

# パッシブ運用拡大における エンゲージメントの促進

ー GPIFのステュワードシップ責任に対する  
改訂G20/OECDコーポレートガバナンス原則と  
英国ステュワードシップ・コードの示唆 ー

2024年1月12日（金）

慶應義塾大学 総合政策学部

4年 石井優人

# 発表の概要

## ① 課題設定

### パッシブ運用の拡大

低頻度  
売買

低コスト

相  
性

## ②

### エンゲージメント

重要性増

コスト大

企業・投資家の  
距離拡大



## ④

### GPIFについて

将来世代への  
責任

サステナ  
ビリティ

## ⑤

### 日本への示唆と外部環境

物価目標、資産運用、スタートアップ  
持続可能性、インパクト加重会計 など

## 議論

## ③

### 諸外国の参考事例

OECD  
原則

UKSS  
コード

SS活動評価、非財務情報開示、  
協働エンゲージメント

# 1. パッシブ運用の拡大

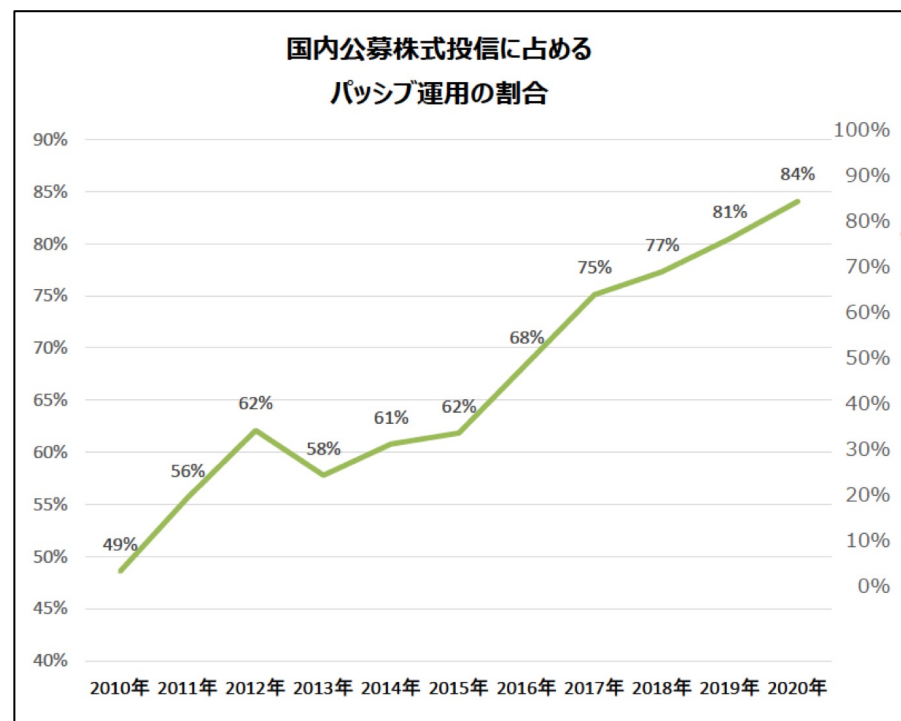
## パッシブ運用

= 株価指数に連動した運用成績  
