



日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明

2017年11月改訂

みさき投資株式会社

(以下、全ての文面の無断転載を禁ずる)

日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明文

2014年2月に公表された日本版スチュワードシップ・コードの大目的は、『経営者と投資家の建設的対話を通じた中長期的な投資リターンの拡大』に置かれていると私たちは理解しています。

私たちは同コードの趣旨に全面的に賛同し、その精神を投資の現場で体現する運用会社としてスチュワードシップ責任を果たしていくことを、ここに表明します。

この表明は日本の株式市場、及び企業経営に関する私たちの以下のような認識を背景としています。

受入れ表明にあたっての前提認識

2012年秋以降、日本の株式市場は大きく上昇しましたが、長期で見ると実はその低迷ぶりは際立っています。海外主要国の株式市場では10年・20年といったスパンで見ると時価総額が数倍に上昇しているのに対し、日本ではほとんど上昇していないのです。

投資リターンは長期的には企業の資本生産性¹(ROE)にほぼ等しくなることがよく知られています。

残念ながら日本企業の資本生産性は世界各国に比べて著しく低く、直近10年平均の日本のROEは6%程度。これは新興国を含む世界の40-50カ国の平均値の半分程度であり、ROEが一桁しかない国は日本以外にわずかしこ存在しません。日本は「資本生産性の世界最貧国」であり、すなわち「期待投資リターンの世界最貧国」なのです。

¹企業が投入された資本に対してどれだけのリターンを生み出したかという概念。長期間の平均ROE (Return On Equity) を代理変数とすることで計測している。ROEは「売上高利益率」「資産回転率」「レバレッジ」の三要素に分解できる。欧米と比較して日本企業のROEは本業の稼ぎである売上高利益率が大幅に低く、事業価値を高めこれを向上させることこそ、「本質的な資本生産性の向上」であると考えている。(詳細は経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」、37頁)



誤解されがちですが資本生産性の低さは、単に株主にとっての投資リターンだけの問題ではありません。

各国の中央銀行が金融緩和を推し進めているいま、世界中にお金は溢れています。溢れるマネーは資本生産性が高い企業や国家に向かい、市場での高い評価が資金調達の容易性につながります。こうした企業は大胆な M&A を繰り返して成長を加速させることができる一方、資本生産性が低い企業にはお金がつかず、株価も低迷、積極的な戦略も限られてしてしまう…。

この資本生産性の格差は、この 10 年間で日本企業とグローバル競合企業の規模格差が大きく広がった根本的原因のひとつではないかと思えます。

資本生産性は単に中長期の投資リターンの問題に留まらず、企業のグローバル競争力の問題でもあるのです。「誰のための資本生産性か？」を再度、問い直す時期なのかもしれません。

今回、企業と投資家の対話を促進するべく日本版スチュワードシップ・コードが公表され、またその核心のひとつに「資本効率の向上」が据えられたことは、中長期の投資リターンという点からも、企業のグローバル競争力の強化という点からも、まさに正鵠を射たものだと私たちは考えています。



原則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。

私たちはエンゲージメント投資を専門とする資産運用会社です。日本の上場企業の中から厳選された少数の企業に投資し、長期に亘って支える株主となり、経営陣と共に「働く」ことで企業の改革・成長を応援していきます。私たちは、日本に『働く株主®』という新しい株主モデルを作り上げたいと考えています。

私たちが機関投資家として負う「スチュワードシップ責任」は、投資先企業と誠実に向き合い、その価値向上に向けて協働することにより、顧客の中長期的な投資リターンを拡大することだととらえています。

したがって、私たちにとっての「スチュワードシップ責任」は、通常の資産受託者としての責任に加え、『働く株主®』として投資先企業と主体的に関わる上での社会的責任を含むものになります。

『働く株主®』としての役割を考える上で、私たちは約50年前の松下幸之助翁の洞察に驚き、また、自らのエンゲージメント活動の指針としています。

「株主は、みずから会社の主人公であるということを正しく自覚、認識していなければならない。そして経営者に対して言うべきは言い、要望すべきは要望するという、主人公としての態度を毅然として保つことが大事ではないかと思う。たとえ少数株しかもっていない株主であっても、会社の主人公たる株主としての権威、見識を持って会社の番頭である経営者を叱咤激励する、ということも大いに望ましいのである。そのようにすれば、経営者としても経営によりいっそう真剣に取り組み、業績をあげ、利益をあげて、それを株主に十分還元しようという気持ちが強くなってくのではないだろうか」

