



積極的なスチュワードシップの推進がもたらす変化

John Tsai

アジア地域コア株式チーム・ヘッド、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

スチュワードシップ・コード（機関投資家の行動規範）の受け入れを表明したアジアのアセットオーナーや資産運用会社が増えています。私たちイーストスプリングは、投資先企業との対話を含めたスチュワードシップ・コードのベストプラクティス（最善策）を見出しています。投資先企業から提供された視点は、私たちのスチュワードシップ・コードに取り組む姿勢を形成し、投資プロセスを強化するのに役立っています。

スチュワードシップとは、一般的に「自分が担当するものに対して責任を持って管理すること」と定義されています。投資の世界では、機関投資家が既存の投資先や潜在的な投資先に対して影響力を行使し、株主にとっての長期的な価値を最大化することを意味します。2008年の世界金融危機以降、責任ある投資活動と持続可能な価値創造への要求の高まりを反映して、新たな投資家向けのスチュワードシップ・コード（機関投資家の行動規範）が世界中で生まれています。

国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（ICGN）の「グローバル・スチュワードシップ原則」やOECDの「スチュワードシップ・コード」など、いくつかの世界的なスチュワードシップ・コードが存在しています。

同様に、ローカルなスチュワードシップ・コードも20か国以上で発表されています。アジア太平洋地域では、オーストラリアとニュージーランドが、積極的なスチュワードシップとエンゲージメント（企業との対話）の推進面でリードしています。また国連によるESGにフォーカスした機関投資家の行動規範である責任投資原則（PRI）の署名機関数においては、その他のアジア地域でも増加しています¹。現在までに同地域の270機関が署名をしており、中国だけでも2019年から20年にかけて署名機関数は+77%と急増しています²。

共通のスチュワードシップ・ツール

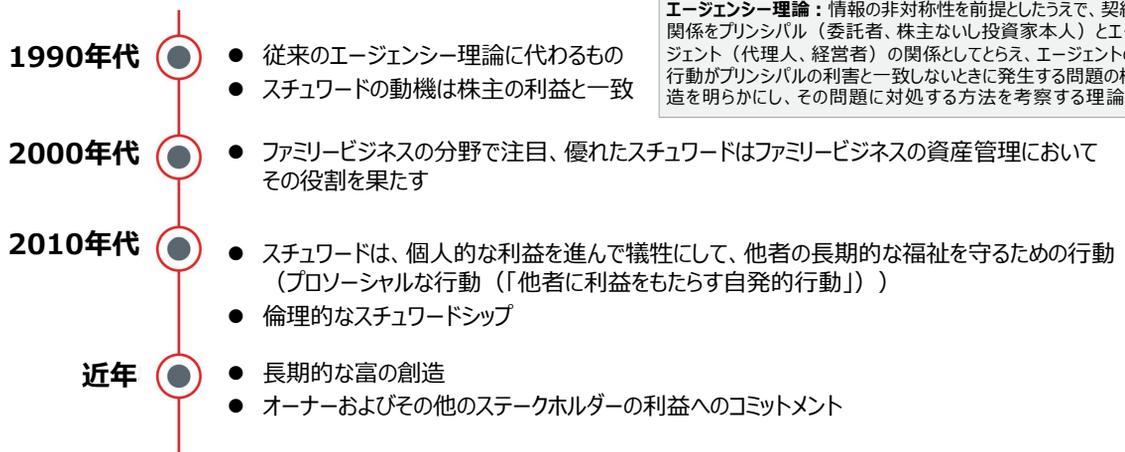
前述のICGNの「グローバル・スチュワードシップ原則」³は、国際的に参照されるベンチマークとしての役割を果たしています。その中でも、積極的なスチュワードシップのためのツールとしては、エンゲージメント、議決権行使、持続可能な事業活動に関する報告書などがよく用いられます。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

