

スチュワードシップ・コード改訂と責任ある機関投資家像を考える

第2回「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」における議論を通じて

東京大学客員教授

(野村総合研究所)

大崎 貞和

東京大学客員教授

(西村あさひ法律事務所)

小野 傑

東京大学公共政策大学院特任教授

湯山 智教

東京大学公共政策大学院では、金融実務家・法曹関係者・研究者・政策担当者からなる「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」を開設し、金融資本市場をとりまく諸課題について定期的に議論を行っている(注1)。2017年12月に、「スチュワードシップ・コード改訂」をテーマとし、第2回研究会を開催したので、そのおもな内容を紹介する。

基調報告の概要

今回は、「スチュワードシップ・コード」に関する有識者検討会(座長を務めた神作裕之氏(東大))と有識者検討会のメンバーであった上田亮子氏(日本投資環境研究所)、小森博司氏(GPIF)、保田隆明氏(神戸大)の4名の有識者による基調報告が行われた(図表1)。

(1) 日本版スチュワードシップ・コード改訂の概要・背景(神作裕之氏)

本コードは、①法規範(ハードロー)ではないが、いわゆるソフトローと呼ばれる社会規範のなかでも規範性が強いこと、②プリシンプルベース・アプローチをとっていること、③コンプライ・オア・エクスプレインといわれるルールを採用していることに大きな特色がある。2

017年5月のコード改訂は、内容的には、策定3年後に原則として見直すという規定に基づいて、実務における採択と運用の実態を前提に見直されたものである。制定法に比べてソフトローのメリットである柔軟性が発揮されたと考えられる。こうしたソフトローのメリットを背景に、これまで慎重な姿勢を崩してこなかった米国も、18年1月からスチュワードシップ・コードを導入する動きが見られる。

内容的に大きな影響を与えたのは、次の2点である。第1は、フォロワーシップ会議(注2)の提言であり、形式から実質への変化の重要性を指摘し、機関投資家・企業等が深度ある建設的な対話を行っていくことが必要であるとし、具体的な提言がなされたが、その内容は、今般改訂においてほぼ忠実に反映された。第2は、国際民間団体であるICGNによるグローバル・スチュワードシップ原則(注

スチュワードシップ・コードと機関投資家

〔図表1〕 第2回「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」出席者

有吉尚哉	西村あさひ法律事務所 弁護士	(50音順)
今泉宣親	金融庁総務企画局政策課政策管理官	
岩澤誠一郎	名古屋商科大学経済学部 教授	
上田亮子	日本投資環境研究所主任研究員〔今回報告者〕	
大崎貞和	東京大学客員教授（野村総合研究所）〔担当教員〕	
小野 傑	東京大学客員教授（西村あさひ法律事務所）〔担当教員〕	
金澤浩志	中央総合法律事務所 弁護士	
神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授〔今回報告者〕	
黒田真一	みずほ証券市場情報戦略部 上級研究員	
小出 篤	学習院大学法学部法学科 教授	
幸田博人	みずほ証券 代表取締役副社長	
小森博司	年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF） スチュワードシップ推進課長〔今回報告者〕	
保田隆明	神戸大学大学院経営学研究科 准教授〔今回報告者〕	
堀 天子	森・濱田松本法律事務所 弁護士	
松尾琢己	東京証券取引所総合企画部企画統括役〔代理出席〕	
森本紀行	HCアセットマネジメント 代表取締役社長	
安田洋祐	大阪大学経済学部 准教授	
油布志行	金融庁総務企画局 参事官	
湯山智教	東京大学公共政策大学院特任教授〔司会、担当教員〕	

3)の策定(16年)であり、原則も改訂の際に大いに参考にされた。
おもな改訂内容は、第1は運用機関のガバナンスの強化、特に系列金融グループを含む利益相反管理の拡充である。第2は、議決権行使結果の個別開示であり、今般の改訂のなかでも特に注目を集めている。議決権行使

