

2020年4月3日 全8頁

# 日本版スチュワードシップ・コード再改訂

## サステナビリティ、債券等投資、議決権行使助言会社など

金融調査部 主任研究員 横山 淳

### [要約]

- 2020年3月24日、日本版スチュワードシップ・コードが改訂（再改訂）された。
- 改訂の主なポイントは、①サステナビリティの考慮、②適用対象の拡大（債券など「その他の資産」に投資する機関投資家など）、③運用機関による開示・説明の拡充、④企業年金等によるスチュワードシップ活動の明確化、⑤機関投資家向けサービス提供者（議決権行使助言会社、運用コンサルタントなど）に対する規律の整備である。
- 金融庁は、日本版スチュワードシップ・コードを既に受け入れている機関投資家に対して、遅くとも2020年9月末までに、改訂内容を踏まえた同コードの各原則（指針を含む）に基づく公表項目の更新を行い、その旨を金融庁に通知するように求めている。

## 1. 日本版スチュワードシップ・コードの再改訂

2020年3月24日、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（令和元年度）（座長：神作裕之東京大学大学院法学政治学研究科教授）は、日本版スチュワードシップ・コード（『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～）、以下、SSコード）の改訂（再改訂）を公表した<sup>1</sup>。

今回の改訂の前との主な変更点を整理すると次のようになる。

- ①サステナビリティの考慮
- ②適用対象の拡大（債券など「その他の資産」に投資する機関投資家）
- ③運用機関による開示・説明の拡充
- ④企業年金等によるスチュワードシップ活動の明確化
- ⑤機関投資家向けサービス提供者（議決権行使助言会社、運用コンサルタントなど）に対する規律の整備

<sup>1</sup> 金融庁のウェブサイト（<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324.html>）。

今回の改訂は、2019年4月にとりまとめられた「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性（「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)）」（フォローアップ会議 2019年意見書）<sup>2</sup>の中で指摘された課題や、2019年10月に改訂された英国のスチュワードシップ・コード（“The UK Stewardship Code 2020”。UKSS コード 2020）<sup>3</sup>（2020年1月適用）などを踏まえて行われたものである。

本稿では、改訂の主なポイントを紹介する。

## 2. 改訂の主なポイント

### (1) サステナビリティの考慮

今回の改訂において、SS コードは、同コードを受け入れた機関投資家が、そのスチュワードシップ活動において、「運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮」を求めることを明記している。具体的には、SS コードにおける「スチュワードシップ責任」の定義を次のように見直している。

本コードにおいて、『スチュワードシップ責任』とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか**運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な『目的を持った対話』（エンゲージメント）**などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、『顧客・受益者』（最終受益者を含む。以下同じ。）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。

（出所）改訂後の SS コード冒頭部。下線太字は筆者。

これを受けて、次のような原則、指針の見直しも併せて行われている。

- ◇ 「目的を持った対話」（エンゲージメント）（指針 1-1）、「対話やスチ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」ことやそのための「必要な体制の整備」（原則 7、指針 7-1）などにも、「運用戦略に応じたサステナビリティの考慮」をすべきことを明記
- ◇ 「スチュワードシップ責任を果たすための方針」（指針 1-2）において、「運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するか」について明確に示すべきことを求める
- ◇ 「サステナビリティを巡る課題に関する対話」に当たり、「運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべき」ことを求める（指針 4-2）

<sup>2</sup> 金融庁のウェブサイト（<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20190424.html>）。

<sup>3</sup> 英国 FRC（Financial Reporting Council）のウェブサイト（<https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code>）。

## (2) 適用対象の拡大

SS コードが、その適用対象として念頭に置くのは、機関投資家が日本の上場株式に投資を行う場合である。この点は、改訂前も改訂後も同じである。

改訂後の SS コードは、日本の上場株式に投資を行う場合に加えて、『**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**』としている（前文 10。下線太字は筆者）。これは UKSS コード 2020 を踏まえたものと言えるだろう。

今回の改訂の結果、例えば、社債等に投資を行う機関投資家も、日本版スチュワードシップ・コードの適用対象となる可能性がある。確かに、「企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、『顧客・受益者』（…中略…）の中長期的な投資リターンの拡大を図る」という点においては、株主であれ、社債権者であれ、機関投資家として目指すべきあり方は共通であると考えられることができるだろう。しかし、株主総会における議決権を有さない社債保有者（社債権者）である機関投資家に求められる具体的なスチュワードシップ活動の内容とは何か、を考えると、その解答は決して単純ではない。

