

# 日本版スチュワードシップ・コード —日本の機関投資家コーポレート・ガバナンス原則—

小島大徳

キーワード コーポレート・ガバナンス 機関投資家 日本版スチュワードシップ・コード 日本再興戦略-2014-

## 1 日本版スチュワードシップ・コード策定の背景

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は、2013年8月より会合を持ち、2013年12月に素案を策定・公表し、パブリックコメントを募り、その意見を参考にして、2014年2月27日に『「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～（スチュワードシップ・コード）』を公表した<sup>1</sup>。

まず、このコードでは、「本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、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持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」（最終受益者を含む。以下同じ。）の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任を意味する。」とし、受託責任の重要性を強調したのが第一の特徴である。

また、「本コードは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである。本コードに沿って、機関投資家が適切にスチュワードシップ責任を果たすことは、経済全体の成長にもつながるもの

である」と、日本経済の発展にふれ、経済発展を促進するために本コードの重要性を強調したのが第二の特徴である。

## 2 日本版スチュワードシップ・コードの総評

このコードは、2014年6月に策定された『「日本再興戦略」改訂2014-未来への挑戦-（日本再興戦略-2014-）』でも、大々的に取り上げられている。日本再興戦略-2014-と本コードは、両輪の関係にあるといい、これを日本政府は、コーポレート・ガバナンスになくはならないものだと、評価をして採用している。

ここ最近のコーポレート・ガバナンスを巡る動きは総じて正しい。しかし、両輪の関係としている本コードは、機関投資家の本来の責務とかけ離れていることを要求する内容となっており、正しく機関投資家の受託責任を理解した上で策定されたとは言い難い<sup>2</sup>。また、本コードは、コーポレート・ガバナンスにも資するとしているが、もちろん客観的に見ると資するものであるが、それを機関投資家に対して実施せよとお願いするのは、筋が違うのではないかという疑問も生じる。そもそも既に機関投資家はコーポレート・ガバナンス原則をいち早く取り上げ実行している団体なのである<sup>3</sup>。

### 3 コーポレート・ガバナンスと日本版スチュワードシップ・コード

日本版スチュワードシップ・コードは、その目的を下記のように示す。

企業の側においては、経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が、経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図る責務を有している。企業側のこうした責務と本コードに定める機関投資家の責務とは、いわば「車の両輪」であり、両者が適切に相まって質の高い企業統治が実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターン確保が図られていくことが期待される。本コードは、こうした観点から、機関投資家と投資(先企業との間で建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)が行われることを促すものであり、機関投資家が投資先企業の経営の細部にまで介入することを意図するものではない。

つまり、「機関投資家に対する責任を課したコーポレート・ガバナンス原則」という意味合いが濃い。ただ、本コードは、『プリンシプルベース・アプローチ』は、我が国では、いまだ馴染みの薄い面があると考えられるが、その意義は、一見、抽象的で大掴みな原則(プリンシプル)について、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することにある<sup>1)</sup>と表明しており、着地点を探っている。その上で、「本コードは、法令とは異なり、法的拘束力を有する規範ではない」と明言し、「本検討会は、本コードの趣旨に賛同しこれを受け入れる用意がある機関投資家に対して、その旨を表明(公表)することを期待する。」として、コーポレート・ガバナンス原則の参照可能性と非拘束性という2つの性質を受け継いでいる<sup>4)</sup>。

### 4 日本版スチュワードシップ・コードの概説

本コードが適用を受ける範囲は、「本コードの対象とする機関投資家は、基本的に、日本の上場株式に投資する機関投資家を念頭に置いている。また、本コードは、機関投資家から業務の委託を受ける議決権行使助言会社等に対してもあてはまるものである。」とする。適用される機関投資家の範囲は、後述するが、とても広範囲におよぶ。

本コードは、総じて、事細かなことまで言及し細部にわたる要求をしているにもかかわらず、本コードの適用者をかなり曖昧にしている。日本の上場株式に投資する機関投資家というのは、一体、誰を指すのか、ここからは全く理解できないのである。日本の上場市場に投資する機関投資家であろうと思うが、その場合、日本以外の証券市場に上場する日本企業に対してはどうすべきなのか、あるいは金融庁の支配力がおよぶ日本に籍を置く機関投資家だけなのか、他国に籍を置く機関投資家にも範囲がおよぶのかなど問題も生じる。

