

「『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》 ～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」の改定に関する提言

2017年1月10日

日本取締役協会

目次

<エグゼクティブ・サマリー>	3
<はしがき>	5
1. 背景	5
2. 本提言の構成	5
<提言>	6
1. 対話の実効性確保と安定株主問題	6
2. 機関投資家の利益相反問題	7
3. 中長期の持続的成長の観点からの対話のあり方	9
4. スチュワードシップ活動の評価のあり方	11
5. 共同エンゲージメント	12
6. 議決権行使助言会社のガバナンスのあり方等	14
<改定案>	15
本提案の作成にあたって	19

＜エグゼクティブ・サマリー＞

本書面は、日本取締役協会による『『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》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』の改定に関する提言であり、スチュワードシップ・コードを巡る問題意識をまとめた＜提言＞、具体的になく改定案＞から構成される。

スチュワードシップ・コードの目的を達成するためには、コードの諸原則を実施する上での前提となる理念の明確化、環境の整備など、依然として解決すべき課題が残されている。そのことを踏まえ、責任ある機関投資家としてのスチュワードシップ活動の質及び実効性を確保し、高める観点から、以下の6点について提言を取りまとめた。これらの中には、必ずしもコードの諸原則自体に含まれるべきものではないものも存しているが、適切な限度で、コードの＜改定案＞にその内容を反映している。

①対話の実効性確保と安定株主問題

政策保有株式を基礎とする安定株主の存在感がわが国では依然として大きいことで、企業と機関投資家との「目的を持った対話」（エンゲージメント）の実効性が阻害されているのではないかとの声もある。かかる声が存在することを踏まえ、機関投資家と会社との建設的対話の実効性を高めていくためにも、政策保有株式を「保有する側」の説明責任が強化されるよう、政策的に誘導することが望ましい。

②機関投資家の利益相反問題

わが国の大手運用会社の多くが金融機関グループに属する実態に鑑み、利益相反の完全な解消は不可能であるが、それによりスチュワードシップ責任を害されることがないよう、機関投資家には利益相反を管理するための実効的な取組みが求められる。具体的には、役職員の人事・報酬制度の独立性、意思決定プロセスの独立性などの運用会社のガバナンスの強化等である。

③中長期の持続的成長の観点からの対話のあり方

企業経営者からは、現状の国内機関投資家との対話の多くは中長期的視点での企業価値向上につながらないとの意見も少なくない。対話における有意義な「気づき」や「指摘」によってその質と実効性を高めるため、機関投資家に所属する個人の意識やスキルの向上とともに、組織としてスチュワードシップ責任を果たすために十分な資源を投入することが強く期待される。

④スチュワードシップ活動の評価のあり方

スチュワードシップ活動の定量的なパフォーマンス評価は困難であるが、機関投資家は顧客や受益者に対して丁寧に説明責任を果たすことが求められる。コーポレートガバナンス・コードにおける取締役会評価と同様に、まずはアセット・マネジャーについても自己評価を実施し、これを対外的にも「見える化」することが期待される。アセット・オーナーの側も、アセット・マネジャーのスチュワードシップ活動を適正に評価することが求められる。

⑤共同エンゲージメント

企業と機関投資家の双方にとって、スチュワードシップ活動をより合理的かつ効果的に実施する手段として、海外では複数の機関投資家が参加する共同エンゲージメントが行われている。わが国でも、金融商品取引法などに留意しながら、実務における共同エンゲージメントの範囲や深度の検討、プラットフォームの構築など、共同エンゲージメントを広く普及させていくための環境整備が求められる。

⑥議決権行使助言会社のガバナンスのあり方について

議決権行使助言会社を利用する場合であっても、機関投資家自身がスチュワードシップ責任を果たすことが求められる。しかしながら、現実には、企業に対する議決権行使助言会社の影響力は大きく、スチュワードシップ・コードの要素の一つとなり得る。そのため、議決権行使助言会社についても堅固なガバナンス体制の構築及び議決権行使助言サービスの質の確保に向けた十分な体制の整備が求められる。

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た責任ある投資家としてスチュワードシップ責任を適切に果たしていくためにも、これらについて必要な対応を行っていくことが求められる。

<はしがき>

1. 背景

本提言は、日本取締役協会(以下、当協会)として、『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》 ～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」についての改定案を提示するものである。

日本版スチュワードシップ・コードの効果として、2014年2月の公表以降、企業と機関投資家との「建設的な対話」(エンゲージメント)が活発化しつつある。他方、それを通じた企業価値の向上や持続的成長の促進、及び機関投資家の中長期的な投資リターンの拡大、その結果としての経済全体の成長という果実を獲得するためには、解決すべき課題も残されている。

