

# 日本版スチュワードシップ・コードの改訂が アセットオーナーとアセットマネージャーの 関係に与えた影響

月 岡 靖 智

## 要 旨

本稿は、日本版スチュワードシップ・コードの改訂と再改訂が資産保有者としてのアセットオーナーと資産を受託し資産運用を行うアセットマネージャーの関係に与えた影響について論じる。改訂版コードにおいて、アセットオーナーとアセットマネージャーそれぞれに期待する役割が明示され、アセットオーナーはアセットマネージャーをモニタリングし、アセットマネージャーは投資先企業へのエンゲージメントを強化し利益相反の防止のための情報開示が求められるようになっている。コードの改訂は、コードの受け入れを表明するアセットオーナーの数を増加させ、アセットマネージャーのエンゲージメント回数の増加に寄与した可能性が考えられる。

キーワード：スチュワードシップ・コード (Stewardship code)、コーポレート・ガバナンス (Corporate governance)、ガバナンス改革 (Governance reform)、アベノミクス (Abenomics)、機関投資家 (Institutional investors)

## I はじめに

日本版スチュワードシップ・コードは、「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」として、2014年2月に公表されている。第2次安倍内閣は、日本経済の再興を目的として、2012年2月に内閣に「日本経済再生本部」を設置し、2013年6月に「日本経済再生本部」から「日本再興戦略-JAPAN is

BACK-」が公表されている。「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」の中で、日本企業と経済の再成長のために、コーポレート・ガバナンスを見直し、公的資金等の運用の在り方を検討することが挙げられている。コーポレート・ガバナンスに関する検討内容の1つが、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・コードである。

本稿は、日本版スチュワードシップ・コードの2度の改訂により、コードの内容にどのような変更や修正がなされたか、またその改訂が資産保有者であるアセットオーナーと資産運用者であるアセットマネージャーの関係にどのような影響を与えたかを論じる。本稿では、年金基金等の資産保有者をアセットオーナー、年金基金等から資産を受託し資産運用を行う投信・投信顧問会社等の運用機関をアセットマネージャーと定義する。日本版スチュワードシップ・コードは2014年2月26日に公表され、2017年5月29日に日本版スチュワードシップ・コード改訂版が、2020年3月24日に日本版スチュワードシップ・コード再改訂版が公表されている。

現在、日本を含む多くの国でスチュワードシップ・コードが導入されており、学術的にも少しずつであるが研究の蓄積がある。多くの先行研究は、スチュワードシップ・コードが企業価値にプラスの影響を与え、機関投資家の議決権行使行動を含むエンゲージメント活動を経営者を規律付ける方向に変化させていることを示している。

Nguyen and Shiu (2022) は、イギリスのスチュワードシップ・コード導入と改訂後のサンプル期間において機関投資家の持ち株比率と *Tobin's q* の間にプラスの関係を発見している。Shiraishi et al. (2022) は、スチュワードシップ・コードを導入していない国の企業と比較して、導入している国の企業の企業価値が機関投資家の持ち株比率が高いほど、コード導入後に上昇していることを報告している。Tsukioka (2020) は、日本において、コード導入後にコードを受け入れておりかつ貸出関係のない信託銀行と保険会社が、業績の低い企業の代表取締役選任議案に反対票を投じる傾向にあることを示

している。Sai, Tsukioka and Yamada (2023) は、日本において、コード導入と改訂後に、コードを受け入れているアセットマネージャーの持ち株比率が高い企業ほど、買収防衛策を継続または導入しない傾向にあることを発見している。

いくつかの先行研究は、スチュワードシップ・コードが企業価値等のパフォーマンス以外の変数にも影響を与えていることを報告している。Lu et al. (2018) および Routledge (2020) は、イギリスと日本において、機関投資家の持ち株比率と裁量的発生高の間に負の関係があり、会計数値の質（透明性）が向上していることを示している。Kim and Koh (2020) は、韓国において、コード導入後に国民年金基金の持ち株比率が高いほど株主還元率が増加し、一方で企業価値が減少していることを発見している。Bonacchi et al. (2022) は、コードを受け入れておりかつスチュワードシップ活動を積極的に行っている機関投資家の持ち株比率が高いほど、ESG に関するパフォーマンスが改善していることを報告している。