をめざす投資手法（拡大傾向）

ex. TOPIX, S&P500, BE500

## メリット

- ・ 低コストでの運用が可能
- ・ 暴落時でも市場平均を下回ることが少ない
- ・ 投資家の腕に左右されにくい



出所) 経済産業省 (2020)、p. 25。

## 2. エンゲージメント

### エンゲージメントとは・・・

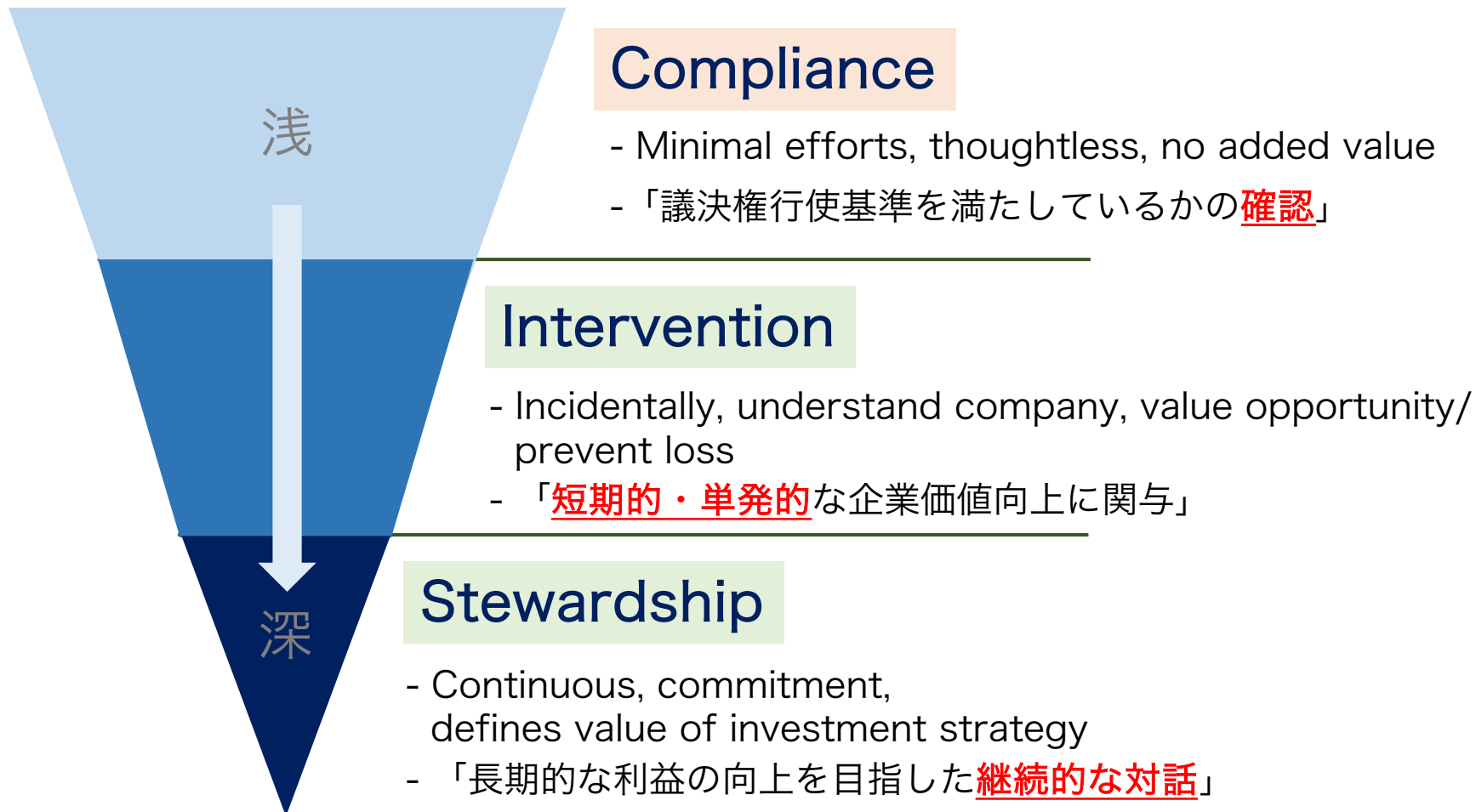
「機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほかサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るべきである。」（JPSSコード 指針1-1）



（要素分解）

- **手段** エンゲージメント（≡「目的を持った対話」）など
- **目的** 顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大
- **前提** 投資先企業やその事業環境等に関する深い理解  
サステナビリティ（中長期的な持続可能性）の考慮