当協会では、日本版スチュワードシップ・コードをより発展させ、日本経済全体の持続的成長を促進する観点から専門委員会を設け、独立取締役(独立取締役委員会:富山和彦委員長)、金融(日本の金融の新しい動きを理解し戦略を考える委員会:江原伸好委員長)、企業と機関投資家(投資家との対話委員会:高須武男委員長)それぞれの分野で、最新動向を踏まえた検討を行い、これらの活動に基づいて、2016年7月に「スチュワードシップ・コード検討ワーキンググループ」を立ち上げた。スチュワードシップ・コード検討ワーキンググループでは、企業経営者や機関投資家との意見交換を含めた議論を経て、昨今のコーポレートガバナンスを巡る情勢や企業価値を高めるための企業と投資家とのエンゲージメントにおける機関投資家が果たすべき役割などについて検討を行い、本提言を取りまとめた。

2. 本提言の構成

本提言は、提言及び日本版スチュワードシップ・コードの諸原則の改定案の2部で構成される。

提言では、日本版スチュワードシップ・コードの実効性を高めるために、企業と投資家との対話を阻害する要因や、実務上検討が必要な制度などについて、コード諸原則を検討する上での前提となる環境や制度について述べる。具体的には、対話の阻害要因としての政策保有株式がもたらす安定株主問題、金融機関グループにおける資産運用業の位置づけと利益相反問題、中長期の持続的成長を促進する観点からの対話のあり方、スチュワードシップ活動を発展させるためのアセット・オーナーによるアセット・マネジャーの評価のあり方、議決権行使助言会社のガバナンスのあり方等である。

改定案では、日本版スチュワードシップ・コードが述べる7原則について、提言で検討した問題等を踏まえ、当協会としての改定案を提言するものである。

<提言>

1. 対話の実効性確保と安定株主問題

現行スチュワードシップ・コードによれば、機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、コードの目的である当該企業の企業価値の向上やその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の拡大を図るべきであるとされている(指針1-1)。機関投資家がこのようなスチュワードシップ責任を果たすことは、投資先企業の企業価値の向上を通じて、最終的には経済全体の成長にもつながると考えられる。

このようなコード策定の目的を達成するためには、「目的を持った対話」(エンゲージメント)の実効性を確保することが大変重要である。そのためには、会社をよりよくしようという共通の思いを持ちながら、機関投資家と企業が真摯かつ真剣に対話を行う環境が整備される必要がある。

ところが、わが国には政策保有株式を基礎とする安定株主が存在することで、このような機関投資家による対話の実効性が阻害されているのではないかとの声がある。

安定株主は全体として経営者側をサポートする株主として行動する可能性が高い一方で、現行スチュワードシップ・コードでは機関投資家による共同エンゲージメントは明文化されていないため、現状では、機関投資家の多くは基本的には単独で行動しているのが実態である。したがって、現段階においては、安定株主と機関投資家との株式保有比率の較差以上に、安定株主の影響力は大きいのではないかと思われる。

この点、現行のコーポレートガバナンス・コードでは、政策保有株式を「保有する側」の説明責任について定めを置いている(原則1-4)が、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの下で、機関投資家と会社との建設的対話の実効性を高めていくためには、政策保有株式を「保有する側」の説明責任を強化していくと共に、その議決権行使についても、かりそめにも盲目的に経営者側を支持するようなことがないよう、十分な説明責任を果たすように政策的に誘導していくことが望ましい。更に、持ち合い株式の売却に際しての株式譲渡益課税の軽減など、政策保有株式の総量を全体として減少させていくような政策を講じていくことも検討に値するものと思われる。

2. 機関投資家の利益相反問題

機関投資家によるスチュワードシップ活動は、インベストメント・チェーンを俯瞰して価値創造を高めるための源泉である。機関投資家には、受託者責任(フィデューシャリー・デューティー)に基づいて、スチュワードシップ責任をしっかりと果たすことが求められる。

ところが、現実には、機関投資家はステークホルダーとの間で利益相反問題を抱えている場合が少なくなく、結果として受託者責任が十分果たされていないという批判もなされている。アセット・マネジャーについては、わが国の運用会社の多くは金融機関グループに所属するため、事業会社を顧客とする親会社(銀行、証券、保険、持株会社)と、このような事業会社に対して年金基金等のアセット・オーナーや個人投資家などから預かった資金を投資する運用会社との間では、利益相反が生じることが少なくない。アセット・オーナーについては、特にそれが企業年金であるの場合には、母体企業との間で、制度自体のあり方として利益相反を内含している。

