

## スチュワードシップ・コードと対話

2016.8.1 発行

### ガバナンス(企業統治)チェックへの動き

近年、日本でもガバナンス(企業統治)が注目され始めています。大手電機メーカーの粉飾決算や完成車メーカーの燃費不正問題など、ガバナンスの在り方が問われるようなニュースをしばしば目にする様になったと感じます。

こうしたガバナンスへの企業の取り組みを株主の視点からチェックしよう、という動きがあります。2014年2月に制定された「日本版スチュワードシップ・コード」がそれにあたり、運用会社などが企業と対話(エンゲージメント)を行うことにより、中長期的に投資家と企業の間で建設的で緊張感を持った関係を構築することが求められています。また、アベノミクスの「日本再興戦略(改訂 2014)」においても、企業の稼ぐ力を取り戻すためのガバナンス強化を掲げています。

そして、2015年6月には、企業のガバナンスへの取り組みを方向づける「コーポレートガバナンス・コード」が制定されました。「スチュワードシップ・コード」と「コーポレートガバナンス・コード」は法的拘束力に縛られない自主規制ですが、コンプライ・オア・エクस्पライン(Comply or Explain)の精神の下、原則を実施するか、さもなければ実施しない理由を説明するかを求めています。2つのコードが車の両輪として作用することで、ガバナンス強化が進むことが期待されているのです。

今回のコラムでは、投資家側のコードである「日本版スチュワードシップ・コード」を取り上げ、ポイントを整理していきます。

### 「日本版スチュワードシップ」とは？

英国で「スチュワードシップ・コード」の概念は誕生しました。リーマン・ショックの金融危機を深刻化させた背景に、金融機関によるガバナンスのチェックが不十分であったことが制定の理由となっています。「日本版スチュワードシップ・コード」も英国の「スチュワードシップ・コード」に日本独自の慣行などを加味して制定に至っています。因みにスチュワードは元来、執事、管財人を意味する英語です。

「日本版スチュワードシップ・コード」において、投資先企業の持続的な成長を促し、受益者のリターンを最大化することを目的に、以下の7つの原則を設けています。

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。
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。
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

当資料は、ホームページ閲覧者の理解と利便性向上に資するための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や売買推奨を目的とするものではありません。また、当サイトの内容については、当社が信頼できると判断した情報および資料等に基づいておりますが、その情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社は一切の責任を負いかねます。

## アナリスト・コラム

ため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

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。

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、議決権の行使も含め、ステ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、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テ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。

様々な観点から機関投資家の取るべき方向が記されており、従来から行ってきた議決権行使についても言及されています。これらを契機に、各議案について反対の行使を行っていなかった機関投資家が議決権ガイドラインを見直す動きも見られ始めています。

### 期待される対話(エンゲージメント)

最近、このコードのなかで注目されているのが、上記原則の 4. にある「目的を持った対話(エンゲージメント)」ではないでしょうか？対話を友好的に行

うことが企業のガバナンス意識改善につながり、結果として、企業価値向上に結び付くと考えられています。

対話のテーマとして取り上げられやすいのが、ROE(株主資本利益率)の改善などではないでしょうか？投資家は独自に企業に求めるROE水準を決めているケースが多く、各種のアンケートによれば、ROE8%以上を求める投資家が大半を占め、10%以上を期待する投資家もいるようです。企業とのミーティング時に、「ROEを8%以上にするために、どのような取組みをしていますか？」と質問するところから始まるので、企業側もそれほど抵抗なく話を展開できそうですね。

さらに踏み込んだ対話として、事業展開についての議論も考えられます。不採算部門からの撤退、収益性の低い多角化、過剰投資、などが論点になると思いますが、投資家は対話をする準備として、企業の事業内容や沿革などの事前勉強は必須であり、また、他企業の成功&失敗事例なども知っておく必要があり、比較的高度な対話力が求められます。不採算事業が創業時からの事業であったりすると、こうしたことを切り出すことすら難しいケースもあります。

「日本版ステュワードシップ・コード」が制定され2年以上経ち、年金基金などの運用会社の顧客が対話の成功事例を求める動きも出始めています。投資家・顧客など様々な立場から企業のガバナンス改善を促し、日本企業の稼ぐ力を取り戻すことに少しでも貢献していくことが期待されています。

調査部長  
(紙パ、その他製品、卸売担当)  
金井 紀人

当資料は、ホームページ閲覧者の理解と利便性向上に資するための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や売買推奨を目的とするものではありません。また、当サイトの内容については、当社が信頼できると判断した情報および資料等に基づいておりますが、その情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社は一切の責任を負いかねます。