(昭和42年11月 月刊「PHP」)

私たちは投資一任契約に基づいて顧客のために投資運用を行っています。私たちの運用戦略は、日本の上場企業の中から厳選された少数の企業に投資を行うものであり、本指針は顧客資産の運用に際して適用されるものです。

エンゲージメント投資を専門とする資産運用会社として、私たちは全ての投資先企業に対してエンゲージメント活動を展開します。その際、形式的なコーポレート・ガバナンスの問題や株主還元策のみを議論するのではなく、事業の戦略や競争力にまで踏み込んで対話を行います。同業他社や海外競合との比較分析に基づく経営課題の提示、企業価値向上仮説の提案、経営戦略の策定、そして販売先や提携先の紹介など、投資先企業に対して多面的なサポートを行うことで、



事業競争力・収益力の強化による企業価値の向上を支援します。

エンゲージメント活動の結果、私たちは投資先企業の長期的な「資本生産性」が向上することを目標としています。労働市場における労働者、製品市場における消費者と並び、資本市場における株主として企業と向き合い、その生産性向上を支援することが私たちの役割であると考えているのです。

エンゲージメント投資は長期に亘る活動であるため、私たちは投資先企業の持続可能性を重視しています。ESG(環境・社会・ガバナンス)を含む非財務要素も合わせて分析しますし、PRI(国連責任投資原則)や「21世紀金融行動原則」に加盟することで、これらの指針も加味してエンゲージメント活動を行います。

本受入れ表明は私たちがスチュワードシップ責任を果たすための基本方針となるもので、当社Webサイト上で公表しています。

<http://www.misaki-capital.com/stewardship.html>

また、本受け入れ表明および当社のスチュワードシップ活動方針に関するお問い合わせ先は下記となっております。

みさき投資株式会社 info@misaki-capital.com



原則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。

当社は独立系の資産運用会社であり、私たちが展開するスチュワードシップ活動に影響を及ぼす特定の企業グループは存在しません。したがって、所属する企業グループとの関係性に基づく利益相反関係も存在しません。

これを前提とし、当社がスチュワードシップ責任を負うべき顧客、そして投資先企業との利益相反を回避・管理するために、以下のような理念を持ち、また組織としての体制を構築しています。

エンゲージメント投資を専門とする資産運用会社である当社において、最も重要な利益相反上の論点は、顧客利益と投資先企業の利益との間に生じる利益相反です。例えば、顧客への運用成績を重視するあまり、企業経営に弊害をもたらしかねない短期的利益を志向したエンゲージメント活動を行う可能性があるのではないか、というような点です。

しかしながら、「長期的な事業価値の向上は全てのステークホルダーにとって最大限の効用をもたらす」という私たちの行動指針に忠実に従えば、短期的に見れば利益相反と見られる可能性があることでも、長期的には顧客、投資先企業双方にとって利益相反とはならない可能性が見いだせると考えています。

短期的な顧客利益のために財務健全性を損なうような過剰な株主還元や人員削減を迫ることは、長期的には事業価値を毀損し、却って長期的な顧客利益を毀損することにつながりかねません。一方、真に企業の組織的な強みに基づかないとの理由で、経営陣にノンコア事業の売却を促すことは、短期的には企業にとって痛みを伴うことかもしれませんが、長期的には企業・顧客双方に資することだと考えます。

私たちの行動が、顧客および投資先企業の双方から見た長期的利益にかなうものかどうか、利益相反を引き起こしていないかどうかは、後述のように社外取締役役に産業界および年金業界の経験豊富な方々を招聘することで確認の機会を得ています。具体的には3か月に1度以上開催される取締役会において全ての投資およびエンゲージメント活動について報告し、指導をいただくとともに、必要な場合は随時各社外取締役に助言を求めることとしています。