エンゲージメントの一環である議決権行使はもっとも重要な株主行動であるが、利益相反を十分に管理できないままでは、機関投資家が十分なスチュワードシップ責任を果たせない場合も懸念される。反対票を投じたアセット・マネジャーに対して金融機関グループの親会社やその顧客から有形無形の圧力がかかるおそれがあることも否定できない。また、企業年金の場合には、母体企業に対する議決権行使に際して客観的な判断を行うことができるのかについても疑問が残る。昨今議論が高まっている機関投資家側の議決権行使結果の個別開示についても、利益相反の管理が不十分なままでは、機関投資家の自由で客観的な判断を制約する圧力がかかる可能性も否定できない。利益相反を実効的に管理することは、機関投資家のスチュワードシップ責任の透明性と説明責任を向上させる手段として非常に有効である。

利益相反問題は、組織の成り立ちから所与のものとして存在するため、利益相反状態を完全に解消することは不可能であろう。しかしながら、利益相反関係が原因となって、受託者責任やスチュワードシップ責任を果たすことが阻害されることがないよう、利益相反を管理するための実効的な取組みを推し進めていくことが必要である。そのために、アセット・マネジャーやアセット・オーナー自身の取組みだけではなく、アセット・マネジャーが所属する金融機関グループ、企業年金と母体企業、さらにこれらの当事者を所管する監督官庁を含めて環境整備に取り組むことが求められる。

このような観点から、本提言では、利益相反管理のための対応のあり得る具体例として以下の三点を提示する。

- ・ 人事・報酬制度の独立性

わが国の投資運用業の発展のためには、金融機関グループを構成する運用会社が果たす役割は重要である。他方、運用会社の受託者責任の充足や専門性向上のためには、人事・報酬制度において、運用会社とその親会社やグループ内の他の金融機関から一定の独立性を有している必要がある。従って、グループ経営の観点から、親会社等が運用会社にその経営陣を派遣する場合であっても、派遣される人材には市場や投資に精通した経験や専門性が備わっていることが求められる。また、運用会社の経営陣の報酬は、基本的に、親会社やグループ全体の業績によるのではなく、運用会社自身の業績に基づいて評価されるべきである。

- ・ 意思決定プロセスの独立性

利益相反管理の透明性を向上させ、説明責任を充足させるためには、運用会社の運用に係る意思決定プロセスについて、親会社やグループ内の他の金融機関からの独立性及び透明性が確保される必要がある。そのための手段として、例えば、取締役会への複数の独立社外取締役の登用、利益相反管理や

投資先企業の議決権行使のポリシー策定やモニタリングを行う委員会の設置と当該委員会への独立社外委員の登用などは有効であると考えられる。さらに、このような会議の議事録を作成、保存しておくことは、顧客や当局等に対する説明責任を果たす上でも有用である。

- 議決権行使の個別開示

本提言は、機関投資家による議決権行使の個別開示については、必ずしもコードで強く要請するのではなく、必要に応じて機関投資家が判断することが望ましいとの立場に立つ。しかしながら、金融機関グループを構成する運用会社、あるいは一つのエンティティ内に法人営業部門と運用部門とが併存する業態の運用会社に対しては、利益相反関係についての顧客等からの懸念がより強くなる可能性もあるところ、議決権行使内容の個別開示を行うことは、投資先企業への議決権行使についての透明性の向上につながり、このような懸念に対する反証として有効な手段となると考えられる。

3. 中長期の持続的成長の観点からの対話のあり方

現行スチュワードシップ・コード原則4においては、機関投資家と投資先企業との間の建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)を通じて、認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めることが求められている。具体的には、かかる対話は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的(指針4-1)とすることが期待されている。そのため、スチュワードシップ・コードの目的を達成するためには、中長期的な企業価値向上と投資リターンにつなげる観点から、機関投資家と投資先企業との「目的を持った対話」(エンゲージメント)が実効性を有するものでなければならない。

ところが、本提言をまとめる過程において、経営者側から出てきた意見のなかには、機関投資家の側は短期的なリターンや目先の業績にこだわる傾向が強く、中長期的視点での企業価値向上にあまり関心がないとの指摘が多かった。例えば、今期・来期の業績ばかりに着目するあまり、中長期での事業戦略への意識が薄いといった指摘や、機関投資家側のスチュワードシップ・コード対応の一環として対話を行うことが目的化して形式主義に陥り、実質的な対話が行われていないとの厳しい意見も見られた。

