

2017年1月30日 全5頁

# 日本版スチュワードシップ・コード改訂へ

## 金融グループ内運用機関における利益相反回避の方策導入を強調

金融調査部 主任研究員  
鈴木裕

### [要約]

- 日本版スチュワードシップ・コードの改訂に関する検討会が開催される。
- 既に、改訂に関する意見書が公表されており、この意見書に従って具体的な改訂の作業が進められることとなる。
- 意見書では、運用機関とアセットオーナーのそれぞれの役割を明確にして、これまで以上の行動や情報開示を求めるものとなっている。
- 特に利益相反の管理の徹底を求めるための改訂に重点が置かれており、独立した取締役会や議決権行使に関する第三者委員会の設置といった、これまでにない取り組みが求められている。

## スチュワードシップ・コード改訂に向けた検討がスタート

金融庁が事務局を務める「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」<sup>1</sup>（以下、「改訂検討会」という）が2017年1月31日に開催される。スチュワードシップ・コードの改訂方針は、「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」（以下、「フォローアップ会議」という）の第10回会合（2016年11月8日）で審議され、11月30日付けで公表された『「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（3）」<sup>2</sup>（以下、「意見書」という）で明らかにされている。改訂検討会では、意見書の内容を受けて具体化が進められる。

意見書では、図表1、2のような論点が示されている。なお、現行の日本版スチュワードシップ・コードでは、「機関投資家」という用語を使用し、特に区別する場合に投資運用会社などを

<sup>1</sup> 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」

<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html>

<sup>2</sup> 金融庁『「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（3）」 [http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements\\_3.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_3.pdf)

「資産運用者としての機関投資家」と呼び、年金基金や保険会社などを「資産保有者としての機関投資家」としていた。これに対して意見書では、「運用機関」と年金基金等の「アセットオーナー」に分けているが、「運用機関等」と記された場合には、「アセットオーナー」もこれに含まれている。

図表 1：運用機関向けのコード改訂の方向

意見書		現行日本版スチュワードシップ・コード
運用機関のガバナンス強化	運用機関は、最終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。	(指針 7-2) (略)機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきである。
利益相反管理	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る局面を具体的に特定し、それぞれの利益相反を回避したり、その影響を実効的に排除するなど、最終受益者の利益を確保するための措置について具体的方針を定め、公表すべきである。	(原則 2)機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
議決権行使結果の詳細開示	運用機関等は、少なくとも「コンプライ・オア・エクスプレイン」ベースでの対応としては、アセットオーナーへの開示にとどまらず、個別の議決権行使結果を一般に公表することを原則とし、それぞれの運用機関等の置かれた状況により、それ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と考えられる。	(指針 5-3)機関投資家は、議決権の行使結果を、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。
運用機関の自己評価	運用機関は、持続的な自らのガバナンス体制等の改善に向けて、スチュワードシップ・コードの実施状況を定期的に自己評価し、公表すべきである。	(原則6)機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

(出所)意見書および『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～」をもとに大和総研作成

図表 2 : アセットオーナー向けのコード改訂の方向

意見書		現行日本版ステュワードシップ・コード
アセットオーナーによる実効的なステュワードシップ活動の確保	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、自らステ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テュワードシップ活動を行わない場合には、運用機関に、実効的なステュワードシップ活動を行うよう求めるべきである。	「資産保有者としての機関投資家」には、ステュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針を示した上で、自ら、あるいは委託先である「資産運用者としての機関投資家」の行動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与することが期待される。
アセットオーナーが運用機関に求める事項の明示	アセットオーナーは、実効的なステ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、ステュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明示すべきである。	
運用機関に対する実効的なモニタリング	アセットオーナーは、運用機関のステュワードシップ活動が自らの方針と整合的なものとなっているかについて、運用機関の自己評価なども活用しながら、実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべきである。	「資産保有者としての機関投資家」は、「資産運用者としての機関投資家」の評価に当たり、短期的な視点のみに偏ることなく、本コードの趣旨を踏まえた評価に努めるべきである。