一方で、アセットマネージャーと投資先企業間の取引関係がアセットマネージャーから投資先企業のエンゲージメントを弱める傾向にあることが知られている。Brickley, Lease and Smith (1988, 1994) は銀行と保険会社が経営者提案の買収防衛策に賛成票を投じる傾向にあることを発見している。Davis and Kim (2007) は資産運用会社が取引関係のある企業の株主総会における株主提案議案に反対票を投じる傾向にあることを発見している。

エージェンシー理論に従えば、アセットオーナーはプリンシパルであり、アセットマネージャーはエージェントであり、エージェントはプリンシパルの利益を犠牲にし自身の利益を優先する行動をとる可能性がある。つまり、アセットマネージャーは、アセットオーナーの利益を犠牲にし自身の利益を優先する可能性があり、アセットオーナーとアセットマネージャーの間にはエージェンシー問題が発生していると考えられる。アセットオーナーとアセットマネージャー間のエージェンシー問題は、スチュワードシップ・コードを改訂する際に議論されており、我が国の大手のアセットマネー

ジャーが大手金融機関の系列会社であることも鑑み、改訂においてエージェンシー問題を緩和するようコードの変更が設計されている。

その結果、2017年のコード改訂において、原則1に追加された指針1-3から1-5は、アセットオーナーに対してアセットマネージャーへのモニタリング強化を要請している。原則2に追加された指針2-3と2-4は、アセットマネージャーに対してアセットオーナーへの利益相反の防止強化を要請している。さらに、原則5で改訂された指針5-3は、アセットマネージャーに対して個別議決権行使結果の公表というさらなる情報開示を要請し、透明性の向上を図っている。これらアセットオーナーとアセットマネージャー間のエージェンシー問題の緩和を企図した内容変更に伴い、オリジナル版と比較して、改訂版におけるアセットオーナーとアセットマネージャーに関連する語句の出現回数は急増している。また、コード受け入れ機関数にも変化がみられ、コード導入後は投信・投資顧問会社の受け入れ機関数の増加率が顕著であったが、コード改訂後は受け入れ年金基金数の増加率が投信・投資顧問会社のそれを上回っている。最後に、アセットマネージャーから投資先企業へのエンゲージメント回数もコード改訂後、増加傾向にある。

これらのことは、改訂版コードがアセットオーナーとアセットマネージャーに期待する役割を明確にし、アセットオーナーによるアセットマネージャーへのモニタリング強化を要請し、アセットマネージャーのさらなる情報開示と利益相反の抑制を図っていることを示している。さらに、改訂版における、アセットオーナーへのアセットマネージャーに対するモニタリング強化の要請は、アセットオーナーもコードの対象であり、アセットマネージャーとのエージェンシー問題を再認識させ、アセットオーナーのコード受け入れの表明を促進した可能性がある。最後に、アセットオーナーからアセットマネージャーへのモニタリング強化は、アセットマネージャーから投資先企業へのエンゲージメント強化を促進している可能性が示されている。

本稿の構成は以下の通りである。第2節でコード改訂による変更内容と関連語句の出現回数、コードを受け入れている機関数の推移とその内訳、ア

セットマネージャーのエンゲージメント回数の推移について詳述し、コード改訂の影響について論じる。第3節はおわりにである。

## II 分析結果

### 2.1 日本版スチュワードシップ・コードの改訂と再改訂による変更点

本項では、2017年の日本版スチュワードシップ・コードの改訂と2020年の日本版スチュワードシップ・コードの再改訂による主な変更点を概観する。表1は、2017年の日本版スチュワードシップ・コードの改訂と2020年の日本版スチュワードシップ・コードの再改訂における主な変更点について示している。

2017年の改訂による主な変更点は以下の通りある。まず、原則1に追加された指針1-3、1-4および1-5は、アセットオーナーにアセットマネージャーへのモニタリングの強化を要請している。次に、原則2に追加された指針2-3および2-4は、アセットマネージャーにアセットオーナーとの間の利益相反の防止強化を要請している。さらに、原則5において改訂された指針5-3は、アセットマネージャーである運用機関に対して個別議決権行使結果の公表を要請することで、透明性の向上を促すものである。これらの変更は、コード改訂がアセットオーナーとアセットマネージャー間のエージェンシー問題の緩和を目的としていることを示している。