スチュワードシップ責任の中核をなすエンゲージメントの質を高めるためには、機関投資家側のガバナンスの改善、機関投資家に所属する個人(アナリスト、ファンド・マネジャー等)の意識やスキルの向上が必要不可欠である。他方、機関投資家側の体制整備や能力向上のためには、このような分野への十分な資源(人員、資金)の投入も必要となる。従来、機関投資家の側においても、スチュワードシップ責任は議決権行使に関わる事務処理についての責任に過ぎないとの意識も少なくなかったと思われるところ、これが中長期のパフォーマンスにも影響を与え得る要因であるとの意識が共有化されれば、機関投資家側の人員の配置と能力向上のためのトレーニング、そのために必要な資金の投入も常識となってくるはずである。

わが国上場企業の経営者の多くは、株主やステークホルダー、さらには市場から、グローバルな競争環境下における事業戦略の策定及び遂行、企業価値の持続的向上を求められている。しかしながら、残念なことに、わが国の機関投資家の多くは、国内市場にしか眼を向けず、グローバルな視点での競争環境や企業の比較分析を行うための能力やスキルを十分有しているとはいえないのが実態である。例えば、国内系の運用会社の多くでは、外国株式の運用は提携先の海外運用機関のファンドに再委託する等しているため、グローバルセクターでの企業分析が行えるアナリストやそれに基づく投資判断を行うことのできるファンド・マネジャーの人員は多いとはいえず、運用会社内部での教育・指導体制やトレーニング環境も整っていない。これに対して、上場会社の多くは、グローバルセクターで競争を戦っているため、上場会社の経営者からすれば、国内市場の経験しかない機関投資家との対話からは、有意義な「気づき」や「指摘」を得ることができないという不満も少なくない。

機関投資家と企業との対話を、単なる説明や質問の場に終わらせず、目的を持った建設的なエンゲージメントとするためには、企業経営者と機関投資家とが同じ目線で議論できることが肝要である。そのため、現行スチュワードシップ・コード原則7で述べられているように、機関投資家が実力を備えるには、十分な資源の投入等を積極的に行っていく必要がある。

なお、パッシブ運用においては、コストを抑制する観点からエンゲージメント活動を限定的なものとしたという要請がある一方で、性質上、銘柄の入替えによる運用資産の価値の増加の可能性が制限されることから、むしろエンゲージメント活動によって積極的に運用資産の価値の向上を図るべきという考え方も成り立ち得るところである。パッシブ運用であるからといって一律にエンゲージメント活動に取り組む必要がない(あるいは、取り組んではならない)というものではなく、運用方針によっては積極的にエンゲージメント活動に取り組むことが求められる場合もあることを踏まえて、主としてパッシブ運用を行う機関投資家においても、エンゲージメントに関するスチュワ

ードシップ責任を果たすことが求められる。

このような取組みはコストを伴うものであるが、その効果はインベストメント・チェーン全体の価値向上にもつながるものである。したがって、アセット・マネジャーの実力向上のための取組みは、アセット・オーナーの利益にもつながるという理解を持って、必要なコストの適切な配分や負担について検討すべきである。

4. スチュワードシップ活動の評価のあり方

インベストメント・チェーンにおいては、アセット・オーナーが積極的にステークホルダー活動に関与することにより、運用委託先のアセット・マネジャーが一層の活動や能力向上のための取組みに注力することにつながる。しかしながら、スチュワードシップ活動の性格は、アセット・オーナーとアセット・マネジャーとでは大きく異なる。

アセット・マネジャーは、アセット・オーナー等の顧客から資金の運用等を受託して自ら企業に対する投資判断を行う立場である。そのため、投資先企業に対するエンゲージメントの品質を向上させ、投資リターンを確保した上で、アセット・オーナーに対する説明責任を果たすことが、スチュワードシップ活動の大きな柱である。

これに対して、保険会社や一部の年金基金のように自家運用を行う権限と体制が整備されているところを除き、アセット・オーナーの中で、多くの年金基金(公的であるか私的であるかを問わない)等では、具体的なエンゲージメント活動はアセット・マネジャーに委託しているところが多い。このような場合には、アセット・オーナーの果たすスチュワードシップ責任は、自ら投資先企業に対して働き掛けを行うというよりも、アセット・マネジャーのスチュワードシップ活動を監督し、評価することに重点が置かれる。スチュワードシップ活動は中長期的な視点で行われるべきものであるため、その評価を短期的な視点で行ってしまうと、スチュワードシップ・コードに逆行する短期主義を助長してしまう恐れもある。そのため、アセット・オーナーには、中長期的な視点を持ってアセット・マネジャーを監督しつつ、一定期間ごとにアセット・マネジャーの定期的評価(例えば、一年に一回等)を行うことが求められる。また、アセット・マネジャーによるスチュワードシップ活動は、投資活動とは異なり定量的なパフォーマンス評価が困難であり、定性的な評価も必要になる。しかしながら、現時点では、スチュワードシップ活動の評価方法についてはまだ確立しているとは言えず、アセット・オーナーにおいて模索されているのが実態である。

