

# 日本版スチュワードシップ・コードの改訂

## ～機関投資家の役割と実効性の強化～



日本投資環境研究所 主任研究員

**上田 亮子**

### ■ 1. はじめに

金融庁は、2017年5月、「責任ある機関投資家の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》」（以下、コード）を改訂した。今回の改訂は、スチュワードシップ活動が実践されるなかで顕在化してきた課題に焦点を当て、形式から実質へと進化させることを目的としている。具体的な内容については、2016

年11月に「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」が公表した意見書「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～」に基づいて、議論が進められた。

本稿では、これまでの議論を踏まえ、スチュワードシップ・コード改訂の趣旨と課題について考察する。

#### 〈目 次〉

1. はじめに
2. 機関投資家の利益相反問題
3. 議決権行使結果の可視化
4. パッシブ運用におけるエンゲージメント
5. アセット・オーナーの役割
6. スチュワードシップ活動の自己評価
7. 集团的エンゲージメント
8. 議決権行使助言会社の責務
9. おわりに

### ■ 2. 機関投資家の利益相反問題

#### (1) 利益相反管理の強化

わが国の主要な機関投資家は、銀行、保険、証券等の金融機関グループに所属する運用機関であることが多い。そのため、機関投資家として顧客やその背後にいる受益者に対して負っている受託者責任やスチュワードシップ責任と、金融機関グループの収益源としての法人顧客に対する関係との間で、利益相反関

係が生じる環境にある。

他方、マイナス金利下での収益獲得手段として、金融機関グループの多くが個人投資家に対して金融商品を提供しており、そこでは必ずしも顧客本位が徹底されておらず、受託者責任の観点から懸念も少なくない。特に、金融機関グループに運用機関と販売会社が所属する場合には、顧客との関係で利益相反問題が顕在化しやすい。そのため、金融庁の金融審議会市場ワーキンググループは「顧客本位の業務運営の原則」<sup>(注1)</sup>を策定した。したがって、運用機関については、スチュワードシップ・コードと「顧客本位の業務運営の原則」において複合的に規律付けられる。

機関投資家の利益相反問題については、利益相反方針を策定、公表するべきとされる(コード原則2)。改訂案では、運用機関についてはより踏み込んだ取組みを求め、議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす具体的局面を特定し、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、公表するべきとする(改訂案指針2-2.)。

しかしながら、わが国の主要な運用機関の多くが金融機関グループに所属する運用機関であるとの実態を踏まえれば、利益相反については完全なる回避を目指すことは現実的とはいえない。むしろ、利益相反関係が存在する場合であっても、それが弊害を生じさせないようにする手当てが必要となる。具体的な取組みとしては、内部ガバナンスの強化および透明性の向上である。

## (2) 内部ガバナンスの強化

顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止の前提として、機関投資家の内部ガバナンスの体制整備とその強化が求められる。改訂案では、意思決定プロセスの客観性と独立性を担保するために、取締役会において独立性を有する社外取締役の採用、議決権行使の意思決定と監督のための社外有識者を含めた第三者委員会の設置が例示されている(改訂案指針2-3.)。

第三者委員会については、監督(モニタリング)と執行とを整理し、役割を明確にしつつ運営されることが求められる。議決権行使の個別議案の判断は、投資判断の一環として、執行行為に該当する可能性が高い。これに対して、方針の策定および事後の検証は、監督に該当し、第三者委員会の役割が期待される。

さらに、運用機関の経営陣については、ガバナンス強化・利益相反管理に関する重要な役割と責務を負っていることを認識し、取組みを推進するべきとする(改訂案指針2-4.)。

利益相反の管理および体制の整備については、「顧客本位の業務運営の原則」においても述べられている。原則3は、金融事業者は利益相反の可能性について正確に把握し、これを適切に管理すべきであり、そのためには具体的な対応方針をあらかじめ策定するべきであると定める。また、同原則7は、金融事業者は、顧客<sup>(注2)</sup>の最善の利益を追求するための行動等、適切なガバナンス体制を整備すべきとする。運用機関等の機関投資家が金

