

みずほ証券寄付講座「資本市場と公共政策」
第2回「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」

日本版スチュワードシップコードの改訂について

2017年12月21日

東京大学大学院法学政治学研究科

神作裕之

目次

I 日本版スチュワードシップ・コードの改訂の経緯

II 改訂版の概要

III 開示項目の追加

IV 実務の対応と動向

V 結び

I 日本版スチュワードシップ・コード改訂の経緯

1 直接的契機—同コード自身が見直しを予定

同コード「プリンシプルベース・アプローチ」及び「コンプライ・オア・エクスプレイン」

15. 本検討会は、機関投資家による本コードの実施状況（受入れ・公表を含む）や国際的な議論の動向等も踏まえ、本コードの内容の更なる改善が図られていくことを期待する。このため、本検討会は、金融庁に対して、おおむね3年毎を目途として、本コードの定期的な見直しを検討するなど、適切な対応をとることを期待する。こうした見直しが定期的に行われることにより、機関投資家やその顧客・受益者において、スチュワードシップ責任に対する認識が一層深まり、本コードが我が国において更に広く定着していく効果が期待できるものと考えられる。

I 日本版スチュワードシップ・コード改訂の経緯

2 フォローアップ会議の設置と意見書の公表

金融庁・東京証券取引所「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」の設置

ー日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード(東京証券取引所の有価証券上場規程として策定)は、車の両輪として日本のコーポレートガバナンスを改善することが期待

➢フォローアップ会議も、両コードを視野に入れて議論

◆意見書(3)「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方～企業の持続的な成長に向けた「建設的な対話」の充実のために～」(平成28年11月30日)

「(コーポレートガバナンス)改革を『形式』から『実質』へと深化させることが重要な課題である。…そのためには、企業に投資を行っている機関投資家(運用機関及び年金基金等のアセットオーナー)が、インベストメント・チェーン(最終受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ)におけるそれぞれの役割を認識し、企業の実情や取り巻く環境を踏まえながら、その持続的な成長に向けて、経営戦略を含む諸課題について、深度ある『建設的な対話』を行っていくことが必要となる。」

I 日本版スチュワードシップ・コード改訂の経緯

3 グローバルな動向

ICGNグローバル・スチュワードシップ原則

ICGN (International Corporate Governance Network) が策定したグローバル・スチュワードシップ原則

●ICGN, Global Stewardship Principles (2016)

<<https://www.icgn.org/sites/default/files/ICGNGlobalStewardshipPrinciples.pdf#search=%27ICGN+Stewardship+code%27>>

【参照】 米国においても、スチュワードシップ・コード策定の動き

The Investor Stewardship Group (ISG), STEWARDSHIP FRAMEWORK FOR INSTITUTIONAL INVESTORS <https://www.isgframework.org/stewardship-principles/>

2018年1月1日に発効予定

Blackrock, J.P.Morgan, CalSTRSなど50の金融機関が参加

Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コード改訂の概要

【参考文献】

- ◎田原泰雅・染谷浩史・安井桂大「スチュワードシップ・コード改訂の解説」商事法務2138号15頁(2017年)
- ◎有吉尚哉「スチュワードシップ・コード改訂への実務対応」商事法務2141号93頁(2017年)

1 原則には変更なし、指針を追加変更

2 運営機関のガバナンス関係

指針2-2. 機関投資家は、こうした認識の下、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、これをどのように管理するのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

特に、運用機関は、議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、それぞれの利益相反を回避し、その影響を実効的に排除するなど、顧客・受益者の利益を確保するための措置について具体的な方針を策定し、これを公表すべきである。

指針2-3. 運用機関は、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、例えば、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべきである。(赤字:追加変更部分)

➤改訂前の運用において、約40%の機関の利益相反管理方針において議決権行使についての言及がなかったことを踏まえた改訂

Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コード改訂の概要

2 運用機関のガバナンス関係

指針2-4. 運用機関の経営陣は、自らが運用機関のガバナンス強化・利益相反管理に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべきである。(赤字:追加変更部分)

➤運用機関の経営陣において、利益相反管理体制の策定やガバナンス体制の整備の重要性についての認識が必ずしも十分でないという指摘に応じて追加したもの

Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コード改訂の概要

2 運用機関のガバナンス関係

指針7-2. 特に、機関投資家の経営陣はスチュワードシップ責任を実効的に果たすための適切な能力・経験を備えているべきであり、系列の金融グループ内部の論理などに基づいて構成されるべきではない。

