

野村証券  
フィデューシャリー・マネジメント部  
高田 晴夏

### スチュワードシップ・コード改訂案が公表

現在269の機関投資家が受け入れている日本版スチュワードシップ・コードについて、2020年の再改訂を目指した有識者検討会が開かれています。改訂の論点について解説します。

#### コードにまつわるこれまでの経緯

日本の上場企業に投資を行う機関投資家に対し、スチュワードシップ責任の理解と遂行を求める「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SSC)が、金融庁によって2014年に策定されました。

ここでのスチュワードシップ責任とは、投資先企業に関する建設的な目的を持った対話(=エンゲージメント)等を通じ、当該企業の価値向上や持続的成長を促すことで、受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任でした。

策定から3年後の2017年、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」が3回にわたって開催され、政府関係者や学識者、運用機関、アセットオーナーを交えての議論を通じ、SSCの改訂が行われました。

改訂の背景には、機関投資家のスチュワードシップ活動をより実効的にするという目的がありました。7つの大原則自体は変わらないものの、アセットオーナーが運用機関に対し、スチュワードシップ活動に関する方針を開示し、モニタリングを実施すべき等、複数の指針が追加されました。

SSCの受入れを表明した機関投資家は、金融庁が公表し、2019年9月末時点で269の受入れが集まっています。その中で年金基金は46(うち国内の企業年金28)の受入数となっています。

#### 2020年内に改訂へ

さて、前回改訂から3年目を迎える2020年を前に、再度の改訂に向けた有識者検討会(以下検討会)が設置されました<sup>1</sup>。

検討会の座長は2017年の検討会と同じで、続投するメンバーもある中、新しいメンバーには議決権行使助言会社、機関投資家向けコンサルタント、企業年金基金、一般企業からの代表者が含まれ、より多様な構成となりました。

背景には、金融庁・東京証券取引所が共同で2015年から開催している「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」の、2019年4月回にて、SSCの改訂すべきポイントが意見書として取りまとめられたことがあります。

同フォローアップ会議は、コーポレートガバナンス・コードとSSCを踏まえた機関投資家と企業の取り組み状況を検証し、海外の投資家の意見も踏まえ、コーポレートガバナンス改革の更なる推進の方向性を探ってきました。意見書では、機関投資家と企業の対話の「質」の向上が必要であるとされました。

<sup>1</sup> 以下の内容は、スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(令和元年度第1回、第2回、第3回)の公表資料、議事録を参考とした。

こうした意見を受けて、2020年内にSSCの改訂を行うことを目指し、2019年10月から検討会が開催され、12月の第3回検討会で改訂案が示されました。

### 改訂のポイントは？

フォローアップ会議が示した課題は以下に挙げる点です。インベストメント・チェーンの参加者それぞれについて改訂が行われる見通しです。

#### 1. 運用機関に対して

- 個別の**議決権行使での賛否の理由**や、企業との対話の内容に関する情報提供の充実
- **ESG要素**を含むサステナビリティに関する対話の際は、中長期的な企業価値向上を意識

#### 2. アセットオーナーに対して

**企業年金**のステュワードシップ活動を促進

#### 3. 議決権行使助言会社に対して

十分かつ適切な体制整備、助言策定プロセスの開示、企業との意見交換の充実

#### 4. 年金運用コンサルタントに対して

利益相反管理についての体制整備、取組説明

### (論点解説)運用機関の情報開示

運用機関は、アセットオーナーへの説明責任を果たし、企業との相互理解を深める目的で、

- ① 個別の議決権行使の賛否理由
- ② 企業との対話活動や活動結果
- ③ SSCの実施状況の自己評価

について、情報提供を充実させるべきとフォローアップ会議で指摘されました。

この指摘について、検討会では概ね賛同の意見が見られました。一方、対話内容の詳細を一律に開示することは、コスト増に繋がるだけでなく、企業との相互信頼に悪影響を及ぼすという意見や、運用機関各社の実力や体制の違いも踏まえ

柔軟なコードにすべきという意見もありました。

改訂案では、議決権行使について記述する「原則5」に絡む指針5-3で、「重要と判断される議案については」と限定した上で、賛否に関わらず、議決権行使の理由を公表すべきとされました。

対話の活動・結果・自己評価の公表(②と③)については、指針7-4に追加されました。

### (論点解説)サステナビリティの考慮

運用機関に対するもう一つの指摘は、ESG要素について企業と対話する場合は、運用戦略及び、企業価値向上という本来のステュワードシップ活動の目的に、整合するよう意識して実施すべきというものでした。

この点に関しては、「本来の目的を意識せよ」という牽制的な部分よりも、いかにSSCにESG投資に関する文言を組み入れるかが、検討会での焦点になりました。ESGの要素は企業の中長期的な価値に強く結びつくものであるという指摘や、環境・社会の問題を考慮しない投資対象はリスクが大きいと考えられ、エンゲージメントに取り入れるべきという意見がありました。

ESGインテグレーションについては、運用機関の取り組みの差異に配慮し、画一的に推奨することは慎重に検討すべきとの声も上がりました。

改訂案へは、原則の前に書かれている「本コードの目的」にまずESG問題の考慮が盛り込まれました。企業へのエンゲージメントには、当該企業やその事業環境等の理解に加え、サステナビリティの考慮も踏まえるべきとされました。

他に、ステュワードシップ活動方針について述べた「原則1」の指針1-2では、機関投資家はサステナビリティに関する課題の考慮について、方針を示すべきという文言が追加されました。