(図表1) 議決権行使結果の公表

	現行コード	改訂コード
個別公表 (個別の投資先企業および議案ごとに議決権行使結果を公表)	記載なし	ベストプラクティス
集計公表 (議案の主な種類ごとに整理・整理集計して公表)	コンプライ	コンプライ (最低限必要との位置づけ)
集計公表に代わる他の方法 (文章による説明等)	エクस्पライン	削除

(出所) 筆者作成

融事業者に該当する場合には、スチュワードシップ・コードと「顧客本位の業務運営の原則」の両面から、体制整備や実効性強化の取組みを高度化することが求められている。

### 3. 議決権行使結果の可視化

利益相反問題については、それがしっかりと管理され、受託者責任を阻害するような実効性を生じないように、体制整備とあわせて透明性の向上も必要である。この利益相反を巡るプロセスの可視化は、事前の手段としてコード原則2で定める利益相反方針の策定と公表、事後の手段として議決権行使結果の公表を通じて達成される。

今回のコード改訂においては、議決権行使結果の公表について、コンプライの水準を高め、一層の透明性向上を求めている。議決権行使結果の公表方法は、個別公表(個別の投資先企業および議案ごとに議決権行使結果を公表)、集計公表(議案の主な種類ごとに整理・整理集計して公表)、集計公表に代わる他の方法(数値を示さずに文章による説明等)がある。現行コードでは、コンプライの範囲

は集計公表とし、コンプライしない(エクस्पライン)場合の方策として、集計公表に代わる他の方法も示していた。これに対して、改訂案では、最低限必要な公表として集計公表を位置づけ、より可視性を高めるためのベストプラクティスとして個別公表を示す。さらに、必要に応じて、賛否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される(改訂案5-3)。

個別公表の対象は機関投資家であり、アセット・オーナーも運用機関も含まれる。運用機関については、投資一任契約に基づいて顧客同意の必要性が生じうる部分を除いた、自社基準(各運用機関が設定する方針・基準)に則って行使された内容を公表するとの動きがある(注3)。これに対して、アセット・オーナーについては、公的アセット・オーナーの場合には殊に国民に対す説明責任が強く求められるが、資産規模によって市場与える影響の大きさを考慮し、自らあるいは運用機関を通じた公表というチャンネルも含め、大局的に検討を進めることが期待される(注4)。議決権行使結果の公表は、改訂コード公表後6か月という受入表明の更新時期を待たず、準

(図表 2) エンゲージメントの種類

エンゲージメントの対象先	運用戦略による有効性	
	アクティブ運用	パッシブ運用
投資先企業	○	△
政策立案者	△	○
他の機関投資家	○	○

(出所) 筆者作成

備が整った機関投資家から公表が開始されるものと推測される。

#### ■ 4. パッシブ運用におけるエンゲージメント

GPIFによるパッシブファンドを中心とする株式保有比率の増加、日本銀行によるETF買入れ等を通じて、株式市場におけるパッシブ運用の比率が高まっている。このような機関投資家においては、パッシブ運用のパフォーマンスが運用収益全体に与える影響が大きい。他方、金融政策の方向性として、国民経済の健全な発展のため貯蓄から投資へと資金移動を促進することが掲げられ、個人金融資産を企業の成長資金に振り向けるとともに、マイナス金利政策の結果としての銀行経営への影響を軽減することが目指されている。

そのため、銘柄選定から投資判断、保有、売却という一連のプロセスを通じて、投資先企業との個別の対話を基礎とするアクティブ運用のみならず、従来は低コストの運用商品であることを前提として投資先企業との個別

の対話を想定してこなかったパッシブ運用においても、エンゲージメントを通じた価値向上が求められるようになった。特にパッシブ運用の場合には、個別企業の業績がファンド全体のパフォーマンスに与える影響が軽微であるため、市場全体の価値向上につながるようなエンゲージメントが期待される。

このような観点からは、パッシブ運用でエンゲージメントを行う場合には、市場当局・政策立案者との対話、他の投資家との対話(集団的エンゲージメントにもつながりうる)も重要となる。投資先企業との対話については、ファンド全体での個別企業との対話の積み重ねという手法も考えられるが、費用便益の観点からは、市場全体への影響や公益性の観点から重要な事案等<sup>(注5)</sup> についての取組みが重要である。