## 2. エンゲージメント ～Winter (2011)の分類



## 2. エンゲージメント ～具体的な障害

「仲介機関の誕生が投資先企業と機関投資家との距離を却って広げてしまった」

### 1. フリーライダー の存在

- ・ エンゲージメントの果実（＝投資リターン向上）は当該銘柄を保有する全ての投資家が享受できる

### 2. 法的規制

- ・ 「協調行動」を規制する米国証券取引法第13条(d)は対話を阻害する可能性（SECによる例外規定も）

### 3. 流動性

- ・ 流動性が高ければ企業は、企業に介入を避け容易に撤退

### 4. インセンティブ の欠如

- ・ 不等式「エンゲージメントのコスト > エンゲージメントによるパフォーマンス向上」が成立しがち

## 2. エンゲージメント ～Otsuka (2019) ・ 大塚 (2021b) 案

Otsuka (2019) ・ 大塚 (2021) →ヘッジファンドに注目

	強み	弱み
アクティビスト・ヘッジファンド	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ <u>法規制が少ない</u></li> <li>・ 個別企業のリサーチが得意</li> <li>・ 企業に対し十分なブロックサイズの取得が可能で、</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 短期主義に陥りがち</li> <li>・ 活動が破壊的になる場合も</li> </ul>
パッシブファンド等の機関投資家	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ <u>透明性の高い議決権行使方針に基づく提案の精査が可能</u></li> <li>・ 大きな議決権を背景にPF企業全体に圧力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 個別企業のリサーチに消極的</li> </ul>

➡ 両者が自身の強みで互いの弱みを補い合う形での協働

注) Otsuka (2019, p.313-317)、大塚 (2021b, p.150-158) を参照。  
ブロックサイズとは「保有株式の大きさ」のこと。

# 3. 海外事例① ～G20/OECD コーポレートガバナンス原則2023

【2023年9月11日公表】

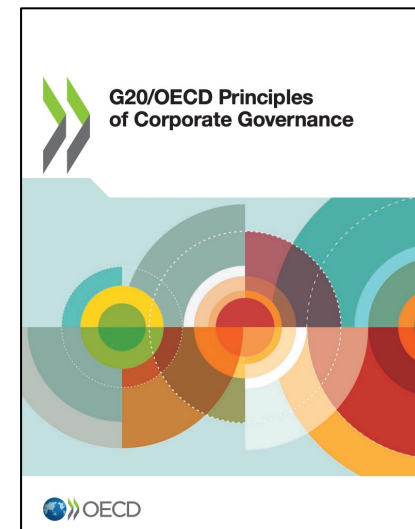
コーポレートガバナンス枠組みによるエンゲージメントの促進（III.A.）

「コーポレートガバナンスの枠組みは機関投資家による投資先企業へのエンゲージメントを促進・支援すべきである。受託者である機関投資家は投資に際して、議決権行使基準を含め、コーポレートガバナンスや投票に関する方針を開示すべきである。またスチュワードシップ・コードには、補完的なメカニズムの提供を期待し得る。」

リモート株主総会（II.C.3.）

「リモートによる参加が可能な株主総会は、コストを引き下げることで株主の参加とエンゲージメントを促すため、認められるべきである。その際、すべての株主に情報と参加の機会への平等なアクセスが確保されているべきである。」

（金融庁（2021）4-1-4. にも）





# 3. 海外事例②

## ～UKスチュワードシップ・コード2020

---

### 1. Tiering Approach

- ・ 報告書に基づくFRCによる署名機関の格付け
- ・ UKSSコードに関する透明性・報告書の質の改善

### 2. アプライ・アンド・エクスプレイン

- ・ UKSSコードの実効性確保
- ・ 「期待される報告事項」に係る開示・説明の要求

### 3. 「協働エンゲージメント」

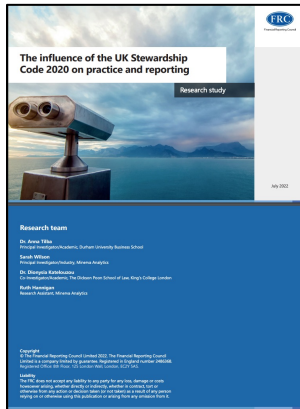
- ・ ‘Principle 10’に明記
- ・ 背景には英国特有の事情

### + 法律や他原則と重複する内容の削除（予定）

注) SSコードとは、スチュワードシップ・コードのこと。

「期待される報告事項」は、「活動 (Activity)」と「結果 (Outcome)」等が対象。

# 3. 海外事例②（続） ～UKSSコード2020の評価



FRC (Financial Reporting Council)