このような、適用範囲だけでも問題があるが、他方、内容を表1と表2でみていくと、すぐに分かるのは、かなり細かい内容にまで、言及していることである。また、余計な記載が多く雑多であるのに加えて、専門家でも難解で理解不可能な用語が多用されている。機関投資家のコーポレート・ガバナンス活動は、機関投資家自身に対しては緩やかに指針を示すにとどめなければならない。また、機関投資家の投資行動に対する政府の姿勢を示す観点から、利害関係者に容易に理解できる内容でなければならないのである。

表1 日本版スチュワードシップ・コードの経緯および背景

経緯及び背景	
1.	平成24年12月、我が国経済の再生に向けて、円高・デフレから脱却し強い経済を取り戻すため、政府一体となって、必要な経済対策を講じるとともに成長戦略を実現することを目的として、内閣に「日本経済再生本部」が設置された。また、平成25年1月、同本部の下に、我が国産業の競争力強化や国際展開に向けた成長戦略の具現化と推進について調査審議するため、「産業競争力会議」が設置された。同会議における議論を踏まえ、日本経済再生本部において、本部長である内閣総理大臣より、「内閣府特命担当大臣（金融）は、関係大臣と連携し、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適切に受託者責任を果たすための原則のあり方について検討すること。」との指示がなされた。
2.	以上の経緯を経て、平成25年6月、いわゆる「第三の矢」としての成長戦略を定める「日本再興戦略」において、「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、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）」、すなわち「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い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」について検討を進め、年内に取りまとめることが閣議決定された。
3.	前記の総理指示及び閣議決定を踏まえた検討の場として、平成25年8月、金融庁において「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、「本検討会」という。）が設置された。本検討会は、同年8月から計6回にわたり議論を重ね、今般、「『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》」（以下、「本コード」という。）を策定した。なお、「本コード」の取りまとめに当たっては、和英両文によるパブリックコメントを実施し、和文については26の個人・団体から、英文については19の個人・団体から充実した意見が寄せられた。本検討会は、これらについても議論を行い、「本コード」の取りまとめに反映させていただいた。
本コードの目的	
4.	冒頭に掲げたように、本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先の日本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責任を意味する。本コードは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該「スチュワードシップ責任」を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである。
5.	一方で、企業の側においては、経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が、経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図る責務を有している。企業側のこうした責務と本コードに定める機関投資家の責務とは、いわば「車の両輪」であり、両者が適切に相まって質の高い企業統治が実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られていくことが期待される。本コードは、こうした観点から、機関投資家と投資先企業との間で建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）が行われることを促すものであり、機関投資家が投資先企業の経営の細部にまで介入することを意図するものではない。
6.	また、スチュワードシップ責任を果たすための機関投資家の活動（以下、「スチュワードシップ活動」という。）において、議決権の行使は重要な要素ではあるものの、当該活動は単に議決権の行使のみを意味するものと理解すべきではない。スチュワードシップ活動は、機関投資家が、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、当該企業の状況を適切に把握することや、これを踏まえて当該企業と建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行うことなどを含む、幅広い活動を指すものである。

