

国際マネジメント研究

第 15 卷 2026 年3月

(論文)

2026 年英国スチュワードシップ・コードの改訂

—スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減—

..... 林 順一 (1)

運用者の視点からみる ESG 投資の現在

..... 木下 靖朗 (20)

(ケーススタディ)

Currency Risk Management Education Through Case Based Analysis: The Case of Domestic Branch Relocation by Foreign Financial Institutions

..... David Nichols (41)

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan

..... David Nichols (47)



2026年英国スチュワードシップ・コードの改訂 —スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減—

Revisions to the UK Stewardship Code 2026: Changing the Definition of Stewardship and Reducing the Burden on Signatories

林 順一
Junichi Hayashi

(論文要旨)

英国のスチュワードシップ・コードが、2025年10月に大幅改訂され2026年1月から適用されることになった。今回の改訂の特徴は、(1) ESG投資に対する社会・投資コミュニティの考え方の変化に対応して、スチュワードシップの定義を変更したこと、そして(2) 英国投資市場の低迷に対応して、署名機関の負担軽減を図ったことにあるといえる。

本稿では、英国のスチュワードシップ・コードの展開を概観したのち、今回の改訂の柱である(1) スチュワードシップの定義の変更、および(2) 署名機関の負担軽減の内容について検討した。英国のスチュワードシップ・コードは1つのグローバルな基準であることから、わが国にも影響を及ぼすものであり、今後ともその動向とその背景にある要因を明らかにしていきたい。

(Abstract)

The UK Stewardship Code was updated with major revisions in October 2025, with implementation set to begin in January 2026. The main pillars of this revision are (1) a change in the definition of stewardship to address changes in how society and the investment community think about ESG investment, and (2) a lower burden on signatory institutions in response to the sluggish UK investment market.

This paper provides an overview of the development of the UK Stewardship Code, and examines the two main pillars of the latest revision. As the UK Stewardship Code is a global standard, it will also affect Japan. We aim to continue clarifying its trends and the factors behind them.

Revisions to the UK Stewardship Code 2026: Changing the Definition of Stewardship and Reducing the Burden on Signatories

1 はじめに

2025年10月に、英国スチュワードシップ・コード（以下「SSコード」という）の改訂版（FRC, 2025b）（以下「2026年コード」という）が公表され、2026年1月から適用されることになった。2026年コードは、2020年に改訂されたSSコード（FRC, 2019b）（以下「2020年コード」という）を再改訂したもので、2024年11月に公表されたSSコード改訂案（FRC, 2024b）（以下「2024年改訂案」という）に対する市中からの意見などを踏まえて、策定されたものである。2020年コードの制定の際には、その改訂案から大幅な変更が生じたが、今回は改訂案からの変更はかなり小幅なものにとどまり、改訂案の考え方が維持された。

英国では、2024年1月にコーポレートガバナンス・コード（以下「CGコード」という）が改訂されたが（FRC, 2024a）、小幅なものにとどまっていた。これは、英国株式市場低迷と市中からの負担増大に対する懸念の表明を踏まえ、会社の情報開示に伴う負担の増加を考慮したためである。

前回のSSコード改訂の際には、キングマン報告書（Kingman, 2018）によるFRC（Financial Reporting Council）やSSコードに対する厳しい批判を反映して、SSコードによる投資家への規律づけが強化されたが、今回の改訂では逆に投資家の負担軽減が図られた。

以下では、英国SSコードの展開を概観したのち、今回の改訂の柱と言える、スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減について検討することとしたい。なお、本文中の報告書などの訳はすべて意識である。

2 英国スチュワードシップ・コードの展開

まず、英国におけるSSコードの展開を概観する。そもそも英国のCGの考え方には、当初から投資家の役割が包含されていた。これは英国のCG議論の嚆矢と位置付けられるキャドバリー報告書（Cadbury, 1992）からも読み取れる。キャドバリー報告書では、機関投資家の役割として、以下のように経営陣との対話・議決権行使・エンゲージメントが明記されている。

キャドバリー報告書の抜粋

- ・機関投資家は、経営陣と定期的・体系的な対話を行うべきである。また議決権を積極的に行使すべきである。（para 6.11の要旨）
- ・機関投資家が会社の所有者としての影響力を行使して、投資先の会社に最善慣行規範を遵守させることを期待する。（para 6.16の要旨）

2026年英国スチュワードシップ・コードの改訂
—スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減—

機関投資家の役割がSSコードとして明確化されたのはウォーカー報告書(Walker, 2009)の勧告に基づくものである。ウォーカー報告書は、リーマンショックと英国金融危機に対処するために組成された委員会の報告書であるが、銀行などの金融機関（これが会社一般にも適用される）の経営が適切に行われるように経営陣を規律づけするためには、長期投資家によるエンゲージメントが極めて重要であると考えた。そして、英国機関株主委員会（ISC）が作成した機関投資家の責任コード（ISC, 2009）に基づき、権威ある自主規制機関であるFRCがSSコードを作成することを勧告した。

ウォーカー報告書の勧告（抜粋）

勧告 16 FRCの責任範囲の中に、機関投資家とファンドマネージャーが、スチュワードシップに関する最善慣行の原則を遵守するように推進・推奨することが明示的に含まれるべきである。この新しい役割は、現行の統合規範から分離されて新たにスチュワードシップ・コードとして制定され、現行の統合規範はコーポレートガバナンス・コードとして存続されるべきである。

勧告 17 英国機関株主委員会が作成した機関投資家の責任コードがFRCに批准され、スチュワードシップ・コードとして展開されるべきである。FRCは独立性および権威があるので、FRCのコードとされることによって、スチュワードシップ・コードの影響力が実質的に拡大する。スチュワードシップ・コードは、統合規範と同様にコンプライ・オア・エクस्पラインの考え方に基づき、最善慣行規範として統合規範と同様に位置づけられるべきである。

この勧告を受け、FRCは、英国機関株主委員会が作成した機関投資家の責任コードに基づき、2010年にSSコード（FRC, 2010）（以下「2010年コード」という）を作成・公表した。この内容はほぼ責任コードと同様の内容であり、責任コードの7つの原則がすべてSSコードに継承された。SSコードがコンプライ・オア・エクस्पライン（原則に適合するのであれば説明は不要であるが、適合しないのであれば説明を要する）での開示を求めていることから、アセットマネージャーなどの金融サービス会社は、SSコードへの対応状況などについて対外的に説明することが求められることになった。

2012年に作成・公表されたケイ報告書（Kay, 2012）では、英国の金融機関のカルチャーが変容し、信頼関係を重視した関係が短期取引至上主義に置き換わったことを厳しく批判して、その解決のためにスチュワードシップの役割を拡大し、投資家に企業戦略やCGに関するエンゲージメントを求めた。

ケイ報告書の勧告（抜粋）

勧告 1 スチュワードシップ・コードは、戦略的な論点やコーポレートガバナンスの問題にも焦点を当て、より拡張されたスチュワードシップの形態を組み入れるように書き

Revisions to the UK Stewardship Code 2026:
Changing the Definition of Stewardship and Reducing the Burden on Signatories

直されるべきである。

勧告 2 会社の取締役、アセットマネージャー、アセットホルダー（注：アセットオーナーのこと）は、スチュワードシップと長期志向の意思決定を奨励する最善慣行規範を採用すべきである。

この勧告などを踏まえて FRC は 2012 年に SS コードを改訂した（FRC, 2012）（以下「2012 年コード」という）。ここではスチュワードシップの目的と定義の明確化などが行われたものの、内容の改訂は小幅なものにとどまった。

SS コード制定当初、FRC は署名機関の数の拡大に力を注いだ。その後 SS コード署名機関の対応の質を高める検討・対応を進め、2016 年に SS コード署名機関の開示内容の評価を公表した（FRC, 2016）。アセットマネージャーに対しては 3 段階（評価の高い方から Tier1, Tier2, Tier3）、アセットオーナーとサービスプロバイダーに対しては 2 段階（評価の高い方から Tier1, Tier2）の評価が示され、Tier3 のアセットマネージャーに対しては、6 か月後までに改善しなければ署名機関のリストから抹消することとした。ただし、この評価は報告書の開示内容の評価にとどまり、実際のスチュワードシップ活動全体を評価したものではなかった。

2018 年に英国大手建設会社のカリリオン社が不正会計により突然破綻した。英国議会で、不正会計を見抜けなかった監査法人とそれを監督する FRC が厳しく批判され、この反省からキングマン報告書が作成・公表された。キングマン報告書では主として監査法人を監督する FRC の役割が厳しく批判され、自主規制機関としての FRC を解体して、より強力な規制当局を設立して業務を移管すべきとの勧告がなされた。この余波で SS コードも批判の対象とされ、2016 年以降進められた署名機関の評価が、主に SS 方針の記載内容だけをチェックするものであり、実際の効果や成果のチェックにはなっていないと指摘・批判された。そして、SS コードに関して以下のような勧告がなされた。

キングマン報告書の勧告（抜粋）

勧告 42 スチュワードシップ・コードの改訂に際して、スチュワードシップの優劣がより明確になるような根本的改訂が必要である。それは、方針の記載ではなく、成果と効果に焦点をあてるべきである。政府はコード遵守を評価しそれを増進させるために更なる圧力が必要であるか否かを検討すべきである。そしてコードが単なる定型的な報告を導くものにとどまるのであれば、これを廃止することについて真剣に検討すべきである。

この頃英国では、2016 年の EU 離脱国民投票（ブレクジット）を機に、新自由主義の問題点である資産・所得の格差拡大などが認識され、労働者などのステークホルダーを重視する必要性が強く認識された。この認識に基づいて、2018 年には CG コードが大幅に改訂さ

2026年英国スチュワードシップ・コードの改訂
—スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減—

れ (FRC, 2018), ステークホルダーの利益考慮を前面に打ち出したものとなった。

これらの動きを反映して大幅な修正を伴って作成されたのが、2019年1月に公表されたSSコード改訂案 (FRC, 2019a) (以下「2019年改訂案」という) である。この改訂案では、まず、キングマン報告書の指摘に対応して、SS活動の成果や効果への言及を含めた、より厳格な報告・公表を求めた。具体的には以下のような対応が求められるようになった。

2019年のスチュワードシップ・コード改訂案 (抜粋)

原則2 署名機関は自らのスチュワードシップに対するアプローチと目的について、そしてそれが顧客や受益者の利益にどのように役立ったのかについて、開示しなければならない。

コードの冒頭部分 (イントロダクション) での記載

署名機関は、実際の活動とその成果に関する年次報告書を FRC に提出し、またその活動が自らの目標を達成するのにどの程度効果的であったのかについての評価を、公表しなければならない。

そして 2018 年の CG コードの改訂と平仄を合わせ、セクション (Sections), 原則 (Principles), 各則 (Provisions) とガイダンス (Guidance) による補足説明, という構成とされた。アセットマネージャーとアセットオーナーに向けた原則の数が 10, 各則の数が 27, サービスプロバイダー向けの原則の数が 4, 各則の数が 6 となるなど、大幅に記載内容が増大した (2012 年コードは 7 原則とガイダンスのみ)。また 2012 年コードは、すべてコンプライ・オア・エクスプレインであったが、改訂案では、原則はアプライ・アンド・エクスプレイン (すべての署名機関は原則を適用し、原則にどのように対応したのかについて明確なステートメントで説明することが求められる) とし、各則をコンプライ・オア・エクスプレイン (署名機関は各則を適用し、各則にどのように対応したのかについて説明することが期待される。各則を適用しない場合には、適用しない理由と代替的に採用したアプローチを説明すべきである) とされた。

この改訂案に対して市中から多くの意見が寄せられ、大幅に修正されて 2019 年 10 月に作成・公表されたのが 2020 年 SS コードである (適用は 2020 年 1 月から)。基本的には、キングマン報告書対応の部分は維持され、CG コードと平仄を合わせた構成などの部分は大幅な修正が施された。具体的には、市中からの「原則や各則の数が多すぎる。コードは単純な構造の方がよい」といった意見を踏まえて、セクション、原則、期待される報告内容 (Reporting Expectations) の 3 段階の構成となった (アセットマネージャーとアセットオーナーに向けた原則の数が 12, サービスプロバイダー向けの原則の数が 6)。各則が削除されたことから、2020 年 SS コードにはアプライ・アンド・エクスプレインだけが残り、コンプライ・オア・エクスプレインの記載が消滅した。

2024 年 11 月に SS コードの改訂案が示され、市中からの意見を踏まえて 2025 年 6 月に

Revisions to the UK Stewardship Code 2026: Changing the Definition of Stewardship and Reducing the Burden on Signatories

SS コード改訂版（2026年コード）が作成・公表された（適用は2026年1月から）。今回は、前回と異なり、改訂案に根本的な変更を加えることなく、改訂版が作成された。今回の改訂の背景には、(1) ESG投資に対する社会・投資コミュニティの考え方の変化、(2) 英国投資市場の低迷に対する対応があると考えられる。

まず、(1) ESG投資に対する社会・投資コミュニティの考え方の変化について説明する。ESG投資という言葉の起源ともいえる2006年にPRIから公表された責任投資原則では、その前文に、ESG投資に関して、(1) ESG要素が投資パフォーマンスに影響すること、(2) この原則を適用することによって、投資家と幅広い社会の目的の調和が図られること、(3) ESG要素を考慮するのは受託者責任の範囲内に限られることの3つのポイントが記載されている。すなわち、投資に際してESG要素を考慮するのは、投資パフォーマンスに影響するからであり、ESG投資は受託者責任（投資家の投資パフォーマンスの最大化）のために、またはその範囲内で実行されることが示されている。その後ESG投資の拡大に伴い、投資家のリターンとは関係なく、ESG要素を考慮すること自体が重要であるという考え方が台頭したが、米国などではそのような考え方に基づくESG投資に対して厳しい批判が寄せられ、ESG投資そのものが否定されるような事態に陥っている。このような事態に対する英国の投資コミュニティの対応として、今回のSSコードの改訂に合わせて、スチュワードシップの定義の見直しがなされたと考えることができる。

つぎに、(2) 英国投資市場の低迷に対する対応について説明する。英国のEU離脱を一つの契機として、英国の株式市場の低迷が続いている。2023年4月には英国の会社であるアーム社が、英国ではなく米国での上場を申請したことはその象徴的な出来事と言える。CGコードでは、投資家保護（厳しい規律）と会社にとっての使い勝手の良さ（緩い規律）のバランスを適切にとることが求められるが、上記の事態を反映して、2024年に改訂されたCGコード（FRC, 2024a）は会社の負担軽減を優先した改訂となった。具体的には、カリリオン社など巨大企業の経営破綻を受けて、英国企業・市場の信頼回復の観点から、内部統制を中心とした大幅な改訂の準備が進められていたが、市中などからの意見を踏まえて、2023年11月に突然小幅な改訂にとどまることが公表された。CGコードが対象とする会社に対する負担軽減と同様、今回のSSコードの改訂に際して、投資家に対しても負担軽減が図られたと考えられる。具体的には、第4節で述べるように、投資家などの署名機関の柔軟な報告体制、報告負担の軽減および対象と絞った報告といった配慮がなされ、投資家の負担が軽減されることになった。2000年コードと2026年コードの構成の比較は、4.2で説明する。

3 スチュワードシップの定義

今回のSSコード改訂の1つのポイントとして、スチュワードシップの定義の変更がある。ここでは、スチュワードシップの意味とその変遷について簡単に考察したい。

スチュワードという言葉・概念は、もともとは聖書に由来すると言われる。これを筆者な

2026年英国スチュワードシップ・コードの改訂
—スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減—

りに解釈すると、スチュワードという言葉は「この世で富を得たとしても、すべての所有物は「神の賜物」である。人間は神からのその受託者（＝スチュワード）であり、責任をもってそれを善用することが求められる」という文脈で用いられたもので、受託者・管理者という意味を持つ。

英国では伝統的に、スチュワードとは他人に代わってその事務や財産管理を取り仕切る者のことをいい、元来は国王や領主の執事、財産管理人の意味で用いられていた。聖書における神と人間の関係が、国王・領主と執事・財産管理人の関係に置き換わって理解されていた。スチュワードシップとは、スチュワードの心構え・責務のことをいう。

CGの文脈でスチュワードシップという言葉が用いられたのは、キャドバリー報告書が最初である。そこでは取締役の心構え・責務としてスチュワードシップという言葉が用いられた。すなわち、スチュワードシップが株主と取締役の関係に置き換わって用いられた。

キャドバリー報告書（抜粋）

- ・株主と取締役会の正式な関係は、株主が取締役を選任し、取締役が株主に対してそのスチュワードシップの状況を報告し、株主が会計監査人を選任して取締役の財務諸表を外部からチェックするというものである。このように、会社の所有者である株主は、自らに代わって事業を運営し、その進捗状況について説明責任を負わせる取締役を選任することになる。コーポレートガバナンスの課題は、取締役会の株主に対する説明責任をどのように強化するかということである。（para 6.1）（下線部は筆者が付記）
- ・株主は、会社の所有者としての責任の多くを、スチュワードとして行動する取締役に委任している。取締役がスチュワードシップを果たせていないように見える場合、株主は取締役に叱責する権限を有し、取締役はこの権限を行使すべきである。取締役は会社の経営には関与できないが、高い水準のコーポレートガバナンスを求めることはできる。そして、優れたガバナンスは、取締役のスチュワードシップを測る重要な指標である。したがって、株主が会社に最善慣行規範の遵守を求めるならば、取締役会の株主に対する説明責任は強化されるであろう。（para 6.6）（下線部は筆者が付記）

キャドバリー卿は、インタビューに対して、キャドバリー報告書でスチュワードシップという言葉を用いたのは、取締役には「会社を守り育てる」という責務があることを示すためであると説明している。すなわち、スチュワードシップは取締役の心構え・責務として用いられており、その目的は「会社を守り育てる」ことであった。

キャドバリー卿へのインタビューから

Q：報告書では「スチュワードシップ」に言及されました。その意味を教えてください。

A：当委員会では、スチュワードを家の使用人という少し古典的な意味で使いました。英国の大きな家には、家事すべてを効率的かつ適切に守り育てる、スチュワードがいま

Revisions to the UK Stewardship Code 2026:
Changing the Definition of Stewardship and Reducing the Burden on Signatories

す。すなわち、スチュワードシップとは会社を守り育てること、といおうとしたので
す。これには、固定資産のほか、知的資産、従業員、それに会社の評判も含まれます。
スチュワード（シップ）とは「これらの資産を守り育てる」ということです。

(出典) 日本コーポレートガバナンス・フォーラム (2001) 『コーポレートガバナンス—
英国の企業改革』 商事法務研究会, P.208. 筆者が () 内を追記。

スチュワードシップを取締役の責務としていたキャドバリー報告書に対して、世界的な
金融危機および英国の銀行危機の経験を踏まえ、長期投資家にも、会社に対するエンゲージ
メントによって、「会社の長期的成功を促進する」という役割を求めたのがウォーカー報告
書であると考えることができる。前述のとおり、この勧告に基づいて、2010年に FRC から
SS コードが公表された。

ウォーカー報告書 (抜粋)