*“The Influence of the UK Stewardship Code 2020 on Practice and Reporting”*

**「改訂コードによる重大な変化が認められた」**

## 【主な意見（一部）】

上場株式以外の  
資産クラスにも  
同様の取組が必要

集団的エンゲージメントは  
エスカレーションの手段  
として重要性が高まっている

SS活動の  
Activityと  
Outcomeの  
開示が最も  
効果的

‘resourcing’は今後も  
課題に

SSコード以外のルール  
との一貫性も大事

# (参考資料：日本の事例)

---

## ➤ リモート株主総会（JPSSコード 指針4-1-4）

「株主の出席・参加機会の確保等の観点からバーチャル方式により株主総会を開催する場合には、株主の利益の確保に配慮し、その運営に当たり透明性・公正性が確保されるよう、適切な対応を行っているか。」

## ➤ 協働エンゲージメント（JPCGコード 基本原則5（抜粋）、JPSSコード 指針4-6）

「上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。」

「機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（協働エンゲージメント）が有益な場合もあり得る。」 →UKSSコード (Principle 10) に比べて示唆的

## ➤ 大量保有報告制度と共同保有者（金融庁（2014）（抜粋））

「『重要提案行為』に該当するためには、以下の3要件を全て満たす必要があります。（i）提案事項の客観的内容が、政令（令第14条の8の2）で列挙された事項に該当すること（ii）発行者の事業活動に重大な変更を加え、または重大な影響を及ぼすことを目的としていること（iii）『提案』に該当すること」

「『共同保有者』に該当するためには、『共同して株主としての議決権その他の権利を行使すること』を『合意』している必要があります（法第27条の23）。」

# 4. GPIFについて

目的

年金財政の  
安定に貢献

特徴

超長期投資家<sup>かつ</sup>  
ユニバーサルオーナー

運用額

約219兆円

(年率換算+3.91%)