7.	<p>本コードにおいて、機関投資家は、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）である場合と、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」（年金基金や保険会社など）である場合とに大別される。このうち、「資産運用者としての機関投資家」には、投資先企業との日々の建設的な対話等を通じて、当該企業の企業価値の向上に寄与することが期待される。また、「資産保有者としての機関投資家」には、スチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針を示した上で、自ら、あるいは委託先である「資産運用者としての機関投資家」の行動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与することが期待される。</p> <p>「資産運用者としての機関投資家」は、「資産保有者としての機関投資家」の期待するサービスを提供できるよう、その意向の適切な把握などに努めるべきであり、また、「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。</p> <p>機関投資家による実効性のある適切なスチュワードシップ活動は、最終的には顧客・受益者の中長期的な投資リターン拡大を目指すものである。したがって、スチュワードシップ活動の実施に伴う適正なコストは、投資に必要なコストであるという意識を、機関投資家と顧客・受益者の双方において共有すべきである。</p>
8.	<p>本コードの対象とする機関投資家は、基本的に、日本の上場株式に投資する機関投資家を念頭に置いている。また、本コードは、機関投資家から業務の委託を受ける議決権行使助言会社等に対してもあてはまるものである。</p>
<p>「プリンシプルベース・アプローチ」及び「コンプライ・オア・エクスプレイン」</p>	
9.	<p>本コードに定める各原則の適用の仕方は、各機関投資家が自らの置かれた状況に応じて工夫すべきものである。本コードの履行の様子は、例えば、機関投資家の規模や運用方針（長期運用であるか短期運用であるか、アクティブ運用であるかパッシブ運用であるか等）などによって様々に異なり得る。</p>
10.	<p>こうした点に鑑み、本コードは、機関投資家が取るべき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」（細則主義）ではなく、機関投資家が各々の置かれた状況に応じて、自らのスチュワードシップ責任をその実質において適切に果たすことができるよう、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用している。</p> <p>「プリンシプルベース・アプローチ」は、我が国では、いまだ馴染みの薄い面があると考えられるが、その意義は、一見、抽象的で大掴みな原則（プリンシプル）について、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することにある。機関投資家が本コードを踏まえて行動するに当たっては、こうした「プリンシプルベース・アプローチ」の意義を十分に踏まえることが望まれる。</p>
11.	<p>本コードは、法令とは異なり、法的拘束力を有する規範ではない。本検討会は、本コードの趣旨に賛同しこれを受け入れる用意がある機関投資家に対して、その旨を表明（公表）することを期待する。</p>
12.	<p>その上で、本コードは、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）の手法を採用している。すなわち、本コードの原則の中に、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考えられる原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定している。したがって、前記の受入れ表明（公表）を行った機関投資家であっても、全ての原則を一律に実施しなければならない訳ではないことには注意を要する。ただし、当然のことながら、機関投資家は、当該説明を行う際には、実施しない原則に係る自らの対応について、顧客・受益者の理解が十分に得られるよう工夫すべきである。</p>

13.	<p>こうした「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法も、我が国では、いまだ馴染みの薄い面があると考えられる。機関投資家のみならず、顧客・受益者の側においても、当該手法の趣旨を理解し、本コードの受入れを表明（公表）した機関投資家の個別の状況を十分に尊重することが望まれる。本コードの各原則の文言・記載を表面的に捉え、その一部を実施していないことのみをもって、機械的にスチュワードシップ責任が果たされていないと評価することは適切ではない。</p>
14.	<p>本検討会は、本コードの受入れ状況を可視化するため、本コードを受け入れる機関投資家に対して、</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・「コードを受け入れる旨」（受入れ表明）及びスチュワードシップ責任を果たすための方針など「コードの各原則に基づく公表項目」（実施しない原則がある場合には、その理由の説明を含む）を自らのウェブサイトで公表すること</li> <li>・当該公表項目について、毎年、見直し・更新を行うこと</li> <li>・当該公表を行ったウェブサイトのアドレス（URL）を金融庁に通知することを期待する。</li> </ul> <p>また、本検討会は、当該通知を受けた金融庁に対して、当該公表を行った機関投資家について、一覧性のある形で公表を行うことを期待する。</p>
15	<p>本検討会は、機関投資家による本コードの実施状況（受入れ・公表を含む）や国際的な議論の動向等も踏まえ、本コードの内容の更なる改善が図られていくことを期待する。このため、本検討会は、金融庁に対して、おおむね3年毎を目途として、</p> <p>本コードの定期的な見直しを検討するなど、適切な対応をとることを期待する。こうした見直しが定期的に行われることにより、機関投資家やその顧客・受益者において、スチュワードシップ責任に対する認識が一層深まり、本コードが我が国において更に広く定着していく効果が期待できるものと考えられる。</p>

(出所) 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 [2014]

(注) 表中の注記事項については割愛した。

表2 日本版スチュワードシップ・コード

原則番号	内容
原則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。
指針1-1.	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を拡大を図るべきである。
指針1-2.	機関投資家は、こうした認識の下、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（インベストメント・チェーン）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。
原則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。
指針2-1.	機関投資家は顧客・受益者の利益を第一として行動すべきである。一方で、スチュワードシップ活動を行うに当たっては、自らが所属する企業グループと顧客・受益者の双方に影響を及ぼす事項について議決権を行使する場合など、利益相反の発生が避けられない場合がある。機関投資家は、こうした利益相反を適切に管理することが重要である。
指針2-2.	機関投資家は、こうした認識の下、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、これをどのように管理する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。