#### ■ 5. アセット・オーナーの役割

##### (1) アセット・オーナーによるモニタリング

アセット・オーナーは、最終受益者から機関投資家を経て投資先企業へとつながるイン

ベストメント・チェーン（投資連鎖）において、機関化された資金の拠出者として、最終受益者と直接の関係を有する立場に位置する。このような性質上、アセット・オーナーには、運用機関のスチュワードシップ活動や投資先企業のコーポレート・ガバナンス改善の実効性を高める役割が期待される。改訂版コードでは、このようなアセット・オーナーのスチュワードシップ責任を明確にし、可能な限り自らスチュワードシップ活動を行い（改訂案1-3.）、実効的に運用機関に対するモニタリングをするべきである（改訂案1-5.）とする。

実際には、わが国の公的年金を含む多くのアセット・オーナーは、自らエンゲージメントや議決権行使を実施せず、運用機関に投資の一環としてスチュワードシップ活動を委託し、これを監督することを通じてスチュワードシップ責任を果たしている。そのため、インベストメント・チェーン全体の価値向上のためには、アセット・オーナーによるモニタリングが実効的でなければならない。改訂版コードでは、スチュワードシップ活動を外形的に評価するのではなく、対話の「質」に重点を当てるべきであるとされる（改訂案1-5.）。

## (2) 企業年金によるスチュワードシップ・コード受入れ

スチュワードシップ・コードは、信託銀行、生命保険会社、損害保険会社のほぼ全社、投

資信託委託・投資顧問会社についても多数において、受入表明を行っている。他方、年金基金等のアセット・オーナーについては、公的年金を除くと、企業年金の受入れはわずか数基金にとどまる。このような背景から、「日本再興戦略2016」においては、企業年金のコード受入れ拡大を課題として明記し、厚生労働省と企業年金連合会において、これを促進するための取組み策が取りまとめられた（注6）。

わが国の実態を見ると、企業年金の94%は資産規模100億円未満であり（注7）、資産運用担当役職員が2名以下の企業年金が約8割を占めている（注8）。スチュワードシップ・コードについては、受入れのための体制が必ずしも十分とはいえない。そのため、まずは資産規模が大きく、体制が整っている企業年金から先行して受入れが進むことが期待される。

他方、基金型だけを見ても600の企業年金（注9）がすべてコードを受入れた場合には、運用機関による報告負担も大きくなる。また、投資パフォーマンスの評価とは異なり、スチュワードシップ活動の評価は定量・定性両面で判断する必要があるため、企業年金側のモニタリング負担も大きくなる（注10）。そのため、例えば運用機関によるスチュワードシップ報告書の作成、アセット・オーナー向け説明会の実施、定量部分についての報告形式の共通化等、企業年金および運用機関双方にとってより合理的な方法の検討が求められる。

(図表3) 機関投資家によるスチュワードシップ・コードの受入れ状況

	2014/6	2014/9	2014/12	2015/3	2015/6	2015/9	2015/12	2016/3	2016/6	2016/9	2016/12
信託銀行等	6	6	6	6	7	7	7	7	7	7	7
投信・投資顧問会社等	86	109	122	129	133	139	141	144	151	151	152
生命保険会社	14	17	17	17	17	17	18	18	18	18	18
損害保険会社	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
年金基金等	12	17	19	21	23	23	24	26	26	26	26
議決権行使助言会社等	4	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
(合計)	127	160	175	184	191	197	201	206	213	213	214

(出所) 金融庁HP

## 6. スチュワードシップ活動の自己評価

改訂版コードは、アセット・オーナーのモニタリング機能の強化を目指す、その際には運用機関の自己評価等も有効であるとする(改訂案1-5.)。運用機関に対しては、ガバナンス体制・利益相反管理、スチュワードシップ活動等を改善するために、コードの実施状況を定期的に自己評価し、その結果を公表すべきであるとする(改訂案7-4.)。

スチュワードシップ活動について、複数の機関投資家の取組みを比較し、過去との進展状況を確認するためには、定量評価の有用性は高い。他方、利益相反管理の実態やスチュワードシップ活動の核心にあるエンゲージメントについて評価するためには、定性評価がより重要となる。

