

スチュワードシップ・コードの再改訂

片寄 直紀、西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 金融庁は2019年12月20日に「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》の改訂案を公表した。2020年1月31日までパブリックコメントの募集を行っている。この改訂版コード（案）は、SSコード及びCGコードのフォローアップ会議の意見書においてSSコードの次回改訂を見据えた当面の課題として挙げられた事項や、英国のSSコードの改訂を踏まえ、金融庁のSSコードに関する有識者検討会で議論された内容を取りまとめたものである。
2. 改訂版コード（案）では、有識者検討会での議論を踏まえ、主に①日本の上場株式以外の資産に投資する機関投資家へのSSコードの適用、②サステナビリティに関する課題の考慮、③企業年金等のアセットオーナーによるスチュワードシップ活動、④運用機関の議決権行使に係る賛否の理由の公表、⑤機関投資家向けサービス提供者に関する原則、に関して改訂が行われている。
3. 今回の改訂は、機関投資家の活動に大きな変更をもたらすものではないと思われるものの、議決権行使の賛否理由の公表や、ESG要素を投資プロセスに組み込むESGインテグレーションが進められると考えられる。また、議決権行使助言会社の組織体制といった点にも影響を与えるだろう。インベストメント・チェーン全体の機能向上という点も踏まえ、SSコード受入れ機関が、企業価値向上・企業の持続的成長と、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大というSSコードの目的を改めて意識し、機関投資家と企業との建設的な対話に関して役割を果たすことが期待される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・西山賢吾、片寄直紀「SS、CGコードのフォローアップ会議が意見書を公表—SSコード改訂議論のポイントなどの提示—」『野村資本市場クォーターリー』2019年夏号（ウェブサイト版）。
- ・神山哲也「機関投資家によるコーポレート・ガバナンス強化を志向する英国」『野村資本市場クォーターリー』2013年夏号。

I. 3年ぶりのSSコード改訂

金融庁は2019年12月20日、「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》の改訂案（以下、改訂版コード（案））を公表した。2020年1月31日までパブリックコメントを募集しており、そこで寄せられた意見を検討したうえで、最終的なスチュワードシップ・コード（以下、SSコード）の改訂版が公表される予定である。

2014年2月に策定されたSSコードは、概ね3年ごとに定期的な見直しを検討することとされており、2017年5月には一度目の改訂が行われている。その後も「SSコード及びコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）のフォローアップ会議」において、コーポレートガバナンス改革の深化に向けて、SSコードとCGコードに対する機関投資家・企業双方の取り組みについて検証が行われ、SSコードの次回改訂を見据えた当面の課題が2019年4月に公表された意見書¹で示された。また、2019年6月に閣議決定された「成長戦略フォローアップ」の中でも、投資家と企業の対話の実質化を通じたコーポレートガバナンス改革の実効性向上のため、2020年度内を目途にSSコードの改訂を行うこととされた。

改訂版コード（案）は、意見書においてSSコードの次回改訂を見据えた当面の課題として挙げられた事項等を踏まえ、金融庁の「SSコードに関する有識者検討会」で議論された内容を取りまとめたものである。現在SSコードを受け入れている機関投資家は、パブリックコメント後の最終的な改訂版コードの公表から遅くとも6ヶ月後までに、改訂内容への対応を行うことが求められる。

II. SSコードの改訂案の内容

2019年10月より3回にわたって開催された有識者検討会では、意見書において課題とされた事項のみでなく、2019年10月に改訂され、2020年1月より適用となる英国SSコードの内容等も踏まえて議論が行われた。その結果、日本の上場株式以外の資産に投資する場合もコードの対象とすることや、ESG要素を含むサステナビリティに関する課題を考慮した企業との対話やスチュワードシップ活動等が、改訂版コード（案）に盛り込まれている（図表1）。

なお、協働（集団）エンゲージメントについては、企業との建設的な対話が進むという肯定的な意見があった一方、明確化して機関投資家の行動を方向付けてしまうことに対し懸念する意見も見られる等、賛否両論があったことや、法的に行える協働エンゲージメントの範囲が明確ではないという指摘もあり、改訂版コード（案）には含まれなかった。パッシング運用が拡大する中でのエンゲージメントの充実とあわせて、今後も継続して検討