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。
指針3-1.	機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、そ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ることが重要である。
指針3-2.	機関投資家は、こうした投資先企業の状況の把握を継続的に行うべきであり、また、実効的な把握ができていないかについて適切に確認すべきである。
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。
原則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。
指針4-1.	機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話を、投資先企業との間で建設的に行うことを通じて、当該企業と認識の共有を図るよう努めるべきである。なお、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、当該企業の企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる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。
指針4-2.	以上を踏まえ、機関投資家は、実際に起こり得る様々な局面に応じ、投資先企業との間でどのように対話を行うのかなどについて、あらかじめ明確な方針を持つべきである。
指針4-3.	一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことが可能である。また、「OECDコーポレート・ガバナンス原則」や、これを踏まえて策定された東京証券取引所の「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」は、企業の未公表の重要事実の取扱いについて、株主間の平等を図ることを基本としている。投資先企業と対話を行う機関投資家は、企業がこうした基本原則の下に置かれていることを踏まえ、当該対話において未公表の重要事実を受領することについては、基本的には慎重に考えるべきである。
原則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。
指針5-1.	機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべきであり、議決権の行使に当たっては、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で、議案に対する賛否を判断すべきである。
指針5-2.	機関投資家は、議決権の行使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。当該方針は、できる限り明確なものとすべきであるが、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。

指針5-3.	<p>機関投資家は、議決権の行使結果を、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。こうした公表は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性を高める上で重要である。</p> <p>ただし、スチュワードシップ責任を果たすに当たり、どのような活動に重点を置くかは、自らのスチュワードシップ責任を果たすための方針、運用方針、顧客・受益者の特性等により様々に異なり得るものであるため、こうした点に照らし、前記の集計公表に代わる他の方法により議決権の行使結果を公表する方が、自らのスチュワードシップ活動全体についてよりの確かな理解を得られると考えられる場合には、その理由を説明しつつ、当該他の方法により議決権行使結果の公表を行うことも考えられる。</p>
指針5-4.	<p>機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。仮に、議決権行使助言会社のサービスを利用している場合には、議決権行使結果の公表に合わせ、その旨及び当該サービスをどのように活用したのかについても公表すべきである。</p>
原則6	<p>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。</p>
指針6-1.	<p>「資産運用者としての機関投資家」は、直接の顧客に対して、スチュワードシップ活動を通じて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、定期的に報告を行うべきである。</p>
指針6-2.	<p>「資産保有者としての機関投資家」は、受益者に対して、スチュワードシップ責任を果たすための方針と、当該方針の実施状況について、原則として、少なくとも年に1度、報告を行うべきである。</p>
指針6-3.	<p>機関投資家は、顧客・受益者への報告の具体的な様式や内容については、顧客・受益者との合意や、顧客・受益者の利便性・コストなども考慮して決めるべきであり、効果的かつ効率的な報告を行うよう工夫すべきである。</p>
指針6-4.	<p>なお、機関投資家は、議決権の行使活動を含むスチュワードシップ活動について、スチュワードシップ責任を果たすために必要な範囲において記録に残すべきである。</p>
原則7	<p>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。</p>
指針7-1.	<p>機関投資家は、投資先企業との対話を建設的なものとし、かつ、当該企業の持続的成長に資する有益なものとしていく観点から、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ていることが重要である。</p>
指針7-2.	<p>このため、機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきである。</p>
指針7-3.	<p>こうした対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。また、機関投資家は、過去に行った投資先企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断の幾つかについて、これらが適切であったか否かを適宜の時期に省みることにより、スチュワードシップ責任を果たすための方針や議決権行使の方針の改善につなげるなど、将来のスチュワードシップ活動がより適切なものとなるよう努めるべきである。</p>

(出所) 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 [2014]

(注) 表中の注記事項については割愛した。

## 5 世界の機関投資家コーポレート・ガバナンス原則

世界に目を向けると、すでに機関投資家は、1990年代半ばより、他のどの団体よりも活発にコーポレート・ガバナンスに対して興味をもち、かつ行動していた<sup>6</sup>。1990年代半ばには、もう機関投資家のコーポレート・ガバナンスに対する議論は、これ以上無いくらいに深まり、知見を蓄えていたのである。そして、それぞれの機関投資家は、それぞれの特徴ある受託者に対する責任におうじて、それに適合したコーポレート・ガバナンス原則を単独で策定しているのである。この時期にはもう既に機関投資家が独自のコーポレート・ガバナンス原則を持っていたのである。

