



# KPMG Insight

KPMG Newsletter

Vol. 24

May 2017

特集 2-2 (経営)

日本版スチュワードシップ・コード  
改訂の狙い

[kpmg.com/jp](http://kpmg.com/jp)



# 日本版スチュワードシップ・コード 改訂の狙い

## KPMG ジャパン

コーポレートガバナンス センター・オブ・エクセレンス (CoE)  
ディレクター 村澤 竜一  
シニアマネジャー 保木 健次

2017年3月、日本版スチュワードシップ・コードの改訂案が公表されました。機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすにあたり、今回の改訂内容を把握することは勿論、その背景にある狙いを十分踏まえることは、インベストメント・チェーンを最適化し、ガバナンス改革を「形式」から「実質」へと進化させるうえで重要です。本稿では、スチュワードシップ・コードを巡る議論と改訂の内容から、日本版スチュワードシップ・コード改訂の狙いを解説します。

なお、本文中の意見に関する部分については、筆者の私見であることをあらかじめお断りいたします。



村澤 竜一  
むらさわ りゅういち



保木 健次  
ほき けんじ

### 【ポイント】

- スチュワードシップ・コード改訂の狙いは、機関投資家によるスチュワードシップ活動の実効性の向上である。
- 機関投資家には、インベストメント・チェーンにおける各々の状況に応じて、自らの責任を実質において適切に果たすことも期待されている。
- 機関投資家は、最終受益者のベスト・インタレストを常に考え活動することで、インベストメント・チェーンを有機的に結び付ける重要な役割を担う。

# I. 日本版スチュワードシップ・コード改訂の背景

## 1. スチュワードシップ・コードを巡る国際的な議論

2014年2月に策定された『「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>』(以下「日本版スチュワードシップ・コード」という)は、2010年に英国で導入された英国スチュワードシップ・コードを参考に検討が進められました。英国スチュワードシップ・コードは、2012年以降2年ごとに改訂されています。

今般、我が国でも日本版スチュワードシップ・コードが策定後初めて改訂されます。今回の改訂の端緒となる議論が行われた「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」(以下「フォローアップ会議」という)では、国際的な機関投資家団体ICGN<sup>1</sup>が公表した「ICGNグローバル・スチュワードシップ原則 (以下「ICGN原則」という)が取り上げられました。ICGN原則は、国際的な経験から発達してきたスチュワードシップの包括的なモデルとして、2016年6月

に採択された原則であり、近年のスチュワードシップに関する国際的な考え方を反映したものであると言えます。

## 2. ICGN原則における主な論点

ICGN原則は、7つの原則で構成されるとともに、スチュワードシップに係る市場参加者各々の役割や、コンプライ・オア・エクスペインの仕組みにおける実効的なコーポレートガバナンスのモニタリングの前提条件も含まれています(図表1参照)。

フォローアップ会議では、こうした国際的な議論の動向に加え、我が国での実務の動向を踏まえたうえで、2016年11月30日に、「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」と題する意見書(以下「意見書」という)が公表されました。この意見書では、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うえで、機関投資家に求められる取組みが提言され、有識者検討会において日本版スチュワードシップ・コードの改訂が議論されました。

【図表1 ICGN原則における主な論点】

ICGN原則		主な論点
原則1	内部のガバナンス: 実効的なスチュワードシップの基盤	<ul style="list-style-type: none"> <li>独立したガバナンス組織による監督</li> <li>適切な雰囲気(tone)の醸成とサポートの提供</li> <li>実効的に監督する適切な能力と経験</li> <li>適切な利益相反管理</li> </ul>
原則2	スチュワードシップ方針の策定・実施	<ul style="list-style-type: none"> <li>アセットオーナーは自身の受託者責任を委任できない</li> <li>運用委託契約への期待事項の明確な組み入れ</li> <li>アセットオーナーによる実効的な監視・監督</li> </ul>
原則3	投資先企業のモニタリング及び評価	<ul style="list-style-type: none"> <li>パッシブ運用における運用機関の能力の考慮</li> <li>ESG課題を含むリスク分析とエンゲージメント</li> </ul>
原則4	企業へのエンゲージメントと投資家の協働	<ul style="list-style-type: none"> <li>対話の質</li> <li>明確な成果に焦点を当てたエビデンスベースの対話</li> <li>集团的エンゲージメントの推進</li> </ul>
原則5	議決権の行使	<ul style="list-style-type: none"> <li>議決権行使結果の定期的な公開</li> <li>議案に対する判断(賛成・反対・棄権)を示すべき</li> <li>議決権行使助言会社の活用は投資家自身の責任を置き換えるものではない</li> </ul>
原則6	長期的価値創造と環境・社会・ガバナンス(ESG)要因の統合	<ul style="list-style-type: none"> <li>長期的フォーカスによる企業の持続可能な価値創造</li> <li>企業の長期的な見通しに影響を与える要因への感度</li> <li>投資家による企業への統合報告の推奨</li> </ul>
原則7	透明性、開示、報告の強化	<ul style="list-style-type: none"> <li>自らの主なガバナンスに関する取り決めの開示</li> <li>スチュワードシップに関する公開内容・活動のレビュー</li> </ul>
最終章	スチュワードシップのエコシステム	<ul style="list-style-type: none"> <li>インベストメント・チェーンの市場参加者各々の役割</li> <li>実効的なスチュワードシップの前提条件</li> </ul>