わが国では、機関投資家と企業との対話の多くがアセット・マネジャーによって行われていることに鑑みれば、資金提供者であるアセット・オーナーがアセット・マネジャーのスチュワードシップ活動を適正に評価する手法を構築することが必要である。その前提としては、コーポレートガバナンス・コードにおける取締役会の実効性に関する自己評価と同様に、スチュワードシップ・コードにおけるアセット・マネジャーの自己評価に際しても、スチュワードシップ活動を実施するに当たっての目的・目標を明確化(「見える化」)することが肝要である。

5. 共同エンゲージメント

英国においてスチュワードシップ・コードの導入に伴い発展した実務の一つが、共同エンゲージメントである。これにより、例えば銀行の高額報酬問題等に関して機関投資家が議論する場ができたこととされ、現在では、共同エンゲージメントのプラットフォームとして、フォーマルあるいはインフォーマルな形で機関投資家の団体が存在するに至っている。

他方、わが国においては、アセット・マネジャーについては、日本投資顧問業協会や投資信託協会等の業態による団体が存在するが、これらの組織は、主として業規制への対応や政策提言を行うにとどまっている。また、アセット・オーナーについては、企業年金連合会や地方公務員共済組合連合会等の連合会組織が存在するが、監督省庁横断的に年金基金全体が参加する団体は存在せず、連絡協議会のような組織も事実上稼働していない状況である。

これに対して、スチュワードシップ・コードの実効性を確保する観点からは、「責任ある投資家」という業態横断的な活動を通じて、機関投資家の存在感や影響力を高めることの有効性も高い。このような観点から、機関投資家団体は、スチュワードシップ活動の実効性を高めるという共通の目的を持つ団体として、スチュワードシップ・コード第 7 原則に述べられている機関投資家の実力具備の機会ともなり得る。

「責任ある投資家」としての機関投資家団体に期待される役割は、以下のとおりである。

- ・ 企業とのエンゲージメント
 - 企業と投資家が双方向でアクセスできる場を提供し、投資家の意見を交換し集約する。
- ・ 参加者間での情報・意見交換
 - フォーラムに参加する投資家の間での情報・意見交換、人的交流等を通じて、個々の機関投資家によるスチュワードシップ活動の質の向上、活性化を図る。
- ・ 非参加投資家とのエンゲージメント
 - スチュワードシップ・コードの受入れを表明していない機関投資家を含む、フォーラムに参加していない投資家との意見交換・情報提供を行い、そのことを通じて市場全体でのスチュワードシップ活動の活性化を図る。
- ・ 政策立案者とのエンゲージメント
 - 「責任ある投資家」に関連する制度の設計に関して、投資家の意見の交換や集約、政策立案者との議論や提案を行う。
- ・ 海外投資家とのエンゲージメント
 - 日本市場に投資する海外投資家との交流を深めることで、スチュワードシップ活動の効果を高め、国際水準の実力や経験の習得にも寄与する。

また、この機関投資家の団体は、共同エンゲージメントのプラットフォームとしても機能し得る。

前述のとおり、英国版スチュワードシップ・コード第 5 原則で共同エンゲージメントについて記載されたことにより、共同エンゲージメントの位置付けが明確になり、実務も発展した。他方、日本版スチュワードシップ・コードでは、原則において共同エンゲージメントに関する言及がなされていないため、その実施に躊躇を覚える機関投資家も少なくない。特に、わが国では機関投資家の多くが金融グループに属する運用会社であり、グループの垣根を越えた意見交換や連携の習慣が少なかったという背景もあり、

共同行動には消極的な土壌も存在した。しかしながら、わが国においても、スチュワードシップ・コードによりエンゲージメントが発展する中、より効率的にその効果を発揮させるために、共同エンゲージメントの必要性についての議論が高まっている。特に、安定株主が存在する日本では、共同エンゲージメントの効果も高いと考えられ、第7原則指針7-3でも、その有効性について既に言及されているところである。コードの実務が発展するなかで、エンゲージメントの効率性と実効性を確保するためには、このような共同エンゲージメントの重要性は高い。