- ・機関投資家のスチュワードシップ活動によって、会社は収益と長期的パフォーマンス
の向上を図ることが可能となる。機関投資家は株主の有限責任という株式会社制度の
メリットを享受しつつ、会社の支配権も有しているのであるから、その代償として機関
投資家にもスチュワードシップの責任がある。(para 5.7) (要旨の大幅な意訳)

このウォーカー報告書の考え方およびケイ報告書の考え方（スチュワードシップの役割
を拡大し、投資家に企業戦略やコーポレートガバナンスに関するエンゲージメントを求め
ること）を踏まえて作成されたのが 2012 年コードにおけるスチュワードシップの定義・目
的である。そこでは、「スチュワードシップの目的は、根源的な資金提供者も反映できるよ
うな方法により、会社の長期的成功を促進することにある。実効的なスチュワードシップは、
会社、投資家、そして経済全体に恩恵をもたらす」とされた。すなわち、SS コードの主たる
目的は「会社の長期的成功」にあるとされた。キャドバリー報告書が取締役の責務とした
「会社を守り育てる」ことが、機関投資家に対してもその責務として位置づけられたと考
えることができる。

8 年ぶりの SS コード改訂を前に、2019 年 1 月に SS コードの改訂案 (2019 年改訂案)
が公表された。この改訂案は、前述のとおり、ステークホルダーを重視する 2018 年 CG コ
ードの影響を強く受けたもので、スチュワードシップの定義にもその影響が強く伺える。そ
こでは、「スチュワードシップは、受益者、経済、そして社会に対する持続可能な価値を創
造するために、機関投資家のコミュニティ全体を通じて、資本の責任ある配分と管理を行う
ことである」とされた。SS コードの原則の主語が機関投資家から署名機関に変更されたこ
とに示されるように、SS コードの対象者をサービスプロバイダーなどにも拡大したこと、
そしてそれらの機関は、「会社の長期的成功を促進すること」を直接の責務としていないこ

2026年英国スチュワードシップ・コードの改訂
ースチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減ー

とから、スチュワードシップの定義からその文言が消えた。また、ステークホルダー重視の観点から、スチュワードシップの目的として受益者のみならず、経済と社会の持続可能な価値創造を含むものとされた。

このスチュワードシップの定義に関しては、市中から厳しい批判が寄せられた。それは、受託者責任の対象は顧客・受益者であり、それと経済や社会の利益と同等に扱うことは受託者責任に反するというものである（FCA, 2019, paras 3.6-3.8）。この意見を反映して、2020年コードでは、スチュワードシップの直接の目的を「顧客・受益者の長期的な価値創造」とし、その結果として（間接的に）「経済・環境・社会に持続可能な恩恵をもたらす」と表現した。すなわち、「スチュワードシップとは、（受託した）資本を、顧客や受益者の長期的な価値を創造するために、責任をもって配分、管理、監督することであり、それは経済、環境、そして社会に持続可能な恩恵をもたらすものである」とされた。

2024年11月に公表されたSSコード改訂案（2024年改訂案）では、スチュワードシップの定義から、「経済・環境・社会に持続可能な恩恵をもたらす」という表現が削除された。その理由として、FRCは、一部のステークホルダーの誤解を解消するためであるとして、次のような説明をしている。

FRCの説明（FRC, 2024b, para 18）

・一部の利害関係者は、2020年の定義を、スチュワードシップの主な目的は環境と社会の目標を追求することであると解釈し続けている。定義に「導く（leading to）」という言葉が含まれていることは、顧客にとっての価値創造は常により広範な追加的利益をもたらさなければならないという解釈につながる可能性がある。一部の署名機関はこれらの幅広い利益を投資目的に組み込む場合があるが、具体的な投資目的を決定するのは各署名機関である。

2026年コードでも2024年改訂案の定義がそのまま用いられた。ただし、その説明部分は市中からの意見を踏まえて（2006年会社法第172条の文言などを参考にして）、若干の修正が行われている。定義およびその補足説明は以下のとおりである。

2026年SSコードでのスチュワードシップの定義とその補足説明

[定義]

スチュワードシップとは、（受託した）資本を、顧客や受益者の長期的・持続可能な価値を創造するために、責任をもって配分、管理、監督することである。

[補足説明]

・効果的なスチュワードシップは、投資家が十分な情報に基づいた投資判断を行い、将来の顧客・受益者の目標達成能力を損なうことなく、今日の顧客・受益者の目標を満たすリターンを実現できるよう支援する。その際、投資家は、受益者の利益に影響を及ぼす

Revisions to the UK Stewardship Code 2026:
Changing the Definition of Stewardship and Reducing the Burden on Signatories

範囲内で、経済、環境、社会への影響を考慮しつつ、長期的なリスクと機会を考慮する。
 ・投資家が行うスチュワードシップ活動は、投資家のインベストメント・チェーンにおける役割、投資アプローチ、運用する資産によって異なる。スチュワードシップ・コードに基づく報告は、投資家とそのサービス提供者が受託資産を管理するに際して行う、様々なアプローチと活動に関して透明性を提供する。

補足説明では、投資家が経済、環境、社会への影響を考慮するのは、受託者利益の範囲内であることが明示されており、これは ESG 投資という言葉の起源ともいえる 2006 年に公表された PRI の責任投資原則の原点に戻った定義であると言える。ESG 要素を過度に強調する動きに対する最近の厳しい批判を反映したものと考えることができる。

今回の定義に「持続可能な」という文言が加えられているが、これは補足説明にあるように、「将来の顧客・受益者」を意識したものであり、社会の持続可能性を直接的な対象としていないと理解される。

表 1 スチュワードシップ・コードにおけるスチュワードシップの定義・目的の変遷

スチュワードシップの定義・目的	
2012 年コード	スチュワードシップの目的は、根源的な資金提供者も反映できるような方法により、会社の長期的成功を促進することにある。実効的なスチュワードシップは、会社、投資家、そして経済全体に恩恵をもたらす。
2019 年改訂案	スチュワードシップは、受益者、経済、そして社会に対する持続可能な価値を創造するために、機関投資家のコミュニティ全体を通じて、資本の責任ある配分と管理を行うことである。
2020 年コード	スチュワードシップとは、(受託した) 資本を、顧客や受益者の長期的な価値を創造するために、責任をもって配分、管理、監督することであり、それは経済、環境、そして社会に持続可能な恩恵をもたらすものである。
2026 年コード	スチュワードシップとは、(受託した) 資本を、顧客や受益者の長期的・持続可能な価値を創造するために、責任をもって配分、管理、監督することである。

(出典) 筆者作成。

以上概観したように、スチュワードシップの定義・目的は、SS コード改訂の都度、変更されている。当初は「会社の長期的成功を促進すること」とされ、会社に焦点が当たっていたが、現在は「顧客や受益者の長期的・持続可能な価値を創造するため」とされ、顧客・受益者に焦点が当てられている。受託者責任と同旨の意味で用いられているようにも思われる。では、実際のところ、受託者責任とスチュワードシップはどのような関係にあると理解されるのであろうか。この点、2026 年コードでは、「スチュワードシップは投資家の受託者責任を果たすうえで重要な要素であり、本コードに基づく報告は、署名機関が自らのスチュ

ワードシップがどのように受託者責任を果たしているのかを示すことに役立つ」(FRC, 2025b, Introduction 部分)としており、スチュワードシップが受託者責任を果たすための手段である(署名機関の責務・心構えである)と位置づけられていると理解される。

ここで、わが国の SS コードの定義との比較を行いたい。わが国の SS コードは英国の 2012 年コードを参考にして策定されたものであるが、スチュワードシップ責任を、機関投資家が当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」(最終受益者を含む)の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味するものと定義しており、どちらかという受託者責任を意識した 2026 年コードの定義に類似している。

4 署名機関の負担軽減

今回の SS コード改訂のもう 1 つのポイントとして、署名機関の負担軽減が挙げられる。前述のとおり、キングマン報告書での厳しい指摘や 2018 年の CG コードの大幅改訂の影響を受け、2019 年 1 月に公表された SS コードの改訂案(2019 年改訂案)では、スチュワードシップ活動の成果や効果を詳しく開示すること、そして構成も CG コードと平仄を合わせ、構成、原則・各則などを大幅に増加させるなどの提案が行われた。これに対して市中からの多くの意見が寄せられ、実際の 2020 年 SS コードでは署名機関の負担が減少したが、それでも負担感が残るものであった。今回は、柔軟な報告体制、報告負担の軽減、そして対象を絞った原則といった点から負担軽減が行われた。以下ではこれらについて説明する。

4.1 柔軟な報告体制

負担軽減の第 1 として、SS コードでの報告内容を(1)ポリシーとコンテキストの開示、(2)活動と成果の報告書、に区分して報告頻度を一部緩和したことが挙げられる(なお、2020 年改訂で新たに設けられたアセットオーナー・アセットマネージャーのための原則と、サービスプロバイダー向けの原則の大区別は維持されている)。2020 年コードでは、各原則に 3 つの期待される報告内容(コンテキスト、活動、成果)が明記され、それらを記載した報告書を毎年提出することが義務づけられていたが、背景開示(ポリシーとコンテキストの開示の部分)に関する情報の多くは変更されないため、この部分の作成・開示の頻度を削減したものである。

具体的には、ポリシーとコンテキストの開示の部分は、署名機関の活動と成果の報告書の重要な背景情報となる事実を開示するものとして、原則 4 年ごとの開示とされた(署名機関に変化が生じて、ポリシーとコンテキストの開示が活動と成果の報告書の背景情報として適切ではなくなるような場合には、適時開示する必要がある)。また活動と成果の報告の部分については、従来通り毎年開示するものとされた。これは、重要なポリシーとコンテキストの情報が開示されるという利点を維持しつつ、署名機関の負担を軽減するものである。

Revisions to the UK Stewardship Code 2026: Changing the Definition of Stewardship and Reducing the Burden on Signatories

なお、2026年コードでは、原則に対する柔軟なアプローチを採用していることが説明されている。2012年コードの原則に対するコンプライ・オア・エクスプレインの考え方が、2020年コードではアプライ・アンド・エクスプレインに変更され、2026年コードでもこの考え方が継続されており、この意味では厳格なアプローチが求められているようにも考えられるが、今回の柔軟なアプローチという意味は、原則の適用は必須であるが、その適用の方法に柔軟性を認めるということであると理解される（コンプライ・オア・エクスプレインの場合には、原則の適用自体も必須としないという考え方であった）。

4.2 報告負担の軽減

2026年コードは、原則を絞り込み、また各原則の報告方法を簡潔化することで、報告の質を維持しながら、報告量を削減することを企図したもので、報告量を20～30%程度削減することができるという試算もある（FRC, 2025a）。具体的には、2020年コードでは、アセットオーナー・アセットマネージャー向けが12原則、サービスプロバイダー向けが6原則であったのに対して、2026年SSコードでは、活動と成果の報告書の原則が、それぞれ6原則、4原則に削減されている。

また2020年コードでは、各原則に付記されている「期待される報告内容」がかなり詳細なものであることに加え、「期待される報告内容」という用語が、署名機関が行う開示が定型的でなければならないと理解される可能性があった。そこで2026年コードでは、「期待される報告内容」を「報告の仕方」に替え、それを任意・規範的ではないガイダンスによる補足説明で補うという構成とした（FRC, 2024b paras 35-37）。

2026年コードと2020年コードの原則を対比すると、以下の表2の形に整理できる。

2026年英国スチュワードシップ・コードの改訂
ー スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減ー

表2 2026年コードと2020年コードの原則の対比

○アセットオーナーとアセットマネージャー向けのコード

2026年SSコード

2020年SSコード

・ポリシーとコンテキストの開示

A	組織、投資信念、スチュワードシップ・アプローチ
B	ガバナンスとリソース
C	ポリシー、プロセスとそのレビュー
D	利益相反
E	顧客と受益者との対話

1	目的、戦略、企業文化
2	ガバナンスとリソース
5	方針のレビューとプロセスの保証
3	利益相反
6	顧客と受益者のニーズ

・原則（活動と成果の報告書）

1	スチュワードシップと投資の統合
2	円滑に機能する市場の促進
3	エンゲージメント
4	権利と責任の行使
5	運用会社の選定と監督
6	サービスプロバイダーの監視

7	スチュワードシップと投資の統合
4	市場全体とシステム全体のリスク
11	スチュワードシップの段階的強化
9	エンゲージメント
10	協働エンゲージメント
11	スチュワードシップの段階的強化
12	権利と責任の行使
11	スチュワードシップの段階的強化
8	マネージャーとサービスプロバイダーのモニタリング
8	マネージャーとサービスプロバイダーのモニタリング

○サービスプロバイダー向けのコード

2026年SSコード

2020年SSコード

・ポリシーとコンテキストの開示

A	組織とそれが提供するサービス
B	ガバナンスとリソース
C	ポリシー、プロセスとそのレビュー
D	利益相反

1	目的、戦略、企業文化
2	ガバナンスとリソース
6	方針のレビューとプロセスの保証
3	利益相反

・原則（活動と成果の報告書）

1	顧客との対話
2	議決権行使助言会社
3	投資コンサルタント
4	エンゲージメントサービスプロバイダー

5	顧客のスチュワードシップの支援
5	顧客のスチュワードシップの支援
4	市場全体とシステム全体のリスク
5	顧客のスチュワードシップの支援

(注) 英数字は各原則等の番号を表示している。

(出典) FRC (2025b) p.4 および FRC (2024b) Appendix C に基づき筆者作成。

4.3 対象を絞った報告

署名機関の属性に合わせた原則を明記した対応も行われた。2019年改訂案では、アセットオーナーとアセットマネージャーについて、原則は同じであるが、各則の半分程度は明確に区分され、異なる役割期待が記載されていた。これに対して市中から「原則や各則の数が

Revisions to the UK Stewardship Code 2026: Changing the Definition of Stewardship and Reducing the Burden on Signatories

多すぎる。コードは単純な方がいい」といった意見が寄せられ、各則が削除されたことから、2020年コードではアセットオーナーとアセットマネージャーごとの遵守すべき内容が区別されないものとなった。

アセットオーナーとアセットマネージャーの役割は異なり、またサービスプロバイダーごとの役割も異なることから、これらを区別した方が、それぞれの主体（署名機関）に対する期待が明確化されることになる（署名機関にとっても、SSコード報告書に何を記載すべきなのかが明確になる）。今回の改訂では、原則の適用対象を明確化することによって、この課題に対応した。

具体的には、アセットオーナーとアセットマネージャー向けの原則では、原則1（スチュワードシップと投資の統合）、原則2（円滑に機能する市場の促進）、および原則6（サービスプロバイダーの監視）については、すべての署名機関に対応を求めた。また、原則3（エンゲージメント）および原則4（権利と責任の行使）については、資産を直接運用するアセットマネージャーに対して、原則4（権利と責任の行使）と原則5（運用会社の選定と監督）については、アセットオーナーに対して、その遵守を求めたものである。

ただし、署名機関の規模や投資アプローチは多岐にわたるため（例えばアセットオーナーが直接運用に携わることもある）、報告に適用される普遍的なルールは存在しないとして、どの原則について説明するかは各署名機関にゆだねている。目安として、10%基準を設け、運用資産の10%以上を直接運用する署名機関は原則3（エンゲージメント）について報告し、運用資産の10%以上を運用会社に委託して運用する署名機関は原則5（運用会社の選定と監督）について報告するものとした。

サービスプロバイダーも、その役割は多岐にわたる。サービスプロバイダー向けの原則では、議決権行使助言会社、投資コンサルタント、エンゲージメントサービスプロバイダーのそれぞれに対する役割を明記している。具体的には、原則1（顧客との対話）はすべての署名機関に適用され、原則2（議決権行使助言会社）は議決権行使助言会社に、原則3（投資コンサルタント）は投資コンサルタントに、原則4（エンゲージメントサービスプロバイダー）はエンゲージメントサービスプロバイダーに適用される。

これらは、属性別の対応原則の明確化により、スチュワードシップの遂行における市場参加者のさまざまな役割をより明確に区別できるようにした方がいいというステークホルダーからの意見を反映した面がある（FRC, 2024b para 47）。

5 おわりに

本稿では、英国SSコードの歴史的展開と2026年コードの主な改訂内容について検討した。改訂内容として、特に、(1) スチュワードシップの定義、(2) 署名機関の負担軽減の内容について具体的に検討した。

英国のSSコードの改訂は今回3回目であるが、その都度、社会が機関投資家など署名機

2026年英国スチュワードシップ・コードの改訂
—スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減—

関に求める事項と、署名機関自身が求める規律づけの内容を踏まえて、構成・内容とも大きな変更がなされている。今回は、主として署名機関から要請を踏まえ、スチュワードシップの定義の変更と負担軽減が前面に出た改訂であったと言える。

英国のCGコード、SSコードは、1つのグローバルな規範であることから、わが国にも影響を及ぼすものであり、今後ともその動向とその背景にある要因を明らかにしていきたい。

アセットオーナーとアセットマネージャー向けの UK スチュワードシップ・コード(2026)

【抜粋・意識】

アセットオーナーとアセットマネージャーは、効果的なスチュワードシップに対して責任を有しており、その責任を委任することはできない。スチュワードシップには、投資判断、資産およびサービスプロバイダーのモニタリング、発行体とのエンゲージメントと重要な課題に関する説明責任を発行体に求めること、他の署名機関との協働、そして権利と責任の行使が含まれる。

資本は様々な資産クラスに投資されており、投資家はそれぞれ異なる条件、投資期間、権利、影響力を有している。署名機関は、資本がどのように投資されたかに関わらず、利用可能な資源、権利、影響力を行使してスチュワードシップを発揮すべきである。

ポリシーとコンテキストの開示

- A. 自社の組織、投資信念、顧客または受益者について述べ、それがどのようにスチュワードシップへのアプローチに影響を与えているかについて説明する。
- B. 自社のリソースが、どのように効果的なスチュワードシップを可能にしているかについて説明する。
- C. 自社のスチュワードシップのポリシーとプロセス、およびそれらをどのようにレビューしているかについて説明する。
- D. 顧客と受益者の最善の利益を最優先するために、スチュワードシップに関連する利益相反を自社でどのように管理しているかについて説明する。
- E. 顧客や受益者との対話を、自社がどのように維持しているかについて説明する。

活動と成果報告書の原則

- 1. 署名機関は、スチュワードシップと投資を統合して、顧客と受益者に対して長期的に持続可能な価値を提供する。
- 2. 署名機関は、金融市場の円滑な機能を促進するために、市場全体に及ぼすリスクやシステムミックリスクを特定し、対応する。
- 3. 署名機関は資産価値の維持・増大に取り組む。
- 4. 署名機関は自らの権利と責任を積極的に行使する。
- 5. 署名機関は、外部マネージャーの選定・監督の際にスチュワードシップに関する事項を考慮する。
- 6. 署名機関はサービスプロバイダーのスチュワードシップ遵守状況を監視し、責任を問う。

サービスプロバイダー向けの UK スチュワードシップ・コード (2026) 【抜粋・意識】

議決権行使助言会社，投資コンサルタント，エンゲージメントサービスプロバイダー

サービスプロバイダーは，顧客がスチュワードシップ責任を果たすことを支援するという点で，投資コミュニティにおいて重要な役割を果たす。これらの原則を適用するサービスプロバイダーには，投資コンサルタント，議決権行使助言会社，エンゲージメントサービスプロバイダーが含まれる。