¹ 詳細は、西山賢吾、片寄直紀「SS、CGコードのフォローアップ会議が意見書を公表—SSコード改訂議論のポイントなどの提示—」『野村資本市場クォーターリー』2019年夏号（ウェブサイト版）を参照。

図表1 改訂版コード（案）の主な内容

<p>原則1. スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針の策定、公表 (指針1-1) 運用戦略に応じたサステナビリティの考慮 (指針1-2) どのようにサステナビリティを考慮するかに関する方針の明示 (指針1-3~5) アセットオーナーによる、自らの規模や能力等に応じた、運用機関の実効的なスチュワードシップ活動や自らのスチュワードシップ活動の促進</p>
<p>原則2. 利益相反管理の明確な方針の策定、公表 (指針2-3) 運用機関のガバナンス体制の公表</p>
<p>原則4. 投資先企業との認識の共有、問題の改善への努力 (指針4-2) 運用戦略と総合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結びつくことを意識したサステナビリティを巡る課題に関する対話</p>
<p>原則5. 議決権行使と行使結果の公表方針 (指針5-3) 外観的に利益相反が疑われる・議決権行使方針に照らして説明を要する判断を行った議案等に関する議決権行使の理由の公表 (指針5-4) 議決権行使助言会社の助言策定プロセスを踏まえたサービスの利用、およびサービスを利用した議決権行使助言会社の名称・サービスの利用方法の公表</p>
<p>原則7. 企業との対話、スチュワードシップ活動遂行のための実力の具備 (指針7-1) 運用戦略に応じてサステナビリティを考慮したスチュワードシップ活動を行うための実力の具備 (指針7-4) 運用戦略と総合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結びつくことを意識した、SSコードの実施状況の定期的な自己評価とスチュワードシップ活動の結果の公表</p>
<p>原則8. 機関投資家向けサービス提供者の取り組み（新設） (指針8-1) 機関投資家向けサービス提供者における利益相反管理体制の整備および公表 (指針8-2) 議決権行使助言会社の人的・組織的体制の整備及びそれを含めた具体的な助言策定プロセスの公表 (指針8-3) 議決権行使助言会社による企業との積極的な対話、企業に対する情報提供および企業から出された意見の顧客への提供</p>
<p>本コードの対象 ・機関投資家が日本の上場株式に投資する場合を念頭に置いているものの、「スチュワードシップ責任」の遂行に資する限りにおいて、他の資産に投資を行う場合にも適用することが可能</p>

(出所) 金融庁資料より野村資本市場研究所作成

が進められるべき課題となっている。また、英国 SS コードでは、受入れ機関は原則を実施する義務を負う「アプライ・アンド・エクスプレイン」の手法が採用されることとなっているが、この点についても、日本の SS コードに取り入れることは見送られた。

1. 日本の上場株式以外の資産に投資する機関投資家への SS コードの適用

SS コードは基本的に日本の上場会社に投資する機関投資家が念頭に置かれていたが、改訂版コード（案）では、スチュワードシップ責任の遂行に資する限りにおいて、他の資産に投資する際にも SS コードを適用することが「可能」とあるという記載が盛り込まれた。2020 年版英国 SS コードは上場株式以外の全資産を対象とすることを明示しており、日本の SS コードにも取り込むべきという意見が有識者検討会で多く挙げられたことが背景にある。もっとも、上場株式以外の資産への SS コードの適用を義務化すべきという意見も挙げられた一方で、その他の資産に関してどのようにスチュワードシップ活動に取り組むべきかについては更なる検討が必要、あるいは各機関投資家の状況によって異なるという慎重意見も機関投資家の委員等からあったため、改訂版コード（案）では上場株式以外の資産への投資について SS コードの適用が求められるわけではない。機関投資家が自らの状況を踏まえたうえで、スチュワードシップ活動を資産横断的に広げていくことが期待されているといえる。