さらに、海外投資家を中心に、日本の制度に対する懸念が示されることがある。すなわち、共同エンゲージメントにおける権利行使についての「合意」がある場合には、大量保有報告制度における共同保有者、公開買付制度における特別関係者として規制の適用を受ける可能性があるとの懸念や、重要提案行為等を行うことを保有の目的とすると判断される場合には大量保有報告制度における特例報告制度を利用できないこととなるとの懸念等である。これらの点については、メインストリームのグローバル投資家が、母国市場において実施しているような共同エンゲージメントを、日本市場では実施できないとするものではないと解される。

このような観点から、企業と投資家との間の共同エンゲージメントについては、その程度や範囲について以下の4段階に分類して、法律上のリスクなどを検討する必要がある。

- ① 一般的な論点についての意見交換
- ② 個別企業の問題についての意見交換
- ③ 個別企業との共同での面談
- ④ 個別企業における共同での権利行使

これらのうち、①及び②はわが国においても実施することが可能である。他方、③については面談の場での提案の方法や内容如何により、また、④についてはその行使される権利の内容により、特別関係者や共同保有者に該当すると判断されるおそれがあり、公開買付規制や大量保有報告規制上の対応が難しくなる可能性があるが、そのこと自体は、欧米各国においても概ね同様である。

以上を踏まえ、わが国でも、金融商品取引法の規制などに留意しながら、実務における共同エンゲージメントの範囲や深度の検討、プラットフォームの構築など、共同エンゲージメントを広く普及させていくための環境整備が求められる。

6. 議決権行使助言会社のガバナンスのあり方等

近時、上場会社において(海外)機関投資家株主の存在感が増すにつれ、議決権行使助言会社による議決権行使に関する助言が果たして適切になされているか、また、そもそも議決権行使助言会社自体のガバナンスにも問題があるのではないかということが、世界的に問題となるに至っている。この点、現行スチュワードシップ・コードでは、その序文第8項第2文において、「また、本コードは機関投資家から業務の委託を受ける議決権行使助言会社等に対してもあてはまるものである。」と定められているところであるが、機関投資家と投資先企業との対話及び機関投資家によるエンゲージメントを実効性の高いものにしていく上でも、議決権行使助言会社が堅固なガバナンス体制を構築しているか否か、また、議決権行使助言会社による議決権行使助言が適切になされているか否かの検証(特に、各国の会社法制の相違を十分に考慮に入れないうまま、米国における議決権行使基準をそのままわが国にも適用してしまっているのではないかという点や、余りに機械的・形式的判断が目立つのではないかという点、更には特にわが国における議決権行使助言サービスの提供体制自体が人的資源等の面で不十分なのではないか、といった点¹についての検証)や、その結果を踏まえた議決権行使助言会社の議決権行使助言サービスの質の確保についても十分な検討が必要なのではないかと思われる²。

なお、機関投資家が議決権行使助言会社を利用する場合においても、機関投資家の責務が免除されたり、委譲されたりするものではないことに十分留意すべきことは当然である。

-
- 1 一部では、繁忙期には学生アルバイトを利用して株主総会議案の形式基準のチェックをさせているような実態があるのではないかとすら指摘されている(株主総会の集中開催時期前の繁忙期に、総会議案の形式基準のチェックを行わせるべく大学生アルバイトを利用している議決権行使助言会社の例も指摘されている。金融審議会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」議事録〔柴田メンバー発言〕(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/s_group/gijiroku/20081021.html)参照)。
- 2 なお、この点、米国連邦議会では、現在、機関投資家向けに投資先企業の株主総会に関して賛否の推奨を行う議決権行使助言業者の業務の適正化に関する法案である「コーポレートガバナンスの改革と透明化に関する法律案」(The Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016 (H.R. 5311) が審議されている(2016年6月16日に下院金融サービス委員会で可決)。同法案では、例えば、上場企業は、その株主総会議案に関して議決権行使助言業者が作成するレポートを総会前に閲覧することができ、賛否推奨内容に意見を述べる機会が与えられる旨や、議決権行使助言業者は、組織内部に内部監査人を設け、助言の正確さに関する意見等が適切に反映されているかを審査すべき旨等が盛り込まれており、わが国でも、同法案の内容等を参考に、議決権行使助言会社のガバナンスのあり方等について、場合によっては法規制を含めた一定の規律付けを行うことを検討すべきである。