1 International Corporate Governance Network. 世界47ヵ国122の投資家、134の企業・アドバイザー等を含むメンバーから構成される。コーポレートガバナンスや投資家のスチュワードシップに関する実効的な基準を策定することを使命とする。

## II. 日本版スチュワードシップ・コード改訂の内容と狙い

### 1. 改訂内容

今回の日本版スチュワードシップ・コードの改訂は、フォローアップ会議で公表された意見書における提言に基づく内容となっています。主な改訂内容は、まず、運用機関<sup>2</sup>に求められる取組みとして、1.運用機関のガバナンス・利益相反管理等、2.議決権行使結果の公表の充実、3.パッシブ運用におけるエンゲージメント等、4.運用機関の自己評価 が含まれています。また、アセットオーナー<sup>3</sup>に対しては、1.実効的なスチュワードシップ活動、2.運用機関に求める事項の開示、3.運用機関に対する実効的なモニタリング が必要であるとされています(図表2参照)。

意見書において提言された論点以外にも、検討の過程では以下の論点についても指摘がなされ、改訂案においては関連する事項が盛り込まれています。

- 議決権行使助言会社によるサービス提供と自らの取組みの公表
- 企業との間で対話を行う際の選択肢としての集团的エンゲージメント<sup>4</sup>と留意点
- 事業におけるリスク・収益機会(ESG要素を含む)の中長期的な企業価値への影響、及びその両面での投資先企業の状況把握

### 2. 改訂の狙いは何か

スチュワードシップ・コード策定後、「車の両輪」とされるコーポレートガバナンス・コードが適用された2015年6月以降、10回のフォローアップ会議が開催され、両コードの普及・定着状況をフォローアップするとともに、形のみならず実効的にガバナンスを機能させるなど、取組みを経済の好循環確立に繋げていくための議論・提言が重ねられてきました。3年が経過したいま、スチュワードシップ・コード改訂の狙いは何でしょうか。

それを理解するためには、機関投資家に求められる「スチュワードシップ責任」を改めて確認しておくことが重要です。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)の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」を意味するものとされています。以下では、運用機関とアセットオーナーの各々に求められることを整理します。

【図表2 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】

運用機関による実効的なスチュワードシップ活動	アセットオーナーによる実効的なチェック
<p>1. 運用機関のガバナンス・利益相反管理等</p> <p>(1) 運用機関のガバナンスの強化</p> <p>(2) 実効的な利益相反管理</p> <p>(3) 経営陣の能力・経験と役割・責務</p>	<p>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</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● ESGを含む課題について深度ある「建設的な対話」への取組み</li> <li>● 運用機関の適切な活動を妨げることがないよう配慮</li> <li>● アセットオーナーの能力・経験と役割・責務</li> </ul>
<p>2. 議決権行使結果の公表の充実</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 個別の投資先企業・議案ごとの議決権行使結果の公表</li> </ul>	<p>2. アセットオーナーが運用機関に求める事項の明示</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● スチュワードシップ責任を果たす観点から自ら主体的な検討</li> <li>● スチュワードシップ活動に関して求める事項・原則の明示</li> </ul>
<p>3. パッシブ運用におけるエンゲージメント等</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 中長期的視点に立ったエンゲージメント・議決権行使</li> </ul>	
<p>4. 運用機関の自己評価</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● スチュワードシップ・コード実施状況の定期的な自己評価・公表</li> </ul>	<p>3. 運用機関に対する実効的なモニタリング</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 運用機関と自らの方針との整合性確認</li> <li>● 対話の「質」に重点を置いたモニタリング</li> </ul>