2. サステナビリティに関する課題の考慮

改訂版コード（案）では、運用戦略に応じてサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）に関する課題をどのように考慮するかを明確にし、企業との対話やスチュワードシップ活動を行うことが盛り込まれた。サステナビリティは事業リスクや収益機会の観点から中長期的な企業価値や企業の持続的成長に影響を及ぼす要因であり、短期的な収益ではなく顧客・受益者の中長期的な投資リターン拡大を目指す機関投資家にとって、サステナビリティを考慮することが有用であるという考え方が反映されている。一方で、無限定に ESG 要素を考慮することが、企業価値が向上しないことの言い訳ともなり得ると懸念する意見も有識者検討会では挙げられた。また、ESG 要素を投資プロセスに組み込む ESG インテグレーションを明示することを積極的に肯定する意見もあった一方で、画一的な対応を行うことに対する消極的な意見も見受けられた。これらを踏まえ、機関投資家は中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結びつくことを意識したうえでサステナビリティを考慮することが求められるものの、考慮の方法については自社の運用戦略に応じて、裁量を持って対応することが可能となっている。

3. 企業年金等のアセットオーナーによるスチュワードシップ活動

2019 年 12 月 27 日時点で、SS コードの受け入れを表明した機関投資家 273 のうち、年金基金等は 49（日本の企業年金は 28）基金に留まっており、企業年金等のアセットオーナーのスチュワードシップ活動の後押しは依然として課題となっている。また、企業年金が自ら企業と対話しなければならない等、スチュワードシップ活動を過度に負担のあるものという認識が企業年金側に存在することも、スチュワードシップ活動の妨げとなっているとみられる。

これらの点を踏まえ、改訂版コード（案）においては、企業年金等のアセットオーナーについて、「自らの規模や能力等に応じ」てスチュワードシップ活動を行うことや、運用機関の実効的なスチュワードシップ活動を促進することが盛り込まれた。また後述するように、企業年金のスチュワードシップ活動をサポートする重要な主体である年金運用コンサルタント等についても SS コードの対象として含められることとなる。スチュワードシップ活動に取り組むためのリソースが限られている企業年金も含め、母体企業等のサポートのもと、スチュワードシップ活動に取り組める分野から実施することが期待されているといえる。

4. 運用機関の議決権行使に係る賛否の理由の公表

現行の SS コードでも、議決権行使の賛否の理由を対外的に明確に説明することは可視性を高めることに資すると考えられるとの記載がある。しかし、個別の議決権行使結果やスチュワードシップ活動報告を公表する取り組みは広まっているものの、議決権行使の賛否の理由や、企業との対話活動及びその結果、コードの実施状況に対する自己評価等の公

表が進んでいない点が意見書では運用機関の課題として挙げられている。

有識者検討会の議論では、スチュワードシップ活動の透明化に向けて更なる開示を進めることについての重要性は認められたものの、一部の機関投資家の委員からは、開示のコストや企業との対話内容が公表されてしまうことに対する懸念も挙げられた。また、開示の促進が、形式的な議決権行使につながらないよう十分配慮すべきという意見も企業や専門家の委員から見受けられた。そうした議論も踏まえ、改訂版コード（案）では、賛否の理由の一律的な公表を求めているもの、特にグループ企業に対する議決権行使等、外観的に利益相反があると疑われる場合や、議決権行使方針だけでは説明がつかない場合については、議決権行使の賛否の理由を公表すべきとされた。また、機関投資家が企業との対話等を踏まえ、議決権行使方針と異なる議決権行使を行うこと自体を妨げないように文言が工夫されている。

5. 機関投資家向けサービス提供者に関する原則

改訂版コード（案）では、機関投資家向けサービス提供者を対象とする原則8が新設された。機関投資家向けサービス提供者には議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントが含まれるとされているが、これらに限定されるものではなく、機関投資家のスチュワードシップ活動に資するサービスを提供する者が広く該当するものとされている。これらの提供者は適切なサービス提供を行うことによって、インベストメント・チェーン全体の機能向上に重要な役割を果たすことが期待されているためである。なお、当初、この原則では議決権行使助言会社と年金運用コンサルタントのみが念頭に置かれていたものと思われるが、有識者検討会の議論の中で年金の総幹事会社が企業年金に与える影響の大きさが取り上げられたことから、「機関投資家向けサービス提供者」という包括的な表現となったものと推察される。