一般には、社債保有者である機関投資家のスチュワードシップを論じる場合、グリーンボンドなどの ESG 投資を念頭に置くことが多いようだ（『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》再改訂案に対する日本語のご意見の概要及びそれに対する回答」（日本語パブコメ回答）No. 4、5 など）。ただ、筆者は、例えば、2019 年の会社法改正で導入される社債管理補助者制度など、社債管理のあり方を通じた社債権者の権利保護も、重要な論点の一つではないかと考えている。

その他にも、社債保有者である機関投資家のスチュワードシップ活動を論じる場合、社債権者と株主との間に利益相反が生じ得ることが指摘される場合がある（日本語パブコメ回答 No. 13 など）。これも、重要な論点と言えるだろう。

## (3) 運用機関による開示・説明の拡充

フォローアップ会議 2019 年意見書は、運用機関が自らのスチュワードシップ活動について、スチュワードシップ活動報告などの形で公表を行う動きが広がっていることを評価していた。その一方、「議決権行使に係る賛否の理由を公表する機関は 20 に留まっており、またスチュワードシップ活動報告の記載内容についても機関毎に大きな差異が見られる」<sup>4</sup>という課題も指摘されていた。これを受けて、改訂後の SS コードは、運用機関による開示・説明を次のように拡充することとしている。

### ① 議決権行使に係る賛否の理由の公表

SS コードは、同コードを受け入れる機関投資家に対して、議決権の行使結果について「個別

<sup>4</sup> フォローアップ会議 2019 年意見書 (4)p. 2.

の投資先企業及び議案ごとに公表すべき」としている（指針 5-3）。つまり、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の対象となり、「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」することが求められる（同前）。この点は、改訂前も改訂後も同じである。

他方、議決権行使の「賛否の理由」の公表については、改訂前の SS コードは、「可視性を高めることに資すると考えられる」として推奨にとどまっていた（改訂前の指針 5-3）。つまり、コンプライ・オア・エクスプレインの対象ではないと解されていた。

それに対して、改訂後の SS コードは、次のように、一定の重要議案について議決権行使の理由の公表をすべきものとしている。つまり、コンプライ・オア・エクスプレインの対象とされることとなる（それ以外の議案については、改訂前と同じ）。

**特に、外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由を公表すべきである。**

（出所）改訂後の指針 5-3。下線太字は筆者。

賛否の理由の公表の対象とする重要議案の範囲については、「投資先企業との建設的な対話に資するという観点から重要と判断されるかどうかという視点に立ち、各機関投資家において、個々の事情等も踏まえながら自ら判断されることが重要」との見解が金融庁から示されている（日本語パブコメ回答 No. 122、123 など）。

なお、2019 年 12 月に公表された原案<sup>5</sup>に対する意見募集（パブリックコメント）では、「会社提案に反対、又は株主提案に賛成の場合のみ公表すべき」、（議決権の）「行使基準と異なる判断をした場合のみ（賛否に関わらず）理由を公表すればよい」などの提案も寄せられた。しかし、金融庁は、これらの場合に限り理由の公表をすべきとすることは、理由の公表を避けて形式的な議決権行使を誘発するおそれがあるなどの指摘があるとして、これらの提案を斥けている（日本語パブコメ回答 No. 128、131 など）。

これを踏まえれば、私見だが、改訂後の SS コード対応として、機関投資家が、賛否の理由の公表の対象とする議案の判断のための形式的な基準を設定することは、好ましくないと考えざるを得ないものと思われる。形式的な議決権行使を誘発することを防ぐという観点に立てば、ルーティンで形式的に議決権を行使した議案については賛否の理由の公表は不要だが、実質的な審査を行った議案については賛否の理由の公表が求められる、言い換えれば、賛否の理由の公表（又は公表しないことについての合理的なエクスプレイン）が実質的な審査を行った証左とされることも考えられるだろう。

<sup>5</sup> 金融庁ウェブサイト（[https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20191220\\_2.html](https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20191220_2.html)）。

## ②スチュワードシップ活動の結果の公表

改訂後の SS コードは、運用機関に対して、次のようにスチュワードシップ活動の結果の公表を求めている。

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、自己評価の結果を**投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果**と合わせて公表すべきである。その際、これらは**自らの運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべき**である