その他の変更点としては、指針4-2および4-4が追加され、運用規模の顕著な拡大がみられるパッシブ型運用への投資先企業に対するエンゲージメントの強化要請や、アセットマネージャーによる集団エンゲージメントに関しても言及されている。日本においては芹田・月岡・花枝（2022）が示すように、近年、公募型投資信託に占めるパッシブ型ファンドの比率が高水準にあり、コードはパッシブ型ファンドにも投資先企業へのエンゲージメント強化を要請している<sup>1)</sup>。

1) Lewellen and Lewellen (2022) は、パッシブ型ファンドは投資先企業に対するエンゲージメントを行うインセンティブを有していることを信託報酬の観点から示してい

最後に新設された指針 5-5 は、議決権行使助言会社のスチュワードシップ責任が明確化し、大手議決権行使助言会社やその他サービスを提供する会社に対してもスチュワードシップ責任を果たすよう要請している。McCahery, Sautner and Starks (2016) は、ファンドマネージャーの多くが議決権行使助言会社の助言を参考に議決権行使を行っているとする調査結果を報告している。月岡 (2022) は、日本の大手アセットマネージャーが公表する個別議決権行使結果をもとに彼らの議決権行使行動と大手議決権行使助言会社 Glass Lewis の推奨の間の一致率が高いことを発見している。

2020年の再改訂において、まず原則 1、5 および 7 で修正がなされて、指針 4-2 が新設されている。これらの修正された原則と新設された指針は、アセットオーナーとアセットマネージャーに ESG やサステナビリティを考慮したスチュワードシップ責任を果たすことを要請している。加えて、修正された原則と新設された指針は、すべてのアセットマネージャーやアセットオーナーが一律にコードを履行するよう要請するものではなく、それぞれの属性や状況に応じてスチュワードシップ責任を履行するよう要請しているとする一文が加えられている。これは、コードが one-size-fits-all approach をとっていないことを明確化するためであると考えられる。次に、指針 5-5 は廃止され、原則 8 が新設されている。新設された原則 8 は、議決権助言会社等の資産運用および議決権行使等サービス会社にもスチュワードシップ責任を考慮したサービスを行うよう要請している。

---

る。また、Appel, Gormley and Keim (2016) および Schmidt and Fahlenbrach (2017) などは、米国においてパッシブ型ファンドの運用規模増加が拡大傾向にあることを示しているが、パッシブ型ファンドが投資先企業のパフォーマンスとガバナンスに与える影響を分析した実証結果はまちまちである。

表1 日本版スチュワードシップ・コードの改訂と再改訂による主な変更点

パネルA 日本版スチュワードシップ・コードの改訂による主な変更点		
原則	変更点	主な変更内容
1	指針 1-3、1-4、 1-5 の新設	アセットオーナーの果たすべきスチュワードシップ責任の明確化（アセットマネージャーに対するモニタリング強化の要請）
2	指針 2-3、2-4 の新設	アセットマネージャーに対してアセットオーナーとの間の利益相反の防止強化の要請
3	なし	
4	指針 4-2 の新設 指針 4-4 の新設	パッシブ運用に対するエンゲージメント強化の要請 集团的エンゲージメントに関する言及
5	指針 5-3 の改訂  指針 5-5 の新設	機関投資家に対して個別議決権行使結果公表の要請（アセットオーナーに対する活動の透明性向上のために） 議決権行使助言会社に対してスチュワードシップ責任を明確化
6	なし	
7	なし	
パネルB 日本版スチュワードシップ・コードの再改訂による主な変更点		
原則	変更点	主な内容
1	指針修正	ESG 要素を含むサステナビリティを考慮したスチュワードシップ活動の要請と one-size-fits-all approach ではなく機関投資家の規模や能力に応じたスチュワードシップ活動の要請
2	なし	
3	なし	
4	指針 4-2 の新設	機関投資家に対して投資先企業へのサステナビリティに関するエンゲージメントに関して、投資先企業の企業価値向上と持続的成長に結びつくエンゲージメントの要請
5	指針 5-4 の修正  指針 5-5 の削除	機関投資家が議決権行使助言会社のサービスを用いる際の注意 点の追加 議決権行使助言会社の果たすべきスチュワードシップ責任は原則 8 に移行
6	なし	
7	原則と指針の修 正	「運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき」スチュワードシップ責任を果たすことを要請
8	新設	議決権助言会社等の資産運用および議決権行使等サービス会社にもスチュワードシップ責任を果たすことを要請

