

ファンドニュース

資産運用会社の内部監査シリーズ
- 日本版スチュワードシップ・コード再改訂



2020年7月

はじめに

ファンドニュース「資産運用会社の内部監査シリーズ」では、資産運用会社の内部管理態勢で重要な役割を果たす内部監査について、重点監査項目となり得るテーマを取り上げ、関連する規制、一般的な実務、および内部監査を実施する上での留意点などをご紹介します。

[ファンドニュース\(97\) 資産運用会社の内部監査シリーズ 日本版スチュワードシップ・コード](#)にて、日本版スチュワードシップ・コードの概要についてご紹介しましたが、2020年3月24日に金融庁より日本版スチュワードシップ・コードの再改訂版が公表されましたので、再改訂の概要、運用機関において対応が期待される事項、内部監査上の留意点を取り上げます。

スチュワードシップ・コードの再改訂の概要

1. 公表および改訂の背景

金融庁は2014年2月26日、「『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、「日本版コード」)を公表しました。これは、おおむね3年ごとの見直しが必要であるとされ、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」の議論を経て2017年5月29日に改訂されました。

その後、「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」が2019年4月24日に意見書を提出し、①企業とのエンゲージメントの中身が依然として形式的なものにとどまっている、②機関投資家側の説明責任が十分に果たされていない、③コンプライ・オア・エクスプレインの意義への認識不足などからコードの遵守状況の把握が機械的である、といった検討課題が提示されました。これらの内容を踏まえ、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」で議論を重ね、2020年3月24日にスチュワードシップ・コードが再改訂されました。

以下では、今回の日本版コードの再改訂の概要、運用機関において対応が期待される事項について説明します。

2. 今回の再改訂の概要

今回の再改訂の主な変更点を、インベストメント・チェーンにおける主体別に表1にまとめています。また、再改訂後の日本版コードの原則を表2に示しています。金融庁は、日本版コードをすでに受け入れている機関投資家に対して、遅くとも2020年9月末までに、今回の改訂内容を踏まえた同コードの各原則(指針を含む)に基づく公表項目の更新を行い、その旨を金融庁に通知するように求めています。

表1 再改訂の概要

| 対象の主体 | 再改訂の概要 |
|-------------|--|
| 全体 | <ul style="list-style-type: none"> ・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 ・債券などの日本の上場株式以外に投資する機関投資家も適用可能(適用拡大) |
| 運用機関 | <ul style="list-style-type: none"> ・外観的に利益相反が疑われる議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 ・議決権行使助言会社の人的・組織的体制の整備を含む助言策定プロセスを踏まえて利用することが重要。議決権行使助言会社の名称、具体的な活用方法について公表すべき ・投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果や自己評価の結果について、自らの運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識した上で公表すべき |
| アセットオーナー | <ul style="list-style-type: none"> ・自らの規模や能力に応じてスチュワードシップ活動を行うべき |
| 議決権行使助言会社 | <ul style="list-style-type: none"> ・利益相反管理体制を整備し、これらの取り組みを公表すべき ・十分かつ適切な人的・組織的体制(日本拠点の設置を含む)を整備すべき ・助言策定プロセス(依拠する主な情報源、対象企業との対話の有無、態様等)を具体的に公表すべき ・企業の開示情報に基づくほか、必要に応じ、自ら企業と積極的な意見交換しつつ、助言を行うべき |
| 年金運用コンサルタント | <ul style="list-style-type: none"> ・利益相反管理体制を整備し、これらの取り組みを公表すべき |

表2 日本版コードの原則（※下線部分が今回の改訂箇所）

| | |
|-----|--|
| 原則1 | 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。 |
| 原則2 | 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。 |
| 原則3 | 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。 |
| 原則4 | 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。 |
| 原則5 | 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。 |
| 原則6 | 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。 |

| | |
|--------------|---|
| 原則 7 | 機関投資家は、投資先企業の持続的成长に資するよう、投資先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の考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。 |
| 原則 8 (新設) | <u>機関投資家向けサービス提供者は、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、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。</u> |

