

野村総合研究所  
金融ITイノベーション研究部  
堀江 貞之

### 「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>の意義

「責任ある機関投資家」の諸原則は、機関投資家が投資先企業との対話を通じ、企業の中長期的な成長を促すことを目的の一つとして制定されました。運用会社への運用委託を主とする年金ファンドは、投資リターンを向上させる努力を行う中で、このような対話を行い企業の中長期的な成長に貢献する運用会社を正確に評価することが求められます。

#### 「責任ある機関投資家」の諸原則とは何か

2014年2月27日、金融庁より、「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><sup>1</sup>が公表されました。2013年に行われた産業競争力会議の議論を踏まえ、日本経済再生本部において安倍首相から指示が出され、本コードのとりまとめを行う検討会の設置が閣議決定されました。その決定に基づき、2013年8月に検討会が設置され、約半年、6回に亘る議論の後、内容がとりまとめられたものです<sup>2</sup>。

本コードは、機関投資家が投資先企業との対話を通じ、企業の中長期的な成長を促すことを目的の一つとして、機関投資家が受託者責任を果たすための原則(日本版スチュワードシップ・コー

ド)を定めたものです。幅広い機関投資家が企業との建設的な対話を行い、「投資先企業の持続的成長」を促し、最終的に顧客・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的としています。

ここで機関投資家とは、資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う「資産運用者としての機関投資家」(投資運用会社など)と、当該資金の出し手を含む「資産保有者としての機関投資家」(年金ファンドや保険会社など)に大別されます。

以下、本コードの内容を説明し、年金ファンドがどのような対応を行うべきかについて私見を述べてみたいと思います。

#### スチュワードシップ・コードの意味

本コードは、「責任ある機関投資家」の諸原則」というタイトルであり、副題に「日本版スチュワードシップ・コード」とあります。

スチュワードシップ・コードとは、2010年に英国で制定されたものです。ここで言うスチュワードシ

<sup>1</sup>「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~、2014年2月27日、金融庁

<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>

<sup>2</sup> 筆者は検討会の委員会の14名のメンバーの1人として本コードのとりまとめの議論に参加しました。

#### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

ップとは、「株主・取締役・他の利害関係者が、企業の長期的に持続可能なパフォーマンスを目指す方向に影響を及ぼすプロセス」と考えられており、スチュワードシップ・コードは、そのプロセスを機能させるためのガイドラインとして制定されたものです。今回制定されたコードは、この英国のコードを参考にしています。

本コードは、受託者責任を果たすための方針・利益相反管理の方針等の公表や投資先企業のモニタリングなどを機関投資家に求めるものです。機関投資家の対応は2ステップに分かれます。まず本コードを受け入れることを表明するかどうか。本コード制定に携わった筆者個人としては、全ての運用会社と年金ファンドに受け入れ表明をしてほしいと思いますが、受け入れ表明をしなくても構いません。次に、受け入れ表明をした場合、本コードの7原則に対して、自社の投資戦略に沿って、どのような対応を行うのかを記述する

こととなります。例えば、原則1に対しては、スチュワードシップ責任を果たすための方針を記述することになるわけです。金融庁のHPを見ると、受け入れ表明をした場合、最低限、原則1(スチュワード責任を果たすための方針)、原則2(利益相反対応の原則)、原則5関係(議決権行使の方針及び議決権行使結果)の記述を期待しているようです。

ただし本コードは、「遵守か説明か<sup>3</sup>」に基づくソフトローであり、記述する場合でも遵守義務はありませんが、コードを遵守しない場合には何故遵守しないのかを説明する必要があります。例えば、原則1に対して、「スチュワード責任を果たすための方針を当社では定めていない。何故ならば当社の投資戦略は短期の裁定取引をベースに利益を上げることを目指しており、投資先企業との対話を行わないからである。」というような形で記述をすれば良いわけです。ソフトローとは、「罰則

図表1. 「責任ある機関投資家」の諸原則(英国スチュワードシップコードとの対比)

日本	(参考)英国スチュワードシップ・コード
1. 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、これを公表すべきである。	1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を公表すべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。	2. 機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定し公表すべきである。
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。	3. 機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。
4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。	4. 機関投資家は、スチュワードシップ活動を、どのようなときに、どのような方法を用いて強めていくのかにつき、明確なガイドラインを持つべきである。
	5. 機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。
5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。	6. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について、明確な方針を持つべきである。
6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。	7. 機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、顧客・受益者に対して定期的に報告すべきである。
7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。	

(出所)金融庁

<sup>3</sup> 英語では、「Comply or explain」と言います。

#### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

の伴うルール」であるハードローに対して、「罰則の伴わない原則(ガイドライン)」ベースのものです。金融庁が、このような「遵守か説明か」ベースのソフトローを制定するのは、今回が初めてです。そのため、このガイドラインに対して、どのような対応をすれば良いのか、戸惑っている運用会社や年金ファンドが多いようです。「ガイドラインを作成するに当たり、雛形のようなものを示してほしい」といった、今回のガイドラインの趣旨をよく理解していない要望も寄せられていると聞いています。このような要望の存在自体が、このガイドラインがまだ日本ではなじみのないものであることの証左であるとも考えられます。