は、スチュワードシップ活動の基本であり、かつ、議決権を中心とする株主権の行使が企業価値を高める源泉である。しかし、利益相反によって、最終投資家の最善の利益を図るというインセンティブが歪められ、それ以外の利益や行動原理に基づいて議決権行使がなされているのではないかと懸念が生じてい

る。そうした懸念を払拭・軽減し、透明性を高めるために議決権行使結果の個別開示がベストプラクティスとして導入されたと理解している。

改訂スチュワードシップ・コードは、第3にパッシブ運用におけるエンゲージメントの重要性、第4にアセット・オーナーによる積極的なスチュワードシップ活動を求めている。これらは、パッシブ運用の基本的な哲学と原理的にやや抵触するところがあり、アセット・オーナーの実情に鑑みるとさまざまな現実的な制約もあるため、実務的にどのように解決するかが課題だが、GPIFなど、すでに積極的な取り組みも見られる。また、第5にESG要素を強調し、第6に集团的エンゲージメント(他の機関投資家と協働して対話を行うこと)が有益な場合もあることを明記した。第7に議決権行使助言会社の体制整備をベスト・プラクティスとして追加した。以上がおもな改訂内容である。

コード改訂を受けて、すでに議決権行使結果の個別開示や議

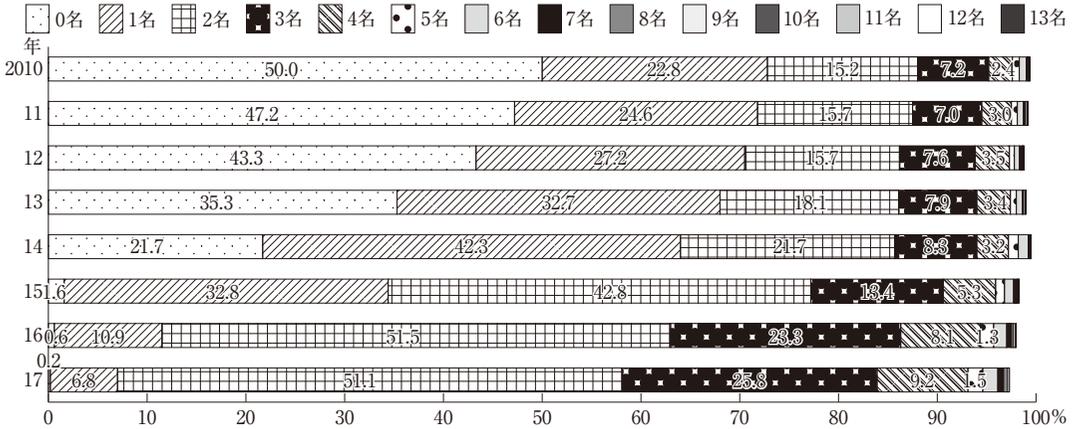
決権行使基準の見直しを行う機関投資家もかなり出てきている。実務においても、改訂コードに基づき、少なくとも形式的な変化は相当広範に観察できる。他方、発行会社には、議決権行使の形式化、行使過程の政治化などを懸念する向きもあり、引き続き、実態をよく観察しながら検討を進めていく必要がある。

(2)17年株主総会とコードを巡る課題(上田亮子氏)

株主総会の招集通知時期は、企業側が対話に臨むというかたちで発送時期が早期化しており、4割程度の会社で3週間以上前にすでに発送している。総会開催日も、9割以上が同一日に開催されていた状況から改善し、3割程度の集中率に抑えられている。役員報酬も、機関投資家をはじめとする株主の要望が反映され、固定報酬から業績連動型へという動きが顕著になっている。退職慰労金の支給が減少し、株式報酬型ストックオプション等の株式を活用した報酬スキームが増えており、対話により、株主と利益の方向性を一致