2 資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う資産運用者。投資運用会社など。  
 3 運用機関に委託する運用等の資金の出し手を含む資産保有者。年金基金など。  
 4 複数の機関投資家が共同して企業と対話を行うこと。

## (1) 運用機関に求められること

### ① 最終受益者に対する説明責任

#### (i) 内部ガバナンスはスチュワードシップの基盤

今回の改訂では、「運用機関は、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、たとえば、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」とされています(指針2-3)。日本の運用機関は、親会社が金融機関の場合が多く、金融グループ内での利益相反が潜在的に存在します。たとえば、最終受益者の利益よりも、親会社金融機関を優先した議決権行使に傾倒していないか、また、系列の金融グループ内部の論理に基づく経営陣の配置が行われていないかなど、スチュワードシップ責任を果たすための体制のあり方に疑念が呈されています。

我が国にとって、資産運用業は国家の政策においても極めて重要な産業です。運用機関はインベストメント・チェーン<sup>5</sup>全体に対して、運用力で付加価値を生み出すことが求められているはずなのですが、最終受益者の利益が確保されること、また親会社等との利益相反がないことに対する明確な説明がない場合、最終受益者は運用機関、ひいてはインベストメント・チェーン全体に対する不信感を抱いてしまうおそれがあります。こうした不信感を取り除くうえでも、まずは、運用機関の独立性を担保するなど、最終受益者に見える形でのガバナンス体制を強化することが強く求められています。前述ICGN原則においても、冒頭から「内部ガバナンスは真に効果的なスチュワードシップの基盤」との視点で始まっており、国際的に重要視されている議論です。

#### (ii) 利益相反管理は重要な論点

こうした文脈において、運用機関のスチュワードシップ活動の1つである議決権行使についても同様のことが言えます。すなわち、運用機関が、投資先企業の議決権の行使に当たって、最終受益者の利益にかかわらず、たとえば、法人営業を行う親会社金融機関等の意向を優先した行動を行うなど、建設的な対話に影響を及ぼす利益相反が生じうるという懸念です。運用機関の対応として、上記(i)の内部ガバナンス体制の整備に加えて、議決権の行使結果を個別の投資先企業及び議案ごとに個別に開示することは、利益相反がない、または影響を与えていないことを示すための取組みとして重要な意義があります。議決権行使結果の議案ごとの集計結果の開示のみでは、この利益相反の懸念払拭、

さらには受託者としての説明責任の観点からは不十分という見方もあります。運用機関が議決権行使結果を個別開示することを通じて、利益相反の可能性を回避し、最終受益者がそれを判断できるようになります。これが、今回の改訂で「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」(指針5-3)と追加された理由の1つです。

運用機関のガバナンス強化と利益相反管理は、インベストメント・チェーンにおける問題の根幹を成すものであり、最終受益者に対して説明責任を果たし透明性を向上させることに寄与します。運用機関が投資先企業に対してガバナンス体制の説明を求めるのと同様、運用機関自身のガバナンスも強化したうえで、ステークホルダーに対して説明する責任があります。ただ、日本の資産運用業界の現状に鑑みると、運用機関のみに対して、利益相反の回避や独立性の確保を求めたとしても効果的な対応と解決は困難なことが想定されます。したがって、運用機関のみならず、親会社金融機関を含めた金融グループ全体で利益相反を回避するための方策を考えるなど、運用機関がスチュワードシップ責任を果たすことができる環境作りをインベストメント・チェーン全体で推進していくことが肝要であると言えるでしょう。