出所：筆者作成

## 2.2 コード改訂による関連語句の出現回数の推移

表2は、日本版スチュワードシップ・コードのオリジナル版とその改訂版、再改訂版における、単語の出現回数を示している。前項で述べたコード改訂の影響から、日本語版において、オリジナル版から改訂版にかけてアセットマネージャーに関連する単語の出現回数が8回から32回に急増していることがわかる。アセットオーナーに関連する単語の出現回数も7回から13回に増加している。英語版においては、オリジナル版から改訂版にかけて「asset managers」の出現回数は7回から25回に、「asset owners」の出現回数は7回から17回に急増している。その後の再改訂版の日本語版において、改訂版から再改訂版にかけてアセットマネージャーの出現回数が32回から34回に微増していることがわかる。アセットオーナーの出現回数も13回から17回に微増している。英語版においては、改訂版から再改訂版にかけて「asset managers」の出現回数は25回から29回に、「asset owners」の出現回数は17回から23

表2 日本版スチュワードシップ・コードにおけるアセットオーナーとアセットマネージャー関連語句の出現回数

パネルA 日本版スチュワードシップ・コードにおける関連語句の出現回数						
	機関投資家		アセットマネージャー (資産運用者・運用機関 含む)		アセットオーナー (資産保有者含む)	
	出現回数	変化率	出現回数	変化率	出現回数	変化率
オリジナル版	87		8		7	
改訂版	91	4.6%	32	300.0%	13	85.7%
再改訂版	112	23.1%	34	6.3%	17	30.8%

パネルB 日本版スチュワードシップ・コード英語版における関連語句の出現回数						
	institutional investors		asset managers		asset owners	
	出現回数	変化率	出現回数	変化率	出現回数	変化率
オリジナル版	88		7		7	
改訂版	98	11.4%	25	257.1%	17	142.9%
再改訂版	124	26.5%	29	16.0%	23	35.3%

出所：筆者作成



回に微増している。

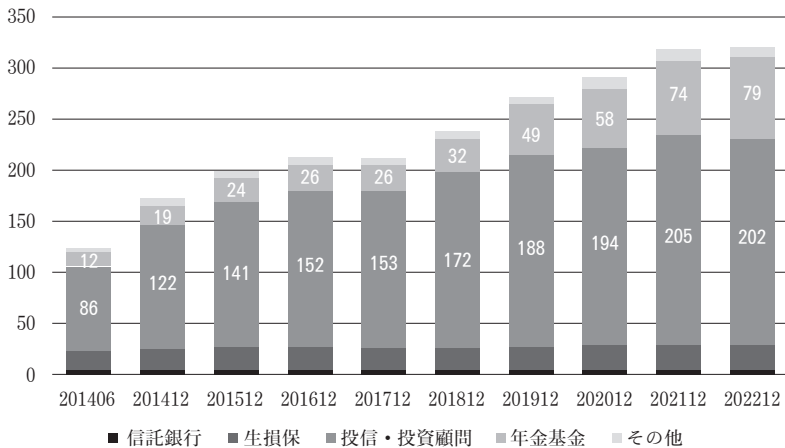
これらのことは、日本版スチュワードシップ・コードが、2017年改訂版以降、アセットオーナーとアセットマネージャーを区別しそれぞれにその役割にあったスチュワード責任を果たすよう要請する内容となったことと対応している。一方で、コードのオリジナル版においてアセットオーナーとアセットマネージャーをそれほど区別することなく機関投資家として取り扱っていた可能性が高いことを示している。