〔図表2〕

社外取締役を採用している会社



(出所) 日本投資環境研究所作成

させようという動きを反映している。買収防衛策も、機関投資家の反対が多く、廃止する方向へ大きく舵が切られた。

取締役会の規模を見ると、日本的な大人数の取締役会から相当程度縮小し、機動性も増すなど、かなり実態が変わってきている。5割以上の会社で社外取締役が2名以上おり、4割近い会社で3名以上いる(図表2)。機関投資家側も、独立性のある取締役が2名以上いない場合には反対票を投じることがあるなど、議決権行使基準の見直しの動きにも呼応していると思われる。ただし、こうした議論には危険な面もあり、形式主義に陥り、一時期企業に在籍し

ていたり、取引があったりするだけで独立性がないと判断されると、実質面で本場に機能する人が取締役会メンバーに入れなくなるという制約がかかってしまう。このあたりのさじ加減はまさに機関投資家と企業の間での対話が欠かせない。

関連するガバナンス上の課題として、政策保有株式の保有による安定株主が依然として3割程度存在し、相談役・顧問の存在も含め、引き続き企業と投資家の間で対話を重ね、企業にとり、安定株主や相談役・顧問が本間に必要なか突き詰めていく必要があると考える。総論として、スチュワードシップ・コードとガバナンス・コードは一体化しつつあり、良いかたちで、両輪で回っていると評価している。

(3) GPIFのスチュワードシップ活動(小森博司氏)

GPIFは、直近で155兆円程度の運用総資産を持つ世界最大規模のアセット・オーナーであり、ユニバーサル・オーナー(東証1部上場銘柄、海外主

要市場の主要銘柄のほぼすべてが投資対象)であり、そして超長期投資家であるという特徴を持っている。GPIFは、被保険者に対するスチュワードシップ責任を負い、同時に、運用機関はGPIFに対するスチュワードシップ責任を負うという関係である。米カルパスなど他国の年金基金との決定的な違いは、法令によりインハウス株式運用、投資銘柄の選定と投資除外、さらに議決権行使を含む企業に対する直接の対話が認められていないため、すべてを運用機関に委託している点である。こうした制約のなかで、過去2年間、さまざまな取組みを行ってきた。

GPIFは、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードにのっとり、運用機関と企業との建設的な対話(エンゲージメント)を通じた中長期的な企業価値向上の実現を期待している。運用機関が企業との建設的な対話を行う際に、リソースが必要であり、コストがかかる可能性があることも理解している。そのため、現

在、投資先企業の企業価値向上のためのエンゲージメントにどの程度のコストがかかるのかを確認し、中長期の目標、効果測定を含めたビジネスモデルの提示を運用機関に依頼しているが、ここまで出してきたところは現時点でない。

利益相反問題については、日系・外資系を問わず、独立社外取締役をメンバーとする第三者委員会を作るなど、外部から見た利益相反への対応を意識した動きが見られる。海外投資家から見た日本の株式市場に対するデイスインセンティブ（負の誘因）をなくすためにも市場の最適化を図ることもアセット・オーナーの仕事と考えている。また、議決権行使については、株主総会の時期だけでなく、年間を通じて企業と運用機関との双方のエンゲージメントのためには、透明性の高い結果公表が必要と考えたことから、GPIFは、委託先のすべての日本株運用機関に対して議決権行使結果の個別開示を求めた。

最後に、ショートターミズムに陥った運用機関に中長期の目

を持つてもらいたいという趣旨でESGという考え方を導入した。特に最近注目を集めたのはGPIFによるESG指数の選定である（注4）。ただ、ESG評価手法は、まだスタンダードとなるものは確立されておらず、各評価会社のESG評価の相関を取ると緩い相関なのはやや驚いた点である。

(4) 両コードの意義とインプリケーション（保田隆明氏）

経営学者の立場から、スチュワードシップ・コードに関連する論点として重要と考えていることの一つに「剰余金処分」がある。日本の配当性向は3割程度にすぎず、米国の6割、欧州の4割程度と比べても見劣りする。しかも、米国ではグーグルやアマゾンなど人気企業が配当ゼロにもかかわらず平均で約6割あるということは、海外投資家からは、日本の配当性向は実質的にきわめて低いとみられている可能性がある。また、ROEを見ても、日本は8%、米国は16%と差があるが、この背景には、日本の産業構造が古く収