こういった活動を通じて、私たちは『働く株主®』として短期的な利益相反を昇華し、長期的、多面的、そして本質的な利益の一致を目指しているのです。



その他に起こりうる利益相反の事態としては、以下のような三つの類型を想定しています。

- ① 当社が投資一任契約に基づいて投資する企業への、役職員の自己勘定による投資行為
- ② 当社と営業上の関係を有している企業(例:当社運用商品の販売や、当社との投資・調査活動の連携を行う会社)および、当社が企業年金の委託を受けている企業への投資行為
- ③ 当社の役職員やその配偶者、および二親等内の血族が重要な利害関係を持つ企業への投資行為

これらを管理するため、当社では以下のような組織体制を構築しています。

- ① インサイダー取引に関する諸規程を整備し、役職員による国内上場株式への投資は原則として一切禁止するとともに、四半期に一度その遵守状況に関してコンプライアンス担当役員への届け出を義務付けています。また、入社時および入社後も定期的な研修を実施することにより、役職員への周知徹底に努めています。
- ② 投資先企業の行っている取引等に関して、当社との間で何らかの利益相反(あるいはその可能性)があることを認識した場合には、コンプライアンス担当役員の指示に従い、当該企業への投資を直ちに停止する等の措置を実施します。
- ③ 当社の役職員やその配偶者、および二親等内の血族が重要な利害関係を持つ企業を予め特定し、それらの企業への投資は一切行いません。

また私たちは、利益相反の回避・管理にとどまらず、運用会社も「社会の資本を預かる」立場として上場企業と同等かそれ以上のガバナンス構造を整備すべきだと考えています。

したがって当社では取締役会は社外出身者を過半数とし、後掲の通り『働く株主®』として私たちが実現すべき「投資家益」と「企業益」を代弁する方々を迎えています。社内出身者は代表取締役とコンプライアンス担当役員のみとすることで経営に牽制機能を働かせます。加えて、国内証券取引所のコンプライアンス委員長を務めた弁護士を社外監査役に迎えることで、これらの組織体制をより強固なものにしています。

さらには、家計の財産所得や年金財政といった「社会益」に沿った経営判断を下しているかを視ていただくために、企業価値・法律・会計・経済・経営に関する第一人者の方々に経営諮問委員にご就任いただいています。

これらの方々には日常的に意見を伺うことに加え、社外役員には少なくとも四半期に一度、経営諮問委員には少なくとも半年に一度以上ご参集いただくことにより、私たちの投資活動やエンゲージメント活動が「投資家益」「企業益」「社会益」のそれぞれの観点から見て外れた行動となっていないか、指導・助言をいただいています。

なお、これらの施策にもかかわらず万一重大な利益相反が発生した場合には、各種社内規程およびコンプライアンス担当役員の指示に従い、すみやかに当該事実を公表した上で、適切な措



働く株主®

みさき投資株式会社

置を講じることとなっています。

【当社社外役員】

社外取締役	藤岡 博憲(大阪府病院厚生年金基金 元常務理事)
社外取締役	安達 寛晃(九州電力企業年金 元年金運用担当部長)
社外取締役	山田 勝 (株式会社 SHOEI 元代表取締役会長)
社外監査役	佐藤 明夫(弁護士、元 JASDAQ コンプライアンス委員長)

【当社経営諮問委員】

伊藤 邦雄	(一橋大学大学院特任教授、東京証券取引所上場会社表彰選定委員会座長)
奥山 章雄	(元日本公認会計士協会会長、元中央青山監査法人理事長、元金融庁顧問)
落合 誠一	(東京大学名誉教授、元中央大学教授)
楠木 建	(一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授)
小林 慶一郎	(慶應義塾大学経済学部教授、キャノングローバル戦略研究所研究主幹)



原則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ため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

わが国企業が抱える低資本生産性の問題をより踏み込んで分析してみると、その核心は資産回転率や財務レバレッジが低いことではなく、事業マージン、すなわち事業の収益力そのものが低いことがわかります。

したがって私たちは、わが国における建設的対話の焦点は、「事業の収益力を向上するためには、経営上何が必要か」という企業経営そのものに置かれなければならないと考えています。

『働く株主®』として私たちは、優れた事業や戦略を持つ企業を探し出すことはもちろんのこと、投資後も継続的な関係強化と協働活動を行うことにより、企業価値の向上に貢献したいと考えています。そのためには、業績や財務状況などの表層的な分析に留まらず、市場・競争環境、ビジネスモデル、競争優位の源泉とその持続可能性などへの根源的な洞察が欠かせません。さらに、企業体としての組織文化を形成するに至った創業来の沿革や経営の変遷、企業理念やビジョン、そして現経営陣の人物像にいたるまで深く理解することが重要だと考えています。