サービスプロバイダーが顧客のスチュワードシップを支援するために行う活動には，エンゲージメント，議決権行使の推奨と実行，データと調査，助言，報告フレームワークと基準の提供などが含まれるが，これらに限定されない。

サービスプロバイダーの開示

- A. 自社の組織とそれが提供するサービスについて説明する。
- B. 自社のガバナンスとリソースによって，これらのサービスの提供がどのように可能になっているかについて説明する。
- C. 自社のスチュワードシップのポリシーとプロセス，およびそれらをどのようにレビューしているかについて説明する。
- D. 顧客の利益を最優先にするために，利益相反を自社でどのように管理しているかについて説明する。

サービスプロバイダーの原則

1. 署名機関は顧客とコミュニケーションをとり，顧客の目的を理解し，顧客のスチュワードシップを支援するサービスを提供する。
2. 議決権行使助言機関は，調査，推奨，議決権行使実施の品質と正確性を保証する。
3. 投資コンサルタントは，市場全体のリスクとシステミックリスクを特定してそれらに対応し，金融市場の円滑な機能を促進する。
4. エンゲージメントサービスプロバイダーは，顧客に代わって資産の価値を維持または向上させる業務を行う。

Revisions to the UK Stewardship Code 2026:
Changing the Definition of Stewardship and Reducing the Burden on Signatories

(参考文献)

- 林順一 (2019a) 「英国コーポレートガバナンス・コード改訂に関する一考察」『国際マネジメント研究』 8, 1-34.
- 林順一 (2019b) 「イギリス企業の CG コード対応にみる従業員とのエンゲージメント」『企業会計』 2020 年 1 月号, 50-56.
- 林順一 (2020a) 「英国のコーポレートガバナンス・コード及びスチュワードシップ・コードの改訂の背景・内容とわが国への示唆」『ビジネス・マネジメント研究』 16, 67-89.
- 林順一 (2020b) 「英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察 一改訂に至る経緯と主な改訂内容」『国際マネジメント研究』 9, 31-48.
- 林順一 (2022) 『コーポレートガバナンスの歴史とサステナビリティ: 会社の目的を考える』 文眞堂
- 林順一 (2025a) 「英国・米国のコーポレートガバナンスの歴史とわが国への示唆」『証券アナリストジャーナル』 2025 年 3 月号, 38-47.
- 林順一 (2025b) 「イギリスのコーポレートガバナンスの展開」佐久間信夫他編著『ESG 経営の展開』 同文館出版
- Cadbury, A. (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*.
- FCA (2019), *Building a Regulatory Framework for Effective Stewardship: Feedback to DP19/1 (FS19/7)*.
- FRC (2010), *The UK Stewardship Code*.
- FRC (2012), *The UK Stewardship Code*.
- FRC (2016), “Tiering of Signatories to the Stewardship Code”, *FRC News 14 Nov 2016*.
- FRC (2018), *The UK Corporate Governance Code 2018*.
- FRC (2019a), *Proposed Revision to the UK Stewardship Code*.
- FRC (2019b), *The UK Stewardship Code 2020*.
- FRC (2024a), *UK Corporate Governance Code 2024*.
- FRC (2024b), *UK Stewardship Code Consultation*.
- FRC (2025a), “FRC Overhauls the Investor Stewardship Code to Focus on Value Creation, Reducing Burdens and Enhanced Engagement between Market Participants”, *FRC News 3 June 2025*.
- FRC (2025b), *The UK Stewardship Code 2026*.
- FRC (2025c), *Feedback Statement – UK Stewardship Code 2026*.
- ISC (2009), *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*.
- Kay, J (2012), *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report*.

2026年英国スチュワードシップ・コードの改訂
—スチュワードシップの定義の変更と署名機関の負担軽減—

Kingman, J. (2018), *Independent Review of the Financial Reporting Council*.

Walker, D. (2009), *A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities, Final Recommendations*.

運用者の視点からみる ESG 投資の現在

The Current Issues of ESG Investing from the Perspective of Investment Managers

ニッセイアセットマネジメント株式会社 株式運用部 専門部長
青山学院大学国際マネジメント学術フロンティアセンター 特別研究員
木下 靖朗

Yasuaki Kinoshita

(論文要旨)

本稿は、運用者の視点から ESG 投資の現状と今後の展望を論じたものである。国内ではガバナンス改革が進展し、過去は企業価値向上に対して消極的だった経営に焦点が集まり、国内株式相場ではバリュー相場が復活するという大きな変化があった。また、世界的には地政学リスクの高まりを受け、各国のエネルギー政策や政府の社会的責任の在り方が大きく変化した。そして、これらの要因から国内外において 2020 年代初頭以降、ESG 投資の退潮がより鮮明になった。運用者はその変化に対応し今日に至っているが、その対応の過程においては ESG の意義やその現実性に対して疑問を持つようになり、特に公益的な価値の最大化を優先するインパクト投資手法の実現可能性には懐疑的になったと思われる。ESG 投資の今後の命運は、インパクト投資の実現可能性の検証とアセットオーナーの意向や、ESG インテグレーションに関する運用者の取組等が左右することになるだろう。

(Abstract)

This paper discusses the current state and future outlook of ESG investing from an investment manager's perspective. Japan has undergone significant changes: as corporate governance reforms progressed, the focus shifted toward management practices that were previously reluctant to improve shareholder value, leading to a resurgence of the value factor in the domestic equity market. Meanwhile, rising geopolitical risks globally have fundamentally altered national energy policies and the nature of governmental social responsibility. Because of these factors, the retreat of ESG investing has become more pronounced both domestically and internationally since the early 2020s. While investment managers have adapted to these shifts, the process has led them to question the significance and practicality of ESG investing. In particular, there is a growing skepticism regarding the feasibility of impact investing that prioritizes the maximization of common good value. The future of ESG investing will likely depend on the verification of impact investing's feasibility, the intentions of asset owners, and the ongoing efforts of

asset managers regarding ESG integration.

1 はじめに

ESG 投資に対する投資家の取組が現在転換期を迎えている。2020 年代の初頭には、ESG, SDGs, サステナビリティという言葉が国内でも各種メディアで頻繁に報じられるようになり、資本市場だけではなく一般社会を巻き込む形で ESG への関心は高まっていった。そして、その結果として、ESG 投資には国内外を問わず多額の資金フローが流入した。しかしながら、その後は、2023 年に米国では四半期ベースでの資金フローが純流出となり(以降、純流出が継続)¹、ESG 取組の最先端地域と見られていた欧州でもついには 2025 年に四半期ベースで初めて純流入から純流出に転じた²。日本でも ESG 投資熱は沈静化している。

世界の投資家が ESG 投資に冷ややかな見方をするようになった背景として、トランプ大統領が 2 期目の就任以降次々と「反 ESG 政策」を打ち出していることや、欧州を中心とした規制当局が ESG 投資を巡る運用会社の過大なアピール(いわゆる「ESG ウォッシング」)への取り締まりを強化していることを指摘する向きが多い³。前者は、トランプ大統領の就任に伴う運用環境、つまり外部環境の変化へ投資家等が対応した結果として ESG 投資熱が下火になったという解釈である。それに対して後者の解釈は、もともと ESG 投資とは呼べないような偽 ESG 商品が過大に市場に出てしまい、そのような商品が市場で淘汰される過程で生じた ESG バブルの調整といった意味合いが含まれている。

このように近年の ESG 投資市場では、米国における純流出の継続に加え、欧州でも 2025 年に四半期ベースで初めて純流出が観察されており、ESG 投資をめぐる資金フロー環境は明らかに変化している。もっとも、この変化は単なる政治的逆風などとしてのみ理解されるべきではなく、投資家がサステナビリティ情報にどのような価値を見いだしているかという需要面の変化として捉える必要がある。実際、Hartzmark and Sussman (2019) は、サステナビリティ評価の付与がファンドフローに有意な影響を与えることを示しており、投資家が ESG 関連情報に反応して資金配分を変化させることを明らかにしている。したがって、近年の流出局面も、ESG 選好そのものの消滅というより、ESG 投資の意味づけや期待収益に関する投資家の評価が再調整されている局面として理解する余地がある。

本稿の目的は、現在転換点を迎えている ESG 投資の現状を運用者の視点から整理し、本質的な議論をアカデミックな視点で活性化することにある。筆者は運用者の視点から ESG 投資を議論することが有用だと考えているが、その論拠は運用者(インベストメントマネジャー)が、年金基金等の機関投資家等(アセットオーナー)を顧客としており、アセットオーナーがどのように ESG 投資を捉えているのか、また ESG 投資に何を求めているのかを理解できる立場にある⁴からだ。また、運用者は彼らの顧客であるアセットオーナーに対してステewardship 責任を負っており、その責任を果たすため投資先企業とのエンゲージメントには近年特に注力している。運用者は、投資先企業の中長期的な企業価値の拡大を目的と

し、企業経営者と取組課題を議論することを通じ、経営者の ESG 取組に関する意識や悩みを共有できる立場にもある⁵。

このように、運用者はアセットオーナーや企業経営者とともに構成するインベストメントチェーンの中心に存在し、ESG の転換点も多様な視点から全体像を把握できる立場にあると考えられる一方で、運用者の視点や実務が学術論文等を通じて研究者に共有される機会は十分とは言えず、研究者の視点からは資本市場で実際に何が起きているのかを実感する機会は限られている可能性がある。そのため、研究対象として注目度の高い ESG 投資の分野において運用者の視点が提供される意義は小さくないと判断される。

なお、本稿で論じる「運用者」や「運用者の視点」は、いわゆる「アクティブ投資家」や彼らの視点を指している。アクティブ投資家は、市場全体を指し示す株式指数などの株式インデックスを上回る投資リターン（超過収益）の獲得を目的とし、投資銘柄を選出して投資・運用を行う投資家（投資マネジャー）のことであり、本稿では特に断りがない限り、このアクティブ投資家の視点から議論を展開する。

また、アクティブ投資家は、自らが市場に勝つことを目的としているため、投資先企業の適正株価（適正企業価値）の算出（いわゆるバリュエーション評価）を非常に重視する。つまり、自ら算出する適正株価が現在の実際の株価よりも高ければ、その銘柄には上値余地が存在し、買い候補となるが、その反対に算出する適正株価が実際の株価を下回っている場合には、その銘柄は売り候補となる。このように、バリュエーション評価はアクティブ投資家の投資判断の根幹をなしており、そのバリュエーション評価の前提となるのが企業や投資環境の綿密な調査活動である。そして、この調査活動には企業（企業経営者）とのエンゲージメントが含まれる。近年、ESG 投資の担い手として急速にその存在感を増している存在として、パッシブ投資家⁶や ESG 投資家（インパクト投資家）が挙げられるが、本稿では運用者とはアクティブ投資家を指し、アクティブ投資家の視点から議論を進めることとする⁷。

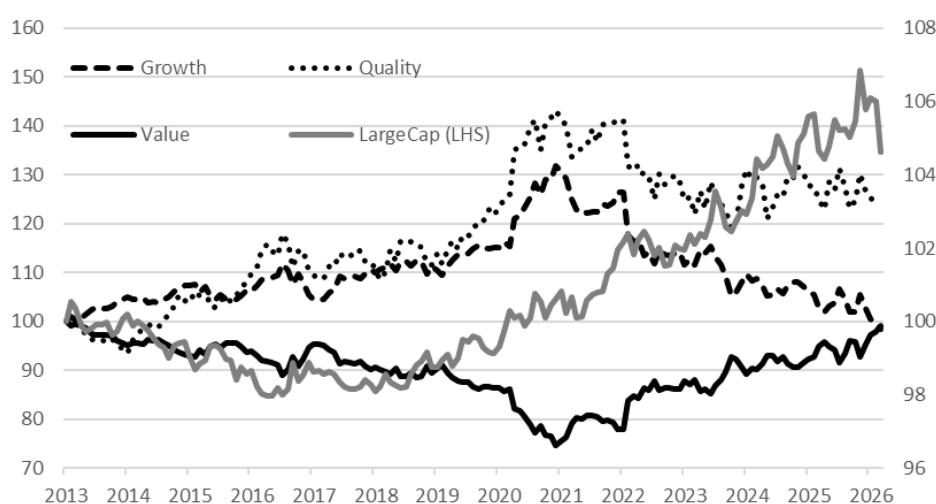
2 日本のコーポレートガバナンス改革の影響

2.1 国内株式市場でのバリュー株の復活

ESG の現在の状況を運用者の視点から議論をしていく前に、運用者を取り巻く国内株式市場の大きな変化について述べてみたい。図 18⁸は、2013 年から直近までの国内株式相場の主な潮流変化を示している。

2018 年前後を底に、大型株（Large Cap）の株価パフォーマンスが継続して優位な展開となっていることに加え、2020 年の終わり頃を転換点としてバリュー株（割安株、Value）が継続して優位に推移していることが特徴となっている。バリュー株とは、グロース株（成長株、Growth）と対比され、株価収益率（PER）や株価純資産倍率（PBR）などのバリュエーション指標の値が低位にある銘柄群を指す⁹。したがって、現在の株価に対して本源的価値が安く放置されているという意味での「割安」を示すものではなく、またバリュエーション指

標が割安に評価されているファンダメンタルズ上の理由が通常は存在している。典型的には利益成長率が低い、資本効率が悪い、経営陣に対する投資家の信頼度が低いなどのファンダメンタルズ上の課題を抱えていることが多い。それに対して、グロース株は利益成長率や資本効率が低い銘柄群であり、経営陣に対する信頼度を含め、投資家の評価が高いファンダメンタルズ上の特徴があるものの、一方でこれらのバリュエーション指標は高位にあるのが一般的である。したがって、バリュー株とグロース株のどちらが株価パフォーマンスがよいかは一概には言えず、その時の投資環境や市場を支配しているセンチメントに短期的には左右される。



(出所) MSCI, Bloomberg より筆者作成

図 1 国内株式の主要なファクター推移(市場相対)

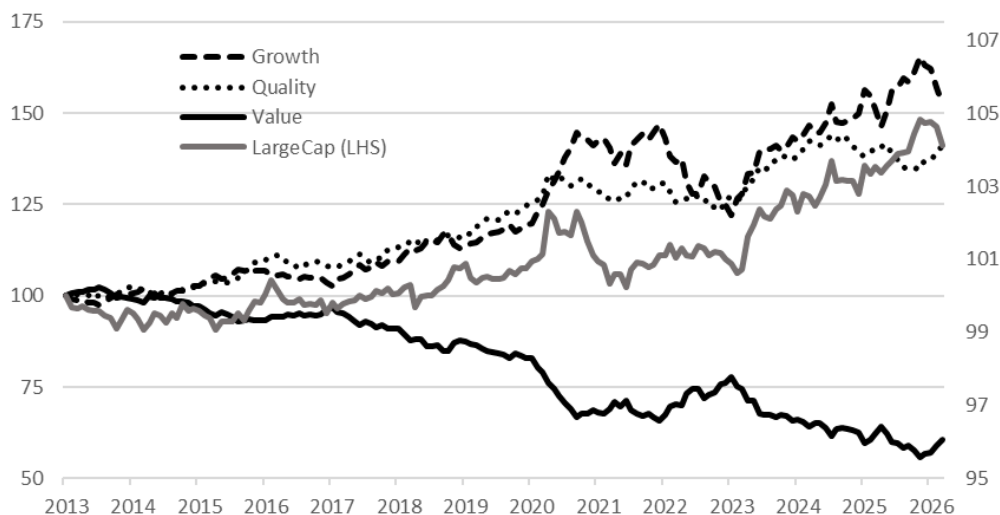
バリュー株とグロース株の動きに着目すると、2020 年の終わりまでは一貫してアンダーパフォームを続けていたバリュー株が大転換を果たし、その後は現在に至るまで一貫してアウトパフォームを継続していることが分かる。その対極にあるのはグロース株であり、2020 年の終わりを境にそれまでの大幅なアウトパフォームの傾向がアンダーパフォームに転じている。

一方、米国株式におけるバリュー株 (Value) とグロース株 (Growth) のパフォーマンス推移を示したものが図 2 となる。

米国株式においても 2021 年に転換点を迎え両者のパフォーマンスの傾向が一時的に逆転したが、2023 年年初から再びグロース株のアウトパフォーマンスとバリュー株のアンダーパフォーマンスが顕著となり今日に至っている¹⁰。つまり、米国では長期間にわたり一貫してグロース株優位の相場が継続しており、国内株式が 2020 年代初頭以降バリュー株優位の相場展開に転換したこととは対照的となっている。

もっとも、バリュー株の相対優位は普遍的・恒常的なものではなく、市場環境や制度環境

に応じて変動する。そのため、日本で観察された 2020 年代以降のバリュー優位を論じるには、一般的なバリュー要因の議論と、日本固有の制度変化とを区別して論じる必要がある。次節以降において日本固有の制度変化を論じていく。



(出所) MSCI, Bloomberg より筆者作成

図 2 米国株式の主要なファクター推移(市場相対)

2.2 日本のコーポレートガバナンス改革の進展

日本のコーポレートガバナンス改革は、運用者の行動規範となるスチュワードシップ・コードの導入（2014年）¹¹および上場企業の行動規範となるコーポレートガバナンス・コード（2015年）¹²を皮切りに、現在もなおその過程のなかにある。これらの2つのコードの導入を中心とした今日までの一連のガバナンス改革の目的は、日本の企業の稼ぐ力を向上させ、持続的な成長を可能とすることにより、企業の競争力や価値を高め、ひいては日本全体の成長力や競争力につながる循環を作り出すことである。そして、その目的の達成のため、2つのコードでは、企業の資本収益力（ROE）の向上、事業ポートフォリオの絶えざる見直し、取締役会の機能向上、サステナビリティ経営の推進や、それを可能とする投資家と経営者間のエンゲージメントの促進等が提唱されている。

また、日本のコーポレートガバナンス改革は、2つのコードの導入に続き、2023年には東京証券取引所が「資本コストや株価を意識した経営」の実現に向けて、取締役会による資本コストや資本収益性、株価パフォーマンスの現状分析、改善策の策定・開示、投資家との対話の継続を求めるに至った。したがって、2020年代の日本市場を論じる際には、株価パフォーマンスの変化をこうした制度変化と切り離して理解することはできない。

東京証券取引所によれば、2つのコードが導入されてから5年以上が経過した段階でも、日本企業の稼ぐ力や持続的な成長力は国全体として見た場合に十分向上したとは言えない状態が続いた¹³。つまり、2つのコードはあくまでも行動規範を示しているだけであり、罰則を伴

わないソフトローであったため、上場企業全体の底上げを実現することはできなかった。2つのコードやいわゆる「伊藤レポート」で論じられたのは、企業経営者の目指すべき規範であり理想であったため、改革の内容や意義を理解し、自律的に社内での経営改革に乗り出す経営者は一部の先進的な経営者に限られてしまった。その結果として、コーポレートガバナンス・コードの意義や遵守する利点を十分に理解した上で真摯に企業価値向上を目指し経営改革を行う経営者と、ソフトローを逆手にとり形式だけの対応に終始し企業価値向上に向けた対応策を十分に講じない経営者が現れ、経営者の取組は二極化の様相を強めた。