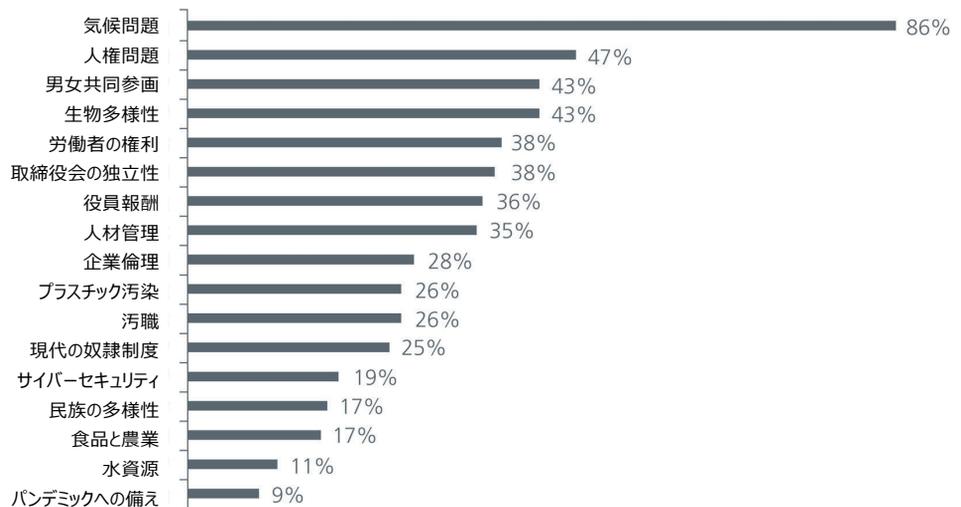
(参考 1) : コーポレート・スチュワードシップに関する概念や理論の変遷



エージェンシー理論：情報の非対称性を前提としたうえで、契約関係をプリンシパル（委託者、株主ないし投資家本人）とエージェント（代理人、経営者）の関係としてとらえ、エージェントの行動がプリンシパルの利害と一致しないときに発生する問題の構造を明らかにし、その問題に対処する方法を考察する理論。

出所：Stewardship Asia Centre（2020年）

(参考 2) : 投資家が重視するエンゲージメントのテーマ



出所：ISSによる2021年のESG調査（133の投資家が参加）

エンゲージメントとは、投資家が既存または潜在的な投資先企業と定期的に対話を行い、ESGの実践、持続可能性の成果、または開示情報の改善を推進することを指します。実際、ESGの問題は、ほとんどのエンゲージメント議題に含まれる傾向があります。ISS ESGによって行われた最近の調査は、気候へのエンゲージメントが重要な優先事項であることが明らかになりました。

議決権行使もスチュワードシップ・コードの具体的なアプローチ手法として注目を集めています。委任状による議決権行使は、機関投資家が企業の年次総会で提案された取締役選任、役員報酬、決議事項などの特定の事項に投票するために利用されることが多くなっています。これにより、株主は企業の経営、環境・社会・ガバナンス（ESG）の方針に影響を及ぼすことができ、企業の取締役会に対して、その企業のアカウントビリティ（説明責任）を果たすよう要求することができます。また、意見書の作成は、企業のコーポレート・ガバナンスに対する不満を表明したり、変革を働きかけるために活用されています。

スチュワードシップがESGインテグレーション*を強化

* 投資プロセスにESGの要素を組み込む投資手法

私たちは、スチュワードシップは投資プロセスにおけるESG要素の取り込みを補完する戦略と考えています。最も優れたスチュワードシップ活動は、投資対象企業との対話を含むものです。企業から提供される視点は、私たちのスチュワードシップ・コードに取り組む姿勢を形成し、これは投資と意思決定のプロセス強化につながるからです。

例えば、私たちコア株式チームでは、「AEM : Analyse, Engage, Monitor」というアプローチを採用し、ESGの要素を投資プロセスに組み込んでいます。企業の収益性、キャッシュフロー、ビジネスの持続性に影響を与える環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）の問題点を調査し、米サステナビリティ会計基準審議会（SASB）の枠組みを適用し、社内外のリソースを活用して企業分析を行っています。

このアプローチは、投資家として長期的な株主価値の創造と企業の持続可能なビジネス活動を促進するものであり、私たちは、投資先企業とコミュニケーションを図り、問題を理解するように努めています。

また、投資対象企業に対する積極的かつ十分な情報に基づいた議決権行使の方針は、スチュワードシップの責任と投資プロセスの不可欠な部分であると考えています。議決権行使は基本的な投資活動と切り離すことができないため、私たちの顧客（受益者）の利益の妨げになる場合を除き、対象企業すべての決議事項に議決権を行使します。この体系的なプロセスには、当社のサステナビリティ目標への効果的な関与とモニタリングを可能にする徹底した文書化も含まれています。

前述のSASBの枠組みを活用した私たちコア株式チームの企業分析内容は会社固有のESGデータベースに組み込まれています。また、このチームでは社内の責任投資専門家チームと協力して自社のスチュワードシップとESGポリシーの監督と推進を担当しています。この社内グループは、ESGポリシーの策定を支援し、社外のより広範な投資専門家グループとの窓口となり、これらのグループの提唱する構想に賛同する社外のメンバーとの関係強化に努めています。

現時点における限界

アジア・コーポレート・ガバナンス協会（ACGA）が発表したコーポレート・ガバナンス調査結果である2020年版「コーポレート・ガバナンス・ウォッチ（CG Watch）」によると、複数カテゴリーの中でも、スチュワードシップ・コードの実施や投資先とのエンゲージメントへの取り組み意志とその能力などを考慮した“投資家”カテゴリーの評価が最低スコアとなっています。これは、いくつかの制約要因を考えれば、驚くべきことではありません。

これらの要因の中でも特に重要なものは、規範の遵守に向けた規制当局による強制力と監視力の欠如です。これは、ほとんどの規範が「自主的なもの」であったり、法律と異なり強制力を持たないが、受け入れない場合はその理由の説明が求められる「コンプライ・オア・エクスプレイン」（遵守か説明か）の形式を採っていることに起因しており、大きな課題となっています。