また、機関投資家の経営陣は、自らが対話の充実に等しいスチュワードシップ活動の実行とそのための組織構築・人材育成に関する重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する取組みを推進すべきである。

指針7-4 【前段 省略】

特に、運用機関は、持続的な自らのガバナンス体制・利益相反管理や、自らのスチュワードシップ活動等の改善に向けて、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を定期的に自己評価し、結果を公表すべきである。

（赤字：追加変更部分）

Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コード改訂の概要

3 議決権行使結果の開示

指針5－3 機関投資家は、議決権の行使結果を、**少なくとも**議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。

また、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性を**さらに**高める観点から、**機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである。それぞれの機関投資家の置かれた状況により、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果を公表することが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきである。**

議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる。（赤字：追加修正部分）

Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コード改訂の概要

3 議決権行使結果の開示

改訂前は、半数超の金融機関が議決権行使結果を集計開示

個別開示を行っていた機関投資家は投信・投資顧問等の9%、年金基金等の8%にすぎなかった

➤議決権行使が、スチュワードシップ活動の基本的であり、「最終つ、資が、企業の価値を高める透明性を高める趣旨

さらに、賛否の理由について公表する際の推察やとれさることを断る（賛否の理由と指摘があつたこと等）

Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コード改訂の概要

4 パッシブ運用におけるエンゲージメント

指針4-2. パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。

(赤字：追加修正部分)

➤中長期的な企業価値向上をめざしている場合が多いと考えられるパッシブ運用を行っている機関投資家は、その戦略上、スチュワードシップ活動に消極的な場合が多いという現状を前提に、「より積極的」な取り組みを求めるもの

Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コード改訂の概要

4 パッシブ運用におけるエンゲージメント

【取組み例】

- ・エンゲージメントの対象である投資先企業の拡大
- ・投資先企業の選定基準やプロセスの明確化
- ・アクティブ運用のアナリストの調査対象外の企業についてもエンゲージメントの対象に追加

Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コード改訂の概要

5 アセット・オーナー関係

指針1-3. アセットオーナーは、最終受益者の利益の確保のため、可能な限り、自らスチュワードシップ活動に取り組むべきである。また、自ら直接的に議決権行使を含むスチュワードシップ活動を行わない場合には、運用機関に、実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求めるべきである。

指針1-4. アセットオーナーは、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関の選定や運用委託契約の締結に際して、議決権行使を含め、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を運用機関に対して明示すべきである。特に大規模なアセットオーナーにおいては、インベストメント・チェーンの中での自らの置かれている位置・役割を踏まえ、運用機関の方針を検証なく単に採択するのではなく、スチュワードシップ責任を果たす観点から、自ら主体的に検討を行った上で、運用機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確に示すべきである。

(赤字：追加修正部分)

Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コード改訂の概要

5 アセット・オーナー関係

アセット・オーナー関係

アセット・オーナーの取組みの例(GPIF)

運用会社の評価基準の改定

・国内株式パッシブ運用受託機関の定性評価における「スチュワードシップ責任に係る取組」の割合を10%から30%に大幅に引き上げ

なお、【指針7-4】における運用機関の自己評価は、アセットオーナーによる運用機関のモニタリングに際し、有益な情報となり得る

Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コード改訂の概要

6 ESG要素の考慮

意見書では、「企業においては、様々なステークホルダーと適切に協働しつつ、自らの持続的成長に影響を与えるような環境・社会的な要因等を含む様々な要因も考慮しながら、中長期的な視点に立った経営戦略の下、設備投資、研究開発投資、人材投資などが行われることが重要である。」と指摘

企業に務める者の追
企業財務先ら
問題非日資自
環境、着投、赤
ン環どに、は
ナ・な項た家
ガ社会な事ま
の（社対な、投
業ののうり関
先機会へのあ機
投資収益に違か
投資・収益に違か
え、リスクが針る判
例え、リスクが針る判
として、例え、リスクが針る判
と、事業がご重照
内容、及事項責任
把握する内容を把握す
把握する内容を把握す
3-3 業績もを把握す
3-3 業績もを把握す
指針3-3 業績もを把握す
指針3-3 業績もを把握す

➢ 社会環境問題に関する収益機会についても把握する内容として例示するとともに、かつ書きにおいて「ESG要素」に明示的に言及したもの

Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コード改訂の概要

7 意見書にはなかった検討会における追加事項

(1) 集团的エンゲージメント

指針 4-4. 機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（集团的エンゲージメント）が有益な場合もあり得る。

