

野村証券
フィデューシャリー・マネジメント部
高田 晴夏

日本版スチュワードシップ・コード改訂について

今年3月に2回目となる改訂が行われた「日本版スチュワードシップ・コード」について、基本的な考え方と改訂のポイントを解説します。レポート後半では、同テーマに関して当部で開催した、オンラインセミナーへお寄せ頂いたいくつかのご質問を紹介し、回答しています。

スチュワードシップ・コードの基本的な考え方

日本版スチュワードシップ・コード(以下コード)が金融庁によって策定されてから6年が経過した2020年、2回目となる改訂が実施されました。ESG要素の考慮が機関投資家の責任に含まれたことが注目されていますが、改訂点を説明する前に、コードの根幹にある考え方を確認します。

まず、コードの目的は国内企業の価値向上・持続的成長、ひいては国内企業に投資する機関投資家の株式投資リターンの拡大です。円高・デフレを打破しリーマン・ショックや東日本大震災で落ち込んだ日本経済を再興するため、機関投資家はその影響力を用いて企業と対話を行い、中長期的な企業価値向上を促すための原則として、コードは作られました。

また、コードを受け入れるかどうか、どのようにコードの内容に従うかの法的拘束力はなく、コード自体も細かい規則というより理念の共有を目指したものになっています。機関投資家は、コードの理念を理解した上で、投資信念、組織の能力・規模等、それぞれの状況に応じ、どのように各原則を実行するかを決めることができます。一部の原則には対応しないという判断も可能です。コードは画一的に投資家を縛るのではなく、オリジナ

リティある活動を尊重していると考えています。

2020年改訂の主なポイント

1. スチュワードシップとESGの統合

改訂前も、既にコード原則3(投資先企業の状況把握)で、企業のガバナンス、戦略、業績、資本構造等に合わせて、ESG要素も機関投資家が把握すべき企業情報の一つに挙げられていました。但し、その中でどの情報に特に注目するかは、投資家各自が判断する形になっていました。

近年の政策や年金運用、企業活動等、グローバルに様々な場でESGの存在感が高まっていることを受け、本改訂では「ESG要素の考慮」の重要度を引き上げました。投資先企業のESGリスク・収益機会を把握しておくだけでなく、それに基づいて企業と対話を行うことがスチュワードシップ責任の定義に加わりました。

但し、ESG要素の考慮は、もともとの運用戦略と整合し、かつ企業価値向上・持続的成長、投資リターン拡大というコードの目的に沿って行われることが重要です。あまりに倫理的、慈善的なテーマについて企業に変化を要求したり、目先のESGスコアを引き上げるためだけの対応を促す等、中長期のリターン向上に結び付かないような活動は避けられるべきでしょう。

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。

なお本改訂は、ESG要素を投資判断に用いるESG投資を要求するものではなく、既に投資している企業への働きかけという部分で、企業価値向上に重要なESGの問題についても議論のトピックにすべきだということです。

2. 運用機関の情報開示充実

このテーマは新しいものではなく、2017年の第1回改訂でも改訂対象となりました(利益相反管理体制の公表、議決権行使結果の個別議案・個別企業ごとの公表、活動の自己評価の公表が2017年改訂で追加)。依然、運用機関のステュワードシップ活動の情報開示のレベルには差が大きいことが指摘され、更なる透明性の向上を目的として再度改訂が行われました。

具体的には、運用機関の議決権行使について、利益相反を疑われかねない議案、企業との建設的な対話という観点から重要と判断した議案に関しては賛否を問わず行使理由を公表すること、そしてステュワードシップ活動の結果を公表することが新たに求められました。ここで結果というのは、企業にエンゲージメントを行って得られた企業の変化や反応だと考えられます。

ステュワードシップ活動の報告に関連しては、イギリス版コードが2019年10月の改訂で、各原則に「期待される報告事項」を設け、ステュワードシップ活動の内容と結果について、各実施主体に金融当局への報告を求める内容に変化しました。日本版コードはまだその段階にありませんが、次回改訂では、運用機関の活動報告に対して、フォーマットの統一による効率的なレポートング等、具体的に示される可能性も考えています。

3. 企業年金のステュワードシップ活動推進

策定以降、企業年金によるコード受入れは増加しているものの、母数に対する数としてはまだ少ないということ、企業年金を含むアセットオーナーが運用機関に働きかける力はこれからも極め

て重要であるという意見から、どのように企業年金の受入れを後押ししていくかが有識者検討会で議論されました。

コードの内容が企業年金にあまり浸透しておらず、年金基金の責任の範囲や程度に誤解が生じているのではないかという指摘や、規模の小さい企業年金には全ての原則を完璧に遵守することが困難ではないかという意見も踏まえて、金融庁として企業年金に期待する活動を注記しました。

4. サービスプロバイダ向けの原則

改訂前のコードはアセットオーナーと運用機関が主な実施主体に想定されていましたが、両者に助言し影響を及ぼし得る主体として、年金運用コンサルタントや議決権行使助言会社を対象とした原則8が新設されました。イギリス版コードも、「アセットオーナーとアセットマネジャーのための原則」と「サービスプロバイダのための原則」に、はっきりと分離した形に改訂されています。

