

スチュワードシップ・コード改訂の方向性

執筆者：弁護士 日比 慎

October 2019

In brief

本年 10 月、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」の令和元年度の第 1 回会合が開かれました。株主総会における機関投資家の議決権行使について耳目を集める事例が相次ぎますが、議決権行使を巡る機関投資家の利益相反に対する関心も高まりつつあり、議決権行使に関して機関投資家が公表する情報が論点となっています。今回のニュースレターでは、来年の株主総会シーズンまでに実施が想定されるスチュワードシップ・コードの改訂の方向性について解説します。

In detail

1. スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会の開催

本年 10 月、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」の令和元年度の第 1 回会合が開かれました。スチュワードシップ・コード（以下、「SS コード」といいます）については、概ね 3 年ごとの改訂が想定されているところ、本年 4 月に公表された「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性」（以下、「フォローアップ会議意見書」といいます）において提示されたスチュワードシップ・コード改訂の方向性に基づき、来年の改訂を目指した検討を行うものとなります。来年の株主総会シーズンに間に合うように改定案の取りまとめを目指す意向とされています。

フォローアップ会議意見書では、資産運用者としての機関投資家（以下、「運用機関」といいます）、企業年金等の資産保有者としての機関投資家（以下、「アセットオーナー」といい、運用機関と合わせて「機関投資家」といいます）、議決権行使助言会社及び年金運用コンサルタントという、スチュワードシップ・コードに関連する主体ごとに、昨年 11 月から本年 4 月までに開催されたフォローアップ会議にて出された現状の問題意識がまとめられており、有識者検討会の議論もこれにそって進められていくことが想定されます。そこで、今後の議論において論点となりうる問題を各主体別にみていくこととします。

2. 運用機関を巡る議論

(1) 概要

運用機関について、フォローアップ会議意見書では、アセットオーナーへの説明責任と企業との相互理解の観点から、個別の議決権行使に係る賛否の理由、企業との対話活動及びその結果、コードの各原則の実施状況の自己評価等、に関する説明や情報提供の充実を図るべきであると指摘されています。

(2) 個別の議決権行使に係る賛否の理由

令和元年度第 1 回「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」にて公表された事務局説明資料¹(以下「事務局資料」といいます)によれば、本年 9 月末時点において、100 を超える機関投資家により個別の議決権行使結果が公表されているとされ、さらに議決権行使結果については、個別議案毎の公表に加えて、反対理由の公表も行う運用機関の数が倍増しているとされています。一方、理由の開示については、反対理由のみ公表されていると指摘されており、会社提案への反対理由と株主提案への賛成理由の公表や賛成も含むすべての議案への議決権行使結果に対して理由を公表する例は少数に留まっているとの指摘がされています。

この点、個別の議決権行使結果については、現在の SS コードにおいては、「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」こと(原則 5)が求められ、また、議決権の行使結果について、「少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して」「個別の投資先企業及び議案ごとに」公表すべきである(指針 5-3)とされていますが、議決権行使の判断理由に関しては、「議決権の行使結果を公表する際、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と考えられる」(指針 5-3)とされるにとどまっています。投資先企業との間取引関係等がある場合には議決権行使に関して利益相反が問題となりえますが、フォローアップ会議意見書が求める賛成の場合も含めた判断理由の公表がどの程度求められることとなるか、運用機関における利益相反管理態勢などがガバナンスの問題²とも関連して、今後の議論が注目されます。

(3) 企業との対話活動及びその結果、各原則の実施状況の自己評価等

SS コードでは、「運用機関は、直接の顧客に対して、スチュワードシップ活動を通じてスチュワードシップ責任をどのように果たしているかについて、原則として、定期的に報告を行うべきである」(指針 6-1)とされ、議決権の行使結果に留まらず、スチュワードシップ活動に関する報告が運用機関に求められています。この点、事務局資料では、スチュワードシップ活動報告を公表している運用機関は、およそ 5 割であり、対話の内容及びその結果にも触れている例、対話先や第三者機関からの評点を公表している例、自己評価を踏まえた今後の方針についても記載している例があるとされています。具体的な対話の内容、結果等の公表が広範に求められることとなれば、投資先企業による対話の受入れ、内容等に大きな影響を与えることも考えられるところであり、これらについてどの程度の公表が求められることとなるのか、今後の議論への留意が必要です。

