

会計・監査ニュースフラッシュ

金融庁及び東京証券取引所、『「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)』を公表

金融庁及び東京証券取引所は、2016年11月30日付で、『機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方～企業の持続的な成長に向けた「建設的な対話」の充実のために～「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)』（以下「本意見書」）を公表した。

2015年6月30日に閣議決定された、「日本再興戦略」改訂2015を受け、「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」）が金融庁に設置され、2016年2月には取締役会のあり方に関し、重要と考えられる視点を示した『会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方「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(2)』（以下「意見書2」）を公表している。

2016年6月2日に閣議決定された、「日本再興戦略2016」においても、コーポレートガバナンス改革の「形式」から「実質」への深化が掲げられており、フォローアップ会議は、意見書2公表後の2016年4月より4回にわたり開催され、機関投資家のあり方を中心に議論されてきた。

以下、本意見書における概要について紹介する。

ポイント

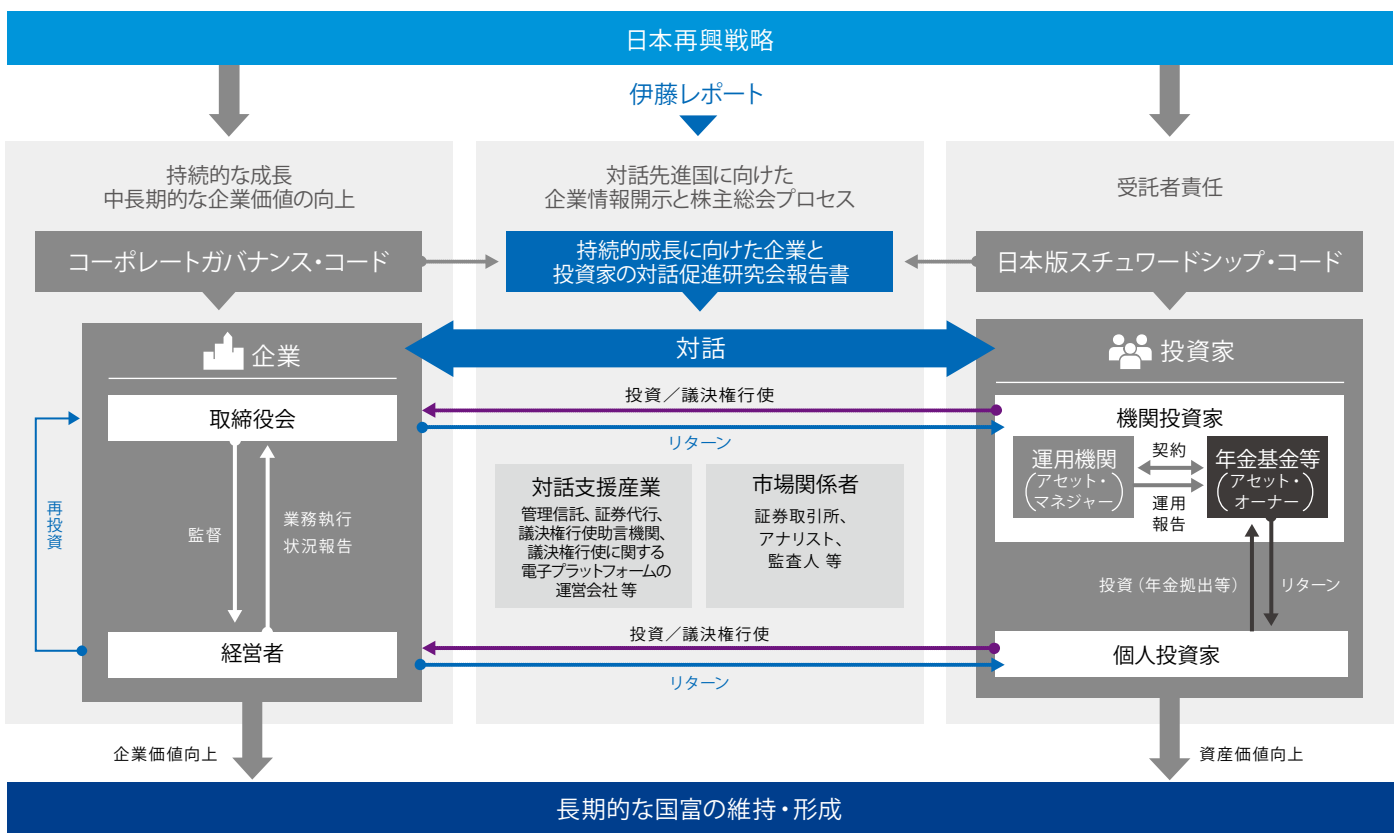
- 運用機関とアセットオーナーのそれぞれに求められる取組みが提言されている。
- スチュワードシップ・コードの原則・指針に定められた事項以外にも、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる事項が提言されている。
- スチュワードシップ・コードについて、本意見書の内容を踏まえた見直しが行われる見込みである。