これらの情報収集は企業IR部門への取材、生産現場や販売現場の訪問、取引先や競合へのヒアリング、社史の読み込み、専門誌の購読や有識者への質問等を通じて行われますが、中でも私たちは経営者と直接面談できる機会を大切にしています。また、一連の調査・モニタリング活動を通じて、企業の財務状況のみならず、ESGに代表される経営の非財務的な側面、そして企業体としての収益の持続可能性も確認しています。

私たちは少数の企業に厳選して投資を行うことから、これらの調査・モニタリング活動では敢えて担当アナリストを設置せず、投資チーム全員で情報の収集と共有を行っています。週に一度行われる投資委員会では、投資先企業・投資候補先企業の全てについて進捗報告が行われ、組織としての的確な状況把握に努めています。

加えて、私たちは国内最大級の経営戦略コンサルティングファームと、投資調査からエンゲージメント活動までの広範にわたって連携を図っています。外部の知見とネットワークを活用することで、より多面的で実効的な調査・モニタリング活動が展開できるものと確信しております。

これら調査・モニタリング体制の構築により、投資先企業の環境変化や企業価値毀損のおそれがあれば、すみやかにそれを察知し、投資委員会に報告すると共に、企業の担当者や経営者に問い合わせるなどして適切な措置を講じます。

なお、以上の調査・モニタリング活動、エンゲージメント活動については、全て文章で記録が作成され、コンプライアンス・オフィスがより厳重な管理が必要であると判断された文書については、



アクセスできる人間を限定する等の措置が実施されています。

原則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。

私たちが行うエンゲージメント活動は、事業戦略、経営改革そのものを題材とし、グローバル競争の観点から「いかにして企業の競争力を高めるか」ということに焦点を当てたものです。そのため、①事実に基づき、②投資先企業ごとに個別化した議論を行うことを指針とすることで、企業・経営陣と認識の共有を図ります。

私たちの投資戦略は『働く株主®』として長期間のエンゲージメント活動を行うものですが、例外的に①企業価値が毀損される重大かつ急迫の危険がある場合、②企業価値の向上を目的とした努力にも関わらず、経営陣との信頼関係が毀損された場合、③企業価値の向上が望めないことが明白となった場合には、投資を継続することが顧客利益の拡大につながらないと判断し、保有株式の売却を行います。

私たちが『働く株主®』としてエンゲージメント活動を展開する上では、未公表の重要事実を入手することは原則として前提としていません。株式市場の公平性・公正性に照らして、インサイダー取引は資産運用会社が管理すべき利益相反行為の筆頭事項であると認識しており、「原則2」表明文の通り、役職員の教育や組織体制の構築により防止に努めています。

これらの施策にも関わらず、万一意図せず未公表の重要事実を受領した場合には、当該株式の売買を直ちに停止し、コンプライアンス担当役員の指示による適切な措置を講じます。

ただし、エンゲージメント活動を行う過程でより踏み込んだ協働が必要になり、またそうすることが顧客利益に資すると判断した場合には、投資先企業と合意の上で未公表の重要事実を入手し、より踏み込んだエンゲージメント活動に移行することがあります。その際には社内規程に基づき、コンプライアンス担当役員が当該情報を登録・管理するとともに、一切の売買を停止します。

そしてエンゲージメント活動が終了した時点においては、投資先企業には当該情報のすみやかな開示を求め、また当社との間で未公表の重要事実は存在しないことを書面により確認した時点から一定期間経過後に売買を再開します。

また、投資先企業との対話に当たり、他の機関投資家と協議する所謂「集团的エンゲージメント」については、これを有効な手段として認識しています。私たちは議決権の行使を共同して行わない範囲において、他の機関投資家と投資先企業についての意見交換や、エンゲージメント活動の連携を行う場合があります。



原則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。

私たちは、全ての投資先企業について議決権の行使を行います。その際には、形式的・外形標準的な判断基準を設けて機械的な判断を行うのではなく、「投資先企業の競争力強化につながるか」という原理・原則に基づいて個別企業の状況に鑑みて判断することを基本方針としています。また、これらの基本方針は「議決権行使ガイドライン」として公表しています。