(4) サステナビリティについて

なお、フォローアップ会議意見書では、サステナビリティの問題についても言及があり、運用機関が ESG 要素等を含むサステナビリティを巡る課題に関する対話を行う場合には、投資戦略と整合的で、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に結び付くものとなるよう意識することが期待されるものとされています。現在の SS コードでは、指針 3-3 にて「事業におけるリスク・収益機会(社会・環境問題に関連するものを含む)」及びそれらへの対応について、機関投資家が把握すべき投資先企業の内容の例示として挙げられています。近時の ESG、サステナビリティに関する議論の動向を受けて、更に具体的な内容が盛り込まれることも考えられます。

¹ 金融庁「スチュワードシップ・コードを巡る状況と論点等について」(2019 年 10 月 2 日)

(<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20191002/03.pdf>)

² 利益相反管理等の問題については、SS コード上も、「運用機関は、持続的な自らのガバナンス体制・利益相反管理や、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、結果を公表すべきである」(指針 7-4)とされています。

3. アセットオーナー

企業年金等のアセットオーナーに関しては、現行の SS コードにおいても、「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」こと（指針 1-3）、「運用機関による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運用機関に対して明確に示すべきである」こと（指針 1-4）、「実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべき」であること（指針 1-5）が指摘されています。しかしながら、SS コードの受入れを行うアセットオーナーが未だ少数にとどまっていること³から、フォローアップ会議意見書では、アセットオーナーのスチュワードシップ活動を後押しするための取組みの推進自体が重要であるとされています。アセットオーナーに関しては、2018 年のコーポレートガバナンス・コード改訂においても、企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮に関する原則 2-6 が追加され⁴、母体企業による人事・運営面でのサポートを求めるものとされたところですが、スチュワードシップ活動については、企業年金の意義や責任に関する認識不足からスチュワードシップ活動の範囲や程度が十分に理解されていないのではないか、あるいは「スチュワードシップ・コードを採択すると、企業と直接対話をしたり、議決権行使をしたりしなければならないものと、スチュワードシップ活動の範囲を過大に誤解」されているといった指摘がされています。SS コードを受け入れる企業年金の数は、これまでに 28 基金にまで増加しましたが、企業年金全体に占める数は限定的であることから、引き続きアセットオーナーたる企業年金による SS コード受入れの推進自体が当面の課題となるものと考えられます。

4. 議決権行使助言会社

(1) 議決権行使助言会社について

議決権行使助言会社については、現在の SS コードでは「議決権行使助言会社は、企業の状況の的確な把握等のために十分な経営資源を投入し、また、本コードの各原則（指針を含む）が自らに当てはまることに留意して、適切にサービスを提供すべきである。また、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である」（指針 5-5）とされています。フォローアップ会議意見書では、議決権行使助言会社については、個々の企業に関する正確な情報を前提とした助言が運用機関に提供されることが重要であるとの指摘のほか、十分かつ適切な人的・組織的体制の整備とそれを含む助言策定プロセスの具体的な公表がなされることや、企業の開示情報のみに基づくばかりではなく、必要に応じ自ら企業と積極的に意見交換しつつ助言を行うことが期待されるとされています。

