

2019年10月7日 全7頁

スチュワードシップ・コード改訂—株主総会議案に関する賛否理由の開示を求める

大幅改訂が大詰めを迎える英国、日本のコード改訂の行方は？

政策調査部
主任研究員 鈴木裕

[要約]

- 2019年10月2日、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」の令和元年度第1回会合が開催された。
- 英国では、英国スチュワードシップ・コードの改訂が進められており、近々改訂コードが公表される見通しだ。
- わが国では、運用機関に対して投資先企業の株主総会議案に関する議決権行使について賛否の理由の公表や、これまで以上の対話の充実を求める改訂となりそうだ。
- コード改訂の結果、上場企業に対する運用機関からの対話実施の要請が増えることになると思われる。

3年毎のスチュワードシップ・コード改訂

日本版スチュワードシップ・コードは、2014年に策定されたが、その策定のための検討会報告に「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」とされていた通り、3年目の2017年に初回の改訂が行われた。初回の改訂では、それまで運用機関¹は投資先企業の株主総会議案に関して、賛否を集計して開示するよう要求されていたが、改訂後は各企業の一つ一つの議案毎の賛否を開示することとなった。2019年10月2日に始まった「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（以下、有識者検討会）（令和元年度）における2度目の改訂についての議論では、議決権行使結果に関して、これまで以上に充実した開示を求める方向で検討が進む見通しだ。

¹ 本稿では、年金基金など運用資金の保有者を「アセット・オーナー」、資産運用を業務として行う業者を「運用機関」と呼び、二つをあわせて「機関投資家」という。

日本がモデルとしてきた英国では、2017年12月に英国コーポレートガバナンス・コードの改訂の素案が公表され、機関投資家や上場企業からの意見募集を経て、現在は作業の最終段階にきている。2019年中には改訂コードが公表される予定だ²。

本稿では、日本版スチュワードシップ・コード改訂の論点を整理するとともに、英国における改訂のポイントを示し、改訂の結果、上場企業に及ぶ影響について考察する。

インベストメント・チェーンを俯瞰した改訂

今回の改訂の内容は、2019年4月の『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』意見書(4) (2019年4月24日公表、以下「意見書(4)」)ですでに明らかにされていた。すなわち、意見書(4)では、運用機関については、投資先企業との対話活動に関する開示が不十分との指摘があり、個別の議決権行使における「賛否の理由」の開示などが求められるとされた。企業年金などのアセット・オーナーに関しては、アセット・オーナー側でのスチュワードシップ活動に関する理解が不十分であると考えられることから、企業年金のスチュワードシップ活動を後押しするべきとの方向が示された。運用機関向けに上場企業の株主総会議案に関して賛否の推奨を行う議決権行使助言会社は、助言の策定に必要な体制整備や企業との意見交換が不十分であるとの疑いがあるため、体制整備の充実や企業との対話の必要性が指摘された。年金基金等に資産運用に関する助言を行う年金運用コンサルタントには、コンサルティングにおける利益相反の管理や運用機関選定に際してのスチュワードシップ活動の考慮などが求められている。これらのことを踏まえると、資産運用に関する大きな連鎖(インベストメント・チェーン)に登場する様々な主体の活動に関するきめ細かい改訂が検討されることになるだろう。

①運用機関

運用機関については、建設的な対話の実質化に向けて、アセット・オーナーへの説明責任を果たすとともに企業との相互理解を深める観点から、現行コードに対して次のような改訂が行われる見通しだ。

図表1 運用機関に関連する現行スチュワードシップ・コードと想定される改訂

現行コード	想定される改訂
指針5-3(抜粋) 議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が	運用機関の中にはすでに、反対理由を説明しているところが少なくないが、賛成理由まで公表することはあまり見られない。賛成・反対の双方で

² Financial Reporting Council “UK Stewardship Code”
<https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code>

<p>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。</p>	<p>の理由の説明を求められるのではないか。</p>
<p>指針 6-1</p> <p>運用機関は、直接の顧客に対して、スチュワードシップ活動を通じてスチ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、原則として、定期的に報告を行うべきである(原注 16)。</p> <p>原注 16 ただし、当該報告の相手方自身が個別報告は不要との意思を示しているような場合には、この限りではない。また、顧客・受益者に対する個別報告が事実上困難な場合などには、当該報告に代えて、一般に公開可能な情報を公表することも考えられる。</p>	<p>運用機関は、企業との対話活動についての説明や情報提供を充実させるべきとの指摘がフォローアップ会議で出ている。これが改訂検討会議の資料にも反映されていることから、スチュワードシップ責任の遂行に関する定期的な報告(スチュワードシップ・レポートなどという)を必須として、その内容として対話活動の記載が求められるのではないか。</p>
<p>指針 7-4(抜粋)</p> <p>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(原注 18 省略)。</p>	<p>スチュワードシップ活動報告について英国ではすでに外部評価が実施されている³。わが国ではまず投資先企業との対話状況や対話の相手方からの反応等を踏まえた自己評価結果の公表を求められるのではないか。</p>
<p>指針 3-3</p> <p>把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、事業におけるリスク・収益機会(社会・環境問題に関連するもの(原注 7)を含む)及びそうしたリスク・収益機会への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができるよう努めるべきである。</p> <p>原注 7 ガバナンスと共に ESG 要素と呼ばれる。</p>	<p>意見書(4)では、「なお、運用機関がESG要素等を含むサステナビリティを巡る課題に関する対話を行う場合には、投資戦略と整合的で、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に結び付くものとなるよう意識することが期待される。」とあることから、ESG 要素に関する対話の実施を今まで以上に強く求めることになるのではないか。</p>

