

日本版スチュワードシップ・コードの再改訂 版を金融庁が公表

Short Review
2020年7月

社会システム研究所
研究員 石田 竜大

■ 令和2年3月24日、金融庁は機関投資家の行動規範であるスチュワードシップ・コードの再改訂版(以下、コード再改訂版)を公表した。コード再改訂版は、金融庁・東京証券取引所に設置された「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」において公表された「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」と題する意見書の提言を受け、金融庁にて開催された「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」での議論を踏まえつつ、挙げられた意見も検討した上で、策定されたものである。以下では、コード再改訂版のポイントについて説明する。

1. スチュワードシップ・コードの概要と策定された背景

スチュワードシップ・コードとは、機関投資家が顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として「スチュワードシップ責任」を果たすにあたり有用な諸原則を定めたものである。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、投資先の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・受益者の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任を意味する。

日本においてスチュワードシップ・コードが策定された理由としては、コーポレートガバナンス強化による日本経済の発展が狙いの一つとして挙げられる。内閣の「日本経済再生本部」下に設置された、日本産業の競争力強化や国際展開に向けた成長戦略の具現化と推進について調査審議することを目的とした「産業競争力会議」では、日本産業の競争力強化にはコーポレートガバナンスの強化や機関投資家が積極的な役割を果たすための規律導入が必要だと考えられ、当初英国で策定されていた英国版スチュワードシップ・コードを参考に、2014年2月に日本版スチュワードシップ・コードが策定された。

2. コード再改訂版公表の背景

日本版スチュワードシップ・コードの策定後、多くの機関投資家がスチュワードシップ・コードを受け入れ、2015年6月にはコーポレートガバナンス・コードの適用も開始され、コーポレートガバナンス

ス改革には一定の進捗が見られた。一方で、多くの機関投資家がスチュワードシップ・コードを受け入れたものの、実際は形式的な対応にとどまっているのではないかとの指摘がされ、形式から実質へと深化させていくためには、機関投資家が企業と「建設的な対話」を行っていく必要があるとされた。2017年5月には、スチュワードシップ活動の実効性向上を狙いとし、議決権行使結果の個別開示、運用機関のガバナンス・利益相反管理等をコードに盛り込む改訂が行われ、2018年6月にはコーポレートガバナンス・コードも改訂された。

その後、改訂が行われてから約3年が経過し、両コードの下、コーポレートガバナンス改革にはさらなる進捗が見られたが、議決権行使の理由の説明など対話の活動についての開示が不十分、企業年金のスチュワードシップ活動範囲の理解が不十分、議決権行使助言会社における助言策定に必要な体制整備や企業との意見交換が不十分、など引き続き課題が挙げられ、より実効性を高めるべきとの指摘がされた。2019年4月には金融庁・東京証券取引所に設置された「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」で「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」と題される意見書が公表され、意見書の提言を受け金融庁では、2019年10月から計3回にわたり、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」が開催され、コード改訂に向けた議論が重ねられた。こうした議論を踏まえ、コード改訂案を取りまとめて公表し、寄せられた意見も検討の上、コード再改訂版の公表に至った。

3. コード再改訂版の概要

意見書では、コーポレートガバナンス改革の実効性を高めるためには、投資家と企業の対話の質の向上が必要であるほか、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントなどによる機関投資家への助言やサポートがインベストメント・チェーン(顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ)全体の機能向上に資するものとなるよう促すことが重要であるとされ、スチュワードシップ・コードの更なる改訂が提言されていた。これを受けコード再改訂版では、①運用機関における議決権行使に係る賛否の理由や対話活動及びその結果や自己評価等に関する説明・情報提供の充実、②ESG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における目的の意識、③企業年金のスチュワードシップ活動の後押し、④議決権行使助言会社における体制整備、それを含む助言策定プロセスの具体的公表、企業との積極的な意見交換、等について盛り込まれ、従来7つであった原則には新たに機関投資家向けサービス提供者に対して適用される原則8が新設された。また、金融庁は複数の意見公募項目に沿って質問形式で意見を求めており、それらは金融庁が市場の受け止め方を確認したかった箇所であり、今回の改訂のポイントでもあると思われる。これらを参考にすることにより、市場の考えを窺うことができると考え、以下ではコード再改訂版のポイントを寄せられた意見を交えて説明する。