益性が低いことが考えられる。このため、自分の仮説としては、こうした状況を日本全体で改善していくには、スチュワードシップ・コードを機能させるべきと考えている。つまり、経団連企業をはじめ投資先企業にもつと配当を出させ、投資家はその資金を成長産業に再投資するよ

うなメカニズムが生まれることが望ましい。問題は、どこに成長産業があるかである。

次に、ガバナンスやスチュワードシップ・コードで企業価値が向上するのか、株価が向上するか、についての実証分析を紹介する（注5）。国内と海外の機関投資家では、企業に与える影響は違うのではないかとという仮説を置いたが、われわれの発見では、国内であっても機関投資家の保有比率の上昇は企業業績の向上に寄与しているということである。ただし、どうして業績に寄与するかというメカニズムはわかっていない。

出席者によるフリーディスカッションのおもな内容

全体的に、スチュワードシッ

プ・コード策定後の機関投資家と投資先企業とのエンゲージメントについて、「模索する動きは強まってきており、機関投資家側もエンゲージメントに振り向けるリソースを拡充し始めている」（上田氏、幸田氏）との見方が示された。企業経営者側からみても、どう振る舞うべきか、何を考えるべきかについて示唆があり、「後継者や環境などに對する意識付けという意味でも良い影響が及んでいる」（堀氏）。他方、エンゲージメントに対して、「積極的な会社とそうでない会社に2極化」（幸田氏）している面もあり、ガバナンスの面では変わりつつあるが、「最終的にどういう成果になるのか」というところは見る必要がある（上田氏）、といった意見も提起された。

「コード活用を通じて投資先企業の配当を増やし、高成長部門への再投資に回し、もって日本の経済発展に資するべき」との保田氏報告の仮説に関しても活発な議論が行われた。「興味深い仮説」（大崎氏）だが、海外投資家が日本セクターをそも

そもローリスク・ローリターンと見ているのならば、スチュワードシップ活動について大した問題意識を持たずに、当然働きかける内容も、「企業の稼ぐ力を本当の意味で中長期的に高めるよりは、短期的な増配要求で終わる可能性」（同氏）がある。高成長部門への再投資についても、「むしろ海外企業に再投資するということも十分合理的になる」（同氏）といった指摘や、「配当で吸い上げて成長産業に持つていく資金のルートをどう作るかという政策的支援の問題と、内部留保を人材やCVCを通じた投資などでどう活用するかという両面作戦が必要」（幸田氏）、といった意見もあった。

配当に関連して、スチュワードシップの動きで、「機関投資家の力が強まるのが、いわゆる株主、従業員の関係にどういう影響を与えるのか」という点について、格差に関する研究を行った経験に基づくと、個別最適なコーポレートガバナンスで言えば、「無理な賃上げは必要がない」と考えるのが従来の経済学者による支配的な見方であ

った」（安田氏）。しかし、最近では、日本全体で考えれば、賃上げは購買力増加につながり、総需要は増えるというストーリーにもある程度説得力がある。安倍内閣が進めようとしている賃上げにも、「ある程度シンパシーを持つている経済学者も増えているのではないか」（同氏）との指摘もあった。また、機関投資家と投資先企業のなかでイシューになっているのは、「賃金を下げて配当に回すべき」という主張よりもむしろ、内部留保のなかの特に現預金、つまり設備投資にも、配当にも賃上げにも回していない部分を投資、配当、賃上げの「どれに充てるか」という議論」（油布氏）であり、「現段階ではパイの取り合いにはなっていないのではないか」（同氏）、といった見方も提起された。

「別に日本に限った問題ではなく、世界的な問題」（岩澤氏）であり、その理由は、「スチュワードシップ活動はコストがかかる一方で、全体としてのベネフィットはあるが、自分たちに返ってくるベネフィットはきわめて小さい」（同氏）。そのため、集団的行動によって実現しなければいけない公共財の構造とまったく同じであり、放っておけばインセンティブはないという問題になりかねず、「ベネフィットを一部還流しようという流れを作っていくことが一案」（同氏）といった見解が示された。

