

スチュワードシップ・コードをめぐる状況と フォローアップ会議意見書について

平成29年1月31日
金融庁

目次

- I. スチュワードシップ・コードをめぐる状況
 - 1. 機関投資家による国内株式の運用状況 (P3)
 - 2. スチュワードシップ・コードの受入れ状況 (P4～6)

- II. フォローアップ会議^(注)意見書
 - 1. 会議の概要 (P8)
 - 2. 意見書のポイント (P9)
 - 3. アセットオーナーによる実効的なチェック (P10～11)
 - 4. 運用機関による実効的なスチュワードシップ活動・
運用機関のガバナンス・利益相反管理等 (P12～15)
 - 5. パッシブ運用におけるエンゲージメント等 (P16～17)
 - 6. 議決権行使結果の公表の充実 (P18～20)
 - 7. 運用機関の自己評価 (P21)

(注)「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」

I . スチュワードシップ・コードをめぐる状況

I-1 機関投資家による国内株式の運用状況

アセットオーナー

(単位: 兆円)

公的年金小計 (注1)	40.2
GPIF	30.6
地方公務員共済組合連合会	4.6
全国市町村共済組合連合会	2.0
公立学校共済組合	0.8
警察共済組合	0.5
東京都職員共済組合	0.1
国家公務員共済組合連合会	1.0
日本私立学校振興・共済事業団	0.7
企業年金小計 (注2)	9.7
企業年金連合会	1.7
厚生年金基金 [総数256]	2.1
確定給付企業年金 [基金型619、規約型13,042]	5.9

- (注1) 格付投資情報センター「年金情報」
 (注2) 厚生労働省・企業年金連合会「スチュワードシップ検討会の論点整理」
 企業年金連合会「厚生年金基金の統計」、「確定給付企業年金の統計」
 (注3) 信託協会「信託勘定残高推移」
 (注4) 投資信託協会「株式投信の新商品分類別内訳」
 (注5) 日本投資顧問業協会「投資運用会員の契約資産等の統計」。私募投資信託を含む。
 (注6) 90.0兆円から、公募投資信託分25.0兆円と投資顧問分49.9兆円を差し引き。
 (注7) 生命保険協会「生命保険事業概況」
 (注8) 日本損害保険協会「損害保険会社の概況」
 (注9) 東京証券取引所他「2015年度株式分布状況調査の調査結果について」

運用機関

(平成28年3月末時点)

※ 上場株式の時価総額: 518.6兆円

○ 投資信託・投資顧問・信託銀行等 90.0兆円 (注3)

- ・公募投資信託 25.0兆円 (注4)
- ・投資顧問 49.9兆円 (信託銀行による投資顧問としての運用分を含む) (注5)
- ・信託銀行等 15.1兆円 (注6)

○ 生命保険会社 19.8兆円 (注7)

- ・国内株式の運用残高(一般勘定)上位4社の状況
 日本生命 8.1兆円、明治安田生命 3.6兆円、
 第一生命 3.4兆円、住友生命 1.4兆円

○ 損害保険会社 6.7兆円 (注8)

- ・国内株式の運用残高上位3社の状況
 MS&AD 2.6兆円、東京海上 2.3兆円、SOMPO 1.5兆円

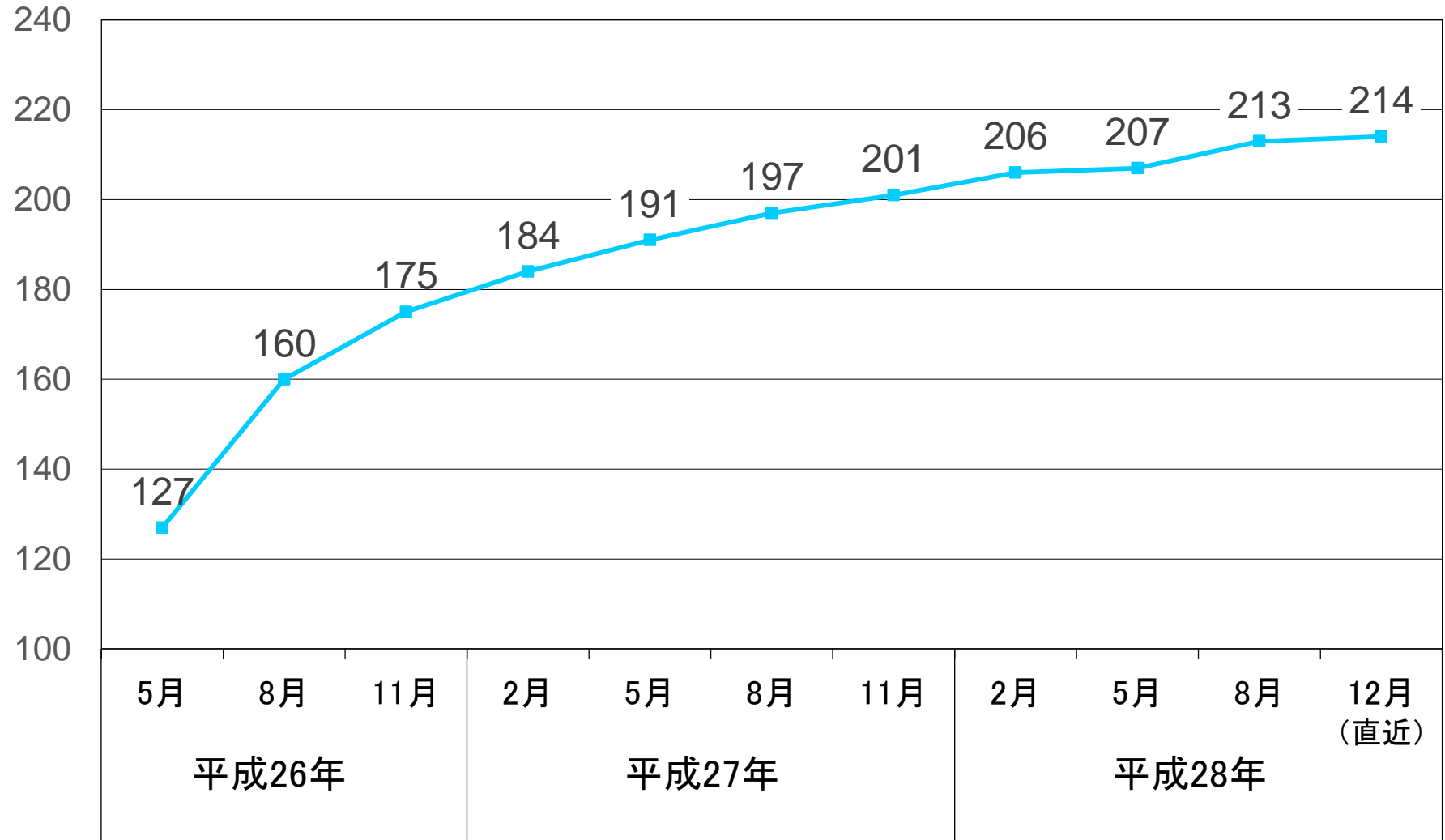
○ 外国法人等 154.5兆円 (注9)