4. コード再改訂版のポイント

コード再改訂版の主なポイントは、以下の5つが挙げられる。

(1) 日本の上場株式以外の資産へ適用対象の拡大

改訂前のスチュワードシップ・コードが念頭に置いているのは、日本の上場株式に投資する場合である。コード再改訂版では、「スチュワードシップ責任」の遂行に資する限りにおいて、他の資産に投資を行う場合にも適用することが可能であるとしている。これは英国版スチュワードシップ・コードを踏まえたものだと考えられる。寄せられた意見の中には、他の資産に拡大するのはグローバルトレンドである等、賛成意見が多く見受けられる。一方で、現行のスチュワードシップ・コードは株式を対象にした内容であるため、事業債に適用することが難しい。また、株主と債権者では利害が相反するため、双方の資産を同時保有する場合、双方の利益を両立させるスチュワードシップ活動を行うことは困難であることが指摘されている。

(2) サステナビリティ(ESG 要素を含む中長期的な持続可能性)に関する課題の考慮

今回の改訂では、「スチュワードシップ責任」の定義に「運用戦略に応じたサステナビリティ」を考慮することが加えられた。これを受け、本コードを受け入れた機関投資家は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、明確に示すよう求められている。寄せられた意見の中では、長期的な企業価値や投資リターンに占めるサステナビリティの影響が大きくなることが考えられることや、国際的にもサステナビリティを重視する潮流が広がっていることから、賛成意見が大半を占めた。一方で、サステナビリティや ESG という用語の定義が曖昧であり、解釈が難しく混乱を与える懸念があることを指摘されている。これに対し金融庁は、現在記載している以上にサステナビリティや ESG に関して詳細な定義をすると、列挙項目のみに注力すれば足りると誤解を招くおそれがあることや、国際的に合意された単一の定義は確立していないと認識しているため、詳細な定義を定めることは控えるとしている。

(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の明確化

スチュワードシップ・コードが対象とする機関投資家は、資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う「運用機関」と、企業年金等資金の出し手であるアセットオーナーに分けられている。コード再改訂版では、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の後押しのため、アセットオーナーのスチュワードシップ活動に関する記載が明確化されている。具体的には、アセットオーナーは自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関に促すべきであり、自らが直接、議決権行使を伴う資金の運用を行う場合には、自ら投資先企業との対話

等のスチュワードシップ活動に取り組むべきであるとされた。また、運用機関に対するモニタリングについてアセットオーナーはスチュワードシップ活動の「質」に重点をおくべきであり、投資先企業との面談回数・面談時間や議決権行使の賛否の比率等の形式的な確認に終始するべきではないとしている。寄せられた意見の中では、賛成意見が大半を占める一方、母体企業のバランスシートの一部である規約型企業年金においては、独立性の問題、母体企業との利益相反が懸念されることが指摘されている。これに対し金融庁は、今後実態も踏まえながら関係者において更に検討を進めることを期待するとしているが、これらの懸念は、企業年金によるスチュワードシップ・コード受け入れを進めるためには、払拭する必要があるだろう。

(4) 議決権行使の賛否の理由について公表

改訂前のスチュワードシップ・コードでは、議決権行使の賛否の理由公表は、対外的に明確に説明することにより、可視性を高めることに資すると考えられる、と推奨にとどまっていた。今回の改訂では、外観的に利益相反が疑われる事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と明記された。寄せられた意見には、会社提案議案に反対した場合には、その理由を公表すべきなど、議決権行使結果の賛否によって理由を公表すべきという意見も寄せられた。これに対し金融庁は、理由の公表を避けて形式的に議決権行使することを誘発するおそれがあり、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、個々の事情等も踏まえながら判断することが重要だとしている。

(5) 機関投資家向けサービス提供者に関する原則及び指針を追加

コード改訂版では、新たに原則 8 及び指針 8-1~3 を追加し、機関投資家向けサービス提供者に対し、利益相反管理体制の整備、助言策定プロセスの公表、等を求めている。機関投資家向けサービス提供者とは、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している主体のことであり、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントが挙げられる。寄せられた意見では、指針ごとに賛成意見と反対意見の双方が存在し、指針 8-2 で日本に拠点を設置すること、指針 8-3 で企業との積極的な意見交換を求めることは、サービス提供者にコスト負担を強いることになるとの意見が見受けられた。これに対し金融庁は、日本に拠点を設置することにより、企業との意見交換等が円滑になされる場合があると考えられるため、議決権行使助言会社について、日本に拠点を設置することを含め十分かつ適切な人的・組織的体制を整備すべきとしている。また、企業との積極的な意見交換については、助言の前提となる情報の正確性や透明性確保の観点から、議決権行使助言会社においても、必要に応じ、企業と積極的に意見交換を行うことが有益な場合があり得るとしている。

5. 適用時期

金融庁は改訂前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、遅くともコード再改訂版公表の6ヶ月後(令和2年9月末)までに、今回の改訂内容を踏まえ、各原則・指針に基づく公表項目の更新を行い公表し、その旨を金融庁に報告することを求めている。

コード再改訂版は、下記 URL よりダウンロードできる。

(<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324.html>)