### ② 実効性の確保

#### (i) 議決権行使結果の個別開示の意義

上述のとおり、議決権行使結果の個別開示は、運用機関の利益相反を回避するための対応策の1つとして捉えることができますが、一方で、行使結果を個別に開示することで、運用機関があらかじめ策定・公表した議決権行使基準に従った「形式的」なものになってしまうことが懸念されます。具体的に説明すると、たとえば、社外取締役の独立性基準として、選任案に反対する場合の要件が議決権行使基準で定められている場合、その要件に1つでも該当するとして、実質面について企業側と対話することなく、形式的に反対として取扱うようなケースです。定められた基準に従うと、反対として取扱われる場合でも、投資先企業と対話することにより、実質的には独立性の疑義がないとの判断に至り、結果として賛成で行使するケースが発生することも当然あるでしょう。さらには、個別の行使結果を公表した場合、基準に従うと反対のはずなのになぜ賛成としたのか、その理由の説明を当事者以外からも求められることが想定されます。運用機関によっては、このような事態を避けるため

5 顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ。投資家の投資対象となる企業が中長期的な価値向上によって利益を拡大し、それに伴う配当や賃金の上昇が最終的に家計にまで還元されるという連鎖。

に、基準通りの形式的な対応で終わらせようとするインセンティブが働く可能性があります。

いずれの場合であっても、運用機関は投資先企業との間で深度ある実質的な対話を行い、かつ自らの取組みの透明性を高めるために、十分な説明が必要です。今回の改訂(指針5-3)で盛り込まれているとおり、「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」であり、行使結果を公表する際も、「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」でしょう。

機関投資家は、投資先企業の持続的成長を促すために対話をするのが求められています。「機関投資家の経営陣は、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」(指針7-2)であり、形式的な対応に終始することなく、企業側に気付きを与えられる建設的な対話を実施できる体制整備を行うなど、運用機関の経営陣が自ら考えたうえで対応する必要があります。

(ii)運用機関による自主的な取組みと評価

この文脈で同様の事が、パッシブ運用における対話、集团的エンゲージメント、議決権行使助言会社のサービス提供においても言えます。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ているため、「より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべき」(指針4-2)であり、エンゲージメントの必要性がより高くなる一方で、パッシブ運用の対象となるすべての企業と対話することは現実的には困難であり、実効性のあるエンゲージメントの方法に工夫が求められています。また、対話を行うに当たっては、場合によっては「他の機関投資家と共同して対話を行うこと(集团的エンゲージメント)が有益な場合もあり得る」(指針4-4)のですが、その際のアジェンダが形式的にならないよう十分留意する必要があります。そして、「議決権行使助言会社は、業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関し、自らの取組みを公表すべき」(指針5-5)なのは、企業の形式的な対応を助長する結果に繋がることがないように、実質的な判断を行うことが求められているのは勿論、運用機関においても、助言会社の助言に形式的に依拠するのではなく、自ら実質的な判断を行う必要があるということです。

以上のとおり、運用機関の自主的な取組みを基礎とした、スチュワードシップ活動の実効性の確保が求められています。そのことを、運用機関自らが担保するために、「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」(指針7-4)なのです。

(2)アセットオーナーに求められること

① スチュワードシップ責任

今回の改訂で最も重要な論点とも言えるのが、インベストメント・チェーンにおける資産保有者としての責任、すなわち、アセットオーナーにおけるスチュワードシップ責任です。「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」(指針1-3)であり、アセットオーナーを主語として新たに追加された指針です。顧客・受益者から資金を預かる受託者としての責任は、決して運用機関に委任することはできません。また、運用の委託者として、企業における取締役会と同様に、運用機関による執行の監督機能を担っていると云えます。アセットオーナーがこの役割を果たすことは、最終受益者に適正な投資リターンをもたらすのに不可欠な要素です。アセットオーナーは、インベストメント・チェーンのなかでの自らの置かれている位置・役割を踏まえ、スチュワードシップ責任を果たす観点から、自ら主体的に検討し、スチュワードシップ活動に取り組む必要があるのです。

そのために、「機関投資家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」、また「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の組織構築・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組みを推進すべき」です(指針7-2)。ここで重要なのは、主語が「運用機関」ではなく、「機関投資家」であるところです。つまり、アセットオーナーも含めて、能力・経験と役割・責務を認識す

【スチュワードシップ・コード改訂の狙い】



べきということです。

## ② 実効的なスチュワードシップ活動

スチュワードシップ責任の認識を前提としたうえで、アセットオーナーに求められているのは、運用機関と同様、スチュワードシップ活動の実効性の確保です。アセットオーナーは、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であっても、「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」(指針1-3)であるとともに、「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、議決権行使を含め、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」(指針1-4)です。