ご質問① 他資産クラスへの拡張について

当部で実施したオンラインセミナーの視聴後アンケートに、国内上場株式以外の資産クラスにもコード適用が可能となる点も重要ではないかというご指摘を、お客様からいくつか頂いています。

コードはその策定時の状況、目的から、日本の上場株式へ投資する機関投資家が対象となっていました。ところが、イギリス版コード等で他の資産クラスへの投資にも適用する動きがあったことから、日本版改訂の議論でも、他資産クラスへの拡張という論点が急浮上しました(事前にコード改訂のポイントを提言した意見書には盛り込まれておらず、全3回ある有識者検討会の第2回で初めて議論)。

グローバルな視点を持つべきである、中長期の投資リターン拡大のためには他資産でも活動実施すべきではないか、等の意見から日本版でも取り入れることになりました。

改訂後は、スチュワードシップ責任の遂行に資する限りにおいて、他の資産クラスへの投資にもコードの適用が「可能」という表現になっています。有識者検討会のメンバーにも反対派がおり(日本のコーポレートガバナンスがまだ成熟していないのに、欧米のコードに右倣えをするのは幼稚園児に大学受験をさせるようなもので尚早だといった意見もある)、国内の状況を踏まえた議論が十分にされていない論点であるため、コードを受け入れている機関投資家は、ポートフォリオの他の部分でも活動を行うことが必要であるか、各々で検討するという流れになると考えています。

債券・オルタナティブ投資でのスチュワードシップ活動という概念は、イギリスで昨年10月、日本で今年3月のコード改訂で正式に導入されたばかりです。他資産への投資において、何がコードで掲げる「企業価値向上・持続的成長」に当たるのか、債券保有者と株主の利益相反をどう管理するのか、エンゲージメントをどのように行うのか(スチュワードシップ活動ができる／できない資産クラスの特定)、投資対象がエンゲージメントに対応するのか等、多くの点が未確定です。

実際の活動がどのようなものになるか挙げるとすれば、例えば債券投資では、信用力向上・財務に影響するリスクの管理や、グリーンボンドで調達した資金使途の情報開示の質向上について企業と対話することが考えられます。PEファンドの選定で、ポートフォリオ内の企業のESGリスク管理についてデューデリジェンスを実施したり、不動産・インフラファンドに対して、環境への影響や水害リスク等のESGに関連した情報開示を求めるといった取組みが海外公的年金を中心に行われています。

全資産でのスチュワードシップ活動・ESG考慮について、現在は移行期であり、今後は活動参加者が互いに議論し、活動の在り方を模索していくと見えています。なおGPIFは、債券運用のスチ

ュワードシップ活動に関して、2020年は各社の活動状況のヒアリングを実施し、2021年以降に運用機関評価の項目に含める予定としました。

ご質問② 企業年金による受入れについて

「今回の改訂で受入れのハードルが下がっているのかどうか」、(コードを受け入れる場合は)「基金としてできる範囲でコード対応すればよいと理解している」、「コードを受け入れた企業年金がどのように活動しているのか」といったご質問、ご意見も頂戴しました。

本改訂では、アセットオーナーのスチュワードシップ活動は、各基金の規模・能力に応じて(=基金としてできる範囲で)行われるべきであることがコードに明記されました。また、必ずしも企業年金がエンゲージメントや議決権行使の実施、結果公表を直接行うことを想定してはいないことが注記されました。委託運用機関のコード対応状況を確認する等、運用機関が実効的なスチュワードシップ活動を実施しているかモニタリングし、改善を要求していくことが、アセットオーナーの役割だと整理されています。

コード改訂を議論した有識者検討会でも、アセットオーナーが運用機関に仔細な指示を与えることはかえって好ましくなく、運用機関がきちんとエンゲージメントを実施しているのであれば、運用機関の裁量にある程度任せるということも、アセットオーナーの対応として許容されるべきという意見が出されています。つまり、資産の委託先が「きちんとエンゲージメントを実施している」かどうかを定期的にチェックすることが、年金基金の責任の範囲だということです。

また、コードを受け入れた企業年金による実際の活動内容の一般公表は殆どされていない状況で、企業年金の活動レベルのスタンダード、要求水準は確立されておらず、そうした点でも受入れのハードルはまだ低いと考えています。

なお、有識者検討会のメンバーであるエーザイ企業年金基金常務理事の柴崎氏は意見書で、国内株式運用を委託する運用機関4社から活動の振り返りについて年1回報告を受け、議決権行使状況を取りまとめて受給者・加入者限定で公表しているという状況を明らかにしています。運用機関が実施したエンゲージメントについては、いくつかの例に絞って内容や企業の反応、進捗の報告を受けており、特にROE等の目標値に未

達となっている企業に関しては、どのような対処をしているか確認しているということです。

フィデューシャリー・サービス研究センターは、コード受入れを表明しています。スチュワードシップ活動の方針策定、運用機関評価の在り方の検討等、お客様の活動のサポートを行ってまいります。

— 次号のお知らせ —

次号は

10月12日(月)

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%(税込み)(20万円以下の場合)、2,860円(税込み))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

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。