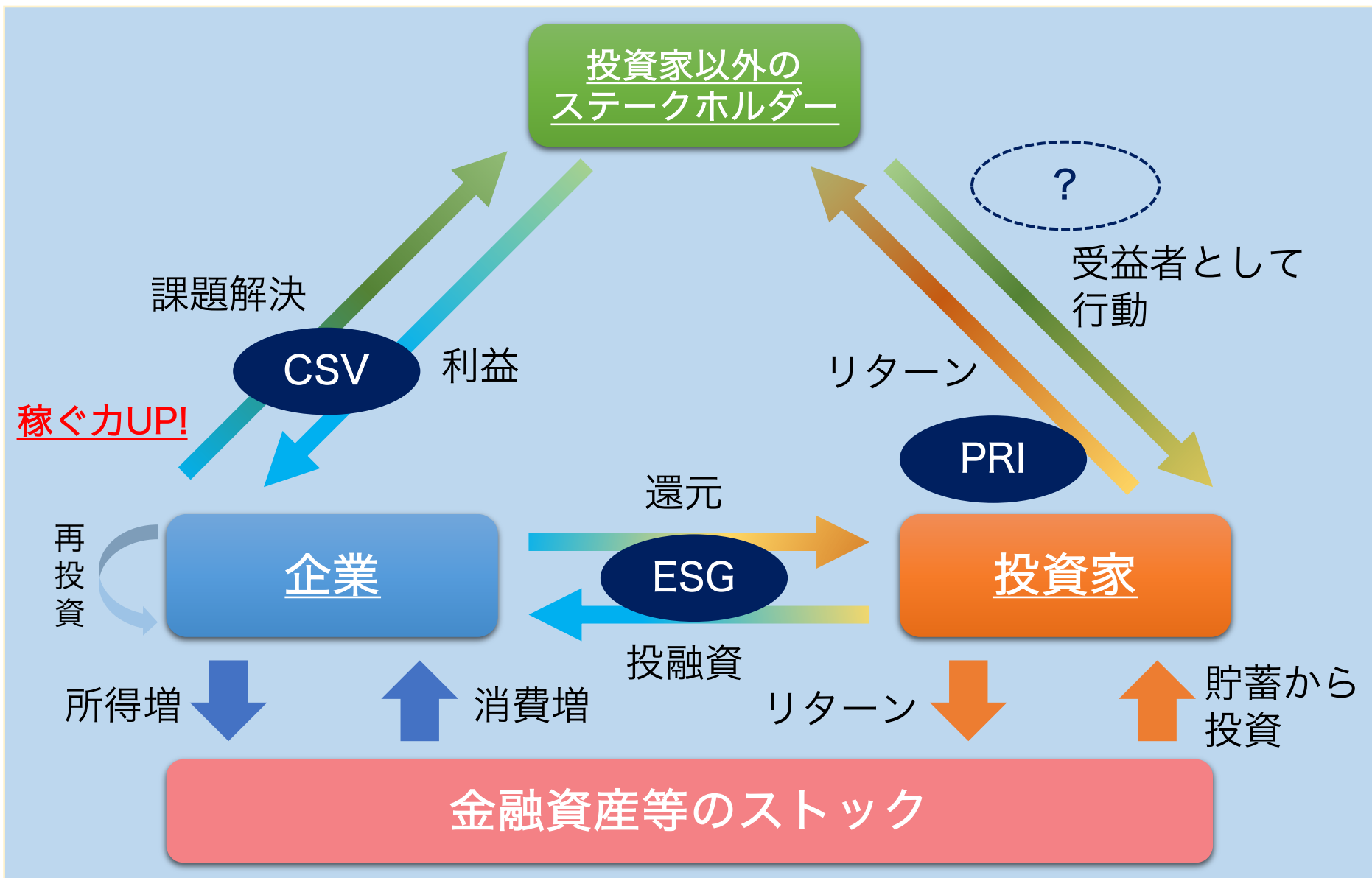
累積収益額：約126兆円

SS活動例

PRI署名 (2015年9月)

TCFD賛同 (2018年12月)

# (参考資料：インベストメント・チェーンの好循環)



注) 伊藤 (2018、p.9)、桑島ほか (2022、p.65)、円谷 (2022、p.10) および野村 (2023、p.2) を基に筆者作成。

(特に上図は研究成果の一部。)

# 5. 日本・GPIFへの示唆 —更なるパフォーマンス向上に向けて

直接・間接的にGPIFのSS活動にも影響を与える可能性がある

## ①エンゲージメント 含むSS活動評価

英国ではUKSSコード署名機関が提出する報告書がFRCにより評価・格付されており  
(Tiering Approach)、質の改善につながった

## ②協働エンゲージメントの可能性

エンゲージメントが大量保有報告制度における「重要提案行為」に該当し「特例報告制度」の適用が行われなくなる可能性や、共同保有者の保有割合の算出等がネックに

## ③企業による非財務情報開示

TNFDやISSBなど非財務情報開示の拡大や正確性・比較可能性の担保などが世界的なトレンドとなっており、エンゲージメントの前提となる非財務情報開示の内容や範囲等が拡充される可能性が濃厚

# 5. 日本・GPIFへの示唆

## 一直近の外部環境の変化

日本国内	先進国・世界（日本含む）
<p><b>①物価安定の目標が射程圏内に</b> 長く低位で推移してきたインフレ率が上昇を開始し、持続的な賃金上昇が伴えば、<u>デフレからの完全脱却</u>の現実味がさらに増す</p>	<p><b>①サステナビリティの重要性の増加</b> 新OECD原則では、サステナビリティの章が新設され、<u>他の論点（株主の権利等）と同等の重要性</u>が認められた</p>
<p><b>②東証による取組と「貯蓄から投資」の本格化</b> PBR・ROEの是正要請等の取組が本格化し、新NISA制度等も後押しする形で<u>国民の資産運用・形成が促進</u></p>	<p><b>②「インパクト加重会計」の実用化</b> 数値化された企業活動の社会的インパクトを財務情報に統合する<u>新しい会計枠組</u>の開発が進行中</p>
<p><b>③「資産運用立国実現プラン」</b> 資産運用業やスタートアップ、オルタナティブ投資など、<u>幅広い領域</u>に関わる政策が進行中</p>	<p><b>③不確実性の高まり</b> 新型コロナウイルスによるパンデミックやロシアによるウクライナ侵攻など、世界的に不確実性が高まり続けている</p>