### (1) 評価シート

スチュワードシップ活動を定量的に評価す

る手段として、評価シートの活用が考えられる。これは、特に定量評価において役立つものである。海外の先行事例として、年金基金等のアセット・オーナーをメンバーとする英国年金・生涯貯蓄協会(PLSA)では、スチュワードシップ・ディスクロージャー・フレームワークと呼ばれる自己評価シートを作成した。コード各原則の実施状況について、運用機関自らが評価を記入し、PLSAのウェブサイトで一覧が公表されている。

コード所管機関による評価としては、英国財務報告評議会(FRC)が、機関投資家の受入表明(ステートメント)について、コード原則の内容が適切に実施されていることをランク付けして評価する“Tiering”の結果を公表した<sup>(注11)</sup>。これは、コードを受入れた機関投資家の増加に伴い、特に中小規模の運用機関において、受入表明のなかでコードが求める方針等や説明が適切に行われていない場合や、受入表明の記載にもかかわらず実体が伴っていない場合等の問題が増加したことを背景とする。

なお、PLSAのステュワードシップ・ディスクロージャー・フレームワーク、FRCの“Tiering”ともに、エンゲージメントや議決権行使等を含むステュワードシップ活動や利益相反管理体制の実質を評価するものではなく、受入表明や体制整備等の外形的な取組みを評価するものである点に注意が必要である。

## (2) ステュワードシップ報告書

ステュワードシップ活動を定性的に評価するためには、その活動を振り返り、設定目標と到達状況、今後の課題をレビューすることが必要となる。そのために有効な手段として、ステュワードシップ活動について対外的に説明する「ステュワードシップ報告書」の作成と公表が考えられる。ステュワードシップ活動に力を入れる海外の運用機関は、ステュワードシップ活動に関する年次報告書を作成しているところが少なくない。ステュワードシップ報告書のなかに運用機関の体制、方針、具体的なエンゲージメント、議決権行使の状況、実績と課題等の、現状では個別に提供されることが一般的な情報を一元的に記載することを通じて、各運用機関がステュワードシップ責任をどのように果たしているかについての統合的な情報提供が可能となる。ステュワードシップ報告書には、前記の評価シートの結果を盛り込むことも有効である。

ステュワードシップ報告書は、アセット・オーナーのみならず、最終受益者、個人投資

家、さらには投資先企業にとっても、機関投資家のステュワードシップ活動への取組み状況を知る手段として活用することができる。

## ■ 7. 集团的エンゲージメント

集团的エンゲージメントとは、機関投資家が他の機関投資家と協働して対話を行うことであり、コード改訂案では、必要に応じてこの手法が有益な場合もありうるとする（改訂案4-4.）。機関投資家によるエンゲージメントが活発化するなかで、選択肢の一つとして、集团的エンゲージメントが有効となる局面も生じるため、コードにおいて明確化することの意義は大きい。

集团的エンゲージメントには、一般的な論点についての意見交換から個別企業に対する提案行為にまで4類型に分類でき、状況に応じて対話が深化する（図表4参照）。特に危機時や緊急時には、集团的に対話を行うことで、より迅速かつ実効性のある成果を得られやすい。また、このような事態が突発的に生じやすいことを考慮すれば、平常時の段階で、個別企業に対する共同での提案行為・権利行使（レベル4）を行う場合のプラットフォームとして利用可能な体制を整備することも有効である。

他方、集团的エンゲージメントは、金融商品取引法上の共同保有および重要提案行為に該当する可能性があることから、開示制度等の法規制に対する配慮も必要になる。さらに、

(図表4) 集团的エンゲージメントの類型

類型	エンゲージメントの対象	会合の参加者	エンゲージメントの内容	法的リスク	エンゲージメントの深度
レベル1 一般的な論点についての意見交換	企業、政策立案者	機関投資家のみ	企業のコーポレート・ガバナンス、財務、戦略等の問題、法規制を含む制度等、一般的な論点	特になし	浅い
レベル2 個別企業の問題についての意見交換	企業	機関投資家のみ	企業のコーポレート・ガバナンス、財務、戦略等の問題	特になし。但し、権利行使の合意が行われる場合には金融商品取引法に留意	↑ ↓ 深い
レベル3 個別企業との共同での意見交換	企業	機関投資家と企業	企業のコーポレート・ガバナンス、財務、戦略等の問題	共同での提案行為・権利行使に該当するような行為がある場合には、金融商品取引法に留意	
レベル4 個別企業に対する共同での提案行為・権利行使	企業	機関投資家と企業	企業のコーポレート・ガバナンス、財務、戦略等の問題	金融商品取引法に留意	