ソフトローであるスチュワードシップ・コードのエンフォースメントは究極的には経済的インセンティブであり、「エンフォースメントの仕組みとしての経済インセンティブの議論が必要」（森本氏）といった指摘もあった。また、投資先企業に対してガバナンス体制を整えることで企業価値向上になるというインセンティブを見せてこられなかったのが運用業界であり、まずは、「インセンティブ

を実際に示すことにより、企業にも気づいてもらうことがアセット・オーナーの仕事」（小森氏）、といった意見もあった。

スチュワードシップ活動はガバナンス改革につながることは必須だが、米国で拡大しているプライベートマーケットはそもそもガバナンスリスクがない。米国がスチュワードシップ活動に深い関心を持たなかったのも、「ガバナンスリスクは管理できないリスクである以上、フィデューシャリー・デューティー上、原理原則としてガバナンスリスクを取らないためではないか」（森本氏）、といった見方も示された。

その他、「企業年金などのアセット・オーナーが直接エンゲージメントに従事することは人的リソースの問題などからむしろかしい」（大崎氏）との問題提起に対しては、「特に企業年金によるスチュワードシップ・コードの受入れ率が非常に低い」（神作氏）。そのためむしろ企業年金を導入している企業の側に、「企業年金は自社のガバナンスにとっても非常に密接かつ

スチュワードシップ・コードと機関投資家

重要な問題であるという意識を持つてもらい、適切な人材の配置その他の配慮をしてもらう必要がある」（同氏）といった考えが示された。また、「コーポレートガバナンス・コードの第2章の「ステークホルダーとの適切な協働」のなかに、「明示的な原則として企業年金の管理の原則を足したらどうか」（森本氏）、といった意見も出された。

米国では、従前あまり賛同を得られていなかったと言われているスチュワードシップ・コードについて、「理論的な裏付けについてはどう考えればよいか」（小野氏）という問題提起もなされた。これに対し、「ソフトローには法的制裁という意味におけるエンフォースメントがなく、特にスチュワードシップ・コードはエンフォースメントが弱いのは確か」（神作氏）であり、米国がスチュワードシップ・コードには消極的だったのは、エリサ法のように、規律をすべきときはハードローでエンフォースメントを確実にしたうえで規律をすべきであるとの

傾向があったためである。しかし、最近の米国の動きを見ると、「スチュワードシップの分野では、ハードローの規律とソフトローの規律、両者の連関を十分に考慮しながら議論と実務を進めていく必要が特に大きい」（同氏）という認識が示された。

（注）1 東京大学公共政策大学院

の「みずほ証券寄付講座」に開設。なお、本稿は、議論の一部を抜粋しているにすぎないため、詳しくは、東京大学公共政策大学院ウェブサイト（<http://www.ppp.u-tokyo.ac.jp/CMP/Forum/2017-12-21/>）に資料・議事概要を公表しているので参照されたい。

2 金融庁・東京証券取引所設置「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」。

3 ICGN (International Corporate Governance Network, Global Stewardship Principles) (2016) を参照。

4 GPIF プレスリリース「ESG 指数を選定しました」(2017年7月3日) 参

照。

5 宮島英昭・保田隆明（2015）「株式所有構造と企業統治—機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか」財務省財務総合研究所、『ファイナンシャルレビュー』第1号（通巻第121号）36ページ。

おおさき さだかず

東大法卒、ロンドン大ロースクールのエディンバラ大ヨーロッパ研究所LL.M. 野村総合研究所入社後、08年同社未来創発センター首席研究員。07年東大客員教授を兼務。

おの まさる

東大法卒、ミシガン大ロースクールのLL.M.、弁護士、ニューヨーク州弁護士。04年西村あさひ法律事務所代表パートナー。07年東大客員教授を兼務。

ゆやま ともり

慶大院修了、早大院博士後期課程修了、博士（商学）。三菱総合研究所、金融庁（監督局、証券監視事務局等）を経て17年現職。