（出所）改訂後の指針 7-4。下線太字は筆者。

ここでの「結果」が何を意味するかは、SS コードの文言上、明らかにはされておらず、各運用機関において自ら判断することが期待されているものと思われる。その際、少なくとも、「例えば、単純な対話の件数等がその主眼に置かれていると見るべきではない」との見解が金融庁から示されていることに留意する必要がある（日本語パブコメ回答 No. 204～206）。

## ③株式保有の状況の説明（対投資先企業）

改訂後の SS コードは、その脚注において、機関投資家に対して、投資先企業との対話に当たり、自らがどの程度株式を保有しているかについて説明することが「望ましい場合もある」としている。

**株式保有の多寡にかかわらず**、機関投資家と投資先企業との間で建設的な対話が行われるべきであるが、機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明することが望ましい場合もある。

（出所）改訂後の SS コード脚注 15。下線太字は筆者。

これは、発行会社の立場からは、信託銀行やカストディアン名義の株式についての実質的な所有者がわからないことから、対話を求める機関投資家が真に自社の実質的な株主か否か、確認することが難しいことなどを受けたものと考えられる。

2019 年 12 月に公表された原案では、「説明することが望ましい」として、機関投資家が投資先企業に対して自らの株式保有の状況を説明することを強く推奨する内容であった。これに対して意見募集において、「保有株数が減少した場合において対話の機会が得られないといった可能性を危惧」、「株式保有状況に応じて」『対話の内容を軽視しても影響ない』『総会決議に影響があるから重視する』といった構えを助長」「保有株式数の多少ではなく対話・提案の内容の良否で判断されるべき」といった意見が寄せられた。これを受けて、「株式の多寡にかかわらず建設的な対話が重要であることを明確化するため」、最終的に上記のような修正がなされている（日本語パブコメ No. 194、195、197 など）。

#### (4) 企業年金等によるスチュワードシップ活動の明確化

SS コードが対象とする機関投資家には、運用機関（アセットマネージャー）のみならず、企業年金等のアセットオーナーも含まれる（前文7項（改訂前）、8項（改訂後）。改訂後のSSコードは、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を後押しするという観点から、特に企業年金等からの誤解や疑問の多かった点に関する明確化」を図っている（日本語パブコメ回答 No. 105）。具体的には、次の通りである。

- ◇アセットオーナーには、基本的に運用機関のスチュワードシップ活動のモニタリングを行うことが求められている（指針1-3、日本語パブコメ回答 No. 105 など）。ただし、アセットオーナー自身が直接、議決権行使を伴う資金の運用を行う場合には、運用機関と同様のスチュワードシップ活動（「自ら投資先企業との対話等」）が求められる（同前）。
- ◇アセットオーナー自身が直接、議決権行使を伴う資金の運用を行わない場合、（対話だけでなく）議決権行使、行使結果等の公表についても、企業年金が行う必要はない（脚注11）。
- ◇アセットオーナーによる各種のスチュワードシップ活動は、「自らの規模や能力等」に応じて行えば足りる（指針1-3～5）。
- ◇運用機関のスチュワードシップ活動のモニタリングについて、「運用機関が投資先企業との間で建設的な対話を含む実効的なスチュワードシップ活動を行っているかを確認すること」が重要であり、「個別の詳細な指示を行うことまでを求めるものではない」（脚注12）。ただし、「質」に重点を置いたモニタリングを行うべきであり、面談回数・面談時間・議決権行使の賛否の比率等の形式的な確認に終始することは不適切とされる（指針1-5、日本語パブコメ回答 No. 109、110 など）。
- ◇企業年金の場合、基金型のみならず、規約型もSSコードの対象となり得る（脚注9）。

#### (5) 機関投資家向けサービス提供者に対する規律の整備

改訂後のSSコードは、新たに原則8、指針8-1～3を制定し、機関投資家向けサービス提供者に関する規定を整備している。これはUKSSコード2020において、機関投資家に関する規定とは別に、サービスプロバイダーに関する規定が整備されたことを踏まえたものと思われる。