(出所)「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》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～(平成 29 年5月 29 日改訂)および意見書(4)をもとに大和総研作成

②企業年金

企業年金に関しては、スチュワードシップ活動への取り組みの積極化が求められることにな

³ 鈴木裕「英国機関投資家のスチュワードシップ報告書の採点結果が公表された」(大和総研レポート、2016 年 11 月 16 日) https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20161116_011413.html

る。意見書（４）では、「引き続き、経済界をはじめとする幅広いステークホルダーとも連携しながら、企業年金のステュワードシップ活動を後押しするための取組みを推進することが重要である。」と記されている。端的には、企業年金によるステュワードシップ・コード受入れを広げようとしているように思える。アセット・オーナーとしてステュワードシップ・コードの受入れを表明している企業年金が極めて限られている現状を変えようとする意図からであろう。

ステュワードシップ・コード制定後、コードの受入れを表明したアセット・オーナーは、主に公的年金や公務員年金であり、企業年金連合会の他に企業年金として受入れを表明したのは、ごく限られた金融系企業が設立した企業年金が主だった。2018年に損保系企業年金2件、非金融系5件、2019年に地銀系8件、非金融系6件がステュワードシップ・コードの受入れを表明したが、これらを含めて現時点では金融系16件、非金融系12件の計28件だ（有識者検討会（令和元年度第1回）資料4「事務局参考資料」（金融庁））。これを増加させるための取組みが進められることになるだろう。

③議決権行使助言会社

議決権行使助言会社に関しては、前回の改訂で指針5-5を新設し、業務の適切性確保等に関する取組みの公表が求められてきた。フォローアップ会議では、個々の企業に関する正確な情報を前提とした助言が運用機関に提供されることの重要性が指摘されるとともに、必要に応じて自ら企業と積極的に意見交換しつつ助言を行うことへの期待が示されてきた。

株主総会での賛否や賛否のバランスに相当な影響を及ぼすようになっている議決権行使助言会社に対しては、国際的にも関心が高まっているところであり⁴、国際動向を踏まえたコード改訂になると思われる。

図表2 議決権行使助言会社に関連する現行ステュワードシップ・コードと想定される改訂

現行コード	想定される改訂
<p>指針5-5</p> <p>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。</p> <p>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。</p>	<p>上場企業との積極的な対話が求められるのではないか。</p>

（出所）「責任ある機関投資家」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～（平成29年5月29日改訂）をもとに大和総研作成

⁴ 鈴木裕「株主総会の不都合な真実—議決権行使助言業の影響を考える」（時事通信『金融財政ビジネス』2019年8月1日、pp.4-8）

④年金運用コンサルタント

意見書（４）では、年金運用コンサルタントが、投資顧問・投資信託を併営する場合の利益相反管理が不徹底ではないかとの疑いが示されている。自らの投資商品の購入をコンサルティング先の企業年金に勧誘を行う例が見られているとの指摘もあるため、利益相反を管理するための体制作りや情報開示が求められることになるのではないかと懸念も指摘されている。これは、運用コンサルタントが、年金基金の運用委託先を選定する際に運用機関のステュワードシップ活動に関心を払わないため、ステュワードシップ・コードの普及や取り組みの改善につながっていないのではないかとということだ。つまり、運用コンサルタントが運用委託先を選定するにあたりステュワードシップ活動を考慮するように方向付けることで、ステュワードシップ活動の促進につなげていこうということであろう。

英国ステュワードシップ・コード改訂

現在、英国の機関投資家向け行動規範である英国ステュワードシップ・コード(UK Stewardship Code) 改訂が大詰めを迎えている。2017年12月に改訂案が提示された後、機関投資家や上場企業からの意見募集等が行われており、2019年下期（later in 2019）には、改訂コードが公表される予定だ。英国の改訂は、近年のESG投資の拡大に合わせ、英国ステュワードシップ・コードの適用対象となる資産の種類を大幅に広げるとともに、投資判断に際してESG要素の考慮を明確に求めるという内容だ。

これまで英国ステュワードシップ・コードは、英国上場企業の株式に投資をしている機関投資家を適用対象に想定していたが、改訂案では、これを無制限に拡張する。上場株、非上場株、債券、インフラ投資、オルタナティブ投資にまで、英国ステュワードシップ・コードの適用対象を広げる。投資対象は問わないということであるので、英国に関する投資という限定もなくなる。