<改定案>

<p>「責任ある機関投資家」の諸原則 ≪日本版ステュワードシップ・コード≫ ～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～ (現行)</p>	<p>「責任ある機関投資家」の諸原則 ≪日本版ステュワードシップ・コード≫ ～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～ (改定案)</p>
<p>3 頁 本コードの目的 8. 本コードの対象とする機関投資家は、基本的に、日本の上場株式に投資する機関投資家を念頭に置いている。また、本コードは、機関投資家から業務の委託を受ける議決権行使助言会社等に対してもあてはまるものである。</p>	<p>8. 本コードの対象とする機関投資家は、基本的に、日本の上場株式に投資する機関投資家を念頭に置いている。また、本コードは、機関投資家から業務の委託を受ける議決権行使助言会社等に対しても<u>同様に</u>あてはまるものである。以下、「機関投資家」として言及されている箇所は、<u>全て議決権行使助言会社にも、必要に応じて読み替えられた上で適宜準用される。</u></p>
<p>6 頁 本コードの原則 7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やステュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための<u>実力を備えるべきである。</u></p>	<p>7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やステュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うために<u>十分な経営資源を投入し、実力を備えるべきである。</u></p>
<p>8 頁 [新設]</p>	<p>2-3. <u>資産運用者としての機関投資家については、親会社や所属する企業グループの顧客との関係で、利益相反が発生する場合が少なくない。この場合には、指針2-2で定める方針については、利益相反が想定され得る個別具体的な企業名を列挙するのではなく、利益相反が発生し得る一般的な条件や状況について記述し、より幅広く利益相反を管理することが望ましい。</u></p>
<p>[新設]</p>	<p>2-4. <u>資産保有者としての機関投資家については、特に企業年金の場合には、母体企業との関係で利益相反が存在している。この場合には、利益相反の存在が企業年金のステュワードシップ活動に影響を与えないよう、例えば、議決権行使等の具体的活動における行動方針を定めることが望ましい。</u></p>
<p>9 頁 3-1. 機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長に向けてステ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ることが重要である。</p>	<p>3-1. 機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長に向けてステ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ることが重要である。<u>その場合には、短期的視点に陥らないよう注意を払うことが重要である。</u></p>

<p style="text-align: center;">「責任ある機関投資家」の諸原則 ≪日本版ステュワードシップ・コード≫ ～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～ (現行)</p>	<p style="text-align: center;">「責任ある機関投資家」の諸原則 ≪日本版ステュワードシップ・コード≫ ～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～ (改定案)</p>
<p>10 頁</p> <p>4-1. 機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話を、投資先企業との間で建設的に行うことを通じて、当該企業と認識の共有を図るよう努めるべきである。なお、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、当該企業の企業価値が毀損される又はその中長期的な向上が阻害されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる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。</p>	<p>4-1. 機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話、投資先企業との間で建設的に行うことを通じて、当該企業と認識の共有を図るよう努めるべきである。なお、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、当該企業の企業価値が毀損される又はその中長期的な向上が阻害されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる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。<u>その際、投資先企業の個別の特性や状況等を無視して一律の数値基準を適用したり、対話を行うこと自体が目的であるかのような「形式主義」に陥ることのないよう留意すべきである。</u></p>
<p>4-2. 以上を踏まえ、機関投資家は、実際に起こり得る様々な局面に応じ、投資先企業との間でどのように対話を行うのかなどについて、あらかじめ明確な方針を持つべきである。</p>	<p>4-2. 以上を踏まえ、機関投資家は、実際に起こり得る様々な局面に応じ、投資先企業との間でどのように対話を行うのかなどについて、あらかじめ明確な方針を持つべきである。<u>例えば、投資先企業との状況に応じてより深い対話を行う場合もあり得るため、局面に応じた具体的な行動指針を予め検討しておくことも重要である。</u></p>
<p>脚注6. <u>その際、対話を行うこと自体が目的であるかのような「形式主義」に陥ることのないよう留意すべきである。</u></p>	<p>[削除] 注：本注釈は、大変重要であり、本文で明記して強調することが望ましい。</p>
<p>11 頁</p> <p>5-3. 機関投資家は、議決権の行使結果を、<u>議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。</u>こうした公表は、機関投資家がステ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を行使しているか否かについての可視性を高める上で重要である。 <u>ただし、ステュワードシップ責任を果たすに当たり、どのような活動に重点を置くかは、自らのステュワードシップ責任を果たすための方針、運用方針、顧客・受益者の特性等により様々に異なり得るものであるため、こうした点に照らし、前記の集計公表に代わる他の方法により議決権の行使結果を公表する方が、自らのステュワードシップ活動全体についてよりの確な理解を得られると考えられる場合には、その理由を説明しつつ、当該他の方法により議決権行使結果の公表を行うことも考えられる。</u></p>	<p>5-3. 機関投資家は、議決権の行使結果を公表すべきである。こうした公表は、機関投資家がステ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を行使しているか否かについての可視性を高める上で重要である。 <u>議決権の行使結果の公表は、議案の主な種類ごとに整理・集計する方法、個別企業の個別議案毎に賛否を公表する方法、さらには個別議案毎に賛否を公表した上で個別の判定理由についても公表する方法等が考えられる。</u>機関投資家は、それぞれの立場、運用方針、顧客・受益者の特性や戦略等を踏まえ、最適な公表方法を検討すべきである。</p>