1. 本報告書の位置付け

スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの導入や、フォローアップ会議による取締役会のあり方に関する意見書の公表等によって、改革の枠組みは整ってきている。この改革を「形式」から「実質」へと深化させるため、企業に投資を行う機関投資家（運用機関及び年金基金等のアセットオーナー）は、企業の持続的な成長に向けて、深度ある「建設的な対話」を行っていくことが必要となる。「建設的な対話」は、企業の実情や取り巻く環境を踏まえつつ、インベストメント・チェーン（最終受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ）における、それぞれの役割を認識し、経営戦略を含む諸課題に取り組むことで実現可能となる。

本意見書は、コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていく上で、運用機関とアセットオーナーのそれぞれに求められる取組みを提言するものであるとしている。

コーポレートガバナンス改革の全体像



II. 運用機関による実務的なスチュワードシップ活動

年金基金等のアセットオーナーから運用を受託し、企業との直接の対話の相手方となる運用機関には、短期的な業績動向ばかりにとらわれることなく、中長期的な視点から、深度ある企業評価に基づいて実効的なスチュワードシップ活動を行うことが求められる。その際、機関投資家においては、形式的な基準や助言会社のサービスを機械的に適用するのではなく、各企業の状況に着目した、きめ細かな判断を行っていくことが重要であるとしている。

1. 運用機関のガバナンス・利益相反管理等

運用機関がスチュワードシップ活動を行っていく上で、アセットオーナーやその背後に存在する最終受益者の利益を第一に考え、顧客本位の活動が実効的に確保されることが不可欠であり、スチュワードシップ・コードにおいても、これが求められている（指針2-1）。しかし、金融グループ系列の運用機関や同一の運用機関内において運用以外の業務を行っている場合、親会社等や運用以外の業務を行う他の部門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、その影響を排除する等、最終受益者の利益を確保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いとの指摘がある。このため、運用機関自身のガバナンスの強化や、運用機関とその系列親会社等との関係等から生じうる利益相反のより適切な管理に向け、以下のような取組みを進めるべきであるとしている。

利益相反の適切な管理に向けた提言

- (1) 運用機関自身のガバナンスの強化
- (2) 利益相反が生じる局面で、最終受益者の利益を確保するための措置に関する具体的方針の策定と公表
- (3) 運用機関の経営陣による、上記(1)(2)の実効と、そのための組織構築・人材育成の取組みの推進

2. 議決権行使結果の公表の充実

スチュワードシップ・コードにおいて、議案の主な種類ごとに整理・集計する形での行使結果の公表を求めている（指針5-3）が、一部の業態においては、議決権行使結果の集計を公表している機関投資家の割合が少ないとの指摘があり、議決権行使の透明性を確保する上で、アセットオーナーを含む各運用機関等において、議案の行使結果の公表を行うことが重要であるとしている。

また、集計による公表にとどまらず、運用機関等が、自らの活動について最終受益者への説明責任を果たし、透明性を向上させていくためには、個別企業・議案ごとに議決権行使結果を公表することが重要であるとしている。この点、米国では、投資信託について、証券取引委員会（SEC）規則により個別の議決権行使結果の公表が義務付けられている。また、英国では、このような公表が義務付けされていないものの、説明責任の向上や利益相反管理の観点から、個別の議決権行使結果の公表を行っている機関投資家は少なくない。