# 参考文献

- 有吉尚哉 (2023) 「『資産運用立国実現プラン』で示された政策プランの概要」、西村あさひ法律事務所『N&Aニュースレター』。
- 伊藤邦雄 (2018) 「コーポレートガバナンス改革と日本企業の持続的成長」、『監査役683号』、p.4-31。
- 伊藤邦雄 (2023) 『企業価値経営第2版』日経BP。
- 宇沢弘文 (2000) 『社会的共通資本』岩波書店。
- 大塚章男 (2021a) 『ステークホルダー・キャピタリズム時代のコーポレート・ガバナンス』中央経済社。
- 大塚章男 (2021b) 『法学から考えるESGによる投資と経営』同文館出版。
- 金融庁 (2014) 「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」
- 金融庁 (2019) 「責任ある投資家の諸原則」《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」商事法務。
- 金融庁 (2021) 「投資家と企業の対話ガイドライン」。
- 桑島浩彰ほか (2022) 『SDGs時代を勝ち抜く ESG財務戦略』ダイヤモンド社。
- 経済産業省 (2014) 「「持続的成長への競争とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト (伊藤レポート) 最終報告書。
- 経済産業省 (2020) 「第5回SX研究会 資料3 事務局説明資料」。
- 酒巻雄司 (2023) 「コーポレートガバナンス・コードの形式的順守に対する対応策」、『ソシオサイエンス』、p.1-16。
- ジョージ・セラフェイム (2023) 『PURPOSE+PROFIT』倉田幸信訳、ダイヤモンド社。
- 白井さゆり (2022) 『SDGsファイナンス』日経BP。
- 武井一浩・神田秀樹・加藤貴仁・児玉康平・三瓶裕喜 (2022) 『コーポレートガバナンス改革と上場会社法制のグランドデザイン』、
- 円谷昭一 (2022) 「大学生のスチュワードシップ意識調査」、『月刊資本市場 2022年10月号 (No.446)』、p.4-11。
- 野村修也 (2023) 「サステナビリティ経営と企業価値の向上」、『サステナビリティの経営と法務』、p.2-12。
- 東京証券取引所、「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」。
- 深見健太・金江麻耶 (2023) 「G20/OECDコーポレート・ガバナンス原則の改訂ポイント」、『金融財政事情 2023年10月10日号 (3514号)』、p.42-45。
- Akio OTSUKA (2019) “For Institutional Investors, the Alternative of ‘Exit or Voice,’ or ‘Empowerment or Engagement’ in the United States and the United Kingdom.”, 2 *Cardozo Int’l Comp., Policy & Ethics L. Rev.* 674 (2019).
- Jaap Winter (2011) ‘Shareholder Engagement and Stewardship’, *SSRN Electronic Journal*.
- OECD, ‘G20/OECD Principles of Corporate Governance.’, <https://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance/>.
- Financial Reporting Council (FRC), ‘The UK Stewardship Code 2020.’, [https://www.frc.org.uk/document/s/5127/The UK Stewardship Code 2020.pdf](https://www.frc.org.uk/document/s/5127/The%20UK%20Stewardship%20Code%202020.pdf).
- FRC, ‘The Influence of the UK Stewardship Code 2020 on Practice and Reporting.’, [https://media.frc.org.uk/documents/FRC Influence of the Stewardship Code.pdf](https://media.frc.org.uk/documents/FRC%20Influence%20of%20the%20Stewardship%20Code.pdf).
- 金融庁、ホームページ、<https://www.fsa.go.jp/>。
- GPIF、ホームページ、<https://www.gpif.go.jp/>。