改訂案を踏まえた12月の検討会では、コードにESGの問題が盛り込まれたことについて賛同するメンバーが多いようでした。一部メンバーから、サステナビリティの定義をより明確にすべき

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

等、表現に対する指摘はありましたが、ステュワードシップ責任にESGの考慮が含まれるようになることはほぼ確実と言えそうです。

### (論点解説)企業年金のコード受入れ促進

アセットオーナーに対しては、企業年金のSSC受入れが少なく、また年金自身が議決権行使やエンゲージメントを行わなければならないという誤解が生じていると指摘されました。

検討会では、企業年金は運用機関にステュワードシップ責任の方針を示し、その実行は、ある程度運用機関の裁量に任せるといった形でもよいのではないかと提案や、母体企業のサポートが必要であるといった意見がありました。

中小規模の企業年金では、信託銀行による合同口への投資等が多く、運用機関へアクティブに働きかけることは難しいという実情が共有されました。各基金が何らかの議決権行使方針を持つ等すれば、アセットオーナーの役割や運用機関への働きかけをイメージしやすくなるのではという提案も、企業年金のメンバーからありました。

改訂案では、「原則1」に関連する指針に脚注を付け、コーポレートガバナンス・コードで、母体企業による企業年金への支援が求められていることが記載されました。また、必ずしも企業年金が直接、議決権行使等を行うことを想定しておらず、まずは運用機関に対して、SSCへの対応状況を確認する等の取り組みでよいとする解釈が追加されました。

### 英国版SSCは実質「ESGコード」へ

検討会では、英国版SSCの改訂内容が取り沙汰されました。2010年に英国版SSCを策定したイギリスは、その後他国で策定が進んだSSCの発祥とされます。英国版SSCは2012年の改訂後、2019年10月に2回目の改訂がなされました。

改訂前は、「コンプライ・オア・エクスプレイン」(原則を実施するか、しない場合には理由を説明

せよ)が原則であり、ステュワードシップ責任についての方針開示、利益相反の管理、投資先企業のモニタリング、議決権行使及び行使結果の公表等の7原則から成り立っていました。現行の日本版SSCはこれにかなり似通っています。

英国版は以下の点が大きく改訂されました<sup>2</sup>。

#### 1. SSCの適用について

- 原則は“アプライ・アンド・エクスプレイン”(=適用し、かつ説明せよ)に変更
- 運用機関・アセットオーナー向け原則と、サービスプロバイダー向け原則に分割
- 国内上場株式だけでなく、すべてのアセットクラスへの投資・保有に適用
- すべての原則に、「期待される報告事項」として、ステュワードシップ報告に含むべき内容を規定

#### 2. SSCの内容について

- 7原則から12原則に増加(運用機関・アセットオーナー向け)
- ステュワードシップ活動の目的が、「経済、環境、社会への持続可能な利益をもたらすような、受益者に対する長期的な価値を生む」ことに変更
- ステュワードシップ活動のためにガバナンスを整え、人員やシステム等のリソースを配分し、インセンティブ付けを行うべきと規定
- 市場規模のリスク及びシステミックリスクへの対応を要求し、システミックリスクは気候変動や事業の失敗も含むと規定
- ESGの要素や気候変動を含め、投資とステュワードシップ活動を統合すること(=ESGインテグレーション)を要求

### 英国の改訂にみる日本版改訂の方向性

英国版では、SSCを受け入れた機関は、原則

<sup>2</sup> 日本語訳は金融庁公表資料を参考とした。

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

に従うこと、活動内容を報告することが義務と言えるほど強く求められるようになりました。また、ESGの問題に対する貢献や、ESGインテグレーションの実施が、責任として定められました。

世界の機関投資家が参加するICGN<sup>3</sup>が2016年に策定した、ICGNグローバル・スチュワードシップ原則には、「ESGの要因をスチュワードシップ活動に統合すべきである」とある等、スチュワードシップ活動の中にESG考慮を含める動きは、イギリス以外でもみられます。検討会のメンバーにはICGNの代表者も含まれ、ESGの問題をSSCに盛り込むことを提言しました。

日本版SSCの策定の際は英国版を参考としたため、英国版改訂を受け、日本版へはどう取り入れるかの議論がなされました。

ESG問題の考慮は取り入れられましたが、英国版のように活動内容に対し強い制約を設けることは避けられました。全アセットクラスへの適用対象拡大については、機関投資家の投資対象は国内上場株式に限らないため、必要な方向性と

<sup>3</sup> ICGNは国際コーポレートガバナンス・ネットワークの略。機関投資家や投資先企業のガバナンスについて提言を行う国際団体。

するメンバーが多かったものの、日本の状況からは時期尚早との声もあり、改訂案では、他の資産に投資する際にもコードを適用「可能」とする表現に留まりました。

今回は企業年金のコード受入れ促進を課題の一つとしたこともあり、スチュワードシップ責任のハードルを上げすぎないように配慮しつつ、英国版の改訂点を盛り込んだと言えます。

今後は国内の状況を鑑みつつ、段階的にICGNの原則や英国版SSCに近づけていくという選択肢もあります。日本版SSCはもともと3年毎を目途に見直しを検討するとされています。グローバルスタンダードといかに歩調を合わせていくかという課題に関しては、次回改訂に向けてより議論が深まっていくと期待します。

最終的な改訂版は、今後意見公募を経て行われる見通しです。

— 次号のお知らせ —

次号は

**1月14日(火)**

発行予定です。

#### 野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%(税込)) (20万円以下の場合、2,860円(税込))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号  
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2

アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。