具体的には、機関投資家向けサービス提供者は利益相反管理体制の整備やその取り組みの公表が求められる。また、議決権行使助言会社については、運用機関の議決権行使に対する影響・役割の大きさが多くの委員から指摘されており、形式的・画一的ではなく個々の議案に対して適切な助言を行うために、その体制整備・助言策定プロセスの透明化についてはかなり踏み込んだ内容が盛り込まれた。改訂版コード（案）では、日本拠点の設置も含めた人的・組織的体制を整備し、助言策定プロセスの透明性の向上のためにそのプロセスを公表するとともに、自ら企業と積極的に意見交換をして助言を行うべきとされている。さらに、議決権行使助言会社が企業からの求めに応じて助言の前提となる情報に齟齬がないか確認する機会を提供することや、企業からの意見も合わせて顧客に助言を提供するという点も助言の正確性や透明性に資するものとされている。

Ⅲ. インベストメント・チェーン全体での取り組みが期待される

1. 今回の改訂がコード受入れ機関に与える影響

今回の改訂を踏まえ、機関投資家としては、現在 SS コードを受け入れている 200 以上の機関のうち、40 機関しか公表していない議決権行使の賛否の理由の公表が進められることになるだろう。とはいえ、一律的な公表が求められているわけではなく、形式的な議決権行使を助長しないような配慮がなされていることを踏まえると、機関投資家が議決権行使に至った経緯を具体的に説明することが、SS コードの実質化のために望ましいといえる。

また、運用戦略に応じて ESG を含むサステナビリティを考慮することが求められていることから、改訂版コード（案）で明示はされなかったものの、ESG 要素を投資判断に組み込む ESG インテグレーションも進むと考えられる。市場が拡大を続けるグリーンボンドやインパクト投資のような ESG 要因への考慮を明示した投資も含め、企業の事業リスク低減と収益機会の発見、ひいては価値向上と持続的成長につなげていくために、サステナビリティに関する課題はスチュワードシップ責任においても一層の重要性を持つことが予想される。

議決権行使助言会社については、米国での委任状勧誘規制や、EU における株主権利指令のようなルールベースの規制ではないものの、プリンシプルベースの SS コードに基づいた対応が求められる。改訂版コード（案）に含まれる規定のうち、日本拠点については、ISS は既に設置済みであり、グラスルイスも 2020 年 1 月に設置する予定²のため、議決権行使助言の主要 2 社に対して大きな影響はないと考えられる。とはいえ、自ら企業と対話することも含め、改訂版コード（案）で要求されている正確な情報に基づいた助言の策定のためには、人員の増加も含めた組織の充実が必要になると思われる。

2. コーポレートガバナンス改革の更なる実効性の向上に向けて

2017 年に行われた一度目の SS コードの改訂では、コーポレートガバナンス改革を「形式から実質」へと深化させていく観点から、議決権行使結果の開示や、利益相反管理方針の策定・公表、SS コードの実施状況の定期的な自己評価とその公表、といったように、機関投資家のスチュワードシップ活動に直接影響を与える内容が多かったという印象がある。

一方、今回の改訂版コード（案）では、コーポレートガバナンス改革の更なる実効性向上という点は変わらず、機関投資家についてもサステナビリティの考慮を強調する等の内容が盛り込まれているが、機関投資家の活動に大きな変更をもたらすものにはならないと思われる。むしろ、包括的な機関投資家向けサービス提供者に関する原則やアセットオーナーの更なるスチュワードシップ活動の後押しに関する内容を盛り込むことで、コーポレートガバナンス改革の実効性向上に向けてなお懸念が残されている、インベストメント・

² 「米グラスルイス、来月日本に拠点」日本経済新聞、2019 年 12 月 13 日。

チェーン全体の機能向上を意識した取り組みを進めようとしていると考えられる。また、二度の改訂はどちらも、「コンプライ・オア・エクスプレイン」をベースにしているが、ここから一歩進んで、より具体的な自社の方針や取り組み内容を説明する、「コンプライ・アンド・エクスプレイン」への意識を高める方向が意図されていると推察される。

インベストメント・チェーンに関わる SS コード受け入れ機関が、企業価値向上・企業の持続的成長と、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大という SS コードの目的を改めて意識し、機関投資家と企業との建設的な対話に関してそれぞれの役割を果たすことが期待される。