(出所)図表 1 に同じ

## 運用機関の利益相反管理が関心の的に

今回の日本版ステュワードシップ・コード改訂は、利益相反の管理の徹底に重点が置かれているようである。意見書の冒頭部分で「金融グループ系列の運用機関について、親会社等の利益と運用機関の顧客の利益との間に存在する利益相反を回避したり、その影響を排除するための措置が必ずしも十分に機能していないケースが多く、よりきめ細かな対応が必要ではないか、との指摘がある。また、同一の機関内において運用以外の業務を行っている場合における、当該業務を行う部門と運用部門との関係についても、同様のことが指摘されている。」とされている通り、運用機関が利益相反を十分に回避できていないとの問題点が指摘されている。

利益相反の管理を重視していることは、運用機関のガバナンスについて、独立した取締役会や議決権行使における第三者委員会の設置の要請にも見て取れる。運用機関の親会社である金融グループの持株会社では、複数の独立社外取締役を置いているだろうが、子会社である運用機関側でも、独立した取締役を置くべきというのは、親会社の利害関係に影響されないで、議

決権行使等の判断を下せるようにするためだろう。第三者委員会も同様の効果を期待しての設置提言であろう。

議決権行使結果個別開示の求めも、利益相反の管理を目的の一つとしているのだろう。運用機関が属する金融グループが、運用機関の投資先企業と何らかの取引関係がある場合などは、その投資先企業への議決権行使に手心を加えるおそれが生じるが、これは顧客に対して負担する受託者責任に違背する。こうした利益相反状況を知ることは顧客にとって利益であるし、議決権行使結果開示によって透明性が高まれば、機関投資家側に利益相反を回避する動機が生まれると期待できる。従来の集計結果の開示では、利益相反状況が見えなかったが、個別議案の結果開示によって、利益相反の状況が可視的になる。

運用機関の自己評価も、利益相反管理の一手法となる。意見書では、スチュワードシップ活動に関して運用機関が公表している情報が不十分であるとの指摘がある。利益相反管理に関する注書きとして、「スチュワードシップ・コードにも、利益相反管理の方針を策定・公表すべきとの原則が示されているが、必ずしも具体性のある記載がなされていないケースが見られる。」とある。「運用機関は、持続的な自らのガバナンス体制等の改善に向けて、スチュワードシップ・コードの実施状況を定期的に自己評価し、公表すべきである。」との指摘には、利益相反管理の状況の公表も当然含まれるだろう。

また、運用機関が利益相反に陥っている場合には、それによって投資判断や議決権行使判断が最適になっていない恐れがあり、結果的にアセットオーナーに損失が生じているかもしれない。そこで、アセットオーナーには、運用機関に対するチェックの目を光らせるべきと提言されている。

今のところ、アセットオーナーとして日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明しているのは、主に公的な年金であり、企業年金連合会の他に企業年金として参加しているのは、ごく限られた数の金融グループ系の企業が設立した企業年金がほとんどである。この点、社会保障審議会企業年金部会<sup>3</sup>では、「企業年金においてスチュワードシップ・コードの受入れ表明を促進していくため、例えば、厚生労働省と企業年金連合会が連携して具体的な対応例について検討を行うことが考えられる。」との指摘があり、金融グループ系以外の企業年金に対しても日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明が求められるようになるかもしれない。これは、「日本再興戦略 2016」<sup>4</sup>の「年金基金等において、スチュワードシップ・コードの受入れの促進など、コーポレートガバナンスの実効性の向上に向けた取組を通じて、加入者等の老後所得の充実を図る。」との方針を受けたものであり、受入れ表明促進のための呼びかけや、アセットオーナーとしてのスチュワードシップ・コード対応に関する情報提供など、何らかの後押しがありそうだ。