出所：金融庁「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』を基に作成

3. 運用機関において対応が期待される事項

今回の日本版コードの再改訂のうち、運用機関において対応が期待される事項を紹介します。

(1) スチュワードシップ責任を果たすための方針の策定・公表(原則1)

サステナビリティに関する関心が世界的に急速に高まっていることを受け、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検討を行い、当該方針に明確に示すことが求められています。

(2) 利益相反管理方針の策定・公表(原則2)

スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反防止のためのガバナンス体制について、「整備」するだけでなく、「公表」することも求められています。また、運用機関が原則8の機関投資家向けのサービスも提供する場合、双方のサービスの提供により利益相反が生じることがないように管理方針を整備し、取組みを公表することが必要となります。

(3) 議決権行使および行使結果の公表に関する方針(原則5)

改訂前の日本版コードでは、議決権の行使結果を少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表することが求められていましたが、議決権行使の賛否の理由については、「可視性を高めることに資する」と推奨にとどめられていました。改正後の日本版コードでは、外観的に利益相反が疑われる議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、その理由を公表することが求められました。「会社提案に反対、又は株主提案に賛成の場合のみ公表」「議決権行使基準と異なる判断をした場合のみ公表」というように、一定の場合にのみ議決権行使の賛否の理由を公表している会社や、そもそも議決権行使の賛否の理由を公表していない会社も多く見られますが、形式的な判断基準ではなく、スチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権行使をしているか否かについての「可視性」を高める観点などから、重要と判断される議案を実質的に判断し、賛否の理由を公表することが必要となります。また、賛否の理由を公表することが必ずしも適切ではないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明することが求められています。

なお議決権行使助言会社のサービスを利用している場合には、議決権行使結果の公表に合わせ、当該議決権行使助言会社の名称及び当該サービスの具体的な活用方法についても公表することが求められています。

(4) スチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力(原則7)

投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果を、スチュワードシップ活動の自己評価と合わせて公表することが求められています。公表すべき「結果」について具体的に明示はされていませんが、単純な

対話の件数等といった達成容易な形式的な結果の追求にとどまらず、自らの運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識することが必要となります。

(5) 機関投資家向けサービス提供者に対する規律(原則8)

機関投資家向けのサービス提供者についても、インベストメント・チェーン全体の機能向上のために重要な役割を果たすことが期待されるため、新たに原則8が追加されました。なお、「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、(委託元の)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」を指すと定義されており、議決権行使助言会社と年金コンサルサルタントが例示されていますが、これに限らず、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場合には、当該原則が適用されるものと考えられます。

(6) 日本の上場株式以外の資産への適用対象拡大

再改訂版の日本版コードに更新済の会社の中には、債券や外国株式など、日本の上場株式以外の資産へ適用対象を拡大している会社も見られます。日本の上場株式とそれ以外の資産とでは性質が異なり、スチュワードシップ活動の範囲や程度も異なってくることが想定されるため、複数の資産を対象とする場合には、どの資産に対する記載なのか、明確にすることが望ましいと考えられます。

4. 新型コロナウイルス感染症拡大を踏まえたスチュワードシップ活動

日本版コードの再改訂の公表と前後して発生した新型コロナウイルス感染症拡大による外出自粛や経済活動の抑制により、社会・経済活動が停滞し、多くの企業において事業運営に影響が生じています。このような中、エンゲージメント活動や議決権行使などのスチュワードシップ活動において、投資先の企業がステークホルダーに十分に配慮した危機対応や取組みができているかという視点を追加するほか、危機対応に関する十分な情報開示を求めるなど、有事の対応を行うことを決定し、それを公表している会社が複数見られます。

内部監査のチェックポイント

内部監査においては、社内の方針や社内規程がスチュワードシップ・コードへの遵守表明と照らし合わせて適切なものとなっているかという整備状況の観点と、当該方針および社内規程を遵守しているのかという運用状況の観点で監査を行う必要があります。以下では、それぞれの場合の留意点についてまとめています。

