

「企業と機関投資家との建設的な対話」に関する意見

2016年6月1日

富山和彦

2016年6月1日開催のステュワードシップ・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（第8回）への出席に代え、「企業と機関投資家との建設的な対話」を実現するために、「利益相反の現実の現れ方」、「議決権行使」、「委託者責任」、及び「ステュワードシップ活動の質的競争の促進」それぞれの在り方に関する意見を、下記のとおり提出致します。

記

総論：資本主義システムのインベストメントチェーンの根幹を正しく機能させるために

フィデューシャリー・デューティーは、資本主義システムをして国富とりわけ家計資産の蓄積に連関させるため、資金、なかでもリスクマネーの成長分野・事業への最適な資源配分を担保する根本的な社会規範である。

したがって、この根本規範をつかさどるステュワードシップ・コードの中身と適用のあり方は、現実の機能不全の現れ方を踏まえた上で、もっと厳しくかつ実態面をとらえたものであるべきである。

第1 利益相反の現実の現れ方 一個人への対処の必要性

利益相反とは、組織と組織（取引関係や親子関係）の間の利益相反だけでなく組織と個人との間のそれも含めて捉えるべきである。他人の資産を受託運用する立場にあるものは、機関もそこで働く個人も、アセットオーナーへのフィデューシャリー・デューティーをあらゆることに優先することをコード上、より明確化すべきである。

日本型雇用慣行（サラリーマンイズム>プロフェッショナルイズム）においては、親会社と子会社の微妙な関係、組織と個人の微妙な関係（組織の中の個人に働くインセンティブ）が存在している。そのような「カイシャ文化」の組織における利益相反性の現実的な現れ方は、多くの場合、親会社や組織の長による明示的な圧力よりも、子会社側あるいは個々のサラリーマン側の過剰な「付度」で行動が歪んで問題化する場合はほとんどである（実際に、昨今のデータ不正や不正会計はほとんどこのパターンで生じている）。その場合、組

織を単位として形式要件だけを整えても実効性がない骨抜き制度となりかねない。ゆえにコードとその運用という公的な外圧を現場の末端の個人レベルまで働かせることが最も有効だと考える。

そこで、例えば、利益相反に対する指針として、個々のアセットマネージャー（個人）にもコードにサインさせるのは一案である。（アセットマネージャーは医者や弁護士と同じ「プロ」であるべきで、一人のプロとしてスチュワードシップを表明してもらうのはむしろ自然なはず。）

第2 議決権行使 — 第三者へのアウトソースはスチュワードシップ活動の放棄

議決権行使については、議決権行使助言機関への丸投げは、コード上、許すべきではない。

フィデューシャリー・デューティーは、いわば機関投資家としての根幹的な義務である。そのため、一部外注が許されるのは、当該機関投資家はその気になればできることを工数や人数の問題で出来ない場合に限られる。

何らかの条件で投資対象を絞り込んだ上で、そこでは 自らエンゲージメント活動を行って、エンゲージメント能力を磨くのは当然であり、でなければ助言機関を評価することも不可能なはずである。

第3 資産保有者としての機関投資家 — 運用委託者のスチュワードシップ責任

「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）についても、委託先である「資産運用者としての機関投資家」に丸投げをするのではフィデューシャリー・デューティーを果たしたということとはできない。スチュワードシップ責任を果たすために自らコンプライアンス状況（またはエクスペイン）について開示するとともに、委託先を通じてエンゲージメント活動をするにとどまらず、委託先の活動の質・量の向上に努め、アセットオーナー（年金基金なら年金加入者）に対してその状況を定期的に開示すべきである。

第4 ピア・プレッシャーによる機関投資家間の健全な質的競争

金融庁が取りまとめている受入れ表明機関のリストに「コードの各原則に基づく公表項目」の公表を行ったウェブサイトが一覧されているが、リンク先をたどると記述内容には大きな差がみられる。受入れ表明の社数を増やすフェイズの次は、スチュワードシップ活動の

質的向上を継続的に促すフェイズを迎える。その際は、形式的なコンプライ表明やひな型的なエクспレインで良しとするのではなく、実質的に適切な活動をしているかをモニタリングできる公表内容であることが重要である。

そこで、各機関投資家による公表内容を横並びで比較可能にする必要がある。もとより、「対話」の回数自体や形式要件の充足数を競うものではないため、採点表にまとめるべきような性質ものではないが、受入れ表明していない機関も含め、各社の公表内容を一括で入手して見比べられるようにするだけでも、機関投資家の間での質的競争を促すピア・プレッシャーになる。

上記いずれも、形式要件を満たしながらも運用実態が骨抜きにされることを防ぎ、実効性を高めるために、特に「日本版」ならでのスチュワードシップ・コードにおいて必要な視点として意見提出いたします。

以上