

# スチュワードシップ・コード 再改訂の概要

— サステナビリティに関する改訂を中心に

金融庁企画市場局長

古澤 知之  
ふるさわ ともゆき



2020年3月24日、金融庁に設置された

「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）は、「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）の再改訂版を公表した。<sup>（注1）</sup> スチュワードシップ・コードは、投資先企業の企業価値向上および持続的成長を促すための機関投資家の行動原則として2014年に策定された。本コードは2017年5月に一度改訂され、その後2019年10月から有識者検討会で議論を重ね、<sup>（注2）</sup> 今回、2度目の改訂が行われた（図表1）。

## 本再改訂の概要

— サステナビリティ(ESG要素を含む) 中長期的な持続可能性)に関する改訂

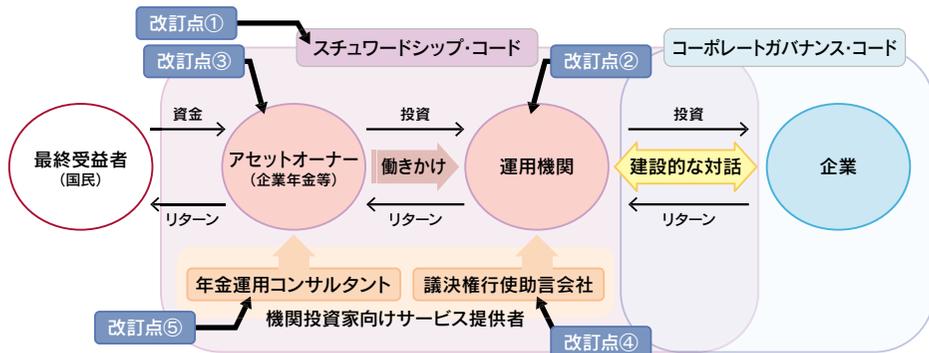
近年、投資家が企業の持続可能性を測る要素として、環境・社会・ガバナンスを意味する「ESG」に注目が集まっている。企業におけるESGへの対応状況が企業価値に影響を及ぼすと考え、これを投資判断に織り込む機会投資家が世界的に増えている。これを受け、ESG投資資産残高が日本のみならず、世界的に大きく増加していると推計されている。

このような動きを背景に、有識者検討会に

においても、ESG要素等のサステナビリティを考慮することは、事業におけるリスクの減少のみならず収益機会にも繋がるものであるとの意見が複数出された。こうした議論を踏まえ、再改訂版コードでは、冒頭の「スチュワードシップ責任」の定義における建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）が、「運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮」に基づくものであるべきことが明記された。同時に、本コードの基本目的が「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・受益者の中長期的な投資リターン

図表1 スチュワードシップ・コード再改訂の概要(全体像)

□コーポレートガバナンス改革の実効性の向上に向け、スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（2019年10月～12月に3回開催）における議論を踏まえ、スチュワードシップ・コードの再改訂を実施。



再改訂の概要	
① 全体に関わる点	(1) 中長期的な企業価値の向上及び企業の持続的な成長という目的にスチュワードシップ活動が向けられたかを意識すべき (2) 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 (3) コードの目的に沿うスチュワードシップ活動ができる場合における、上場株式以外の資産(債券等)を保有する機関投資家へのコードの適用
② 運用機関	・外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使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「賛否の理由」を公表すべき ・企業との対話の状況を含むスチュワードシップ活動の結果や自己評価について、企業の持続的成長と中長期的な投資リターンの拡大に向けられたかを意識して公表することが重要
③ アセットオーナー	・規模や能力等に応じてスチュワードシップ活動を行うべき
④ 議決権行使助言会社	助言の正確性や透明性を確保するため、 ・人的・組織的体制の充実(日本拠点の整備含む) ・助言策定プロセスの透明性の確保 ・企業との積極的な意見交換
⑤ 年金運用コンサルタント	・利益相反の管理を行うべき