表3 内部監査における留意点（※下線部分が今回の改訂に関連する箇所）

【方針および社内規程の確認】

- スチュワードシップ活動を適切に行うための体制整備および人材育成やスチュワードシップ活動の自己評価、情報開示プロセスについて、方針および社内規程に網羅的に反映されており、それらがスチュワードシップ活動の目的や自らの運用戦略と整合的であることを確認する必要があります。
- 利益相反管理など、ほかの社内規程や方針に言及している場合、スチュワードシップ活動との結び付けがなされているかが検討のポイントとなります。たとえば、利益相反管理方針などの参照先の方針や社内規程が日本版コードに適合しているかを検証する必要があります。
- スチュワードシップ活動に関する方針において一部の原則（あるいは指針）を遵守していない場合に、説明を明確にしているかという点も確認のポイントとなります。
- 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、議決権行使の賛否の理由を公表することが必要となりますが、適切に公表されているかを検証するためには、どのような議案が「重要と判断される議案」に該当するのか、事前に特定しておく必要があります。

【方針および社内規程の遵守状況】

- 利益相反管理や議決権行使結果の公表、顧客への報告については、ほかの監査エリアでカバーできることも多く、それらの内部監査と同時に実施する、あるいは結果を活用することにより効率的な監査が可能になります。
- 投資先企業の状況の把握やエンゲージメントについては、モニタリング資料やエンゲージメントの記録を確認し、方針や社内規程と整合していることを確認できますが、エンゲージメントの「質」に重点を置くべきであり、エンゲージメント回数等の形式的な基準を満たしているかといった観点に陥らないように留意する必要があります。
- 議決権行使の際に議決権行使助言会社を利用している場合、機械的に議決権行使助言会社の助言内容を受け入れる運用になっていないかという観点での評価が必要になります。また、サービスを受ける側の運用機関として、議決権行使助言会社が利益相反管理体制や正確な情報に基づく助言を行うための十分な人的・組織的体制を整備しているか、助言策定プロセスの透明性が確保されているか等について、議決権行使助言会社に対し適切なモニタリングを行っているかという観点での評価も必要になります。
- 投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果を公表する際に、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものかという点に重点を置くべきであり、単純な対話の件数等のように形式的で表面的な結果の訴求に陥らないように留意する必要があります。

【その他（危機対応）】

- 新型コロナウイルス感染症拡大のような当初想定されていなかった有事が生じた場合に、個々の置かれた状況に応じてスチュワードシップ活動の見直しの要否を検討しているか、また見直しを行った場合に、その旨を適切に公表しているかという観点での評価も重要と考えられます。



[資産運用業務に関する内部統制構築支援・内部監査関連サービス](#)

おわりに

今回は 2020 年 3 月 24 日に行われた日本版コードの再改訂の概要と、それに関連して運用機関において対応が期待される事項、および内部監査上の留意事項について取り上げました。

私ども PwC あらた有限責任監査法人は、会計および監査のプロフェッショナルとして資産運用業界の発展に貢献することをミッションとしており、海外事務所や税理士法人などの国内外のネットワークを生かしながらさまざまな提言やサービスを提供しています。今後も多様な形で資産運用業界の発展に貢献したいと思っておりますのでよろしくお願ひいたします。

なお、内容にご質問などございましたら、以下の問い合わせフォームからご連絡いただければと思います。

文中の意見にわたる部分は筆者の私見であることを申し添えます。

PwC あらた有限責任監査法人
第三金融部(資産運用)
マネージャー 吉野綾

PwC あらた有限責任監査法人 第三金融部(資産運用)
[お問い合わせフォーム](#)

本冊子は概略的な内容を紹介する目的で作成されたもので、プロフェッショナルとしてのアドバイスは含まれていません。個別にプロフェッショナルからのアドバイスを受けることなく、本冊子の情報を基に判断し行動されないようお願いします。本冊子に含まれる情報は正確性または完全性を、(明示的にも暗示的にも)表明あるいは保証するものではありません。また、本冊子に含まれる情報に基づき、意思決定し何らかの行動を起こされたり、起こされなかつたことによって発生した結果について、PwCあらた有限責任監査法人、およびメンバーファーム、職員、代理人は、法律によって認められる範囲においていかなる賠償責任、責任、義務も負いません。

© 2020 PricewaterhouseCoopers Aarata LLC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.