このような状況において、東京証券取引所はさらなる改革を実施した。2022年には従来の「市場第一部」、「市場第二部」、「マザーズ」、「JASDAQ」という4つの市場区分を廃止し、新たに「プライム市場」、「スタンダード市場」、「グロース市場」の3つの市場区分に再編成を行った。従来の各市場区分では各区分コンセプトの違いが曖昧であったことや、上場会社の持続的な企業価値向上の動機付けが十分にできていないとの問題が指摘されていたためである¹⁴。その指摘を踏まえ、新市場区分では特にプライム市場の上場企業に対しては、時価総額（流動性）、ガバナンス水準、投資家との対話を通じた企業価値向上へのコミットメントが明記されることとなった。

また、その翌年には東京証券取引所が「資本コストや株価を意識した経営の実現へ向けた対応について」を発表し、上場企業、とりわけプライム市場とスタンダード市場への上場企業に対して具体的な対応を求めた。具体的な対応としては、例えば資本コストや資本収益性の現状を取締役会で分析・評価した後、改善に向けた方針、計画期間、具体的取組を取締役会で検討・策定し、投資家に開示した上で取組状況を投資家と対話するという一連の継続的取組を含む。

この東京証券取引所(2023)の要請は、以下の2点において重要な意味を持つ。1つ目は、資本コストに加えて株価を意識した経営を上場企業（プライム市場・スタンダード市場）には強く要請するという点である。従来は資本収益性（ROE）や資本コストを意識するのは企業経営者の責任かもしれないが、株価は資本市場における評価であるから、企業経営者の責任とは言えないと公言する企業経営者もあった。株価の水準は投資家の評価であり、投資家が決めているものであるから、投資家にも責任があるという主張である。それに対して、東京証券取引所(2023)は、経営パフォーマンスを反映した株価（資本市場での評価）に対しても企業経営者が責任を持つ必要があることを明記した。そして、東京証券取引所の要請がその後のPBR1倍割れ企業による経営改革の具体的な取組を促した。

2つ目は、東京証券取引所(2023)もソフトローの範疇を出ないものであり、その意味では2014年および15年にかけて制定された2つのコードと変わりはない。新たな東京証券取引所の要請も罰則規定などはない。しかしながら、新たな要請は、各企業ともプライム市場への上場を強く望んでおり、上場を維持するために要請を無視するという選択肢はあり得ないという企業側の思いを巧みに利用した制度設計となっている。実際に株価や時価総額が低迷している企業や、資本効率改善が不十分と判断される企業はその企業名が公表されるため、

ソフトローとは言え、各企業経営者の「恥」を回避したいという思いを効果的に突いている。

このように、日本のコーポレートガバナンスの発展段階には、2014年以降の2つのコードが企業経営者の内的動機に働きかけて改善を促した第1段階と、2022年以降の東京証券取引所が経営者に対して外的動機を巧みに作り出し経営の改善を促した第2段階に分けて理解することが可能である¹⁵。そして、次節ではこれらの2つの異なるガバナンス改革の段階におけるそれぞれの企業経営者の対応と、その結果として生じた運用者による投資対象銘柄の変化について論じる。

2.3 国内株式における投資対象銘柄群の変化

前節で議論したように、日本のガバナンス改革の第1段階においては、コーポレートガバナンス・コードの意義や遵守する利点を十分に理解した上で真摯に企業価値向上を目指し経営改革を行う経営者と、ソフトローを逆手にとり形式だけの対応に終始し企業価値向上に向けた対応策を十分に講じない経営者が現れた。その結果として、第1段階においては、運用者の投資対象として注目を集めたのは、一部の（決して多数とは言えない）先進的な経営者であり、もともと投資家の声に耳を傾けてきた経営者である¹⁶。彼らの経営は高い競争力を有し、資本効率の改善や成長を実現している場合が多く、すでに投資家からの評価も高い企業（グロース株）であることが多かった。そのためこれらのグロース株がさらに業績や株価評価を改善するという現象が生じた。一方で、経営改革に後ろ向きであり、もともと企業価値向上を実現していない低評価の企業（バリュー株）は企業価値向上に向けた変化にも乏しく投資家の関心から外れてしまった。そして、これこそが2.1で論じたグロース株による2020年の終盤までのアウトパフォーマンスの背景である可能性がある。

一方で、ガバナンス改革第2期で運用者の注目を集めたのは、第1期で取り残された企業や企業経営者である。彼らは、第1期で経営改革を実現した自律的な企業経営者ではなく、一連の東証改革への対応を迫られ他律的・外生的に経営改革に重い腰を上げた経営者である¹⁷。例えば、過剰な現金や遊休資産をバランスシートに掲げ、株式の持ち合いを継続し、取締役会の実効性改善に向けて後ろ向きであり、投資家との対話を拒絶してきた経営者たちである。これらの企業は、低成長（低収益性）・低バリュエーション評価の典型的なバリュー株であるため、第2期での運用者の注目はバリュー株に集まったのである。また、バリュー株のなかでも、とりわけPBRが1倍を割れている銘柄は特に運用者の関心を集めた。以下の図3は、PBR1倍割れの銘柄群（ $PBR < 1$ ）が、東京証券取引所(2023)が発表された2023年を契機に大幅にアウトパフォーマンスに転じている（対TOPIX指数）ことを示している¹⁸。

このように、少なくとも整合的に解釈すれば、東京証券取引所による要請は低PBR企業に対する経営改革圧力を可視化し、運用者の注目を同企業群に集中させ、この要請がこれらの銘柄群のアウトパフォーマンスにつながった可能性が示唆される。



(出所) 大和総研 Poet-Stock, Bloomberg より筆者作成

図3 PBRが1倍割れの銘柄群の株価推移

2.4 日本での ESG 投資への影響

では、上述のような日本でのガバナンスの変化、企業経営者の行動変化、国内株式相場の潮流変化は、運用者にどのような教訓をもたらしたであろうか。それは、「よい企業やよい経営者に投資をしても必ずしも超過収益が獲得できる訳ではない」という、運用者にとっては当たり前のこと（再認識）である。

第1章の最後に論じたように、アクティブ投資家の運用者は自らが市場に勝つことを目的としており、投資先企業の適正株価（適正企業価値）の算出（いわゆるバリュエーション評価）を非常に重視する。そして、自ら算出する適正株価が現在の実際の株価よりも高ければ、その銘柄には上値余地が存在するため、買いの候補銘柄となるが、その反対に算出する適正株価が実際の株価を下回っている場合には、その銘柄は売りの候補となる。一方で、2020年代の初頭まで続いたグロース相場において、運用者は「よい企業やよい経営者に投資をすれば超過収益が獲得しやすい」という相場環境が継続していた。しかし、それ以降は相場の潮流が劇的に変化した。現在は必ずしも「よい企業」や「よい経営者」ではないが、将来にわたって改善の幅が大きく、現在の株価にその改善が未だ十分に織り込まれていない銘柄に投資することがより一層重要な相場展開になってきた¹⁹。

一方で、従来の一般的な ESG 投資手法では、E、S、Gのそれぞれの取組において高く評価できる「高 ESG 評価銘柄」への投資を是としてきた。つまり、現在においてすでに ESG 取組が高く評価できる「よい企業」に投資することが求められ、例えばコーポレートガバナンスが効果的に機能していない企業やその経営者に投資することは望ましくない、との価値観が広く受け入れられていたのではないだろうか。

このように、2022年以降のガバナンス改革第2期の相場潮流の変化を経て、各運用者は「高 ESG 評価銘柄」への投資を通じて社会的なアウトカムを実現するといういわゆるイン

パクト投資のリターン面からの有効性に一層懐疑的になった可能性が高いのではないかと。つまり、インパクト投資は超過リターンを生み出すとは限らない²⁰という「現実」を改めて強く認識したものと思われる。また、ESG 評価を企業価値評価に統合するいわゆる ESG インテグレーションにおいても、ESG 要因を統合した上で企業価値を算出し、あくまでも算出した企業価値が現在の株価を上回っている企業に投資したり、ESG 評価の将来的な変化（現在の評価は低くても構わない）に着目した上でその変化を企業価値算出に織り込んだりする等の工夫が必要である。ESG インテグレーションは「高 ESG 評価銘柄を選ぶことと同義ではない」と認識した運用者が多かったものと思われる。

日本ではコーポレートガバナンスの改革という日本固有の出来事やその後に生じた株式相場の潮流変化を通じ、超過収益の獲得を使命とする運用者（アクティブ投資家）は ESG 投資、とりわけインパクト投資との距離を取るようになった可能性がある。

3 世界を取り巻く ESG 投資環境の変化とその背景

第 1 章で簡単に触れたように、世界を取り巻く ESG 投資に対する投資環境は 2020 年代に入り大きく変化した。トランプ大統領 2 期目での反 ESG 政策の推進²¹や、ESG ウォッシングへの懸念（ESG バブルの崩壊）²²といった観点からその要因は説明されることが多いが、ESG 投資への逆風の背景には、世界的な地政学リスクの高まりと国際協調体制の後退（各国でのポピュリズムの台頭）があると考えられる。この章では、これらの 2 つのグローバル要因を中心に世界的な ESG 投資の退潮を説明する。

3.1 地政学リスクの高まり

ESG 投資の退潮がグローバルで鮮明になったひとつの要因は、国際的な地政学リスクの高まりであると思われる。近年の地政学リスク上昇は、ESG 投資の前提条件そのものを揺るがしている可能性がある。Depraeter and Goutte（2025）は、地政学リスクがクリーンエネルギー市場に有意な負の影響を与えうることを示しており、地政学環境の悪化が環境領域の投資評価を難しくしていることが示唆される。

とりわけ 2022 年 2 月のロシアによるウクライナ侵攻は、以下の 2 つの点において、運用者が ESG 投資の在り方を根本的に問い直す大きなきっかけとなった。

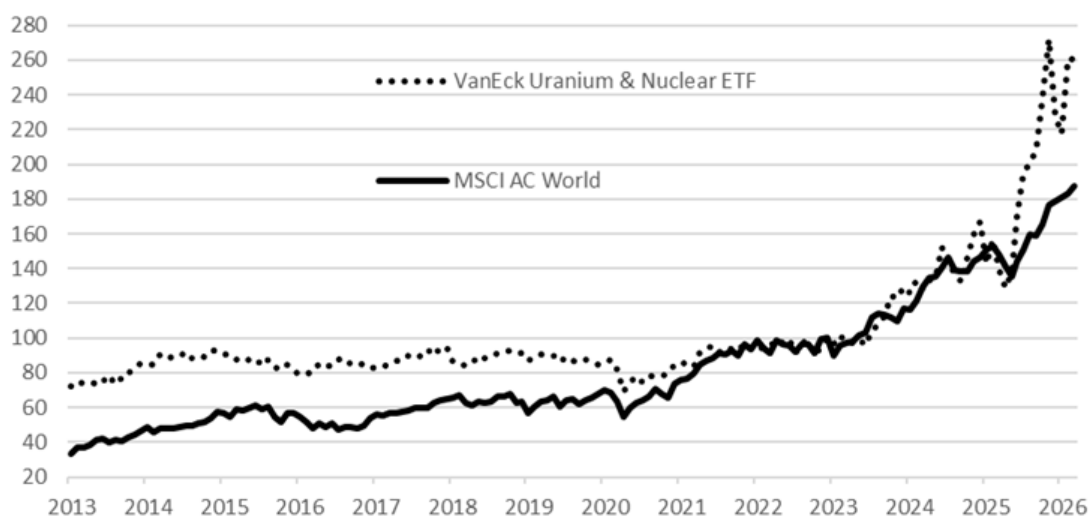
第 1 に、各国は地政学リスクの高まりを前提に、軍備増強は民主主義維持の土台であり、国民の生命や生活を守るため必要不可欠との考え方が普及した。つまり、各国政府は軍備増強を通じて有事に備えることが政府の社会的責任であると考えられるようになった。運用者は、狭義には軍需・防衛産業への投資を ESG（とりわけ S）の観点からどのように扱うべきか再考を迫られ、またより広義には従来の社会的責任の考え方全体を見直すようになった（S の転換）。

第 2 には、ロシアによるウクライナ侵攻を受け、欧州を中心とした各国はロシアの対応を

非難し、原油・ガスの最大産出国のひとつであるロシアへの経済制裁を行い、同時にドイツをはじめとする欧州諸国ではエネルギーの安定確保、エネルギー価格の抑制が大きな政治課題となった。エネルギー価格の上昇を受けて国民の不満は高まり、国民生活の維持を図るといった現実のおよび政治的な視点から、従来のエネルギー政策の転換、より具体的には高コストの再生可能エネルギー政策の後退と、原子力発電の再評価が進められた²³。(Eの転換)。

3.1.1 環境 (E) 領域における変化

上述のように、欧州をはじめとした世界各国ではエネルギーの安定確保という安全保障上の課題が浮き彫りとなり、政府はその対応に迫られることとなった。また、エネルギー価格の高騰は各国での国民生活を不安定なものとし、国民からより低コストのエネルギーを求める機運も醸成されていった。これらの背景から、従来の化石燃料がより肯定的に捉えられるようになり、原子力エネルギーが再評価されることとなった。下記の図4は、代表的な世界原子力関連ETF (VanEck Uranium & Nuclear ETF) の株価推移を世界株式指数 (MSCI AC World) と比較したものであるが、2023年を境に原子力関連企業の株価はそれまでのアンダーパフォームから大幅なアウトパフォームに転じている。



(注) 2023年1月を100として指数化 (出所) MSCI, Bloomberg より筆者作成

図4 代表的な世界原子力関連ETFの株価推移

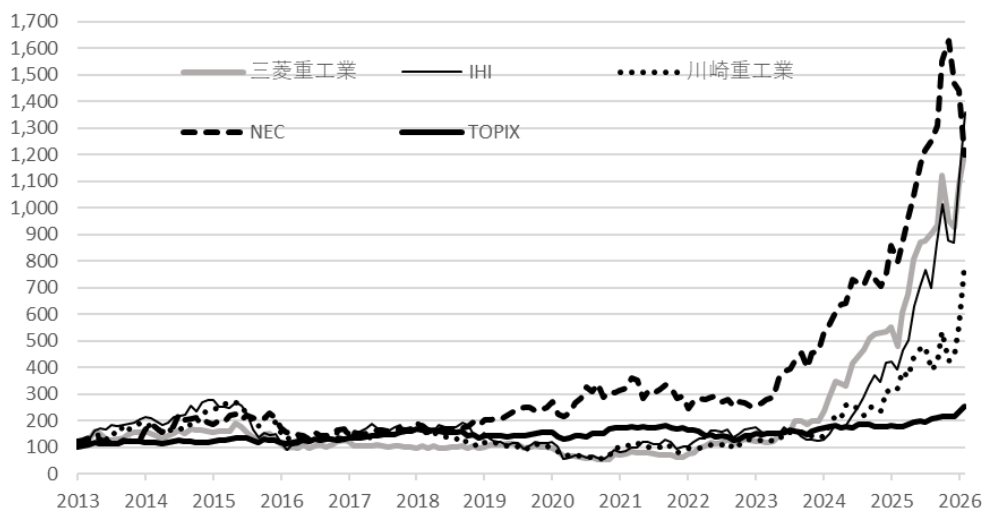
また、環境 (E) 領域における運用者の認識変化のもうひとつの事例として、企業の再生可能エネルギーへの取組が挙げられる。従来から再生可能エネルギーは大きな初期投資を必要とし、将来のリターン (キャッシュフロー) がやや不透明なことを受けて、企業価値評価上は必ずしもプラスに評価されるものではなかった。運用者はエネルギー関連企業や電力・ガス関連企業に対しては、むやみに再エネ事業に投資する訳ではなく、規律 (ハードルレート) を設けて高い投資収益率 (ROIC) が期待できる案件に絞って投資を行うよう要請すること

もあったのではないだろうか。ロシアによるウクライナ侵攻をきっかけとして、エネルギーの安定確保やエネルギー価格の抑制が各国の喫緊の取組課題となるなか、再生可能エネルギーへの投資に対しては運用者・企業経営者はともに従来と比較してより明確に後ろ向きとなり、環境（E）領域における再生可能エネルギーの取組優先順位は後退することとなった。

3.1.2 社会（S）領域における変化

国際的な地政学リスクの高まりを受け、各国政府は軍備増強を通じて有事に備えることが政府の社会的責任であると考えられるようになった。運用者はこれまでの「世界平和がそれほど多くのコストをかけなくとも手に入る」という世界観から、「世界平和は相当程度のコストをかけなければ手に入らないかもしれない」という世界観への転換を迫られ、従来の社会的責任の在り方を見直すようになった²⁴。

社会的責任の在り方に対する見直しは、軍需（防衛）産業への投資の是非に最も顕著に表れているのではないだろうか。以下の図5は、日本の主要な防衛銘柄の株価推移を示したものである。いずれの銘柄も2023年頃を境に市場全体（TOPIX）を大幅に上回る株価上昇を実現している。



(出所) Bloomberg より筆者作成

図5 日本の主要防衛関連株の株価推移

3.2 国際協調体制の後退とポピュリズムの台頭

3.2.1 国際協調体制の後退と環境（E）領域における変化

前述のように、世界的な地政学リスクの高まりを受けて、運用者は主として環境（E）領域と社会（S）領域での投資の在り方を再考し、その結果として原子力関連銘柄や軍需（防衛）関連銘柄に対する評価が高まった。

一方で、この地政学リスクの高まりは、各国協調体制の後退がもたらしたひとつの結果であると考えられる²⁵。国際協調体制の後退の背景としては、トランプ大統領が相手国との個別交渉を重視し、国際協調取組に後ろ向きの政治姿勢が及ぼす影響も大きい。世界のリーダーとして君臨してきた米国の国際政策の変化により、我々は「Gゼロ」の世界に突入したと指摘されている²⁶。そして、この国際協調の後退が、気候変動のような国際公共財の管理を困難にしている。ブレマー（2012）のいう「Gゼロ」の文脈を援用すれば、環境問題（E）は国家間協調の不全の影響を最も受けやすい領域の一つであり、企業レベルの環境目標（E）の達成可能性も国際政治環境に強く依存することになる。そして、運用者もその結果として、企業価値評価における環境（E）評価を以前ほど重要視しなくなっている可能性は否定できないであろう。

3.2.2 ポピュリズムの台頭と ESG 投資の退潮

上述の国際協調体制の後退や、その結果としての地政学リスクの高まりと密接に関連しているのが、世界の主要国で見られるポピュリズム政治の台頭である。そして、ポピュリズムの台頭は ESG 投資の退潮にも影響を与えていると考えられる。

ポピュリズムは、Mudde and Kaltwasser（2012）に従えば、「人民」と「エリート」の対立を中心に据える薄い中心的イデオロギーとして理解され、一般的に以下の4つの特徴を有している。

- (1) 既存の政治・エリート層を敵とみなし、大衆の側に立つ。
- (2) 専門家や識者の見解・理論より大衆の感情を重視し、感情に訴える政策を掲げる。
- (3) 外国人や移民、特定のグループに対する排外的な政策を掲げる。
- (4) 特定のイデオロギーは持たない。達成すべき政治理念に乏しく、政策は整合性を欠き場当たり的。