(出所) 筆者作成

エンゲージメント対象先となる企業との折衝、当事者間の情報管理の観点からは、集团的エンゲージメントを遂行する事務局の設置も必要となる。機関投資家においては、このような課題やそれにかかる費用も考慮しつつ、選択肢の一つとして検討をすることが望まれる<sup>(注12)</sup>。

## ■ 8. 議決権行使助言会社の責務

議決権行使助言会社については、インベストメント・チェーンにおける位置づけが曖昧であるうえ、わが国では規制もなく、顧客からの監督も十分ではない。それにもかかわらず、株主総会の決議に事実上の影響力を有することに対しては懸念が強い<sup>(注13)</sup>。また、一部の議決権行使助言会社では、投資家向けと企業向けの双方向にサービスを提供している例もあるとされる<sup>(注14)</sup>。米国や欧州において

も同様の問題が指摘されており、議決権助言会社に対する規制が強化されている<sup>(注15)</sup>。

このような背景から、改訂コードでは、議決権行使助言会社の責務が明確化され、その取組みについて公表すべきとする（改訂案5-5.）。

## ■ 9. おわりに

わが国のコーポレート・ガバナンスを巡る一連の改革は、海外投資家からの関心も高く<sup>(注16)</sup>、国内投資家および企業はグローバルな潮流を意識した対応が求められる。

このようななか、今回のスチュワードシップ・コード改訂は、投資先企業の持続的な成長を促すため、機関投資家のスチュワードシップ活動の質と実効性の向上を目指すことを目的とする。そのため、「コンプライ・オア

・エクスプレイン」原則に加えて、より高い次元の説明責任を果たす観点から、「コンプライ・アンド・エクスプレイン」ともいふべき「原則を実施しつつ、併せて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」についての言及も行われている（改訂前文第12項目）。機関投資家によるスチュワードシップ活動が定着し、ベスト・プラクティス（最善慣行）の水準が高まっていることを反映し、投資先企業の長期的な価値向上に資する取組みが進められることが期待される。

(注1) 金融庁「顧客本位の業務運営の原則」（2017年3月28日）参照。

(注2) 運用機関が投資一任契約を締結する場合にはアセット・オーナーが顧客に該当する。他方で、公募投資信託の場合には、直接の資金の出し手である個人投資家が顧客に該当する。

(注3) 日本経済新聞2017年3月31日

(注4) GPIF「第117回運用委員会（平成29年4月26日開催）」資料1-1参照。

(注5) 新しく開発されたファイナンス手法、買収防衛策の代替手段等のうち、一般株主の利益の観点から懸念があるような事案については、個別銘柄に関する対話であっても市場に対するアラーム機能として意義があろう。

(注6) スチュワードシップ検討会報告書「企業年金と日本版スチュワードシップ・コード」（2017年3月17日）参照。

(注7) 前掲注6、16頁、68頁参照。

(注8) 前掲注6、16頁、69頁参照。

(注9) 前掲注6、65頁参照。

(注10) 前掲注6、24-25頁参照。モニタリングの支援ツールとして、アセット・オーナーが運用機関とのミーティング時のチェック項目や質問項目が例

示されている。

(注11) FRC, “Tiering of signatories to the Stewardship Code” (2016.11.14) 参照。Tier 1～3の3段階で評価した。Tier 1はベストプラクティスといえる水準、Tier 2は標準、Tier 3は問題が多く半年経過後も改善がない場合には受入表明の撤回を求めるとされる。

(注12) 集团的エンゲージメントについては、拙稿「集团的エンゲージメントの課題」（資本市場リサーチ42号）参照。

(注13) 日本取締役協会「日本版スチュワードシップ・コードの改定に関する提言」（2017年1月10日）参照。

(注14) 金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（第2回）（2017年2月17日）、議事録参照。

(注15) 前掲注13、事務局説明資料参照。

(注16) GPIF「第1回グローバル・アセットオーナーフォーラムの概要」1-2頁参照。

