なるところもある。ESG 要因を考慮することが投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を図ることにつながると考えるならば、国連責任投資原則と日本版スチュワードシップ・コードは、かなり近いところがあるようにも見える。しかし、ESG 要因が投資リターンや企業の持続性と深い関係はないという考え方に立つならば、両者の隔たりは大きくなるだろう。

英国では、2010 年のスチュワードシップ・コード策定後、これ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⁴。そこで、誤解を解くために 2012 年にコードを改正し、スチュワードシップ・コードの目的を「最終的な資本提供者も繁栄できるような方法により、会社の長期的成功を促進することにある。実効的なスチュワードシップは、会社、

³ 「責任投資原則 PRI: Principles for Responsible Investment」

<http://www.env.go.jp/council/02policy/y0211-04/ref01.pdf>

⁴ FRC “Revisions to the UK Stewardship Code Consultation Document”

<http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Consultation-Documents/Revisions-to-the-UK-Stewards-File.pdf>

投資家、経済全体に恩恵を及ぼす。」と明確にした。現在の英国スチュワードシップ・コードでは、原則 4 の解釈指針に「機関投資家が関与を行おうとする場合の例（これらに限られるものではない）としては、社会問題・環境問題を含め、会社の戦略、業績、ガバナンス、報酬、リスク・アプローチに対して懸念を有する場合などがあげられるであろう。」と記述されており、ESG 要因の考慮は必須ではなく、一つの例にすぎないことを明示している。

日本版スチュワードシップ・コードでも、機関投資家が把握すべき事項の例として投資先企業が直面する社会・環境問題に関連するリスクを含む様々なリスクへの対応に言及してはいる。しかし、英国同様に、それらは考慮すべきことの例として掲げられているのであり、ESG 要因の考慮が必須だとしているわけではない。また、ESG 要因を考慮する社会的責任投資さえ行っていれば日本版スチュワードシップ・コードを実践しているということにもならないだろう。投資先企業の企業価値向上や持続的成長に関係するかどうかは日本版スチュワードシップ・コードでは重視されていることを忘れてはなるまい。

図表 2 スチュワードシップ・コードと国連責任投資原則

日本版スチュワードシップ・コード	国連責任投資原則 (PRI)
<p>原則 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。</p> <p>指針 3-3. 把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができるよう努めるべきである。</p>	<p>私たち機関投資家には、受益者のために長期的視点に立ち最大限の利益を最大限追求する義務がある。この受託者としての役割を果たす上で、（ある程度の会社間、業種間、地域間、資産クラス間、そして時代毎の違いはあるものの）環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題（ESG）が運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすことが可能であることと考える。</p>

(出所)「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》(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)および「責任投資原則 PRI: Principles for Responsible Investment」をもとに大和総研作成

受託者責任と社会的責任投資

本稿の直接の目的ではないが、三つの概念のうち残された受託者責任と社会的責任投資の関

係について最後に簡単に説明を加えたい。別稿⁵に記したように、受託者責任と社会的責任投資の摩擦は克服されたわけではない。

国連環境計画⁶では投資収益の予測をより信頼できるものにするのであれば、ESG 要因を考慮することは認められるし、また、同等の収益期待がある複数の投資手法から一つを選択する際には、ESG 要因を考慮に組み入れるべきであるとも主張している。つまり投資収益を犠牲にしない場合には、投資に際して ESG 要因の考慮を踏まえた選択を行えるということであるが、欧米で主流の特定業種・企業を投資対象から除外する手法は、投資ユニバースを制限するため、有効フロンティアを縮小することは自明である。また、ESG 要因の考慮が投資のリスクとリターンにどのように関わり運用の利点となり得るか、他の一般的アクティブ運用と同程度の説得力を持って説明できるかも疑わしいように思える。

参考レポート

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？～ 『大和総研調査季報』 2013 年 10 月秋季号 (Vol. 12) 掲載

(http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/20131202_007936.html)

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)

企業ガバナンス改革の国際動向～引き続き経営者報酬問題へ高い関心～ 『大和総研調査季報』 2012 年夏季号 (Vol. 7) 掲載

(<http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/12090301cg.html>)

⁵ 鈴木裕「年金運用における ESG 投資」(企業年金連合会「企業年金」2012 年 4 月号)

⁶ The UNEP FI Asset Management Working Group 「A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment」2005 年 10 月