大を図ることに置かれている点に変わりはない(図表2)。

各原則・指針の中でも随所でサステナビリティに関連する改訂が行われた。

### その他の主な改訂点

① 機関投資家向けサービス提供者に適用される原則・指針の新設(原則8および各指針) パッシブ運用が広がる中で、機関投資家に対する議決権行使助言会社の影響力が大きくなることが指摘されている。また、年金運用コンサルタントによる利益相反管理の重要性も指摘されている。海外をみると、EUでは、2017年6月に株主権利指令(Shareholder Rights Directive)が改正され、議決権行使助言会社に対して体制の整備や開示の強化等を求める規制が盛り込まれた。また、米国では、2020年7月、議決権行使助言会社による助言推奨行為に対して委任状勧誘規制(proxy rules)の適用を及ぼすためのSEC規則の改正が採択された。これにより、助言会社と顧客との間に生じ得る利益相反に関する一定の情報を開示するなど、助言会社が一定の要件を満たさない限り、委任状勧誘規制の適用を受けることになるという規律が整備された。

図表2 スチュワードシップ・コードにおけるESGの記載

□コード前文の冒頭記載を改訂し、「スチュワードシップ責任」の定義を変更し、ESG要素などのサステナビリティを考慮すべき旨を追加。

「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》について  
 本コードにおいて、「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のほか**運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮**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。以下同じ。)の中長期的な投資リターンへの拡大を図る責任を意味する。

本コードは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである。本コードに沿って、機関投資家が適切にスチュワードシップ責任を果たすことは、経済全体の成長にもつながるものである。

こうした動向も踏まえ、再改訂版コードにおいては、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントを含む概念として、新たに「機関投資家向けサービス提供者」という主体が定義され(前文9)、これらの者に適用される原則8および指針8-1から指針8-3が新設された。

指針8-2、指針8-3は、議決権行使助

言会社にのみ適用される指針であり、議決権行使助言会社に対し、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換しつつ、助言を行うことなどを求めている。

②企業年金等のアセットオーナーのコード受け入れの後押しのための改訂

本再改訂では、企業年金等のアセットオーナーの本コード受け入れの後押しのための改訂も行われた。既に企業年金のスチュワードシップ活動に関しては、2018年に経団連からも会員企業に対する要請を发出していたところであるが、引き続き企業年金のスチュワードシップ活動の促進に向けた支援をお願いしたい。

足元の新型コロナウイルス感染症の拡大は、リモートワークの普及やサービス提供の非対面化への移行といった行動様式の変化、デジタルトランスフォーメーション(DX)の進展など、我が国の経済社会や産業構造に大きな変化をもたらすことが見込まれる。そのような中でコーポレートガバナンス改革の今後の方向性を考えるに当たっては、特に「企業がコロナ後の経済社会構造に向けた変革を主導できるためのコーポレートガバナンスのあり方」を検討していくことが肝要である。

本コードでは、投資家側が投資先企業のサ

ステナビリティに関する事項について、適切に理解した上で自社の運用戦略に応じて対話等の行動に反映していくことが求められることとなった。企業側としては、自社のサステナビリティに関する取り組みについて、投資家に適切に説明・情報提供していくことが重要である。

そして、これら両者の活動が相まって初めてサステナビリティに関する対話が促進されることとなると考えられる。このような両者の対話が有効に機能することになるよう、今後フォローアップ会議等<sup>(注4)</sup>でコーポレートガバナンス・コードの改訂に向けた検討を進めてまいりたい。

(本稿中、意見にわたる部分は、筆者の属する組織のものではなく、個人的見解である。)

(注1) 金融庁ウェブサイト(<https://www.fsa.go.jp/news/rl/sing/20200231.html>)参照。

(注2) 有識者検討会では、「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」の意見書(4)「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」(2019年4月24日公表)を踏まえた議論が行われた。同検討会には、松山彰宏(前経団連金融・資本市場委員会資本市場部会長)が参加。

(注3) 推計は、GPIFおよびGSIA(Global Sustainable Investment Alliance)公表S2018 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEWより算出。

(注4) 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(事務局…金融庁・東京証券取引所)