次に、これらの4つの視点を運用者の視点から整理していく。まず、上記(1)の特徴については、ESG 投資の推進に関して中心的な役割を担ってきた欧州委員会（EU）がすでにエリート層の象徴と認識されている²⁷。そして、ESG 取組自体がエリート層の産物とされており、ポピュリズムの思想と ESG の取組思想は緊張関係にある点が多い。(2)の特徴については、「反知性主義」とも表現され、データに基づく専門家や識者の見解が軽視される傾向がある。この点では、特に環境（E）取組の推進にとってネガティブに働いており、大衆の感情としては信頼できない（と彼らが判断している）データに基づく将来の環境問題よりも、明日の生活を重視したいとの思いが強くなっているだろう²⁸。(3)の特徴については、いわゆる包摂主義（DE&I）と対極に位置する考え方であり、社会（S）分野での取組推進にネガティブに働く。また、排外的政策は国際協調体制の後退と表裏一体であり、環境（E）分野での取組推進にとってもネガティブに働くだろう。最後に、(4)の特徴は、ESG 推進の考え方が「正義」、「理念」、「真理」を追究していることと極めて対照的に、ポピュリズムはこれらに関心を払っていないことを示している。このように、ポピュリズムの台頭は ESG 推進の政治的基盤

を弱めうる可能性が高いのではないだろうか。

なお、ポピュリズムは民主的な手段によって選ばれた政治家による政治形態のひとつであるため、ポピュリズムもまた国民の意識を反映した政治であると捉えるべきであろう²⁹。その意味で、運用者はポピュリズム時代の ESG 投資の在り方を冷静に再考し、企業価値評価や投資判断に反映している可能性がある。

4 運用者の視点からみる ESG 投資の現在と将来

ここまで議論したように、ESG 投資を巡る運用環境は 2020 年代初頭に大きく変化し、運用者もその変化に対応してきた。第 1 に、国内株式相場ではグロース相場からバリュー相場へと大きく転換し、運用者は対応を迫られた。ESG (特に G) の文脈から、2022 年の東京証券取引所による改革が開始されたことに伴い、これまで企業価値向上に対する取組が積極的ではなかった経営に焦点が集まった。そして、これがバリュー投資の有効性を復活させたひとつの要因であると考えられる。第 2 に、グローバルな視点からも ESG を取り巻く環境は大きく変化した。2022 年のロシアによるウクライナ侵攻をきっかけに地政学リスクが高まり、各国のエネルギー政策 (再エネ推進に代わり、化石燃料や原子力エネルギーが再評価) や政府の社会的責任の在り方 (防衛産業の重要度が高まる) が変化した。また、地政学リスクの高まりによって、将来予想 (企業の収益予想等) に関する不確実性が高まった。地政学リスクの高まりの背景には国際協調体制の弱体化やポピュリズムの台頭があり、ESG 投資の退潮がより鮮明になった。

そして、このような国内外の大きな運用環境の変化のなか、運用者は「アクティブ投資家」としての責務である超過収益 (市場全体を指し示す株式指数などの株式インデックスを上回る投資リターン) の獲得を目指し、企業価値算出 (バリュエーション評価) の精度を上げるべく、企業や業界の綿密な投資調査や投資先企業とのエンゲージメントに注力している。ESG 要因で従来と比較して企業価値への貢献が高い項目や、将来にわたって変化が大きいと思われる項目を自らのキャッシュフロー予想³⁰にどのように落とし込むかが重要であり、不確実性や運用環境の変化に機敏に対応することがこれまで以上に重要となっている。

4.1 サステナブルファイナンスのフレームワーク

当節では運用者視点から見える ESG 投資の現在地の姿を記述していくこととする。

その前提として、はじめに ESG 投資およびサステナブルファイナンスのフレームワークと発展段階に関する議論を以下に紹介したい。以下の表 1 は、シューメイカー&シュローモード(2020)によるサステナブルファイナンスのフレームワークを示した表である³¹。当フレームワークにおいては、短期的な株主価値最大化から ESG 統合、さらにはインパクト志向へと至るサステナブル投資の発展段階論を提示されている。ただし、この枠組みは唯一の標準形というより、金融的マテリアリティと社会的目的の関係を整理するための分析枠組みと

して理解すべきであろう。

表 1 サステナブルファイナンスのフレームワーク

類型	創造される価値	要因の順位	最適化	時間軸
通常の財務 SF0.0	株主価値	F	Fの最大化	短期
SF1.0	洗練された株主価値	$F > S + E$	SとEを視野に入れた Fの最大化	短期
SF2.0	ステークホルダー価値 (トリプルボトムライン)	$I = F + S + E$	Iの最適化	中期
SF3.0	公益的な価値	$S + E > F$	Fを視野に入れた SとEの最適化	長期

(注) F: 財務的価値、S: 社会的インパクト、E: 環境的インパクト、I: 統合的価値
SF1.0では副次的なSとEの制約の下でのFの最大化。

(出所) シューメイカー・シュローモーダ(2020), 26ページ

彼らによれば、最も伝統的なものは SF0.0 であり、ここでは株主価値 (F) の最大化が図られる。時間は短期としている。SF1.0 において創造されるのは、「洗練された株主価値」と評している。社会 (S) と環境 (E) に対する考慮はするものの、時間軸は短期であり、あくまで株主価値を主に考えている。それが SF2.0 になると、社会価値 (S+E) と株主価値の総和 (I) を拡大し、ステークホルダー価値全体の最適化を目指すものとなっている。時間軸は中期となる。そして SF3.0 となると、公益的な価値が株主価値追求より優先されることになり、時間軸は長期となる、と説明されている。

また、アクティブ投資家である運用者は、このフレームワークの SF1.0 か SF2.0 の段階に到達している場合が多いと推察される。

4.2 遠ざかる SF3.0

一方、運用者には SF3.0 の姿が従来と比較して不透明になってしまったと感じているものが多いのではないだろうか。ESG 投資の退潮がより鮮明になるなか、自らの投資手法と SF3.0 との距離が遠のいた、あるいは断絶されたと感じている運用者が多いだろう。

その背景として、運用者は SF3.0 で求めている E や S の価値、いわゆる Common Good (社会全体が共有する利益や持続可能な幸福、公益的価値) と、自らが企業価値評価において考慮(インテグレーション)している E や S の価値との間に率直にギャップを感じていることがあると思われる。地政学リスクの高まりやそれに伴う将来の不確実性の高まりを受け、運用者は投資先企業の拡大を名目として、例えば原子力発電の有用性、防衛能力の増強等を受け入れている。そして、そのギャップが拡大するにつれ、SF2.0 と SF3.0 の連続性を感じることが難しくなっている。

この点において、Lee (2023) は、ESG 投資において財務的に重要な要素を重視する立場

と、社会的価値の実現を重視する立場とは概念的に分けて理解すべきだと論じている。したがって、SF2.0 と SF3.0 の差異は、単に ESG をどの程度強く考慮するかという量的差ではなく、投資目的そのものを財務目的から社会目的へどこまで拡張するかという質的差として理解される可能性が高い。そして、この質的差としての理解が運用者の感じるギャップや SF2.0 と SF3.0 の非連続性につながっているのではないだろうか。

こうして運用者にとって SF3.0 は遠ざかる存在となり、その結果として以下の2つの本質的な疑問が生じることになる。1 つ目は、あるべき社会の将来の姿という、圧倒的多数が合意できる普遍的な「共通価値」（例えば Common Good）は本当に存在するのか、という疑問である。我々は現在、地政学リスクの高まりという、想定以上に激動の社会に直面しており、社会の多数派が求める価値が刻々と変化していく時代において、普遍的な社会の「共通価値」の存在に対する疑問は高まる。また、普遍的な「共通価値」が存在するとしても、それを実際の社会の枠組みのなかで追求することが現実的ではない局面や時代は存在するのかもしれない。

2 つ目には、普遍的な「共通価値」が存在するとしても、資本市場の市場メカニズムのなかでその「共通価値」を追求するという試みが果たして実際に成立するのかという疑問である。ESG における E と S の大半は外部性の問題であり、市場の失敗の問題である。一方で、資本市場はリスクとリターンの関係性において、資金提供者から合理的・効率的に資金を配分する市場メカニズムが働いており、SF3.0 はその市場メカニズムのなかで外部性の問題を取り込む試みに他ならない。外部性の内部化については、その目的に応じた制度設計が必要である。Oehmke and Opp (2025) は、社会的責任投資が企業行動を変えるためには、投資家が社会的リターンのために一定の財務的トレードオフを受け入れる「Mandate」を持つ必要があると論じている。したがって、SF3.0 の成立条件を論じる際には、一般的な善意や規範意識ではなく、どのような委任契約・受益者合意・運用評価制度がそれを支えるのかを明示する必要がある。それらを踏まえると、SF3.0 は現状ではやや理論や理念が先行しており、今後は成立のための諸要件を検証していく必要があるだろう。

4.3 投資家層の分断

前節で述べたように運用者にとって SF3.0 の世界は遠いものとなってしまった感がある。したがって、シューメイカー他(2020)がサステナブルファイナンスのフレームワークで想定したような、SF3.0 を当然目指していくといった段階説は現実的ではないと考えられる。また、アクティブ投資家である運用者は SF2.0 でとどまる可能性が高く、それでは誰が SF3.0 を担っていくのか、という現実的な課題が浮かび上がる。

大手運用会社では近年、社内にサステナビリティ投資や責任投資の専門部隊を抱え、SF3.0 に対応している。彼らは、適切なリスクテイクのなかで最大の投資リターンを顧客に提供すべく存在する株式ポートフォリオマネジャーや株式アナリストとは異なる組織に属していることが多い。彼らの責務は、ESG (主として E と S) に関するマテリアルな議題 (例えば、

Common Good Value の向上に資する、あるいは企業価値の向上に資する議題) について、投資先企業と対話 (エンゲージメント) を実施したり、適切な議決権行使を実施したりすることである。また、これらに加えて、専門的立場から当該企業の ESG 要因の分析を実施し、従来のポートフォリオマネジャーやアナリストが彼らの株価評価モデルや投資判断に ESG 要因をインテグレーションする際に協業して役割を担うことがある³²。

しかしながら、誰が SF3.0 を担っていくのかという課題に対しては、運用会社 (アセットマネジャー) だけではなく、その顧客であるアセットオーナーの意向が重要となるだろう。特にユニバーサルオーナーとして位置付けられる、国内外の大手公的年金基金が SF3.0 に対して従来とは異なる投資方針を示していくのが極めて重要であり、その方針にしたがって、各運用機関 (アセットマネジャー) は商品や組織面で対応を行うということになる。現在のところ、米国の大手公的年金基金や企業年金基金は、全体として従来より ESG 投資に後ろ向きになっており³³、SF3.0 に対しても積極的ではなくなっていると思われる。一方で、国内では年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が、運用機関のスチュワードシップ活動を重視したパッシブ運用モデルである「エンゲージメント強化型パッシブ運用」を採用しており、そもそもは市場を上回るリターンを追求しないパッシブ運用が ESG 投資 (ESG エンゲージメントを含む) で果たすべき役割の可能性が開かれている。他方で、学術的視点からは、Gosling (2025) が指摘するように、ユニバーサルオーナー論が気候問題への強い介入を正当化するにはなお条件が厳しく、ポートフォリオ全体利益と個別アセット行動との接続は自明ではないという主張には留意が必要である。

いずれにせよ、アセットオーナーの意向として SF3.0 を採択することはあり得るし、そのような投資家が存在することは否定するものではないかもしれない。しかしながら、サステナブルファイナンスのフレームワークで想定されている、金融市場の世界は SF0.0 から発展し SF3.0 を目指すべきとの論調はもはや成立しないと考えられる。そして、アセットマネジャーの側においては、株価リターンの最大化を目指すアクティブ投資家と、アセットオーナーの意向を受けたパッシブ投資家やインパクト投資家が分断される姿が当面は継続するのではないだろうか。

4.4 ESG 投資は消滅するのか

これまで議論したように、ESG 投資は退潮の傾向が鮮明化しているものの、筆者は ESG の重要性や ESG 投資の存在意義がなくなるような事態を想定している訳ではない。しかしながら、今後 ESG 投資が再び隆盛となるのか、衰退の一途を辿るのか、その重要な決定要因となり得るとされる注目点について最後に述べることにする。

第 1 には、SF3.0 の将来像である。公益的な価値が株主価値の追求よりも優先される投資手法が、資本市場に内包され存続していくのかという点である。この点においては、前述のようにアセットオーナーの意向が重要となるが、筆者は公益的な価値を優先していく投資がゼロになることはないとの立場を取っている。そのような投資がアセットオーナーの意向と

してあってもよいとの立場である。しかしながら、その SF3.0 をどのような投資手法において実現していくのかという点には注意が必要である。また、これまで議論してきた ESG 投資や SF3.0 は、いずれもが上場株式への投資を通じた資金配分という、資本市場の一部を議論してきたのに過ぎない。上場株式への投資は、パブリック市場の一部であり、その対極には最近注目を集めて拡大しているプライベート市場も存在する。まして、前述のアクティブ投資家かパッシブ投資家かという議論も、パブリック市場のなかの（上場）株式市場における手法の相違という意味では、極めて限られた範囲での議論にとどまっている。E や S の大半が外部性の問題であるという点を含めると、その外部性の解消に最適な市場は何かという議論も今後重要になっていくだろう。

Hoepner and Schneider (2022) は、借換えや新規融資を通じた Conditional (Re)financing が企業行動に及ぼす影響を重視している。E や S の多くが外部性の問題であることを踏まえると、これらの外部性の調整には、上場株式よりも融資市場やプライベート市場の方が適している可能性がある。したがって、将来的に ESG 投資が上場株式市場から消滅するとは決して言い切れないものの、どの外部性に対してどの資産クラスが相対的に有効に機能するのかが未解決の研究課題であり、さらなる議論が必要となろう。

第2には、アクティブ投資家である運用者における ESG の位置づけである。この場合は、ESG インテグレーションをいかに効果的に実施し、超過リターンの獲得に結び付けることができるのかという課題と表裏一体の問題となる。地政学リスクの高まりを受けて、運用者が下す投資判断に関わる不確実性は近年非常に高まっている。そして、地政学リスクや政策の不確実性の上昇は、ESG 要因を長期キャッシュフロー予想に織り込む作業を一層困難にしている。加えて、運用環境の変動性や不確実性が高まることにより、バリュエーションモデルの修正頻度も高まっているのが現状であろう。各運用会社は、ESG インテグレーション投資（SF1.0 か SF2.0 に該当する）の枠組みのなかで、できるだけ運用環境の変化を正確に予想・把握し、機敏に適正株価算出を修正し、投資判断につなげる努力を行うか、あるいはより短期的な業績予想やそれに基づく短期的投資判断に舵を切る（つまり SF0.0 へとシフトする）か、重要な判断を下す可能性がある。前者の選択をした場合、長期的な投資判断のフレームワークのなかで、非財務情報のひとつとして ESG 要素をどのようにインテグレートするかがその運用の優劣を決めるであろう³⁴。運用会社が後者の選択をした場合、ESG 投資はアクティブ投資家のなかでさらに存在感を希薄なものとしていくだろう。そして、それは運用会社（アセットマネジャー）の顧客であるアセットオーナーの意向に大きく左右されるだろう。

本稿に示された見解はすべて筆者の個人的見解であって、筆者が所属または関係する企業・組織を代表する見解を示すものではない。

(注)

¹ Morningstar (2025a)を参照.

² Morningstar (2025b)を参照.

³ Morningstar (2025a)を参照.

⁴ Amel-Zadeh and Serafeim (2018)によれば、機関投資家は ESG 情報を倫理的理由だけではなく、投資パフォーマンス、顧客需要、商品戦略等の観点から利用しており、彼らはこれら複数の要請が交錯する地点に位置している。このように、運用者の視点が重要であるのは、単に実務を担っているからではない。

⁵ Dimson, Karakaş, and Li (2015)は、ESG エンゲージメントのうち成功した案件の後には正の異常収益が観察される一方、失敗した案件ではそうした効果が確認されないことを示している。したがって、運用者によるエンゲージメントは、本稿がいう『運用者の実務』の中核に位置付けられるべきである。投資家と企業の対話は、単なる規範的要請ではなく、企業価値と結び付く実践として理解される必要がある。

⁶ ESG 投資におけるアクティブ投資家とパッシブ投資家の差異については、木下(2022)に詳しい。

⁷ ESG 投資における、アクティブ投資家、パッシブ投資家、ESG 投資家(インパクト投資家)の行動の違いについては、改めて 4.3 で後述する。

⁸ 図 1 では、国内株式に関して MSCI が設定している「MSCI Japan Value 指数」(図 1 上では「Value」と表示、以下同様)、「MSCI Japan Growth 指数」, 「MSCI Japan Quality 指数」, 「MSCI Japan Large Cap 指数」の月次騰落率を「MSCI Japan 指数」に対する超過リターンとして表示している。また、図 2 は MSCI が米国株式について設定している各指数を用い、図 1 と同様に作成。

⁹ バリューストックとグロース株の区分は、資産価格研究において古典的な論点であり、Fama and French (1992)は簿価時価比率を含む企業特性が平均収益率の横断面差を説明することを示している。本稿でいうバリューストックも、この意味で市場評価が相対的に低い企業群として位置づけることができる。

¹⁰ なお、米国でグロース株への投資が継続的に超過収益を生み出しているということは、米国が成長企業を継続的に輩出し、価値創造に寄与しているということに他ならない。近年では GAFAM と総称される巨大グローバルプラットフォーム企業群や、先進的技術で世界を席巻している AI 企業の出現が米国株式相場の牽引役となっている。そして、このような価値創造企業の欠如が国内株式市場におけるバリューストック優位への転換の背景という側面も否定できないだろう。

¹¹ スチュワードシップ・コードは 2014 年に制定された後、2017 年、2020 年、2025 年に改訂される。

¹² コーポレートガバナンス・コードは 2015 年に制定された後、2018 年、2021 年に改訂され、次回改訂は 2026 年の予定。

¹³ 東京証券取引所(2023)によれば、文書の発表時点でプライム市場の約半数、スタンダード市場の約 6 割の上場企業が ROE8%未満、PBR1 倍割れの状況であった。

¹⁴ 金融庁(2019)を参照。

¹⁵ なお、このような日本のコーポレートガバナンスの 2 つの発展段階については、単に運用者の視点による観察事象ではない。実際に、Jidinger and Miyajima (2020)は、日本の企業統治改革後に持ち株株式の解消が進んだことを示しており、所有構造と経営規律の変化が同時進行していたことを明らかにしている。また、Gillan, Nguyen, and Nishikawa (2023)は、日本における株主アクティビズムの市場反応が一樣ではなく、改革後の企業・投資家行動に異質性が存在することを示している。こうした知見を踏まえると、本稿のいう「先進企業と取り残された企業の二極化」は、実務的観察としてだけでなく、制度改革のもとで生じた異質的反応として位置づけることが可能である。

