

2017年3月24日 全6頁

日本版スチュワードシップ・コード改訂案

議決権行使結果の詳細開示を求めるも、集計開示も許容する趣旨か

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・コードの改訂案がまとまった。
- 改訂案は今後、パブリック・コメントの募集とそれに応じた再検討を経て確定され、公表後6カ月以内の対応を期待されることとなる。
- 機関投資家の議決権行使結果の開示については、個別議案について賛否の理由の説明まで期待される。一方、従来通りに集計結果の開示にとどめることも可能であろうが、個別開示を行わない理由等の説明が求められる。
- 議決権行使助言業者に関する規定が新設されたが、助言業務の適正を確保するための取り組みについて開示を求めるべきとの意見もある。
- 機関投資家は、スチュワードシップ・コードへの取り組みに関して様々な情報を開示すべきとされているが、開示情報が果たしてどのように利用されているかの検証も必要ではないか。

スチュワードシップ・コード改訂案かたまる

金融庁で「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」¹（以下、「改訂検討会」）の第三回会合が2017年3月22日に開催され、『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～（案）²（以下、「改訂案」）が示された。今後、改訂案に関するパブリック・コメントを受け付け、場合によっては再度改訂検討会を開催した後、確定する見通しだ。現在コードを受け入れている機関投資

¹ 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>

² 『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～（案）（平成29年3月22日）

<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20170322/01.pdf>

家には、改訂されたコードの公表後、遅くとも 6 カ月後までに、改訂内容に対応した公表項目の更新（及び更新を行った旨の公表と金融庁への通知）を行うことが期待される。

日本の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」³とされていた通り、3 年目を迎える今年に改訂が行われることとなった。

今回の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）⁴（以下、「意見書」）で明らかにされている通りであり、改訂検討会では、意見書の方針に沿って具体的な文言の検討等が行われた。

改訂案では、機関投資家の議決権行使結果の開示方法や、体制整備に関する主体の位置づけ、議決権行使助言業者への規制の在り方などで新たな見方が示されたほか、文言の見直しなどが論じられた。

議決権行使結果の開示内容

今回の改訂では、機関投資家の議決権行使結果開示について、個別の議案に関する賛否まで開示すべきとされたのみならず、賛否の理由についても「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。」（改訂案指針 5-3）との説明が付加されている。しかし、一方で、「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。」（同）と改訂前のスチュワードシップ・コードに準拠した対応でも許容されると解することのできる記載もある。もっともこの点は、従来集計結果の開示にさえ躊躇を見せていた一部の保険業者に対して、「少なくとも…（略）…整理・集計して公表すべき」ことを改めて要求する趣旨であるとも読めるので、他の業態の機関投資家に対しては詳細開示を標準とするということであろう。

改訂案の原注 15 では、この個別議案ごとの詳細開示を求める理由を説明しており、それによれば「活動の透明性を高めていくこと」と「我が国においては、金融グループ系列の運用機関が多く見られるところ、こうした運用機関において、議決権行使をめぐる利益相反への適切な

³ 金融庁 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『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 26 年 2 月 26 日）

<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>

⁴ 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『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）（平成 28 年 11 月 30 日）

http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_3.pdf

対応がなされていない事例が多いのではないかと懸念を払拭するため」であるという。

現行コードでは「集計公表に代わる他の方法により議決権の行使結果を公表する」(指針 5-3) ことも許容されており、保険業界を中心に、議決権行使の概要を説明し、個社の名称は出さずに事例を紹介するなどの対応を行ってきた。改訂案では、この記述をすべて削除しており、改訂後にはこのような対応では、コードをコンプライしたことはなくなろう。

図表 1：ステュワードシップ・コード指針 5-3 に関する改訂

改訂案	現行日本版ステュワードシップ・コード
<p>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。</p> <p>また、機関投資家がステ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(原注 15)。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。</p> <p>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。</p>	<p>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。こうした公表は、機関投資家がステ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高める上で重要である。</p> <p>ただし、ステュワードシップ責任を果たすに当たり、どのような活動に重点を置くかは、自らのステュワードシップ責任を果たすための方針、運用方針、顧客・受益者の特性等により様々に異なり得るものであるため、こうした点に照らし、前記の集計公表に代わる他の方法により議決権の行使結果を公表する方が、自らのステュワードシップ活動全体についてよりの確な理解を得られると考えられる場合には、その理由を説明しつつ、当該他の方法により議決権行使結果の公表を行うことも考えられる。</p>

(出所)脚注 2 および 3 の金融庁資料

機関投資家の体制整備の主体に関する検討

ステュワードシップ・コードの原則 7 では、機関投資家に対して「ステュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべき」としている。さらに改訂案の指針 7-2 で、ある程度具体的な取り組みの方向を示しているが、その主体を「運用機関」としている点について、改訂検討会で議論があった。

現行のステュワードシップ・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「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。これに対して改訂案では、「資産運用者と

しての機関投資家」を「運用機関」と呼び、「資産保有者としての機関投資家」を「アセットオーナー」に分けている。また、現行コードでは、「投資運用会社など」や「年金基金や保険会社など」といった例示を設けていたが、改訂案は例示部分をあえて削除している。

改訂案の指針 7-2 で、運用機関に対して期待される体制整備として言及している部分にアセットオーナーが含まれないとすると、不明確なところが生まれかねない。アセットオーナーとしての企業年金基金などは、一応母体企業と別の組織であるものの、事実上母体企業から様々な影響を受けることは避けがたい。母体企業の取引先金融グループの系列運用機関に年金基金の運用を委託することは珍しくなく、改訂案が示している懸念と同様の懸念が残る。