<p style="text-align: center;">「責任ある機関投資家」の諸原則 ≪日本版ステュワードシップ・コード≫ ～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～ (現行)</p>	<p style="text-align: center;">「責任ある機関投資家」の諸原則 ≪日本版ステュワードシップ・コード≫ ～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～ (改定案)</p>
<p>5-4. 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。</p>	<p>5-4. 機関投資家は、議決権行使助言会社等のサービスを利用する場合であっても、<u>このようなサービス・プロバイダーに対して自らのステュワードシップ責任を委譲することはできない。</u>そのため、機関投資家は、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。また、<u>議決権行使助言会社は、十分な経営資源を投入した上で、会社法をはじめとする各企業が遵守すべき法規制の内容及び各企業の個別具体的な状況を的確に把握した上で、それらを踏まえて、適切に議決権行使に関するサービスを提供すべきである。</u></p>
<p>12 頁</p> <p>6-4. なお、機関投資家は、議決権の行使活動を含むステュワードシップ活動について、ステュワードシップ責任を果たすために必要な範囲において記録に残すべきである。</p>	<p>6-4. なお、機関投資家は、議決権の行使活動を含むステュワードシップ活動について、ステュワードシップ責任を果たすために必要な範囲において記録に残すべきである。<u>ただし、記録を残すこと自体が目的となってしまうことは適切ではなく、対話の内容ではなく、対話の回数や時間等に重点が置かれることとならないよう留意すべきである。</u></p>
<p>13 頁</p> <p>原則7 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やステュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための<u>実力を備えるべきである。</u></p>	<p>原則7 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やステュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うために<u>十分な経営資源を投入し、実力を備えるべきである。</u></p>
<p>7-2. このため、機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきである。</p>	<p>7-2. このため、機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために<u>十分な経営資源を投入した上で</u>必要な体制の整備を行うべきである。</p>
<p>7-3. こうした対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。また、機関投資家は、過去に行った投資先企業との対話やステュワードシップ活動に伴う判断の幾つかについて、これらが適切であったか否かを適宜の時期に省みることにより、ステュワードシップ責任を</p>	<p>7-3. こうした対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。<u>さらに、複数の投資家が協調して投資先企業との目的を持った対話を行うこと（共同エンゲージメント）が有益であると考えられる場合には、金融商品取引法等の関連法令の適用関係に留意しつつも、積極</u></p>

<p>「責任ある機関投資家」の諸原則 ≪日本版ステュワードシップ・コード≫ ～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～ (現行)</p>	<p>「責任ある機関投資家」の諸原則 ≪日本版ステュワードシップ・コード≫ ～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～ (改定案)</p>
<p>果たすための方針や議決権行使の方針の改善につなげるなど、将来のステュワードシップ活動がより適切なものとなるよう努めるべきである。</p>	<p><u>的に共同エンゲージメントを実施すべきである。</u>また、機関投資家は、過去に行った投資先企業との対話やステュワードシップ活動に伴う判断の幾つかについて、これらが適切であったか否かを適宜の時期に省みることにより、ステュワードシップ責任を果たすための方針や議決権行使の方針の改善につなげるなど、将来のステュワードシップ活動がより適切なものとなるよう努めるべきである。</p>

本提案の作成にあたって

(五十音順・敬称略)

投資家との対話委員会

委員長 高須武男 (株式会社 KADOKAWA 社外取締役)

独立取締役委員会

委員長 富山和彦 (株式会社経営共創基盤 代表取締役 CEO)

日本の金融の新しい動きを理解し戦略を考える委員会

委員長 江原伸好 (ユニゾン・キャピタル株式会社 代表取締役パートナー)

スチュワードシップ・コード検討ワーキンググループ

慶應義塾大学 経済学部教授 小林慶一郎

西村あさひ法律事務所 パートナー 弁護士 (前・東京大学大学院法学政治学研究科教授) 太田洋

西村あさひ法律事務所 パートナー 弁護士 有吉尚哉

日本投資環境研究所 主任研究員 上田亮子