- 16 このような経営者は、株主(プリンシパル)の要請に自律的に応える人物であることから、スチュワード型経営者と位置づけることが可能である。
- 17 これらの経営者は、自らの利益の拡大を図り、株主(プリンシパル)と利害相反を生じさせるため、エージェント型経営者と位置づけることが可能である。なお、エージェント型経営者とスチュワード型経営者の比較は、木下(2015)に詳しい。
- 18 図3では、PBRが1倍を割れているTOPIX採用銘柄を抽出。2012年12月末より時価加重ウェイトでこれらの銘柄群を保有し、月次で銘柄入れ替えおよびウェイトのリバランスを実施し、月次の株価騰落率を累積表示した(2012年12月末を100とし、指数化表示)。なお、リバランスにかかる取引コストは考慮せず。また、PBRが1倍を割れている銘柄群とTOPIXの騰落率の差異を超過収益として図内に累積表示した。
- 19 この点においては、運用者の認識だけではなく、例えば以下の先行研究でも高ESG評価銘柄への投資がそのまま高い期待収益を意味するわけではないことが指摘されている。Pástor, Stambaugh, and Taylor (2021)は、グリーン資産は投資家が保有自体に効用を見いだし、かつ気候リスクのヘッジ手段ともなりうるため、均衡ではむしろ期待収益が低くなりうることを示している。Pedersen, Fitzgibbons, and Pomorski (2021)もまた、ESGスコアはファンダメンタルズ情報と投資家選好の双方を反映しうると論じており、高ESG=高リターンという単純な図式は理論的に支持されないことを示している。
- 20 インパクト投資の効果や実現可能性は学術的にも明確に支持されていない。例えば、Berk and van Binsbergen (2025)は、二次市場でのダイベストメントが企業の資本コストに与える影響は一般に小さく、実体的な投資行動を変えるには不十分であると論じている。また、Kölbel et al. (2020)は、投資家インパクトの経路をエンゲージメント、資本配分、間接効果に分けたうえで、エンゲージメントの実証的裏付けは比較的強い一方、資本配分効果の裏付けは限定的であると整理している。
- 21 米国トランプ大統領の反ESG政策として、パリ協定からの離脱、インフレ抑制法(IRA)に基づく気候変動対策補助金の削減、反DEI(多様性・公平性・包摂性)政策が、またそれらの政策に対する反応としては米国大手金融機関6行すべてがNZBAから脱退したことなどが挙げられる。
- 22 ESGウォッシングに対する懸念への運用者側の反応として、欧州運用会社においてESG投資商品の閉鎖が相次ぐ結果となった。
- 23 ロシアによるウクライナ侵攻とドイツにおけるエネルギー転換および政治的対立に関する分析は、Wiertz, et al (2023)に詳しい。
- 24 運用者側だけではなく、企業経営者側も自社の軍需(防衛)産業への貢献は社会的責任の観点からプラスに働くとの判断があったと推察される。実際に、図5に挙げた主要防衛関連企業は、いずれも防衛関連売上高や利益水準(利益率)について開示を充実したり、事業の成長性を従来と比較して積極的に投資家に説明したりしている。
- 25 地政学リスクの高まりが顕著に表れている事例としては、ロシアによるウクライナ侵攻に始まり、ガザ・イスラエル紛争、米国・イスラエルによるイラン攻撃などが挙げられる。これらの紛争の背景として国際協調体制の後退が挙げられる。
- 26 Gゼロ(G-zero)の提唱者は国際政治学者でユーラシアグループ代表のイアン・ブレマー氏。国際社会を主導するリーダー国や組織が存在しない状態を指す。気候変動、パンデミック、サイバーセキュリティなど国際的協調が必要な課題解決が困難となり、地政学リスクが高まる。
- 27 英国が2016年に国民投票を実施しEUからの離脱(正式離脱は2020年)を決定した背景には、国民のEU官僚(エリート層)に対する反発があったと指摘されている。
- 28 Huber (2020)は、ポピュリスト的態度が気候変動懐疑や環境保護支持の低下と関係しうることを示している。
- 29 ポピュリズムが国民の意思を反映した民主的な政治であると指摘される一方で、ポピュリズムは学術的には独裁政権に結びつきやすいという指摘も多い。

30 企業価値評価においては、割引キャッシュフローモデルや割引配当モデル等の企業価値評価モデルを使用し、運用者は将来のキャッシュフローを綿密に予想することが重要になる。また、このようなモデルを効果的に活用するためには、中長期的（少なくとも5年以上）な将来キャッシュフローの予想が必要となる。そして、そのキャッシュフロー予想は、財務情報に加え、ESG 要因を含む非財務情報が企業の財務や事業にどのような影響を与えるかを検討し、中長期的な財務諸表三表の姿を綿密に予想して初めて可能となる。

31 当フレームワークと発展段階の考え方は北川(2024)に解説が詳しく、本稿における説明においても北川(2024)を参考とした。

32 大手運用会社において、サステナビリティ投資や責任投資を担う組織は、従来のポートフォリオマネジャーやアナリストが所属する組織（株式運用部等）と比較して小規模であることが多いであろう。限られた人的リソースのなかで、ESG 評価をどの程度の深みを持って実施するのか、インパクト投資に対応すべくアウトカムの算出をどのように実施していくのかといった課題が一般的に存在する。

33 Pensions & Investments (2025)によると、米国の確定拠出型年金（DC）プランのうち、ESG ファンドを採用する企業年金基金プラン数は全体の6.2%（2023年時点）に過ぎないとされる。トランプ政策の反ESG政策の一環として、投資判断においてESGを考慮することがフィデューシャリーの観点から、注意義務、忠実義務、分散投資義務を果たしているかが改めて問われている。

33 例えば Krueger, Sautner, and Starks (2020) が示すように、投資家は気候リスクを財務的に重要とみなしているが、その評価手法は依然として不確実性に大きく左右される。したがって、運用者にとってのESGインテグレーションは、ESGを重視するか否かの二者択一ではなく、不確実性の高い長期予想のなかでどのESG要因が財務的にマテリアルかを見極める作業として再定義される必要がある。

（参考文献）

- 北川哲雄 (2024), 「展望 ESG インテグレーションと統合報告書」, 『証券アナリストジャーナル』 62(3), 57-63.
- 木下靖朗 (2015), 「経営者とのステュワードシップ関係を追求する機関投資家像」, 北川哲雄編著『ステュワードシップとコーポレートガバナンス: 2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』東洋経済新報社. 第6章, 143-168.
- 木下靖朗 (2022), 「アクティブ投資家とESGカオス」, 北川哲雄編著『ESGカオスを超えて: 新たな資本市場構築への道標』中央経済社. 第4章, 89-114.
- 金融庁 (2014), 「「責任ある投資家」の諸原則<<日本版ステュワードシップ・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」.
- 金融庁 (2015), 「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」.
- 金融庁 (2019), 「金融審議会市場ワーキング・グループ市場構造専門グループ報告書: 令和時代における企業と投資家のための新たな市場に向けて」.
- ディアーク・シューメイカー, ウィアラム・シュローモダ (2020), 『サステナブルファイナンス原論』加藤晃監訳, 金融財政事情研究会.
- 東京証券取引所 (2023), 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」.
- 年金積立金管理運用独立行政法人 (2025) 「2024/25年ステュワードシップ活動報告」.
- イアン・ブレマー (2012), 『「Gゼロ」後の世界: 主導国なき時代の勝者はだれか』北沢格訳, 日本経済新聞出版社.
- 水島治郎 (2016), 『ポピュリズムとは何か』, 中央公論新社.
- Amel-Zadeh, A., and G. Serafeim (2018), “Why and How Investors Use ESG Information: Evidence

- from a Global Survey.” *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103.
- Berk, J. B., and J.H. van Binsbergen (2025), “The Impact of Impact Investing.” *Journal of Financial Economics*, 164, 103972.
- Depraeter, L., and S. Goutte (2025), “Geopolitical Risk and Clean Energy Investments: Exploring the Role of Rare Earths.” *International Review of Financial Analysis*, 100, 103965.
- Dimson, E., O. Karakaş, and X. Li (2015), “Active Ownership.” *The Review of Financial Studies*, 28(12), 3225-3268.
- Fama, E. F., and K.R. French (1992), “The Cross-Section of Expected Stock Returns.” *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Gillan, S. L., N. Nguyen, and T. Nishikawa (2023), “Heterogeneity in Shareholder Activism: Evidence from Japan.” *Pacific-Basin Finance Journal*, 77, 101891.
- Gosling, T. (2025), “Universal Owners and Climate Change.” *Journal of Financial Regulation*, 11(1), 1-40.
- Hartzmark, S. M., and A.B. Sussman (2019), “Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows.” *The Journal of Finance*, 74(6), 2789-2837.
- Hoepner, A. G., and F. Schneider (2022), “Impact across Asset Classes: Exit, Voice, and/or Denial of (Re) Financing?” *North American Journal of Economics and Finance*, 62, 101758.
- Huber, R. A. (2020), “The Role of Populist Attitudes in Explaining Climate Change Skepticism and Support for Environmental Protection.” *Environmental Politics*, 29(6), 959-982.
- Jidinger, J., and H. Miyajima (2019), “Does Regulation Matter? Effects of Corporate Governance Reforms on Relational Shareholdings in Japan?” Waseda Corporate Governance Research Working Paper Series, 2019-002.
- Kölbel, J. F., F. Heeb, F. Paetzold, and T. Busch (2020), “Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact.” *Organization & Environment*, 33(4), 554-574.
- Krueger, P., Z. Sautner, & L. T. Starks (2020), “The Importance of Climate Risks for Institutional Investors,” *The Review of Financial Studies*, 33(3), 1067-1111.
- Lee, L-E (2020), 'ESG Investing: Financial Materiality and Social Objectives', in Hammond P.B., R. Maurer, and O. S. Mitchell (eds), *Pension Funds and Sustainable Investment: Challenges and Opportunities*, Oxford Academic.
- Morningstar (2025a), “U.S. Sustainable Funds Landscape 2024 in Review”.
- Morningstar (2025b), “Global ESG Funds Suffer Outflows in Q1 2025 Amid Intensifying ESG Backlash”.
- Mudde, C., and C. R. Kaltwasser (Eds.) (2012), *Populism in Europe and the Americas: Threat or Corrective for Democracy?* Cambridge University Press.
- Oehmke, M., and M. M. Opp (2025), “A Theory of Socially Responsible Investment.” *Review of Economic Studies*, 92(2), 1193-1225.
- Pástor, L., R. F. Stambaugh, and L. A. Taylor (2021), “Sustainable Investing in Equilibrium.” *Journal of Financial Economics*, 142(2), 550-571.
- Pedersen, L. H., S. Fitzgibbons, and L. Pomorski (2021), “Responsible Investing: The ESG-Efficient Frontier.” *Journal of Financial Economics*, 142(2), 572-597.
- Pensions & Investments (2025), “ESG Funds Haven’t Gained Much Traction in 401(k) Plans or with DC Plan Consultants.”
- Wiertz, T., L. Kuhn, and A. Mattissek, A. (2023), “A Turn to Geopolitics: Shifts in the German Energy Transition Discourse in Light of Russia's War against Ukraine.” *Energy Research & Social Science*, 98, 103036.

Currency Risk Management Education Through Case Based Analysis: The Case of Domestic Branch Relocation by Foreign Financial Institutions

David Nichols

1 Introduction

This case gives students the opportunity to consider and evaluate foreign currency hedging strategies at a practical level. In order to get the optimal learning experience students will need to consider for each hedging strategy considered:

- Currency risk
- Explicit and implicit costs
- Operational and accounting implications
- Regulatory concerns

This case is intended for use in managerial economics and corporate finance courses, and is intended to demonstrate how currency risk is addressed in an actual business environment. It is recommended that students be exposed to this case after becoming familiar with foreign exchange as a concept, currency risk and risk mitigation (hedging) strategies. There are many articles available summarizing currency exchange risk and hedging. One example is: <https://www.toptal.com/management-consultants/interim-cfos/foreign-exchange-risk>.

This document is divided into two sections:

- A description of the goals and desired learning outcomes and instructor notes
- An appendix consisting of the case materials to be distributed to students

2 Primary Learning outcomes

The primary learning outcomes of this case are:

- Be able to understand different hedging strategies available to a company's treasury / finance function
- Be able to identify the situational factors that determine which hedging strategies are appropriate for a given situation

Currency Risk Management Education Through Case Based Analysis: The Case of Domestic Branch Relocation by Foreign Financial Institutions

- Be able to evaluate the situation and hedging options to be able to articulate which strategies are realistic approaches to manage currency risk for a particular situation.

3 Instructor Notes

Some possible options

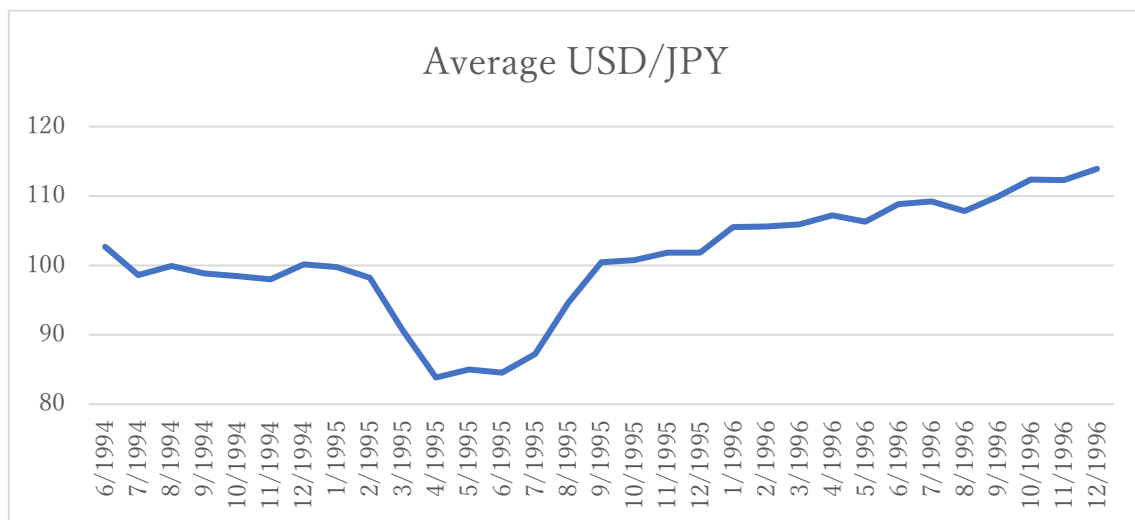
1. A firm which would like to hedge its currency exposure should consider several factors including
 - ① Amount to be hedged
 - ② Base currency and currency to be hedged against
 - ③ Risk appetite (100% hedge or something less than 100%)
 - ④ Length of time to hedge
 - ⑤ Access to funding instruments
 - ⑥ Other
2. There are several hedging options to consider including
 - ① Use derivatives to hedge currency risk. This can include currency futures, options, swaps, etc. All have different costs and benefits, but essentially the value of the derivative moves inversely to the value of the currency exposure. So, if the exchange rate moves against you, the value of the derivative increases and offsets your currency losses. With a derivative only offsetting currency risk of the position is purchased, rather than the entire position.
 1. Advantages include
 - i. Minimize the amount of capital tied up over the duration of the hedge
 - ii. Depending on the derivative they can be very liquid, meaning it is relatively easy to adjust the hedging position
 - iii. Credit risk can be very low, especially if purchased from an exchange rather than directly from another investor
 2. Disadvantages include
 - i. Transaction fees
 - ii. Maintenance margin (having to pledge collateral based on currency movement and related exposure during the term of the hedge)
 - iii. It may not be possible to buy derivatives that gives the exact desired hedge – the time frame, exact currency or amount may not perfectly match hedging goals
 - iv. A derivatives position with no easily identifiable offset position may be classified as speculative which necessitates daily mark to market accounting and possible capital charges. Regulators, lenders and investors are concerned with speculative risk that unhedged derivative transactions can represent, so want assurances that derivatives represented as hedges (reducing risk) are not being used to increase risk.

Currency Risk Management Education Through Case Based Analysis: The Case of Domestic Branch Relocation by Foreign Financial Institutions

- ② Replicate the hedge with a borrow, and buy strategy – borrow in native currency at the beginning of the hedge period, convert at spot and hold in hedged currency until needed.
1. Advantages include
 - i. Ability lock in the exact amount in base currency. The ability to purchase the exact amount of the exact currency for the desired time frame completely eliminates currency risk.
 - ii. No margin or collateral to manage over the duration of the hedge
 2. Disadvantages include
 - i. Total amount hedged is tied up for the duration of the hedge period
 - ii. Need to have access to credit and deposit intermediaries in both markets
 - iii. Keeping cash on deposit in the desired currency may not be the optimal use of the firm's capital. Using Economic Value Added (EVA) analysis incorporating weighted average cost of capital will help determine the true cost of this strategy.

What actually Happened (Post case discussion wrap up)

The firm adopted a currency hedging program around the end of the first quarter of 1995 which was effective at hedging the currency risk. This was fortunate because from March of 1995 to December of 1996 the exchange rate moved from below 85 yen to the dollar to close to 115 yen to the dollar.



Appendix Figure 1: Average USD/JPY historical exchange rates

In the end Japan firm management decided to forgo more complicated hedging strategy in favor of a very basic and inexpensive strategy requiring very little currency market expertise or administration aside from cash management.

Currency Risk Management Education Through Case Based Analysis: The Case of Domestic Branch Relocation by Foreign Financial Institutions

The firm borrowed 3,000,000,000 in a 5 year amortizing loan at 4% annual interest from Japanese commercial banks in Japan and converted it into USD at the spot rate of 87 yen/USD around July. The firm's treasury department invested around \$34 million in short term, low credit risk investments and the balance was used to pay for USD project related technology expenses as they occurred.

In the end the hedging cost related to the project was the interest on the 3 billion JPY loan. The yield on a 10 yr. Japanese Government bond was approximately 3% at that time, so the interest rate an uncollateralized loan to a foreign financial institution would depend on the firm's credit rating and other factors, but would certainly be more than 3%. In this way the firm was able to achieve its currency hedging goals without the related hedging overhead including active monitoring of currency rates, hedging collateral and the associated transaction costs and operational risk.

4 Secondary Learning outcomes

A secondary learning outcome is for students to be able to identify and utilize relevant data and information and to discard other information that is not relevant to the primary issues.

For instance, the case includes depreciation time frames for various equipment, which is not relevant to the hedging discussion. Depending on the expertise and background of the students, the instructor may want to let students decide which information is relevant and which is not

(Appendix)

The Case

A major global investment bank headquartered in the US had significant operations in Tokyo Japan. The Tokyo office lease was due to expire in 1996 and the current offices could not support the firm's growth plans. In 1994 the management of the Japan operations made a decision to move to a new office location within Tokyo, and asked facilities, technology and finance managers develop a budget and project plan so that the firm could operate out of its new offices by the lease expiration at the end of 1996 without disrupting daily operations.

In early 1995 finance, together with facilities and technology management built an 18 month project plan and estimated that it would cost approximately \$110 million at then current FX rates to move about 600 employees into new offices. The move expenses were to be funded by the Japanese business operations whose base currency was Japanese yen.

A summary of the move project budget follows.

Currency Risk Management Education Through Case Based Analysis: The Case of
Domestic Branch Relocation by Foreign Financial Institutions

Appendix Table1: Office Move budget

Description	Dep/Amort (yrs)	Amount \$M	JPY M@ 100Y/\$
Leasehold improvements	10	20	2,000
Furniture & equipment	10	10	1,000
Technology	5	38	3,800
Facilities project team	10	5	5,000
Technology project team	5	7	7,000
Restoration of old office	10	4	4,000
Double rent	10	16	1,600
10% contingency	NA	10	1,000
Total		110	11,000

- Leasehold improvement includes raised floors, non load bearing walls, internal stairways, plumbing, HVAC, etc.
- Furniture and equipment includes desks, chairs, file cabinets, copy machines, et.
- Technology includes desktop PCs and monitors, servers, server racks, cabling, printers, telephony, data lines, Unix workstations, etc.
- Facilities project team includes staff and consultants dedicated to the facilities build out
- Technology project team includes staff dedicated to the technology build out
- Restoration includes the cost to restore the old office to broom clean status
- Double rent includes the rent for the period that the firm is paying rent for both the old and new office locations.