(2) 運用機関の議決権行使助言会社活用について

現在の SS コードでは、「機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。仮に、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、その旨及び当該サービスをどのように活用したのかについても公表すべきである。」（指針 5-4）とされています。この点、事務局資料によれば、約 4 割の機関投資家が議決権行使助言会社を活用しているとされますが、議決権行使助言会社の活用に関する具体的な公表の実施は、一部の機関投資家のみに留まっている現状が指摘されています。今後、利用する議決権行使助言会社の社名や運用機関における助言内容の確認の体制、具体的な活用方法等に関する説明や情報提供が SS コードの改訂内容に含まれることも考えられ、運用機関の体制整備の問題とも関連することから留意が必要です。

³ 本年 9 月末時点で 28 基金。金融庁「スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリスト」（令和元年 10 月 1 日）（https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20191001/list_01.pdf）

⁴ なお、金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」（平成 30 年 6 月 1 日）（<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20180601/01.pdf>）（5-1）においてもアセットオーナーへの言及がなされています。

5. 年金運用コンサルタント

年金運用コンサルタントについては、現在の SS コードでは、特に言及はされていませんが、フォローアップ会議意見書にて、顧客に対する影響力を背景として自らの投資商品の購入の勧誘を行う例が見られるとの指摘や運用機関のスチュワードシップ活動を適切に評価していないとの懸念に言及されています。これらの指摘を受け、フォローアップ会議意見書では、自らが企業年金等のスチュワードシップ活動をサポートする重要な主体の一つであることを明確化した上で、自らの利益相反管理体制の整備やその取組状況についての説明等を行い、こうした取組みを通じて、インベストメント・チェーン全体の機能向上を図ることが重要である、とされています。議論の動向によっては、新たに年金運用コンサルタントへの情報公表を求める内容が SS コードに含まれることも考えられます。こちらについても利益相反管理態勢等の体制整備の問題とも関連しますので、今後の議論の動向に留意が必要です。

6. おわりに

以上、来年予定される SS コードの改訂を巡り、現在の SS コードの内容とフォローアップ会議意見書の内容について概要を見てまいりました。本年の上場企業の株主総会においては、会社側提案と株主側提案が衝突する事例、世間の注目を集める役員人事などが続きましたが、議決権行使結果について賛成の場合を含めた判断理由の開示については、実務対応の負担のほか、運用機関における利益相反管理態勢などガバナンスの問題とも密接に関連して参ります。有識者検討会における今後の議論を踏まえ、対応を検討していく必要があります。

Let's talk

より詳しい情報、または個別案件への取り組みにつきましては、当法人の貴社担当者もしくは下記までお問い合わせください。

PwC 弁護士法人

〒100-6015 東京都千代田区霞が関 3 丁目 2 番 5 号 霞が関ビル

電話：03-5251-2600(代表)

Email: pwcjapan.legal@jp.pwclegal.com

www.pwc.com/jp/legal

- PwC ネットワークは、世界 90 カ国に約 3,500 名の弁護士を擁しており、幅広いリーガルサービスを提供しています。PwC 弁護士法人も、グローバルネットワークを有効に活用した法務サービスを提供し、PwC Japan 全体のクライアントのニーズに応じていきます。
- PwC Japan は、PwC ネットワークの各法人が提供するコンサルティング、会計監査、および税務などの業務とともに、PwC 弁護士法人から、法務サービスを、企業の皆様に提供します。

弁護士

日比 慎

03-5251-2746

makoto.hibi@pwc.com

本書は法的助言を目的とするものではなく、プロフェッショナルによるコンサルティングの代替となるものではありません。個別の案件については各案件の状況に応じて弁護士・税理士の助言を求めて頂く必要があります。また、本書における意見に亘る部分は筆者らの個人的見解であり、当弁護士法人の見解ではありません。

© 2019 PwC 弁護士法人 無断複写・転載を禁じます。

PwC とはメンバーファームである PwC 弁護士法人、または日本における PwC メンバーファームおよび(または)その指定子会社または PwC のネットワークを指しています。各メンバーファームおよび子会社は、別組織となっています。詳細は www.pwc.com/structure をご覧ください。