### コードの内容とその意図

「責任ある機関投資家」の諸原則の内容は、図表1の通りです。参考のため、英国スチュワードシップ・コードと対比する形で示しています。7つの原則からなり、各原則に対し、その原則の意味を説明するものとして、2～4つの指針が示されています。

例えば、原則1の「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、これを公表すべきである。」に対して、2つの指針が示されており、指針1では、「機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るべきである。」と、その原則の意図を明確にしています。

本コードの目的に書かれているように、本コードは、投資家が顧客・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的として制定されたものです。そのために、投資家が投資先企業を深く理解することが重要であり、企業との対話

などを通じて、産業構造、事業の競争力、長期的潮流といった事項を把握することが必要になると考えているわけです。

本コードは、投資家が投資先企業を深く理解するために行っている活動の内容を、投資先企業や顧客に知ってもらう有効なツールになると考えられます。自らが行っている、投資先企業の実態を深めるために行っている投資プロセスを顧客に説明することと同義と考えられるのです。

本コードで強調されているのは、投資先企業を深く理解するための、投資プロセスを投資家自身が構築することが重要である、という点です。投資先企業を何回訪問したとか、CEOに何回会ったとか、議決権行使でどのくらい反対票を投じた、といった外形的な基準を示すことは、本コードの趣旨とは異なります。運用会社の投資戦略に従った対話方針の策定がポイントであり、一律に「年1回CEOに会う」といった外形的な基準を作成してはかたがたないわけです。運用会社が、自社の投資戦略の特徴を際立たせる意味を込めて、対話方針を開示することが本来の在り方だと考えられます。

原則7で、英国のコードには入っていない、「機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。」という項目が追加されています。原則7が追加されたのは、投資先企業との対話を形式的なものに終わらせるのではなく、投資先企業の企業価値の深い理解に基づき、建設的な意見を述べ、投資先企業の経営に対して何らかのポジティブな影響を与えるようになることこそが、機関投資家の責務であることを明確にしたかったからです。

### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

### 投資戦略に基づいた記述をすべき

もう一点、注意すべきは、本コードは、投資戦略に従って記述すればよく、本コードを受け入れたからといって、全ての原則に従う必要があるわけではない点です。例えば、短期の裁定取引をベースにリターンを稼いでいるヘッジファンドでは、その趣旨に賛成したとしても、「当社の投資戦略に鑑み、投資先企業との目的を持った対話は意味がないため、行わない」といった記述をしても問題はないわけです。四半期の利益予想の動きに着目しPER(株価収益率)が上昇するきっかけ(カタリスト)を予測してリターンを稼ごうとする短期投資家にとっても投資先企業との対話はあまり関係のない話であり、その場合はそのように記述すれば良いわけです。

運用会社に投資を委託しようとする年金ファンドにとっては、運用会社の投資プロセスをより深く理解できるツールができたと考えるべきではないでしょうか。7つの原則に対する記述を読めば、運用会社が、企業のファンダメンタルズをどの程度深く分析し、企業経営者と対話しようとしているのかを相対比較できると思われます。

### 利益相反回避の重要性

本コードの第2原則として「機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。」と述べられています。投資家は、投資において利益相反の問題に直面することが多いため、この原則が設けられています。例えば、運用会社が、ある企業年金ファンドから株式運用の委託を受けたとします。運用会社が、その年金ファンドのスポンサー企業の株式を保有しており、長期的な企業価値向上のために、ある株主総会議案に反対すべきだと考えたとしましょう。しかし、企業年金ファンドから、議案には反対しないでほしい、と要請が出された場合、どう対

応すれば良いでしょうか。他の顧客の利益を優先させるならば議案には反対すべきですが、この顧客の持ち分については反対票を投じない、というのが、本来は筋の通った投資行動と言えるかもしれません。保険会社では、保険契約者である事業会社の利益を優先し、株主総会議案にあまり反対票を投じない、といった事象もあるかもしれません。また、親会社が金融機関である場合、債権者としての立場から、子会社である運用会社が行う企業価値向上に結びつく提案を、債務返済のリスクを高めるものと考え、提案提出を見直すように運用会社に迫るかもしれません。

このように、運用会社(投資家)が投資において利益相反に晒されるケースは枚挙に暇がなく、そのような関係を機関投資家は公表した上で、その利益相反関係にどのように対応しているのかを示すべき、とこの第2原則は求めているのです。他人のお金を投資する上で、運用会社は受託者責任を負っており、利益相反関係に対する対応を明確に示すことが極めて重要であると考えられます。