それだけではなく、機関投資家はさらに先へと進んでいる。それは、機関投資家同士が集まって機関投資家同士の相互理解と啓蒙活動、そしてコーポレート・ガバナンス活動を共同で行っているのである。主に機関投資家の活動は、アメリカに本拠地を置く機関によって世界を牽引していた。これは今でも変わりが無い。そのアメリカでは、CalPERSをはじめとした巨大年金基金などが資産運用機関から機関投資家へと変化する歴史をみることができ、それらの長い年月から派生した集大成がコーポレート・ガバナンス原則である。

先ほどみた、機関投資家同士が集まってコーポレート・ガバナンス原則を策定するケースは、機関投資家の未来をみることできる。機関投資家が単独でコーポレート・ガバナンス原則を策定し実施していくよりも、機関投資家同士が集まって原則を策定して実施していくほうが、何十倍も効果を上げることができよう。

## 6 日本版スチュワードシップ・コードの評価と課題

日本版スチュワードシップ・コードは、下記に記す4つの課題がある。

まず、受託責任原則から若干逸脱し、運用方

針を押しつけているきらいがある。コードの目的は受託責任を全うさせるためとしているが、受託責任を遂行することと、企業に対するコーポレート・ガバナンスを達成させることは、両者イコールの関係ではない。そして、機関投資家に対しては、あらたな負担を課すことになるのであるから、投資先コーポレート・ガバナンスに対する責任は、機関投資家の適正な資産運用、つまり受託責任に反する場合がでてくるのである。

また、コーポレート・ガバナンス原則の意味を理解せずに策定されたものであると言わざるを得ない。機関投資家の原則は自主的に策定するものである。そして、その上で、コーポレート・ガバナンスに対しては、即時売却も含めた多様な投資行動と経営行動を認めるべきである。機関投資家原則の策定は、自由であり自主的でないといけないのである。

さらに、機関投資家を資産保有者と資産運用者と分け、それぞれに本コードの適用に関する場合分けがなされていることについて、内容を別にしてしていることである。機関投資家の規模、資産預入者、業種など、ありとあらゆる機関投資家がいることを勘案すると、コードの適用させる機関投資家のケースを分ける考えは適当に思える。ただ、そのケース分けが2種類とは何とも心許ない。そして、日本だけではなく、海外資本の機関投資家に対してはどのように考えるのかについてはっきりとしていない。

そして、本コードの主目的が企業に対するコーポレート・ガバナンスを構築させるための道具だということである。コードは、受託者責任を明確化するために策定されたとするが、本当の狙いは、企業経営に対する圧力である。つまり、機関投資家に対して企業経営に対するコーポレート・ガバナンス機能の発揮を求め、企業経営のコーポレート・ガバナンス強化を行おうとするものである。そのため、近時では、本コードと『日本再興戦略-改訂2004-』とセットになって政府は語るののであるが、はたしてこの2つは両輪の関係と言えるのかは、ここでの



これまでの論であきらかであろう。

## 7 スチュワードシップ・コードの本質

機関投資家自身が策定せず、規制機関が策定するコードに類するものは必要ない。今必要なのは、機関投資家自身、あるいは機関投資家が集まって統一指針を策定するコードあるいは原則である。そのため、本コードは、詳細にわたる内容を記載するのではなく、機関投資家自身がコードあるいは原則を策定するための手助けとなるもう一段も二段も強制力を持たない参考書にするか、あるいは機関投資家がコードあるいは原則を策定して実施した場合に、優遇政策を政府に求めるといった内容と方針にするべきであった。もちろん、本委員会の設立経緯や目的を考えると難しいのではあるが、本来、機関投資家の受託責任に関する事項を扱う場合、歴史的経緯や現実的問題を考慮しても、そのように扱うべきである。つまり、「機関投資家に対する責任を課したコーポレート・ガバナンス原則」という意味合いが濃く受託責任原則から若干逸脱し、コーポレート・ガバナンス原則の意味を理解せずに策定されたものであると言わざるを得ないのである。