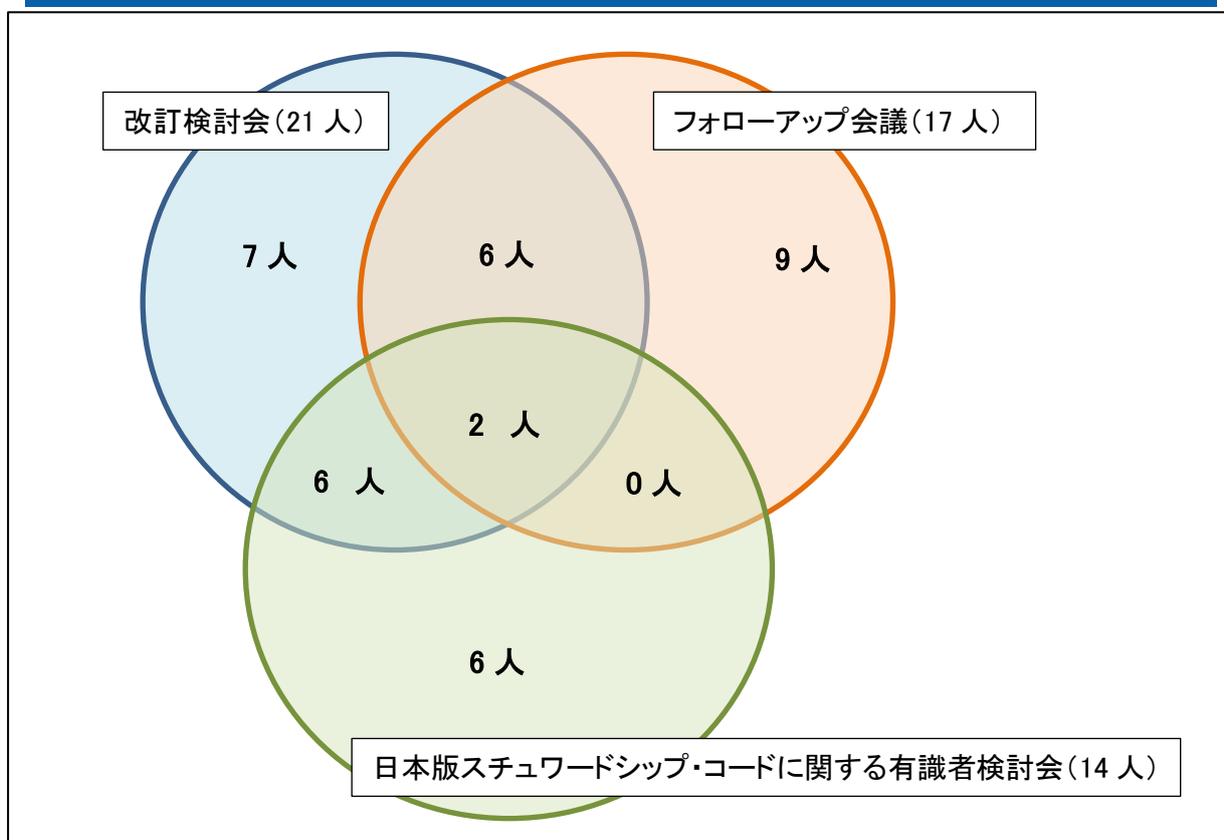
<sup>3</sup> 第18回社会保障審議会企業年金部会資料「確定給付企業年金のガバナンスについて」（平成28年6月14日）  
[http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu\\_Shakaihoshoutan\\_tou/0000127403.pdf](http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutan_tou/0000127403.pdf)

<sup>4</sup> 「日本再興戦略2016—第4次産業革命に向けて—」（平成28年6月2日閣議決定）  
[http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/2016\\_zentaihombun.pdf](http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/2016_zentaihombun.pdf)

## 今後の見通し

スチュワードシップ・コード改訂の内容は、意見書で明らかになっている以上、改訂検討会での審議に多くの時間が費やされることはないだろう。意見書を出したフォローアップ会議と改訂検討会のメンバーは、かなり重なり合っており、改訂に関する議論はフォローアップ会議で十分に行われたはずだ。図表 3 にはフォローアップ会議と改訂検討会、そして現行のスチュワードシップ・コードを策定した「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」のメンバーの兼務状況を示した。仮に新たな論点が出されたとしても、おそらく短期間に結論は得られるものと思われる。

図表 3 : スチュワードシップ・コード関連の検討会委員の兼務状況



(出所)各検討会等名簿をもとに大和総研作成