さらに、「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。このモニタリングに際しては、運用機関と投資先企業との対話の「質」に重点を置くべきであり、運用機関と投資先企業との面談回数、面談時間等の形式的な確認に終始すべきではない」(指針1-5)とされていることから、実効性あるスチュワードシップ活動の実現が求められています。

これらは、運用機関のみならず、アセットオーナーを含めたすべての機関投資家に求められていることは、改めて強調しておくべき点でしょう。

## Ⅲ. まとめ

スチュワードシップ・コードは、機関投資家スチュワードシップ責任を果たすための行動規範を定めたものであり、原則や指針自体は、その責任を果たすに当たり有用と考えられる手段です。今回の改訂は、その実効性を高めるとともに、インベストメント・チェーンにおける機関投資家各々の状況に応じて、自らの責任を実質において適切に果たすことが意図されていると言えます。

スチュワードシップのエコシステムが機能するためには、スチュワードシップ責任を負う機関投資家が、自らの役割を理解し責任を果たす必要があります。そのため、インベストメント・チェーンを動かす要となるのは機関投資家です。機関投資家は、最終受益者の最善のために常に考え活動することで、インベストメント・チェーンを有機的に結び付けるという重要な役割を担っているのです。

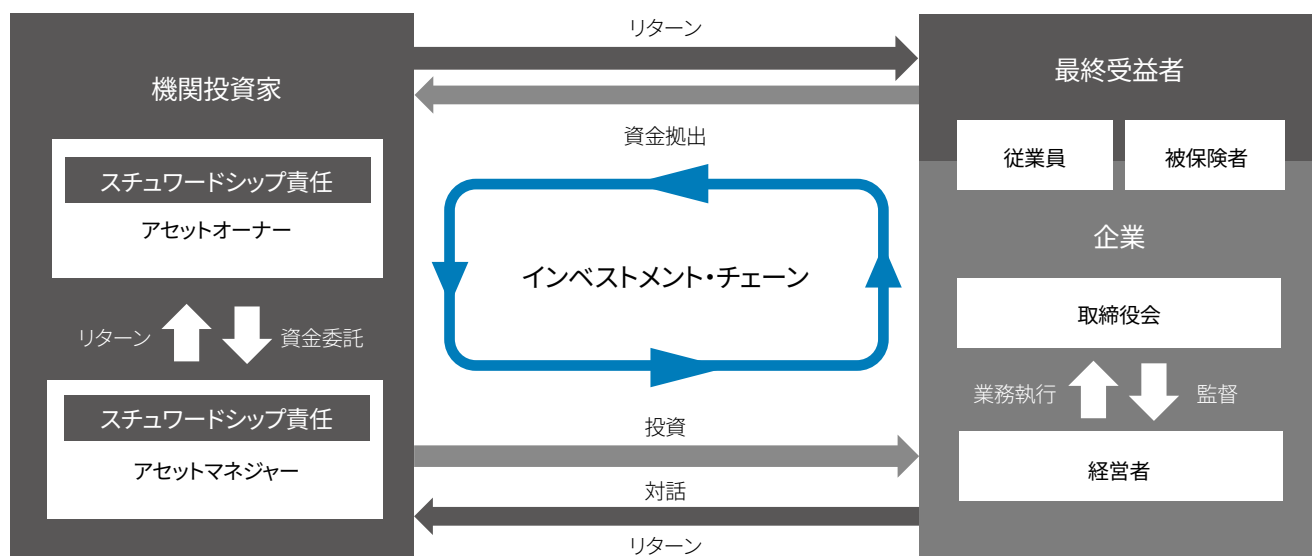
本稿に関するご質問等は、以下の担当者までお願いいたします。

有限責任 あずさ監査法人  
金融事業部  
03-3548-5125 (代表番号)

ディレクター 村澤 竜一  
ryuichi.murasawa@jp.kpmg.com

シニアマネジャー 保木 健次  
kenji.hoki@jp.kpmg.com

### 【インベストメント・チェーンを動かす要は機関投資家】



## KPMG ジャパン

marketing@jp.kpmg.com

www.kpmg.com/jp



本書の全部または一部の複写・複製・転載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。

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いての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。

© 2017 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. Printed in Japan.

© 2017 KPMG Tax Corporation, a tax corporation incorporated under the Japanese CPTA 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. Printed in Japan.

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