### 2.3 日本版スチュワードシップ・コード受け入れ機関数の属性別推位

図1は、コード受け入れ機関数の推移を属性別に示している。日本版スチュワードシップ・コード導入以降、コード受け入れ機関数は一貫して増加傾向にある。ただし、その内訳はまちまちである。大手の信託銀行と生命保険・損害保険会社は、コード導入と同時に受け入れを表明した会社が多く、コードを受け入れている信託銀行と生命保険・損害保険会社数は横ばいである。一方で、コードを受け入れている投信・投資顧問会社数は、コード導入から改訂までは増加傾向（86から152）にあり、改訂後に再び増加したが、近年増加率は低下しており、2022年12月では前年比で減少に転じている。コードを受け入れている年金基金数は、コード導入直後は、国家公務員共済組合連合会や年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）等の公的年金基金が中心であったため微増でありそれほど多くなかったが、2017年の改訂後は、個別の企業年金基金も受け入れを表明するようになり、大幅に増加している。2017年12月から2022年12月までのコードを受け入れている年金基金数の変化率は204%であり、同期間のコードを受け入れている投信・投資顧問会社数の変化率である32%を大幅に上回っている。

これらのことは、アセットオーナーが、コード導入当初はコードの対象は主に資産を受託し運用しているアセットマネージャーであると考えていたが、コード改訂により、アセットオーナーとのエージェンシー問題が認識され、アセットマネージャーをモニタリングする必要が認識された可能性を示唆し

図1 コード受け入れ機関数の推移



出所：金融庁の公開するコードの受け入れを表明した機関投資家のリストをもとに筆者作成

ている。

#### 2.4 アセットマネージャーの投資先企業に対するエンゲージメント回数の変化

表3は、Hidaka, Ikeda and Inoue (2023) と林・木村・井上 (2023) で示されている7社の資産運用会社のエンゲージメント回数の平均値を示している。Hidaka, Ikeda and Inoue (2023) と林・木村・井上 (2023) は7社からエンゲージメント回数やその内容、エンゲージメント回数についての提供を受け、分析を行っている。

表3は、7社すべての機関投資家が2017年度比でその後のエンゲージメント回数を増加させていることを示している。また、Hidaka, Ikeda and Inoue (2023) は、データの提供を受けた3社のうち2017年以前のエンゲージメント回数のデータを取得できた1社では、2017年を境にエンゲージメント回数が急増していることを示している。

これらのことは、コード改訂によりアセットオーナーからアセットマネー

ジャーへのモニタリングが促進された結果として、アセットマネージャーがエンゲージメント回数を増加させた可能性が考えられる。Sai, Tsukioka and Yamada (2023) はアセットオーナーからアセットマネージャーへのモニタリングの強化の間接的証拠として、コード改訂後にコードを受け入れているアセットマネージャーの持ち株比率が高い企業ほど買収防衛策を有していないとする結果を示している。

表3 機関投資家によるエンゲージメント回数の推移

投資家	X	Y	Z	A	B	C	D
2017	121	61	651	110	57	220	54
2018	236	75	771	208	75	379	144
2019	225	112	900	179	109	414	136
2020				152	111	347	137

出所：Hidaka, Ikeda and Inoue (2023) と林・木村・井上 (2023) の記述統計を基に筆者作成

### III おわりに

「日本再興戦略」のもとガバナンス改革の一環として2014年に日本版ステュワードシップ・コードが導入され、2017年と2020年に2度の改訂が行われている。本稿は、コードの改訂が、アセットオーナーとアセットマネージャーの関係に与えた影響を論じる。

2017年のコード改訂において、原則1に追加された指針1-3から1-5は、アセットオーナーに対してアセットマネージャーへのモニタリング強化を要請している。原則2に追加された指針2-3と2-4は、アセットマネージャーに対してアセットオーナーへの利益相反の防止強化を要請している。さらに、原則5で改訂された指針5-3は、アセットマネージャーに対して個別議決権行使結果の公表というさらなる情報開示を要請し、透明性の向上を図っている。これらアセットオーナーとアセットマネージャー間のエージェンシー問題の緩和を企図した内容変更に伴い、オリジナル版と比較して、改訂版におけるアセットオーナーとアセットマネージャーに関連する語句の出現回数の

増加率は最大300%である。また、コード受け入れ機関数にも変化がみられ、コード導入後は投信・投資顧問会社の受け入れ機関数の増加が顕著であったが、コード改訂後は受け入れ年金基金数の増加率が投信・投資顧問会社のそれを上回っている。最後に、アセットマネージャーから投資先企業へのエンゲージメント回数も改訂後、増加傾向にある。