スチュワードシップ・コードを遵守する機関投資家は、同業他社との差別化を図ることができます。一方でスチュワードシップ・コードを受け入れ、実施することのメリットを疑問視する機関投資家も少なくありません。実際、スチュワードシップ・コードが投資先企業のESGパフォーマンスの向上に与える影響の評価は、ESGへの影響をどのように測定・定量化するのが最善かという議論が続く中で、さらに困難なものとなっています。

また、受益者にとってのスチュワードシップ・コードによる価値創造が不確実なものであることから、機関投資家がスチュワードシップ活動のためにリソースを投入する意志の欠如が見受けられます。

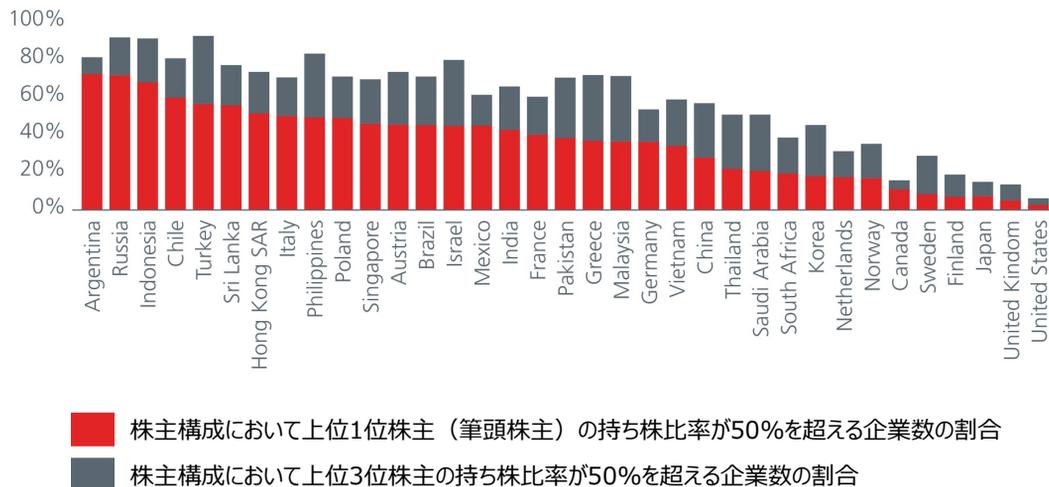
もう一つの大きな問題は、企業の株式保有構造です。アジアでは、上場企業の支配株主の多くは同族、国家、その他の企業に偏っており、保有する議決権を通じて企業のガバナンスを実際に、または事実上支配している場合が多いのが実情です。このような一部の支配株主による集中的な保有構造は株主として企業の意思決定に影響を与える大きな力を持っていることを意味し、したがってスチュワードシップ活動の有効性を限定的なものにしてしまうことに繋がります。

機関投資家による株式保有割合も重要です。同水準は米国では80%、英国では68%という高い水準であるのに比べ、アジア太平洋地域の市場ではその半分にも満たない水準となっています⁴。さらに、政府が支配株主である場合、機関投資家は会社の議案に対して反対票を投じることに抵抗があるかもしれません。したがって、効果的なスチュワードシップ活動の推進は、アジア太平洋地域の各国で課題となっています。

(参考 3) : 各国株式市場における支配的株主の集中度合い

以下は、各国市場の上場企業総数に占める上位1位株主（筆頭株主）、および上位3位株主の持ち株比率が50%を超える企業数の割合を示したものです。

(該当企業数の割合)



出所：Morgan Stanley Research による"China Macro & Strategy – China's Regulatory Reset"（2021年8月）

基本的なプロセスとなる

スチュワードシップ・コードを効果的に推進するには現時点では限界がありますが、資産運用会社を中心とするインベストメント・スチュワードシップは、いずれ資産運用会社の基本的なプロセスになると考えています。資産を預けている世界中の機関投資家は、資産運用会社が投資先企業と積極的に関わり、ESGエンゲージメントを主導することを望むようになっていきます。

実際、機関投資家の国際団体、国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（ICGN）は、スチュワードシップ活動の更なる推進に向けた政策提言を行っています。これを実現するためには、スチュワードシップ活動のもたらす価値を定量化し、スチュワードシップに基づいて運用会社を差別化するための基準を開発する必要があります。そのため、資産運用会社のスチュワードシップ・モデルは時間とともに進化し、投資先企業の課題と保有するポートフォリオのリスクの両方に効果的に機能することが期待されます。

データ出所

1. PRI stands for Principles for Responsible Investment
2. <https://www.issgovernance.com/file/publications/iss-esg-stewardship-excellence-engagement-2021.pdf>
3. <https://www.icgn.org/sites/default/files/00.08%20Revised%20Global%20Stewardship%20Principles.pdf>
4. STEWARDSHIP 2.0, Awareness, Effectiveness, and Progression of Stewardship Codes in Asia Pacific by CFA Institute

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。