また、「スチュワードシップ活動の実行とそのため組織構築・人材育成に関して」は、企業年金においてこそ、深刻な問題となっているとの指摘があった。企業年金基金の理事や事務局は、通常母体企業の人事部門や総務部門などの一つのセクションであるため、資産運用に関する知識は乏しく、巨額の資産を運用するスキルに欠けているとの問題提起があった。そうした企業内の位置づけから見ても、スチュワードシップ・コードが期待するような投資先企業に厳しくものをいうことは、難しいのが現状であり、指針 7-2 では、そうした状況を打破する取り組みを積極化する方向を示すべきとの意見が出された。

そこで、検討会では、指針 7-2 について一層の検討が必要として、文言の修正を行うべきことが確認された。

図表 2：改訂案における指針 7-2

改訂案
<p>特に、運用機関の経営陣は、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。</p> <p>また、運用機関の経営陣は、自らが対話の充実等のスチュワードシップ活動の実行とそのため組織構築・人材育成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り組みを推進すべきである。</p>

(出所)脚注 2 の金融庁資料

議決権行使助言業者に対する開示要請の可能性

改訂案では、指針 5-5 を新設し、議決権行使助言業者に対して、スチュワードシップ・コードへの準拠を求めた。しかし、検討会では現在の文案では不十分であり、業務の適正確保に関する取り組みを開示させるべきとの意見が多く出され、指針 5-5 に開示を求めるとの文言を追加することが合意された。

議決権行使助言業者は、機関投資家向けに投資先企業の株主総会議案の賛否推奨情報を販売するだけでなく、上場企業向けにコーポレートガバナンスに関するコンサルティングを行う場

合がある。これが、利益相反となって議決権行使助言業が適正に行われていない疑いがあるという。また、多くの国々で上場する多数の企業の株主総会議案を正しく理解し、適正な助言に結び付けられているか、能力面での疑念も払拭できないとして、何らかの政策対応が必要ではないかと考えられてきた。

現在、米国のトランプ大統領と共和党が成立を目指す Financial CHOICE Act⁵では、議決権行使助言業者に対する SEC（証券取引委員会）の監督権限を明確にするとともに、助言業者が議案の賛否を推奨する前に株式発行会社側の意見を聞くことを義務付けるとしている。助言業者には影響力に見合った適正な体制整備や業務手順が求められるということだ。

図表 3：改訂案における指針 5-5

改訂案
<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>

（出所）脚注 2 の金融庁資料

スチュワードシップ・コード自体のコスト/ベネフィットは？

改訂案の主な内容を見ても、今後機関投資家には、今まで以上に様々な対応が期待されることとなる。議決権行使結果の個別開示をはじめとして、スチュワードシップ・コードの内容を具体化するためにどのような取り組みをしているか、詳しく開示すべきとされている。新設される指針 7-4 では、「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」とされている。顧客への説明だけでなく、広く公表すべきということのようだ。

しかし、このような開示情報がどれほど利用されているかは、あまり検証されていない。スチュワードシップ・コードに関する機関投資家からの開示情報は、どれほど読まれているのだろうか。事実、改訂検討会の第一回会合では、国際的な機関投資家団体と言われることのある ICGN（International Corporate Governance Network）の Executive Director で改訂検討会のメンバーでもあるケリー ワリング氏が、「このクライアントへの開示というのは、所与のものとして、その責任があるとされております。マーケットに対する開示も、既に通例として行われているので、これに対して何らかの議論があるわけではありません。ただ問題は、誰もその内容を見ていないということです。英国では特に、例えば CEO の報酬に関しては多くの人が憤慨しており、また投資家もこの報酬に関してはその議決権行使に関心を持っておりますので、

⁵ <http://financialservices.house.gov/uploadedfiles/bills-114hr-hr5983-h001036-amdt-001.pdf>

その視点から内容を見る人が増えてくるのではないかと思います。」⁶と述べている通りだ。英国においてさえ機関投資家のスチュワードシップ活動に関する報告書は、ほとんど読まれていないようなのである。

わが国では英国にならい、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・コードが設けられ、それらに対応するために機関投資家と上場企業は苦労を重ねながら法定開示をはるかに超える様々な情報を文書に取りまとめて公表している。開示された情報が所期の期待通り利用されれば、投資家と企業の努力と苦労も報われよう。二つのコードが設けられ、対応にも進展が見られるが、スチュワードシップ活動に関する報告書は英国でも「誰もその内容を見ていない」という事実が改訂検討会の席上でも適示されている以上、こうした情報開示が真に求められているか改めて検証することを考えてもいいのではないだろうか。

もともと二つのコードは、法的な強制ではない。機関投資家と上場企業が必要だと考えればそれぞれに対応すべきという自主的取り組みを促すものでしかないのであるから、コスト/ベネフィット分析にはなじまないのかもしれない。しかし、今や主だった機関投資家はほとんどスチュワードシップ・コードに署名し、また、上場企業である以上コーポレートガバナンス・コードの遵守が強く求められる。コードへ対応するために費やされたコストはかなり大きいだろう。コストに見合ったベネフィットが実現したか、二つのコードの効果を問う時期に来ている。

⁶ 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1回）」議事録
<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20170131.html>