これらのことは、改訂版コードがアセットオーナーとアセットマネージャーに期待する役割を明確にし、アセットオーナーによるアセットマネージャーへのモニタリングを強化およびアセットマネージャーのさらなる情報開示と利益相反の抑制を図っていることを示している。さらに、改訂版における、アセットオーナーへのアセットマネージャーに対するモニタリング強化の要請は、アセットオーナーもコードの対象であり、アセットマネージャーとのエージェンシー問題を再認識させ、アセットオーナーのコード受け入れ表明を促進した可能性がある。最後に、コード改訂によるアセットオーナーからアセットマネージャーへのモニタリング強化の促進は、アセットマネージャーから投資先企業へのエンゲージメントを強めた可能性が示されている。

ただし、本稿で論じた内容、特にコード改訂がアセットオーナーとアセットマネージャーの間のエージェンシー問題を緩和した可能性に関しては仮説である。コード改訂がアセットオーナーのアセットマネージャーへのモニタリングを強化したかどうか、どういった場合にアセットオーナーのアセットマネージャーへのモニタリングが有効に機能するのか等の実証的検証が必要である。

(筆者は関西学院大学商学部准教授)

#### 参考文献

- [1] 芹田敏夫・月岡靖智・花枝英樹 (2022) 「パッシブ運用がコーポレート・ガバナンスに及ぼす影響」現代ファイナンス、第44巻、57-93頁。
- [2] 月岡靖智 (2022) 「機関投資家の議決権行使行動と議決権行使助言会社の推奨の一致度合い」商学論究、第70巻第1・2号、107-119頁。

- [3] 林可欣・木村遥介・井上光太郎 (2023) 「機関投資家のESエンゲージメントの選択と効果」日本ファイナンス学会第31回大会。
- [4] Appel, I. R., Gormley, T. A., & Keim, D. B. (2016). Passive investors, not passive owners. *Journal of Financial Economics*, 121 (1), 111-141.
- [5] Bonacchi, M., Klein, A., Longo, S., & Strampelli, G. (2022). *The effects of credible voluntary disclosures: institutional investor engagement and investees' ESG performances* (Working Paper No. 622). European Corporate Governance Institute-Law.
- [6] Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith Jr, C. W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.
- [7] Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith Jr, C. W. (1994). Corporate voting: Evidence from charter amendment proposals. *Journal of Corporate finance*, 1(1), 5-31.
- [8] Davis, G. F., & Kim, E. H. (2007). Business ties and proxy voting by mutual funds. *Journal of Financial Economics*, 85(2), 552-570.
- [9] Hidaka, W., Ikeda, N., & Inoue, K. (2023). Does engagement by large asset managers enhance governance of target firms?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 77, 101932.
- [10] Kim, Y. K., & Koh, Y. (2020). Effects of public pension funds and stewardship code on dividends and firm value: evidence from national pension service of Korea. *Asia Pacific Business Review*, 26(4), 453-477.
- [11] Lewellen, J., & Lewellen, K. (2022). Institutional investors and corporate governance: The incentive to be engaged. *The Journal of Finance*, 77(1), 213-264.
- [12] Lu, C., Christensen, J., Hollindale, J., & Routledge, J. (2018). The UK stewardship code and investee earnings quality. *Accounting Research Journal*, 31(3), 388-404.
- [13] McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, 71(6), 2905-2932.
- [14] Nguyen, N. H., & Shiu, C. Y. (2022). Stewardship, institutional investors monitoring, and firm value: Evidence from the United Kingdom. *Journal of Multinational Financial Management*, 64, 100732.
- [15] Routledge, J. (2020). Stewardship regulation and earnings quality: evidence from Japan. *Accounting Research Journal*, 33(3), 543-559.
- [16] Sai, M., Tsukioka, Y., & Yamada, K. (2023). *Does monitoring of asset owners accelerate engagement by asset managers? Analysis of antitakeover provisions of Japanese listed companies* (Working Paper No. 4558912). SSRN.
- [17] Schmidt, C., & Fahlenbrach, R. (2017). Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value?. *Journal of Financial Economics*, 124(2), 285-306.
- [18] Shiraishi, Y., Ikeda, N., Arikawa, Y., & Inoue, K. (2022). *Stewardship code, institutional investors, and firm value: International evidence* (Working Paper No. 3462453). SSRN.

- [19] Tsukioka, Y. (2020). The impact of Japan's stewardship code on shareholder voting. *International Review of Economics & Finance*, 67, 148-162.