機関投資家に気候変動等の重要なESG（環境、社会、ガバナンス）要素(material ESG factors, including climate change)の考慮を義務的にしようとしているところも、改訂案の大きな特徴だ。英国ステュワードシップ・コードは、これまでも機関投資家の行動を通じて経済全体(economy as a whole)へ影響を及ぼすことを想定していたが、改訂案では「署名機関は、ステュワードシップと投資アプローチを統合し、気候変動等の重要なESG要素をどのように考慮するかを明示しなければならない。」(金融庁「英国ステュワードシップ・コード改訂案(和訳) 付属文書A-英国ステュワードシップ・コード改訂」令和元年10月2日時点版(有識者検討会(令和元年度第1回)参考資料4))としている。従来、ESG要因について英国ステュワードシップ・コードは、「機関投資家が関与を行おうとする場合の例(これらに限られるものではない)としては、会社の戦略、業績、ガバナンス、報酬、リスク(社会問題・環境問題に関連するリスクを含む)へのアプローチに対して懸念を有する場合などがあげられるであろう。」(金融庁「英

国スチュワードシップ・コード（仮訳）」、2013年10月18日（有識者検討会（平成25年度第3回）参考資料）としていた。社会、環境要因は、投資先企業のリスクに関する考慮要素の一つとして例示しているにすぎなかったのである。今回の改訂案通りに決まれば、英国スチュワードシップ・コードに参加表明した機関投資家は、あらゆる投資判断に際して、気候変動を含むESG要因を考慮しなければならず、そうしないならその理由を説明しなければならなくなる。

体裁面では、運用機関とアセット・オーナーの役割を横に並べて記述することで対比が容易にできるようになっている。運用機関とアセット・オーナーに向けた規範を別々のところに分けて記すのではなく、対照表にすることでインベストメント・チェーンの中でのそれぞれの取り組みの関連が分かりやすく整理されることになった。

上場企業への影響

今後検討が進められる日本版スチュワードシップ・コード改訂は、運用機関や議決権行使助言会社に向けたものであり、上場企業に直接的な影響はない。しかし、コード改訂を受けて運用機関等の行動が変化すれば、上場企業にも関係してくる。

運用機関には、投資先企業の株主総会議案に関する議決権行使について賛否の理由の開示が求められることになるが、これによって賛否判断における例外的な取り扱いが少なくなるかもしれない。運用機関は、それぞれ議決権行使ガイドラインを策定し、それに事実を当てはめることで賛否を決定している。ガイドラインを文言通りに適用すれば反対投票となる時に、投資先企業から納得性の高い説明があれば、賛成とする場合がある。本来、反対とすべきところを賛成にする例外であることの説明があまりにも多くなると、賛否判断の適切さに疑問が生じかねない。そこで、いちいち例外的な賛成であるとの説明を増やしたくないという判断が働くかもしれない。その結果、これまでは企業側からの説明に納得して、例外的に賛成票を投じていた運用機関においても、そのような対応を取らなくなる恐れが高まるのではないだろうか。

また、今回の改訂は、上場企業の運用機関対応を繁忙にするかもしれない。対話活動についての説明や情報提供の充実が求められる結果、運用機関は、上場企業との対話をこれまで以上に積極的に行おうとするようになるだろう。対話活動の実績がなければ説明などできないからだ。単なる対話の実施だけではなく、上場企業の経営に影響を及ぼすことができたか、その結果まで公表するとすれば、結果につなげられるように圧力を強めた対話が行われるようになるのではないだろうか。上場企業は、これまでよりも多くの運用機関から対話の申し入れを受けようになり、対話をすればこれまで以上に強いトーンで、例えば増配などが求められることとなるだろう。もっとも、対話の機会が増えることで、上場企業それぞれの事情を運用機関が深く理解できるようになるとすれば、議決権行使における賛否の決定に際して、画一的機械的な判断を修正できる可能性は高まるだろう。

英国の改訂の影響も今後、わが国の改訂に表れるかもしれない。日本版スチュワードシップ・コードは、英国をモデルに策定されたもので、「本コードの対象とする機関投資家は、基本的に、

日本の上場株式に投資する機関投資家を念頭に置いている。」と日本の上場株式に投資している場合を想定している。英国では、英国上場企業株式への投資という限定を外そうとしていることと対比すると、スチュワードシップ活動の普及という点で疑問が呈されないとも限らない。わが国でも、ESG 投資対象は株式だけでなく債券も含まれるようになっている⁵。スチュワードシップ活動には、ESG 投資への取り組みが含まれるということのようであるから、英国同様にスチュワードシップ活動の対象となる資産の種類を拡張する検討が行われても不思議ではない。

ESG 要因については、機関投資家が投資先企業について把握する情報として、「例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、事業におけるリスク・収益機会（社会・環境問題に関連するものを含む）及びそうしたリスク・収益機会への対応など」（現行コード 指針 3-3）として、考慮要素の例示にとどめているところも現行の英国スチュワードシップ・コードと同様だ。これが、英国では ESG 要素の考慮を義務的にしようというのだから、わが国のコード改訂にも影響が及んでくるかもしれない。

⁵ 太田珠美「債券でも広がる ESG 投資」（大和総研レポート、2019 年 1 月 10 日）
https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20190110_020570.html