一方、個別の議決権行使結果について、運用委託を受けている年金基金等のアセットオーナーにのみ開示することで足りるとの指摘や、個別の議決権行使結果の公表により、賛否の結果のみに過度に関心が集まり、運用機関による形式的な行使を助長したり、企業と運用機関の対決色が強調されたりする等、円滑な対話が阻害されるとの懸念等も指摘されている。

しかし、アセットオーナーの先に存在する最終受益者は、年金受給者等、広範に及び、潜在的な受益者も含めれば、最終受益者は広く国民一般であると言える場合も多い。また、後者の懸念については、運用機関が、議決権行使に関する考え方を対外的に説明すること等を通じて、解決していくべきものであるとの指摘もある。さらに、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が、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対応がなされていない事例が多いのではないかと、この指摘もなされている。このような中、こうした懸念を払拭するためにも、個別の議決権行使結果の公表が進められるべきとしている。

3. パッシブ運用におけるエンゲージメント等

パッシブ運用は、アクティブ運用と異なり、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値を促す必要性がアクティブ運用に比して高いことから、運用機関等は、より積極的に中長期的視点に立ったエンゲージメント（対話）や議決権行使に取り組むべきである。その際、パッシブ運用におけるエンゲージメントの具体的な手法やコスト負担のあり方等については、関係者において検討が進められるべきであるとの指摘がある。

パッシブ運用の有効性を高める観点からは、例えば、インデックスから運用対象として明らかに不適当と考えられる銘柄を外して運用対象とする等、現実の市場の状況を踏まえて、関係者が適切な運用方法を検討していくことが期待されるとしている。

4. 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。このような自己評価は、アセットオーナーが運用機関の選定や評価を行うことに資するとも考えられるとしている。

III. アセットオーナーによる実効的なチェック

アセットオーナーは、インベストメント・チェーンにおいて、最終受益者のより近くに位置し、直接、最終受益者の利益を確保する責務を負っている。こうした位置付けを踏まえ、アセットオーナーは、運用機関によるスチュワードシップ活動がより実効的なものとなるよう十分留意し、以下のような取組みを進めていく必要があるとしている。

1. アセットオーナーによる実効的なスチ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、自らスチ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チュワードシップ活動を行わない場合には、運用機関に、実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求めるべきである。

また、アセットオーナーは、運用機関が、当該アセットオーナー（及び最終受益者）だけでなく、他の顧客・最終受益者に対してもスチュワードシップ責任を負っていることを認識し、運用機関の適切な活動を妨げることをしないよう、留意すべきであるとしている。

2. 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、実効的なスチ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、スチ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。特に大規模なアセットオーナーにおいては、自らがインベストメント・チェーンにおいて置かれている位置・役割を踏まえ、運用機関の方針を検証なく単に採択するのではなく、スチュワードシップ責任を果たす観点から、自ら主体的に検討を行った上で、運用機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確に示すべきであるとしている。

3. 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、運用機関のスチ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等も活用しながら、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。このモニタリングに際しては、運用機関と企業との間の対話の「質」に重点を置くべきであり、運用機関と企業との面談回数、面談時間等の形式的な確認に終始すべきではないとしている。

IV. スチュワードシップ・コードの見直し

企業が持続的な成長を実現していく上で、運用機関・アセットオーナーは重要な役割を担っている。運用機関・アセットオーナーには、「建設的な対話」とその深化に向けた取組みを進めていくことが求められる。こうした対話が企業の持続的成長と国民生活の向上に、そしてその効果が次なる企業の成長につながり、日本経済全体の好循環が実現していくことが期待されるとしている。

本意見書の提言内容は、いずれも機関投資家がスチュワードシップ責任を実効的に果たしていく上で重要であり、スチュワードシップ責任に関する国際的な議論や同コードに関する実務の動向も踏まえつつ、スチュワードシップ・コードについて、本意見書の内容を踏まえた見直しを期待するとしている。

編集・発行

有限責任 あずさ監査法人

azsa-jgaap@jp.kpmg.com

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降における正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2016 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.