### 英国での状況

本コードの発祥国である英国で、スチュワードシップ・コードはどのように受け止められているでしょうか。筆者は、2013年7月に関係者にインタビューを行いましたのでここで簡単に紹介したいと思います。

コード制定の目的の一つに、顧客リターンの最大化があることは、英国の関係者の間の共通認識です。例えば、ある運用会社のコーポレートガバナンス(CG)部門の責任者は、投資先企業のパフォーマンス改善がコードのポイントだと考え、以下のように述べています。

「コードの中心思想はビジネスパフォーマンス、資本の効率性にある。企業が株価だけでなく業績、経営戦略面でも不振に陥っている場合、当

#### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

社や他の機関投資家が、そのような誤った戦略について企業側と対話を行い、その内容を正す行動を取るべきだというのが、コードの基本的な考え方である。」

また強制的かつ厳格なルール適用は百害あって一利なしとの意見も英国の関係者から聞かれました。別の運用会社のCG責任者は、「我々は顧客の利益になるのならコードと異なることでもやってみる。厳格な法令やルールではそうは行かない。一例は、企業の会長とCEOを分離すべきという議論。一般論としては正しいが、会社が緊急事態の場合しばらく一人に権限集中した方が良いと考えれば、それも可能としておいた方が良い。柔軟な仕組みの方が難しい市場環境で会社はうまくやっていける。究極の目的は株主にとってのリターンを高めるということだから。」と述べています。またある年金コンサルタントは、すべての投資戦略に一律にコードを適用することは不適切で、「企業との対話が投資戦略に合う場合に、投資先企業と対話を行うというのが正しい考え方。一律に全部やらなければならないということではない。コード制定のリスクは厳しく適用されすぎること。あくまで原則として運用されなければならない。」と述べています。目的に沿った柔軟な原則にしていくことが重要ということだと考えられます。

### 年金ファンドはどのように対応すべきか

本コードの目的の中に、『資産保有者としての機関投資家』は、『資産運用者としての機関投資家』の評価に当たり、短期的な視点のみに偏ることなく、本コードの趣旨を踏まえた評価に努めるべきである。」と記述されています。自家運用を行っている少数の大規模なファンドは自らが投資をすることを前提にコードに対応すべきですが、それらを除いた日本の大多数の年金ファンドは、運用委託先の運用会社が、このコードに対し

てどのような内容を記述するのかを評価した上で、委託先を決定することが重要と考えられているわけです。

もし、過去の運用成績等、他の条件が同じであれば、本コードを受け入れた運用会社の中で、投資先企業の事業内容を深く理解しようとしているかどうかを評価し、投資先企業の持続的成長に貢献できると考える運用会社に運用を委託すべきではないでしょうか。決められたリスクの下でリターンを最大化することが年金ファンドの目的であり、同じリターンであれば内容は関係ないと思われるかもしれません。しかし、年金資金を日本企業の持続的成長につなげることは、年金ファンドの責務の一つと言えるのではないのでしょうか。2014年2月20日、政府の経済財政諮問会議でも民間議員が「持続的成長を支える中長期の安定した投資の推進に向けて」という提言をしています。その中で、「日本版スチュワードシップ・コードの普及を通じた中長期視点からの企業価値・資本効率向上を促す機関投資家の拡大」が謳われています。

既に大手の年金ファンドの多くは、議決権行使基準を表明し、その基準に基づいた権利行使を運用会社に求めています。年金ファンドは議決権行使だけでなく、運用会社に長期的視点を意識して投資先企業との様々な対話を行うよう投資ガイドラインなどで示すべきだと考えます。年金ファンド自身が短期的な評価に晒されている現状で実行が困難であるとは承知しつつも、日本の上場企業の価値向上に自らの資金を活用するという意識を強く持つことが、最終的にはコード策定の目的である「顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大」に結びつくのではないのでしょうか。

ただし、自ら、本コードの内容を詳細に分析しどの資産運用会社が真に優れた分析力を備えているのかを評価することは簡単ではありません。年金ファンドコンサルタント、議決権行使助言会

### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

社などが、コードの内容の相対評価を行うようなサービスを提供し、その情報も参考にしながら、

運用会社を選択するようなプロセスになることが望ましいと考えられます。

弊誌の記事はバックナンバーも含めてホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

**編集:** 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、  
野村資本市場研究所、野村総合研究所

**発行:** 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター  
(年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2  
アーバンネット大手町ビル

**TEL:** 03 (6703) 3991

**FAX:** 03 (6703) 3981

**Email:** [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)

— 次号のお知らせ —

次号は

**3月17日(月)**

発行予定です。

#### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

## 野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.365% \*1(税抜1.3%)(20万円以下の場合は、2,730円 \*2(税抜2,600円))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

\*1, \*2 2014年4月1日以降、消費税率8%が適用される分については、\*1は1.404%、\*2は2,808円となります。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会