While the Japan country management committee was comfortable with the overall budget, it was pointed out that approximately \$30 million of the \$38 million technology budget would be used to be purchased technology from the US using USD and would therefore be subject to JPY / USD currency risk. The rest of the projected expenses would be JPY. The Japan office treasury department was asked to recommend a hedging strategy so that currency fluctuation would not impact project expenses when looked at on a JPY basis.

Questions:

1. What factors does the treasury department need to consider when formulating a hedging strategy for this project?
2. What are some options could be used to hedge the currency risk? What are the pros and cons of

Currency Risk Management Education Through Case Based Analysis: The Case of
Domestic Branch Relocation by Foreign Financial Institutions

each?

3. How would you hedge the currency risk?

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan

David Nichols

1 Introduction

These cases have been developed for use in a corporate governance and ethics class and are intended to provide realistic issues managers face in the business world. The learning objectives for this teaching material will focus on how, taking into account practical considerations, ethical principles and values can be applied actual situations.

Almost all managers in the course of their careers will be faced with situations which will require them to exercise judgement on the ethical implications of their decisions. The included cases are situations that mid to senior level managers have had to address, though they are relevant for all students regardless of experience.

Some of these cases involve real ethical issues and others involve situations that may appear to have an ethical component which in the end may not be material. The mix is intended to allow students to hone their skills in identifying and addressing real ethical issues requiring a response in a practical and feasible manner.

It is not realistic for any company to give precise guidance to their managers for all potential ethical situations, so companies need to rely on their employees and managers to exercise good judgement to serve clients and protect the company from ethical lapses. Recognizing this some companies have developed tools for their managers to use to help them evaluate issues that arise in the normal course of business.

One example of this is State Street Corporation's "Ethical Decision Making Framework" published on page 10 of State Street's publicly available 2025 Standard of Conduct State Street Corporation 2025 Standard of Conduct

The framework (shown below) gives managers a set of key questions to ask when faced with a potential ethics situation. It is a framework that does not guarantee the right decision, but it does give a process that will result in a decision that is backed and evidenced with sincere intent to put clients and long term business interests as the highest priority.

It is recommended that the instructor assign the State Street code of conduct as a course pre-read and/or discuss the ethical decision making framework prior to case discussions. Depending on the level of experience of the students it may be advisable for the instructor to give an introductory lecture on ethics and approaches to dealing with ethical issues in a business environment.

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan



Figure 1: State Street Corporation's Ethical Decision Making Prism

It is also recommended that in the course of these cases the students gain an understanding of fiduciary duty, conflict of interest and the three lines of defense. Reference articles appear in the table below.

Table 1: Additional background reading

Subject	Link to articles
Fiduciary Duty	https://www.investopedia.com/ask/answers/042915/what-are-some-examples-fiduciary-duty.asp
Conflict of Interest	https://lawjournal.mcgill.ca/article/fiduciary-duties-conflict-of-interest-and-proper-exercise-of-judgment/
Three lines of defense	https://www.acrn-journals.eu/resources/jofirp10f.pdf

2 Summaries of Case Studies

This document is divided into two sections:

- A description of the goals and desired learning outcomes and instructor notes for each case
- An appendix consisting of the case materials to be distributed to students

The included cases are from the financial services industry, however all industries face similar situations. The cases included should be considered anecdotal examples, rather than a comprehensive and exhaustive group of ethical issues managers may face. In fact, one of the major learning points of these cases, is that no matter what a manager prepares for, in their work life they will almost certainly be presented with unique, unanticipated situations.

Those included are:

- Fiduciary Duty
 - o Potential violation of fiduciary duty (Appendix I)
 - This case involves a potential violation of an asset manager's fiduciary duty by

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan

- putting the firm's interests ahead of the client's interest.
- Potential disclosure to client of conflict of interest with fiduciary duty (Appendix II)
 - This case involves the client giving the firm discretionary power to select investments. This created a conflict of interest since the manager responsible for recommendations could recommend investments which gave him more compensation than others.
- Conflict of Interest
 - Potential soft dollar commission abuse (Appendix III)
 - This case involves a business leader asking a more junior employee to assist in behavior with serious ethical, legal and regulatory implications.
 - Potential conflict of interest with an employee business referral program (Appendix IV)
 - This case involves an internal business referral program intended to foster inter-divisional cooperation, but also involved conflicts of interest, especially between the three lines of defense.
- Internal Policies
 - Appropriateness of gift giving policy (to customers) (Appendix V)
 - This case involves a compliance officer trying to bend fairly strict, US regulatory based policy to fit local customs
 - Appropriateness of gift receiving policy (from vendors / service providers) (Appendix VI)
 - This case involves a compliance officer trying to set up an impractical method to ensure compliance with the letter of local regulations, regardless of material impact.
 - Potential commuting allowance abuse (Appendix VII)
 - This intended to present a case that was originally raised as an ethical issue, but upon analysis, was determined not to be.

3 Instructor Notes for Each Case Study

- **Potential violation of fiduciary duty**

Ted had several concerns

What was the firm's fiduciary duty? Could his firm make a selection using the clients' money (fund expenses) with the idea of benefiting his firm (HK fund distribution)

Should the firm ignore the quality service quality difference between the original firm and the preferred custodian?

How could Ted manage the competing priorities of the Head of Asia vs. the needs of Japanese clients

In the end Ted's firm awarded the fund custody business to the preferred global custodian.

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan

Custody fees for the funds were reduced by 60%.

In order to facilitate the decision, Ted enlisted the support of the global head of operations and made sure to emphasize the importance of the firm's fiduciary duty. Because of fiduciary duty, the firm could not factor in the possibility of increased distribution in Hong Kong since it would not benefit the Japanese fund owners who were ultimately paying the custody fees. For a similar situation with a different result, please look at the Japan Financial Services Agency website for administrative guidance involving Eastspring Asset Management. Eastspring AM received administrative guidance (punishment) because it made some business decisions which put additional custody expenses on to funds when it should have taken those expenses on its own income statement in violation of its fiduciary duty. JFSA administrative Guidance for Eastspring Investments, LTD.

- **Potential disclosure to client of conflict of interest with fiduciary duty**

Ted thought through some of the issues

- Did the head of IM have a real or perceived conflict of interest in having the power to allocate a client's investments to a fund where he would receive extra compensation?
- Did anyone else in the firm have both of the two bits of information so that they could consider if a conflict existed?
- If a conflict exists, what should be done?

In the end, Ted decided that he did not have the regulatory knowledge to make the judgement call, so he contacted the Compliance Department.

The head of Compliance agreed that there was a conflict of interest and a potential violation of fiduciary duty. The sales team was required to explain to the client the situation so that the firm was acting with the utmost transparency.

In a complex business situation, not all conflicts of interest can be eliminated. However they must be identified and managed. One key management technique is to be very transparent with clients about conflicts which could impact them, explain how the firm will manage them and make sure the client is comfortable with the firm's management of the conflict.

- **Potential soft dollar commission abuse**

Ted thought through some of the issues

- The current accounting and inventory control systems were not set up to intake soft dollar equipment, so his team would have to develop an exception process involving monthly manual entries. Exception processing almost always involves additional opportunity for manual error – increased operational risk
- Even though the equipment received at no cost, ongoing maintenance would involve additional expenses. How could they be fairly allocated? Further discussion with the Technology Department was needed

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan

- This version of soft dollar commission was very odd. Ted was still not sure that it was acceptable.

In the end, Ted followed his intuition and called up the head of legal to confirm that this proposal was acceptable from a regulatory and firm policy point of view.

The head of legal said that, in fact, the proposal was clearly not acceptable from a legal / regulatory point of view. The head of legal said that when he told the head of IM that, "he said that he never needed to hear about it again" What he really said was, "Soft dollars commission for technology equipment is definitely not acceptable and I never want to hear about it again" The head of legal thanked Ted and said that he would take care of the issue directly with the head of IM, and the matter was closed as far as Ted was concerned.

- **Potential conflict of interest with an employee business referral program**

Norm thought about the program and had several thoughts and concerns.

- Giving explicit rewards for cross divisional business development could be good for the firm's overall business
- Funding would have to come from the Global Markets Division's bonus pool, therefore potentially reducing the bonuses of GM division employees, which could have a negative impact on GM employees' motivation. This could be mitigated if all other divisions had reciprocal programs, or if the firm funded an overall firm employee business referral bonus pool separate from each division's pool.
- It is not clear how managers outside of the GM division would react to losing a degree of control in determining their own division employees total compensation. It could give employees in other divisions to neglect their division's priorities in favor of pursuing a GM referral reward.
- By extending the reward to employees in the 2nd and 3rd lines of defense (legal, compliance, and internal audit) a conflict of interest would be created. Could a compliance officer enforce firm policies and regulations that might negatively impact the ability to receive a referral bonus? Would a legal officer prioritize speedy execution of client contracts over protecting the firm's interests if it could lead to a referral bonus?
- Norm felt that the conflict of interest created by the employee referral program was inconsistent with the firm's standard of conduct and should not be pursued. However, this was a high priority initiative of his direct manager.

Norm raised his concerns with his manager in a private meeting, but did not reach an agreement.

He subsequently started asking other managers outside of the GM division if they were comfortable with the business referral program. They were not, and made their concerns felt. The program was not pursued.

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan

Separately, the United Kingdom regulators made a judgement that employee business referral programs raised irresolvable conflict of interest issues. Given the importance of the UK market to the firm, the firm prohibited all employee business referral programs globally throughout the firm.

- **Appropriateness of gift giving policy (to customers)**

Fred has several concerns

- Was the proposed valuation methodology within SEC guidelines?
- What were other SEC regulated firms in Japan doing?
 - Other SEC regulated firms would face the same restrictions. Compliance officers in finance firms maintain an informal network to discuss these sort of issues and compare notes.
- If all SEC regulated firms are complying, does it really put Fred's firm at a disadvantage?
 - It does not put them at a disadvantage relative to other SEC regulated firms. Sales personnel have the opportunity to explain to clients about international regulatory restrictions, and while this may be an extra step, it should not materially impact the sales process or client relationships

In the end Fred refused to consider this change in valuation methodology unless the head of compliance could demonstrate that he had the approval of the US compliance team. Since that was not possible, the request was not pursued.

- **Appropriateness of gift receiving policy (from vendors / service providers)**

Fred thought through some of the issues

- This was a significant increase in work for the Compliance Department with no prospect of adding additional staff
- Such a complex set of company rules would be very difficult to follow consistently, and that even if the JFSA was comfortable with the rules, they would not be comfortable with the constant violation of the rules.
- The JFSA inspections focus on two major themes:
 - The firm has adequate and documented rules and procedures to be able to operate in a controlled manner that protects its clients and ensures compliance with local regulations
 - The firm actually follows its document rules and procedures in the normal course of business. The more complex the rules, the more likely a firm will fail to follow them consistently.
- How would the Compliance Department deal with practical concerns?
 - What would the Compliance Department do if there were not enough gifts to go around to everyone in the firm?

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan

- How would it make sure its distribution was equitable?
- What was equitable?
- Given that some of the gifts were perishable, how would the Compliance Department address storage issues
- Etc.
- Was the effort really worth minimizing the perceived risk?
- Has the JFSA ever given administrative guidance for this type of infraction? Administrative guidance for all inspections is posted on the JFSA web site, which the compliance officer regularly checked.

In the end, Fred decided that setting up such a complex process and codifying it in the rules would add more regulatory risk than it would mitigate. Particularly given that the JFSA has given no indication that internal distribution of immaterial gifts is a focus of its inspections. Instead, the company would continue to do what it was doing currently and document the reasoning and logic for this decision. When food and snacks are received, they would be placed in a public space for anyone who would like, to take. (In actual practice, the cleaning staff would eat most of the snacks after everyone else went home).

- **Potential commuting allowance abuse**

Ted had several concerns:

- Was this what the commuting allowance policy intended?
 - Did the policy intend to dictate how employees should be commuting?
- How could the policy be realistically enforced?
 - Did the firm have the resources to actually monitor?
 - What would be the penalty for any violations?
 - Is there any fair way to assess penalties?

In the end Ted took a close look at the commuting allowance policy. According to the wording of the policy, employees were entitled to receive a commuting allowance within the guidelines laid out (what type of transportation, etc.), but there was nothing in the policy mandating that the employees use that allowance for commuting. Further, the behavior of using alternative modes of commutation was not inconsistent with the firm's code of conduct. This was determined to be a non issue, and dropped.

4 Primary Learning Outcomes

After analyzing and discussing these cases students should be able to:

- Identify the ethical components of normal course of business decisions that managers are faced with

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan

- Diagnose whether a particular situation is an ethical issue or not
- Identify the implications for clients, the company and their own career of the decisions they need to make
- Develop and analyze approaches for addressing ethical issues, focusing on effectiveness and practicality of implementation of their approaches
- Develop an appreciation of the value of getting multiple points of view when addressing ethical issues.

5 Learning Approach

A good approach for covering these cases is to use small group discussion focused on answering the questions in the ethical decision making framework (shown above). Having students of different backgrounds work together will illustrate the point that there is no one “right” approach, and that no one can anticipate all aspects of an issue on their own.

To encourage full preparation submission of a brief 1 page preparatory report could be required prior to the class discussion.

Each mini-case consists of:

- The case – for distribution to the students for review and discussion
- Instructor notes - for the instructor to use during the debrief after the students have presented their conclusions.

Given time constraints and the professional experience of the students, the instructor can pick and choose which mini-cases to use at his or her discretion. For example, if the students would benefit from practicing diagnosing ethical issues that require attention, then it is highly recommended to include the gift receiving and the commuting allowance along with other cases that represent real need for action. If the instructor would like to focus on ethical decision making rather than diagnosis, then those two cases can be omitted.

Appendix I

The Case of Fiduciary Duty & Custody Fees (Fiduciary Duty)

Ted Danson, is the Chief Administrative Officer (CAO) of a Japanese asset management subsidiary of a global financial services firm. A major global custodian has come to him with a proposal to take over as the custody provider for Ted's firm's Japanese mutual funds in return for providing Ted's firm access to retail distribution in the Hong Kong market.

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan

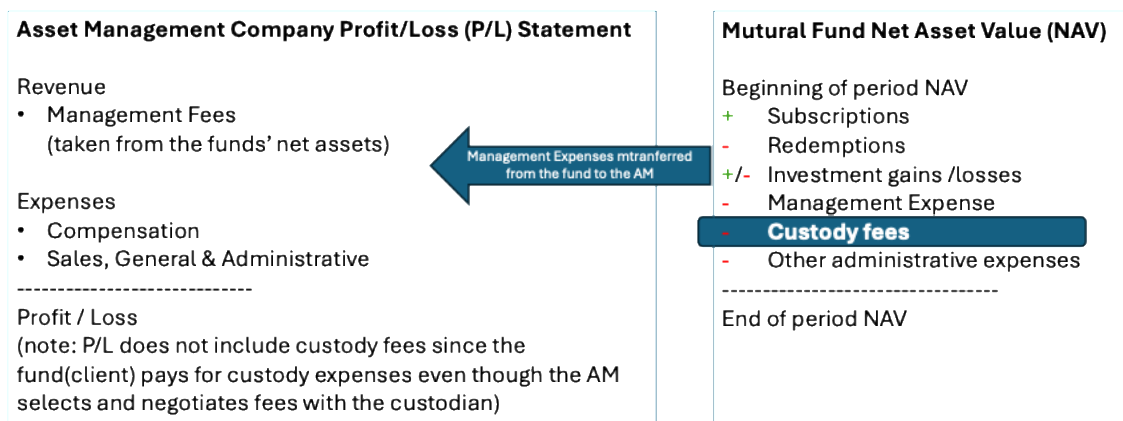
Firm Background

Ted, as CAO was responsible for Compliance, Legal, Operations, Finance, Technology, Trading, Risk/Performance Management and General Services. In short, he was responsible for making sure the firm ran smoothly so that the portfolio investment managers and sales team could do their jobs without unnecessary distractions.

As an asset manager, the firm has a fiduciary duty to its clients who are entrusting their funds to the firm's care. Fiduciary duty includes the responsibility to put the clients' interests ahead of the firm or personal interest. This is necessary since the firm is making investment decisions and safeguarding assets on behalf of the client.

When an asset manager operates a mutual fund it selects a global custodian to hold international assets on behalf of the fund. Custody expenses for that services are paid out of the fund assets, not the asset manager's income statement. See diagram below.

Asset Management (AM) Firms Economics: Who pays the custody fees? The AM firm or the client?



Appendix Figure 1 : Asset management firm expense allocation between the firm and the fund

Ted's firm managed around 150 mutual funds in Japan and global custody for the funds were spread among 6 different global custodians.

The Proposal

A Global custodian proposed to Ted that Ted's firm assign it as the global custodian for all 150 funds that it managed. In return it would give Ted's firm a pricing plan with volume discounts based on the total assets of all the fund, not on a per fund basis. This would give the funds a significant discount on their custody fees and improve the net investment performance.

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan

Also included in the deal was that the global custodian would provide fund distribution for Ted's firm's Hong Kong office to market their funds in the Hong Kong office. Ted's head of Asia Pacific was very much in favor of the deal.

Ted did not accept the proposal immediately. Instead, he issued a Request for Proposal (RFP) to 4 other global custodians asking for pricing including volume discounts for all of the firm's funds.

As a result of the competitive RFP response, comparing value and service offerings, Ted's firm evaluated another global custodian, not the custodian who would provide distribution access in Hong Kong, as the best fit for its business and value for its clients.

The head of Ted's Firm Asia Pacific division strongly expressed his desire to award the custody business to the original custodian in order to secure mutual fund distribution in the Hong Kong market.

Questions:

1. Are there any issues that Ted needs to consider?
2. What should Ted do?
3. Why?

Appendix II

The Case of Fiduciary Duty & Conflict of Interest (Fiduciary Duty)

Ted Danson, is the Chief Administrative Officer (CAO) of a Japanese asset management subsidiary of a global financial services firm. He has come across two bits of seemingly unrelated information that concern him.

Firm Background

Ted, as CAO was responsible for Compliance, Legal, Operations, Finance, Technology, Trading, Risk/Performance Management and General Services. In short, he was responsible for making sure the firm ran smoothly so that the portfolio investment managers and sales team could do their jobs without unnecessary distractions.

As an asset manager, the firm has a fiduciary duty to its clients who are entrusting their funds to the firm's care. Fiduciary duty includes the responsibility to put the clients' interests ahead of the firm or personal interest. This is necessary since the firm is making investment decision on behalf of the client.

Inevitably, conflict of interest will arise in the course of exercising fiduciary duty. These must be actively and transparently managed.

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan

The New Information

The first bit of information was that the head of institutional sales announced that one of its oldest pension clients, based on its long and trusted relationship, had decided to entrust 100% of its assets with Ted's firm and asked the head of the investment management department to decide the asset allocation that would be best for the client.