なお、機関投資家向けサービス提供者として、SSコードは、特に、議決権行使助言会社と年金運用コンサルタントを念頭においている。ただ、「これらに限らず、ある機関（機関投資家を含む）が、機関投資家から業務の委託等を受け、機関投資家が実効的なスチュワードシップ活動を行うことに資するサービスを提供する機能を有する場合は広くこれに該当する」とされており（脚注27）、幅広い機関がこれに該当する可能性がある。

## ①議決権行使助言会社

議決権行使助言会社に対しては、改訂前にも一定の規定（十分な経営資源の投入、「業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等」の取組みの公表）が設けられていた（改訂前の指針 5-5）。改訂後の SS コードでは、次の点で、議決権行使助言会社に対する規律が強化されている。

- (a) 日本拠点の設置を含め、十分かつ適切な人的・組織的体制を整備（指針 8-2）
- (b) 透明性を図るため、（人的・組織的体制を含む）助言策定プロセスを具体的に公表（同）
- (c) 企業の開示情報に基づくほか、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換（指針 8-3）
- (d) 「助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保に資する」観点から、助言の対象企業から求められた場合に、下記を行うことを推奨（同）
  - ・当該企業に対して、前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を与えること
  - ・当該企業から出された意見も合わせて顧客に提供すること

(a) の日本拠点の設置に関しては、2019 年 12 月に公表された原案 に対する意見募集（パブリックコメント）では、「サービス提供料が上がる要因に結び付くケースもある」、「地理的な要因は絶対的な障害とはならない」、「日本に拠点を設置するのは常に実現可能なものではない」、「日本拠点の設置がなくとも質の高いサービスを提供しており、拠点をその地域で設置する余裕やリソースのない小規模の議決権行使助言会社にとっては実現不可能なもの」などの反対意見が寄せられた。しかし、金融庁は、「日本に拠点を設置することにより、企業との意見交換等を容易にする場合があると考えられる」として、原案を維持している（日本語パブコメ回答 No. 158-160、「『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〉再改訂案に対する英語のご意見の概要及びそれに対する回答」（英語パブコメ回答）No. 71、72 など）。

(c) は、原案では「企業の開示情報のみに基づくばかりでなく、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換しつつ、助言を行うべき」（下線太字は筆者）とされていた。これに対して、「あたかも開示情報のみに基づく判断は不十分で、必ず企業と意見交換をしなければならないかのような規定に受け止められる」などの意見が寄せられた。これを受けて、「企業の開示情報に基づくことも重要であるという点を明確化するため」、最終的には「企業の開示情報に基づくほか、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換しつつ、助言を行うべき」（下線太字は筆者）と修正されている（日本語パブコメ回答 No. 162、英語パブコメ回答 No. 73 など）。

## ②年金運用コンサルタントなど

改訂後の SS コードは、議決権行使助言会社に加え、年金運用コンサルタントなどに対しても、**利益相反管理（利益相反が生じる局面の特定、管理方針の策定、体制の整備、取組みの公表）**を定めることとしている（指針 8-1）。

## (6) その他

### ①非業務執行役員との対話

改訂後のSSコードは、機関投資家が投資先企業との「目的を持った対話(エンゲージメント)」を通じて認識の共有を図るに当たって(原則4、指針4-1)、次のように「業務の執行には携わらない役員」との対話も有益であることを明記している。

例えばガバナンス体制構築状況(独立役員の活用を含む)や事業ポートフォリオの見直し等の経営上の優先課題について投資先企業との認識の共有を図るために、業務の執行には携わらない役員(独立社外取締役、監査役等)との間で対話を行うことも有益であると考えられる。

(出所) 改訂後のSSコード脚注17

### ②協働エンゲージメント(集团的エンゲージメント)

改訂後のSSコードでは、「集团的エンゲージメント」という文言が「協働エンゲージメント」に変更されている(指針4-5)。なお、指針の内容自体には、変更は加えられていない。

UKSSコード2020において、“collective engagement”から“collaborative engagement”に用語の変更が行われたことに伴うものと説明されている(日本語パブコメ回答No.190)。

## 3. 今後の対応

金融庁は、SSコードを既に受け入れている機関投資家に対して、遅くとも2020年9月末までに、今回の改訂(再改訂)内容を踏まえた、同コードの各原則(指針を含む)に基づく公表項目の更新を行い、その旨を金融庁に通知するように求めている<sup>6</sup>。

<sup>6</sup> 金融庁ウェブサイト (<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324.html>)。