コーポレート・ガバナンスは、一般企業に対して、企業競争力を向上させ、企業不祥事を減少させるという効果を持つ。当然、コーポレート・ガバナンスを求める先は一般企業に対してであり、原則は一般企業に対して適用される。一方、本コードは、機関投資家に対して、投資運用による収益力の向上と、一般企業のコーポレート・ガバナンス態勢強化を効果として挙げている。この投資家に対する投資運用による収益力の向上は、機関投資家ものぞむところであるが、一般企業のコーポレート・ガバナンス態勢強化を機関投資家はのぞんでいるのかは疑問である。もちろん、投資先企業のコーポレート・ガバナンス体制が強化され、企業競争力の強化と企業不祥事が防止されることにより、当該企業の業績その他が向上し、機関投資家に利益を生むという好循環は想像できる。ただ、そこま

で機関投資家がこの好循環を望んでいるかどうかは、懐疑的と言わざるを得ない。そのような状態で、機関投資家にこのような責任を負わせることは妥当ではない。

### 注

- 1 ここにおいて特にことわりのなき場合は、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『「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～（スチュワードシップ・コード）』からの公式発表文書による。
- 2 受託責任とは、1980年代のアメリカで確立した考え方であり、機関投資家自身が受託者の運用利益を最大化するためにおこなった経営努力のなかで生まれた概念である。それを、今日になり政府によって要請あるいは要求するのは受託者責任の本質を見誤っているか利用しているとしたか考えられない。
- 3 本質的に、企業経営あるいはこの場合の機関投資家の資産運用の考え方や実施に政府が口出すことを、極力控えなければならない。ただ、企業へのコーポレート・ガバナンス構築の実施については、最も効果的で効率的なのは、最終的に法制ではなく原則を策定し、企業に実施を促していく方法である。これをコーポレート・ガバナンス政策と呼ぶのである。政府が策定した成長戦略にコーポレート・ガバナンスが採用したことは、企業競争力の強化を促そうとする意図であり企業経営を萎縮させる効果のある政策を取られることもない。ただ、それを担保、もしくは裏付けるために、機関投資家に対してコーポレート・ガバナンス機能の発揮を半ば強制し、間接的に企業経営に縛りかけるのであれば、その部分については、誤ったコーポレート・ガバナンス政策なのである。
- 4 『「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～（スチュワードシップ・コード）』3-4ページ。
- 5 ここで問題となるのは、コーポレート・ガバナンス原則との関係および位置づけである。本コードは、機関投資家に対する受託者責任の存在を明確にして、企業経営に対するコーポレート・ガバナンス機能を機関投資家が負うことを明らかにしている。この両者は、似て非なる性質であり、今後、大きな問題となることが予想される。
- 6 小島大徳 [2004] 第4章「機関投資家のコーポレート・ガバナンス原則」を参照のこと。

## 参考文献

- 小島大徳 [2014a] 「経営者の辞任とコーポレート・ガバナンス」『国際経営論集』第47号, 神奈川大学経営学部, 35-44ページ.
- 小島大徳 [2014b] 「あれは十七世紀、株式会社の風景。」『麒麟』23号, 神奈川大学経営学部17世紀文学研究会, 64-46ページ.
- 小島大徳 [2013a] 「アジアにおけるコーポレート・ガバナンス統一」『国際経営フォーラム』第24号, 神奈川大学国際経営研究所, 31-38ページ.
- 小島大徳 [2013b] 「株式会社の『崩壊』と新会社制度の『創造』」『月刊金融ジャーナル』2014年1月号, 金融ジャーナル社, 38-39ページ.
- 小島大徳 [2010] 『株式会社の崩壊—資本市場を幻惑する5つの嘘—』創成社.
- 小島大徳 [2009] 『企業経営原論』税務経理協会.
- 小島大徳 [2007] 『市民社会とコーポレート・ガバナンス』文真堂.
- 小島大徳 [2004] 『世界のコーポレート・ガバナンス原則—原則の体系化と企業の実践—』文真堂.
- KOJIMA, Hiroto, 2007, *Principle of Corporate Governance*,

KokusaiKeieiRonshu, No33, Kanagawa University Faculty of Business Administration, pp. 11-31.

## 資料

- 日本政府 [2014a] 『「日本再興戦略」改訂2014-未来への挑戦-』
- 日本政府 [2014b] 『「日本再興戦略」の改訂～改革に向けての10の挑戦～』
- 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 [2014] 『「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～ (スチュワードシップ・コード)』

## コーポレート・ガバナンス原則

- Cadbury Report, 1992, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*.
- OECD, 1999, *OECD Principles of Corporate Governance*.
- OECD, 2004, *OECD Principles of Corporate Governance 2004*.