（赤字：追加修正部分）

【参考】

金融庁「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理（平成26年2月）」

<<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf>>

Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コード改訂の概要

7 意見書にはなかった検討会における追加事項

(2) 議決権行使助言会社

指針5-5. 議決権行使助言会社は、企業の状況の的確な把握等のために十分な経営資源を投入し、また、本コードの各原則（指針を含む）が自らに当てはまることに留意して、適切にサービスを提供すべきである。

また、議決権行使助言会社は、業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関し、自らの取組みを公表すべきである。

（赤字：追加修正部分）

Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コード改訂の概要

7 意見書にはなかった検討会における追加事項

(2) 議決権行使助言会社

スチュワードシップ活動の重要性への認識の高まりと実践の広がり等を受け、議決権行使助言会社の影響力が増加

有識者検討会における指摘

- ・機械的・形式的な判断がしばしばみられる
- ・日本における体制が人的資源等の面で不十分
- ・企業に対してコンサルティングサービスを提供している場合など利益相反が生じる場合にはより高度な利益相反管理が必要である
- ・適切な助言が策定されるためのプロセスの確保が重要である

【参照】 EU改正株主権指令

Ⅲ 開示項目の追加

1 特徴

コンプライ・アンド・エクスプレインの考え方の導入

原則（指針を含む）を実施している場合についても、「自らの具体的な取組みについて積極的に説明を行うことも、顧客・受益者から十分な理解を得る観点からは、有益であると考えられる」旨が追加されたことに伴い、機関投資家は、コンプライの取組みの内容について説明がなされるべきものとされる（前文12. 参照）

2 原則2関係：運用機関の利益相反管理

特に、運用機関については、議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、それぞれの利益相反を回避し、その影響を実効的に排除するなど、顧客・受益者の利益を確保するための措置について具体的な方針を記載。

Ⅲ 開示項目の追加

3 原則5関係：議決権行使結果の公表

個別の投資先企業及び議案ごとに公表（それぞれの機関投資家の置かれた状況により、当該公表が必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明。個別に公表を行わない場合には、少なくとも議案の主な種類ごとに整理、集計して公表。）

4 原則7関係：運用機関の自己評価

各原則（指針を含む）の実施状況に関する自己評価

5 原則5関係：議決権行使助言会社について

業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関する自らの取り組みを開示

IV 実務の対応と動向

1 議決権行使結果の個別開示の導入

- ・個別企業および議案ごとに行使結果を開示
- ・全投資先個別企業・個別議案、および個別候補者の賛否を公表
- ・賛否理由の開示

【参考文献】

◎浜田宰「議決権行使結果の個別開示をめぐる議論と機関投資家の対応状況」商事法務2145号37頁(2017年)

2 議決権行使基準の見直し

- ・社外取締役に関する独立性基準の導入など

IV 実務の対応と動向

- 3 スチュワードシップ委員会、スチュワードシップ活動諮問委員会、責任投資諮問会議などスチュワードシップ活動に関する独立委員会や第三者委員会等の設置
 - ・利益相反管理
 - ・パッシブ運用について、一定の基準(低ROE、時価総額等)を設けて行っているエンゲージメント活動の取組方針について公表
 - ・スチュワードシップ活動の自己評価など
- 4 コンプライ・アンド・コンプライの考え方の導入・拡充
- 5 フィデューシャリー・デューティーに関する取組方針の見直し

IV 実務の対応と動向

6 発行会社の懸念

- ①議決権行使の形式化(議決権行使基準の詳細化を背景)
- ②議決権行使の過程の「政治化」
- ③反対比率の上昇

もともと、日経225採用銘柄の2017年6月総会191社を対象とした調査によれば、会社提案議案への反対比率に大きな変動はないとのこと(三菱UFJ信託銀行法人コンサルティング部会社法務コンサルティング室「速報版本年六月総会のトピックス」資料版商事法務400号7頁(2017年))

2017年2月末時点までの議決権行使結果の調査と分析については、森・濱田松本法律事務所編『機関投資家の議決権行使方針及び結果の分析平成29年版』別冊商事法務423号(2017年)参照

V 結び

注目すべき点

- 1 フェア・ディスクロージャー・ルールのスチュワードシップ活動に及ぼす影響(2018年4月1日施行)
- 2 議決権の個別開示が機関投資家の行動や組織に与える影響
- 3 アセット・マネージャーの自己評価とその活用
- 4 議決権行使助言会社の行動や組織に与える影響と機関投資家による利用の実態
- 5 スチュワードシップ・コードがコーポレートガバナンスに与える影響