The head of investments allocated the pension clients funds into a broad array of asset classes – equity, fixed income and alternatives. The head of investments allocated part of the pension fund's assets to a Japanese equity alternative 70-30-30 fund (70% long, 30% short with the short funding an additional 30%) managed by himself.

The second bit of information was that there was a special compensation arrangement between the firm and the head of investment management where the head of investments received extra compensation.

The fund would charge clients the standard hedge fund fee of 2% per year of assets and 20% of the investment gains. (commonly referred to as 2 and 20). In this case the 20% investment gain fee would go directly to the head of IM. This would be in addition to his normal compensation.

Questions:

1. Are there any issues that Ted needs to consider?
2. What should Ted do?
3. Why?

Appendix III

The Case of the Soft Dollar Commissions (Conflict of Interest)

Ted Danson, a member of the corporate controllers team of a major, global securities firm's subsidiary in Japan received a call from the head of the asset management business asking him for special accounting treatment for some technology equipment the firm had received from one of its brokers in exchange for favorable treatment in the broker selection process

Firm Background

Ted was responsible for managing all of the firm's technology expenses. This included monitoring total technology expenses and allocating those expenses out to the business units who consumed the technology. Technology included everything from mainframe computers, telephony, network

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan

infrastructure, Unix workstations and personal computers.

The securities firm's Japanese subsidiary covered various aspects of the capital markets including capital markets trading, investment banking, security sales and asset management. The asset management division invests funds primarily for institutional clients including pension funds, insurance companies and other financial institutions.

Soft Dollar Commissions

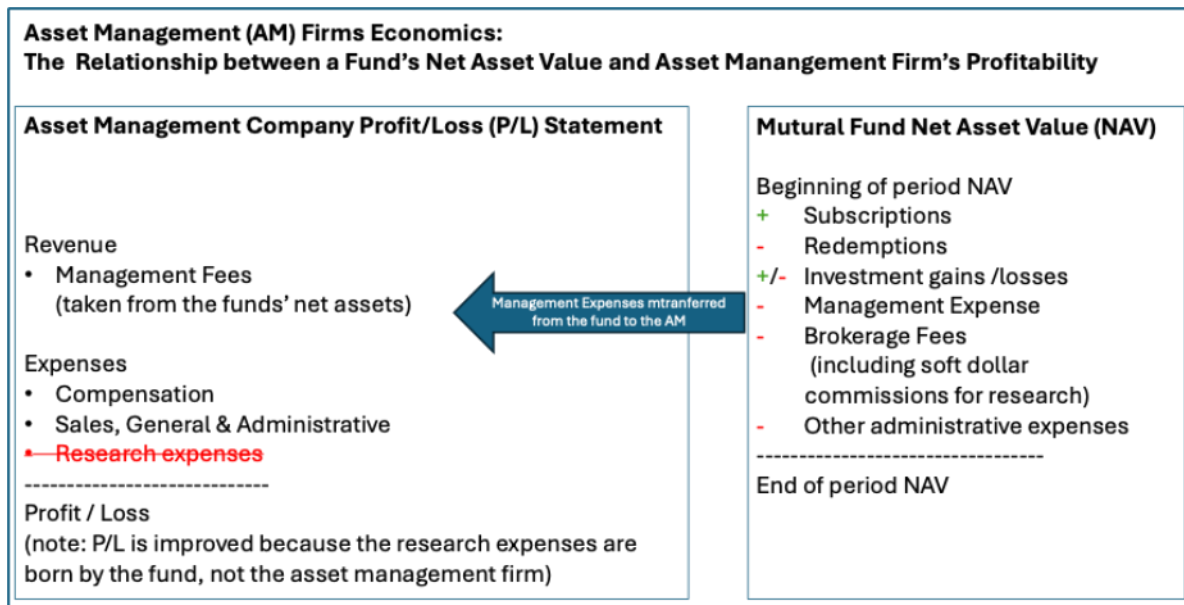
In the course of investing on clients' behalf, investment managers execute a large volume of transactions (buys and sells) of all types of securities. As such they are very attractive clients for broker dealers.

Broker dealers generate revenue largely based on the volume of trading activity they execute on behalf of their clients. Since buying and selling securities is largely a commodity type product (a lot of competition) brokers seek to protect their fees from erosion and generate increased volume by bundling additional services like equity research together with brokerage fees. This was an accepted business practice in Japan at the time.

This arrangement is called "soft dollar commissions", and works as follows:

- The broker charges the asset manager full commission
- In return, a portion of the full commission is credited to the asset manager to be used to purchase the broker's equity research, essentially giving the asset manager a discount on brokerage fees. (the discount being the amount that the asset manager would have had to pay for equity research if purchased separately)
- Since the brokerage fees are normally paid out of the asset management client's invested funds, the soft dollar commissions do not impact the asset manager's profitability, though they may have a minor impact on investment performance. (See diagram below)

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan



Appendix Figure 2 : Asset management firm expense allocation between the firm and fund

The Proposal

The head of the asset management business called Ted because he was approached by a global securities firm with a soft dollar commission proposal. The securities firm would offer a soft dollar arrangement, but instead of equity research, the securities firm would give the asset management firm Unix workstations out of its unused inventory. The asset management head wanted Ted's group to handle the accounting for this soft dollar arrangement, and since it involved technology, Ted's group would be responsible for entering the correct journal entries into the firm's accounting system.

Ted knew about soft dollar arrangements but had never heard of it used for anything except equity research. He asked the investment management (IM) head if this arrangement was acceptable under Japanese regulations. The IM head said that he had asked the head of the legal department about it, and it was ok because the head of legal said that he did not need to hear about it again.

Questions:

1. Are there any issues that Ted needs to consider?
2. What should Ted do?
3. Why?

Appendix IV

The Case of the Employee Referral Program (Conflict of Interest)

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan

Norm Peterson was the President of a Japanese securities company subsidiary of a global financial services firm. He was called to an Asia regional management meeting to discuss a new employee referral program which would encourage employees outside of the securities business to direct business to the securities division of the financial services firm.

A Brief Overview of a Global Asset Manager's Business Model

The Global Markets (GM) division is the market activity arm of a global financial services firm, a financial corporation designated by its primary regulator, the Boston Branch of the Federal Bank of Reserve, as a Globally Significant Financial Institution (GSIFI)

The primary business of the firm is to serve as a global custodian, sometimes called asset servicing. The asset servicing business supports asset managers and asset owners in the investment management function. As a custodian, it holds assets and executes cash and securities movements based on the instructions of its clients.

The asset servicing business is operated under a US Trust Bank and related subsidiaries. These subsidiaries include international branches of the trust bank, securities companies and others as the business needs and local regulations dictate.

The primary business of the asset servicing business is global custody, where the custodian holds assets in custody for institutional clients such as asset managers, global sovereign wealth funds, insurance companies and pension funds. The Global Markets division facilitates securities market activities for the firm's custody clients. Market activities include foreign exchange trading and platforms, securities lending, transition management, currency exposure management, etc.

Global Markets Division's Organizational Challenges

The Global Markets division is a group of independent business activities with little obvious overlap or opportunities for synergies or collaboration. And, in fact, sometimes local customer protection regulations prevent sharing of data that could facilitate such cooperation.

The Asia Pacific (APAC) head of Global Markets would like to encourage his multiple teams to cooperate with each other to expand the global markets business. Not only that, he would like to extend this cooperation past global markets and enhance cooperation with custody business as well as support functions in the second and third lines of defense such as Legal and Risk Management.

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan

Global Markets APAC Proposal

In order to promote cooperation, the head of Global Markets APAC would like to propose a business referral program. If any firm employee is able to introduce a client to a division in Global Markets, and business starts, he would like to use a portion of Global Markets APAC annual bonus pool to provide referral bonuses.

These bonuses would start at around \$5,000 and increase depending on the size of the business. Since much of Global Market's business is reoccurring, these bonuses would continue for a multi-year period.

Since the goal of the program is to generate as much business as possible, the referral program will be open to all company employees, including those in the first, second and third lines of defense.

Questions:

1. Is this a good idea from a cross divisional cooperation point of view? From a business management point of view?
2. Are there any potential issues?
3. How should any potential issues be addressed?
4. If this program is an issue, how should Norm raise the issue?

Appendix V

The Case of Gift Giving to Firm Clients (Internal Policy)

Fred Mertz, the Chief Operating Officer (COO) of a global asset manager's subsidiary in Japan received a call from the head of the Compliance Department regarding a restrictive global gift giving policy that was putting the sales department at a competitive disadvantage.

Firm Background

Fred, as COO was responsible for Compliance, Legal, Operations, Technology, Trading, Risk/Performance Management and General Services. In short, he was responsible for making sure the firm ran smoothly so that the portfolio investment managers and sales team could do their jobs without unnecessary distractions.

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan

Gift Giving

In the normal course of business investment management firms often give clients non-material gifts to recognize events and special occasions. Since the firm is a subsidiary of a US, Securities and Exchange Commission (SEC) regulated firm it follows SEC regulations that such gifts are limited to no more than \$200 per client per year.

One standard gift in Japan is to give lotus flowers to clients when a new office is opened or a new president is named. These lotus flower gifts typically cost around 30,000 yen which exceeds the SEC mandated \$200 threshold.

The Proposal

The Head of Compliance was concerned that the firm would be put at a disadvantage and that its public perception would be damaged if the firm could not follow the Japanese business practice of giving lotus flowers because those gifts exceeded firm guidelines.

So, he proposed that instead of valuing the goods at the purchase price, they should be valued at the re-sale price. Since lotus flower could not be resold, the value would be \$0 and the firm could follow Japanese business practice and remain compliant with SEC guidelines

Questions:

1. Are there any issues that Fred needs to consider?
2. What should Fred do?
3. Why?

Appendix VI

The Case of Gift Receiving From Vendors (Internal Policy)

Fred Mertz, the Chief Operating Officer (COO) of a global asset manager's subsidiary in Japan received a call from the head of the Compliance Department about a potential regulatory violation that the Japanese Financial Services Agency (JFSA) might observe during a regular inspection.

Firm Background

Fred, as COO was responsible for Compliance, Legal, Operations, Technology, Trading, Risk/Performance Management and General Services. In short, he was responsible for making sure

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan

the firm ran smoothly so that the portfolio investment managers and sales team could do their jobs without unnecessary distractions.

Gifts

In the course of investing on clients' behalf, investment managers execute a large volume of transactions (buys and sells) of all types of securities. As such they are very attractive clients for broker dealers.

While brokers are prohibited from giving material gifts to their asset management clients in return for increased business, they often gave seasonal gifts such as snacks and other food, the value of which falls below the materiality threshold. It was generally understood that these gifts could not be limited to only consumption by the investment management division, but needed to be made available to all members of the firm.

The Proposal

The Head of Compliance was concerned that if the Japanese Financial Services Agency (JFSA) during one of its periodic inspections could find that there was no documented process for fairly distributing gifts, it might result in administrative guidance (punishment)

The head of compliance called Fred and proposed that the Compliance department would take control of all gifts received from brokers. Compliance department staff would divide up the gifts and distribute them equitably to everyone in the firm. That way, they could ensure that all gifts were divided equally.

The Head of Compliance had drafted a set up company rules that he wanted to submit to the next board meeting for approval.

Questions:

1. Are there any issues that Fred needs to consider?
2. What should Fred do?
3. Why?

Appendix VII

The Case of Commuting Allowances (Internal Policy)

Ted Danson, the Chief Administrative Officer (CAO) of a global custodian's subsidiary in Japan received a call from the head of the Risk Management Department about a potential misuse of funds by employees receiving a commuting allowance.

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial Institutions' Operations in Japan

Firm Background

Ted, as CAO was responsible for Compliance, Legal, Corporate Secretary, Finance, Treasury, Technology, Risk Management and General Services. In short, he was responsible for making sure the firm ran smoothly so that the operations team and sales team could do their jobs without unnecessary distractions.

Commuting Allowance

Japanese companies' typical benefits include a pre-tax commuting allowance. Employees submit a document stating what the standard cost of commuting from home to the office is and the firm pays that amount pre-tax, therefor lowering the employees' taxable income.

The Proposal

The Head of Risk had heard that some staff were submitting the required documentation accurately, but were then choosing to avoid transportation expenses by taking alternative modes of transportation for their commute. (walking for example)

He was concerned that this was fraud since they were not using the commuting allowance for commuting. He proposed that the firm spot check compliance and penalize those who were not using their commuting allowance for commuting.

Questions:

1. Are there any issues that Ted needs to consider?
2. What should Ted do?
3. Why?

投稿論文等執筆要綱附則

- (1) 文字フォントはMS 明朝体を使い，論文タイトルは16pt，見出しは，章については12pt，節は11pt，本文は10.5ptを用いてください。ただし，タイトルは邦文の論文の場合，邦文タイトルに続いて，英文タイトルも記述してください。
- (2) 邦文の論文の場合，日本語の執筆者名，および，ローマ字での執筆者名を12ptで記述して下さい。
- (3) 原著論文は，タイトル，執筆者名に続いて400字以内の邦文要旨、および250語以内の英文の要旨をつけて下さい。
- (4) 文章の句読点は「，」と「。」を使ってください。また，特殊文字（メール等で文字化けの可能性のある文字），たとえば①②等はいないようにして下さい。
- (5) 漢字，ひらがな，カタカナ以外（アルファベット，数字，/等）は，半角で入力して下さい。
- (6) 数式の変数は可能な限りイタリックで表示してください。ただし，exp, log, lim等と数字，大文字のギリシャ文字は立体を用いて下さい。また， \therefore 、 \forall 、 \exists などの略号はできるかぎり使わずに言葉で表現してください。数式番号は(1)，(2)・・・のようにカッコ付きの通し番号とし，数式の右側に配置して下さい。
- (7) 本文を章や節に分ける場合は，以下の例のような表記方法に従って下さい。(1)，(2)・・・①，②・・・などはいないようにお願いします。

例： 1 はじめに
2 これまでの研究
2.1 理論
2.2 実証
2.2.1 日本
2.2.2 米国
・・・

- (8) 注は論文等の最後にまとめ，本文の挿入該当箇所に下記のように肩付の通し番号を付けて下さい。
詳しくは注を参照³。
- (9) 原著論文等の引用文献は下の例に倣って作成し，本文や注の後にまとめて下さい。また記載の方法については以下の規則に従ってください。
 - (a) 日本語文献，外国語文献の順。
 - (b) 日本語文献は，姓の「あいうえお」順。
 - (c) 外国語文献は，Family Name の「アルファベット」順。

- (d) 同一著者の場合は「発表年」順，同一年に発表された論文が複数ある場合は，発表年の後に a, b, c・・・を付けて区別してください．たとえば (1985a), (1985b)など．

引用文献の書き方の例

小林孝雄 (1991), 「株式の理論価格：現代ポートフォリオの視点」『証券アナリストジャーナル』 29(5), 1-11.

福田祐一, 齊藤誠 (1997), 「フォワード・ディスカウント・パズル：展望」『現代ファイナンス』 1, 5-18.

米澤康博, 丸淳子 (1984), 『日本の株式市場』東洋経済新報社.

Modigliani, F., and E. Perotti (2000), "Security Markets versus Bank Finance: Legal Enforcement and Investors' Protection," *International Review of Finance* 1(2), 81-96

Shleifer, A. (2000), *Inefficient Markets*, Oxford University Press

補足説明

- ・ 第 29 巻第 5 号は'29(5)'と表現し，巻がなく通号だけの雑誌の場合，たとえば第 1 号は'1'とだけ表現してください（書き方の例の小林論文と福田/齊藤論文がそれぞれに対応）．英文についてもこれに準じてください．
- ・ 巻号あるいは通号の表記がない雑誌で，季節(夏, Fall 等), 月(1月, June 等), 日付等が記載されている場合には，それを雑誌名の後に記してください．ただし，巻号，あるいは通号のある雑誌については不要です．雑誌以外の引用文献（たとえば新聞等）もこれに準じてください．
- ・ 巻号，通号，季節/日付等の記載のない引用文献については，必要と思われる情報を適宜引用文献名の後に記して下さい．
- ・ ディスカッション・ペーパー等を引用する場合もこれに準じて必要な情報を記して下さい．
- ・ 雑誌などを引用する場合には，書き方の例に倣ってページ数を最後に記して下さい．'ページ', 'p.', 'pp.'等の表記は不要です．
- ・ 単行本については上記の例のように出版社を明示してください．

(e) 本文中や注で引用する場合は，著者名(発表年)として下さい．例えば，小林 (1991) , Shleifer (2000) など．また共同論文を引用する場合は著者名の間日本語文献では『・』外国語文献では著者名の間を『and』を入れてください．たとえば，米澤・丸(1984), Modigliani and Perotti(2000)など．執筆者が三名以内のときはすべての著者名を列挙し，三名を超える場合には適宜 'et al.' あるいは「・・・他」を用いて下さい．

(10) 図表は見やすく整理し，必要最低限に絞るようお願いします．

(a) 図表は図と表に分けて通し番号を付け，次の例のようにそれぞれ表題を記して下さい．表の縦罫線ははずして下さい．また本文中に挿入して下さい．

例：

表 1 投稿論文の採用状況

年 度	投稿論文数	採録論文数	採択率
1993	15	9	60%
1994	20	11	55%
1995	25	12	48%

(注)年度区分は当初の投稿時点による.

- (b) プリンターから打ち出された膨大な量のアウトプットをそのまま添付することは避けてください.
 - (c) 図は原則として本文中に挿入されたものを使用しますので, そのつもりで作成をお願いいたします.
 - (d) カラー印刷の図表はできるだけ避けてください. 図表は白黒印刷でも識別しやすいように作成してください.
- (11) 誤りを少なくするため, 数式についてはできる限り簡潔な表現をお願いします.
- (a) 通常あまり使われない表現や複雑な表現は避けてください. 例えば, $f(x)$ が複雑なときは $e^{f(x)}$ の代わりに $\exp\{f(x)\}$ を用いたり, 添え字の添え字などは避けるようお願いいたします.
- (12) なお, 論文等の分量は特に規定を設けておりません. 論文等の論旨展開上不可欠であれば無理に短くする必要はありません. ただし, 編集委員会が冗長だと判断すれば, カットをお願いすることもあります.
- (13) 投稿された論文等は採否を問わず返却しません.
- (14) 論文の電子データは以下のメールアドレスまで添付しておくってください.

IMR@gsim.aoyama.ac.jp

令和8年3月 発行

発行 東京都渋谷区渋谷 4-4-25

青山学院大学大学院国際マネジメント学会

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科附置・

国際マネジメント学術フロンティア・センター

INTERNATIONAL MANAGEMENT REVIEW

Volume 15 March 2026

(Article)

Revisions to the UK Stewardship Code 2026: Changing the Definition of Stewardship
and Reducing the Burden on Signatories

..... Junichi Hayashi (1)

The Current Issues of ESG Investing from the Perspective of Investment
Managers

..... Yasuaki Kinoshita (20)

(Case Study)

Currency Risk Management Education Through Case Based Analysis: The Case of
Domestic Branch Relocation by Foreign Financial Institutions

..... David Nichols (41)

Business Ethics Education Through Case Analysis: A Study on Foreign Financial
Institutions' Operations in Japan

..... David Nichols (47)