私たちは少数の企業のみ厳選して投資を行うことから、全ての投資先企業と全ての議案について事前に十分な対話を行い、その背景思想や目的について理解した上で、当該議案が投資先企業の中長期的な価値向上につながるものか、そして顧客のリターンにつながるものかを審議することができると考えています。

私たちは、外部の議決権行使助言会社は利用せず、全ての議案を投資委員会で審議し、賛否の判断を行います。（ただし、これらの機関とコーポレート・ガバナンスや投資家の議決権行使状況に関する意見交換を行うことはあります）

なお、プライムブローカー契約が結ばれている証券会社が管理する株式については、貸株取引の対象となっている場合がありますが、その場合でも議決権の行使は可能となっています。

過去一年間の議決権行使結果は、投資顧問業協会のガイドラインに従って主な議案の種類ごとに整理した上で、年に一度8月を目途に公表します。

また、議決権行使結果の個別開示については、各企業の本決算期末において当社が大量保有報告書を提出している場合に限り、公表します。少数の企業に厳選したエンゲージメント投資においては顧客利益保護の観点から投資先企業の秘匿性を維持することが強く求められていますが、大量保有報告先についてはその点の懸念が少ないと思われるため、開示範囲として相当と考えています。個別開示に際しては賛否の理由も明確にし、秋頃を目処に公表します。



原則6 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチ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。

私たちはエンゲージメント活動を投資戦略の根幹としているため、エンゲージメント活動の詳細な報告を行うことは、顧客への最も重要な説明責任の一つと位置づけています。

したがって、顧客への四半期運用報告書において主なエンゲージメント活動の内容や議決権行使の内容について詳細に記載するとともに、必要に応じて顧客を直接訪問し、説明を行います。エンゲージメント活動の記録は無期限でこれを社内に保管し、顧客からの要請があれば、適宜開示するものとします。



原則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チ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。

私たちは、わが国における理想的なエンゲージメント活動の焦点は、事業戦略や企業経営の改革を支援することで、企業の競争力を強化・発展することに当てられるべきだと考えています。

そのために必要な実力とは、企業の経営状況や経営課題を深く理解し、経営者と対等な認識レベルをもって意見交換を行い、信頼関係を構築した上で、長期的な競争力向上につなげていく能力です。

当社のメンバーは、長年にわたり、経営コンサルティング業界において様々な経営改革を支援し、運用業界においても数多くの投資先企業に対してエンゲージメント活動を実践してきました。加えて、国内最大級の経営戦略コンサルティングファームと連携し人的・知的交流を図り、常に最先端の経営改善手法を理解することに努めています。

また、企業経営に造詣の深い社外取締役や経営諮問委員の方々から、専門的立場や大所高所からのアドバイスをいただくことで、より強力かつ適切にエンゲージメント活動を進めていけるものと考えています。

私たちはエンゲージメント投資を専門とすることから、当社のプロフェッショナルスタッフには必ず対話の実力を身につけることが要請され、また業績の評価や処遇においても重視されます。そのため当社では、社内の勉強会や外部講師を招いた研修、海外の教育機関への派遣により実力向上の機会を豊富に提供する等、継続的な自助努力も行っています。

私たちが投資先企業に対して行うエンゲージメント活動は、一義的には私たちの顧客に対する受託者責任として行うものですが、より本質的には、投資先企業の長期的な価値向上を通じて、従業員や消費者など、広く当該企業のステークホルダー全員に利益が享受されるものだと考えています。したがって、私たちがどのようなエンゲージメント活動を行い、どのように競争力の強化を支援していくかについては、幅広いステークホルダーと情報共有や意見交換を行います。

私たちは国連責任投資原則(PRI)や「21世紀金融行動原則」に署名することで、長期投資や責任投資の業界動向を取得し、署名機関相互の学習に努めています。また、「山を動かす研究会」という、日本の資本市場の活性化を目的とした私的勉強会を発起し、継続的に情報の発信を行っています。



働く株主®

みさき投資株式会社

本受入れ表明に掲げたガバナンス体制、利益相反管理体制や、スチュワードシップ活動等については、毎年1回実施状況を自己評価し、年初を目途に公表します。

(更新履歴)

2014年5月 初版

2014年10月 第2版

2017年11月 第3版