- ・国内株式の運用残高5兆円超の海外機関投資家5社 (注10)
 BlackRock Fund Advisors〈米国〉、State Street Global Advisors〈米国〉、
 The Vanguard Group, Inc.〈米国〉、Norges Bank Investment Management
 (U.K.)〈英国〉、Capital Research & Management Company〈米国〉

- (注10) 経済産業省「平成27年度内外一体の経済成長戦略構築にかかる国際経済調査事業
 (対内直接投資促進体制整備等調査(外国投資ファンド等の動向調査))に関する報告書」
 (株)アイ・アール・ジャパン作成)。なお、国内株式の運用残高は平成28年2月末時点の額。

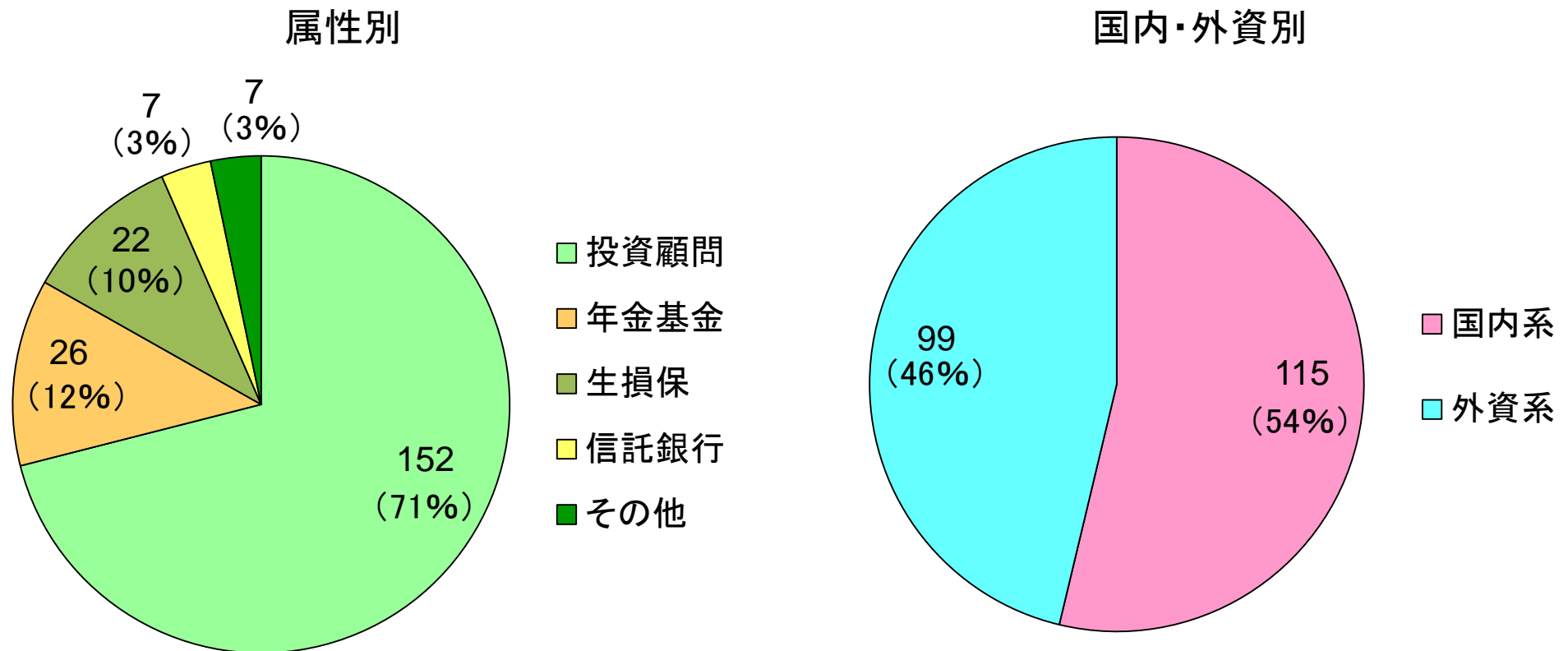
I-2 スチュワードシップ・コードの受入れ状況①

＜スチュワードシップ・コードの受入れ機関数の推移＞



I-2 スチュワードシップ・コードの受入れ状況②

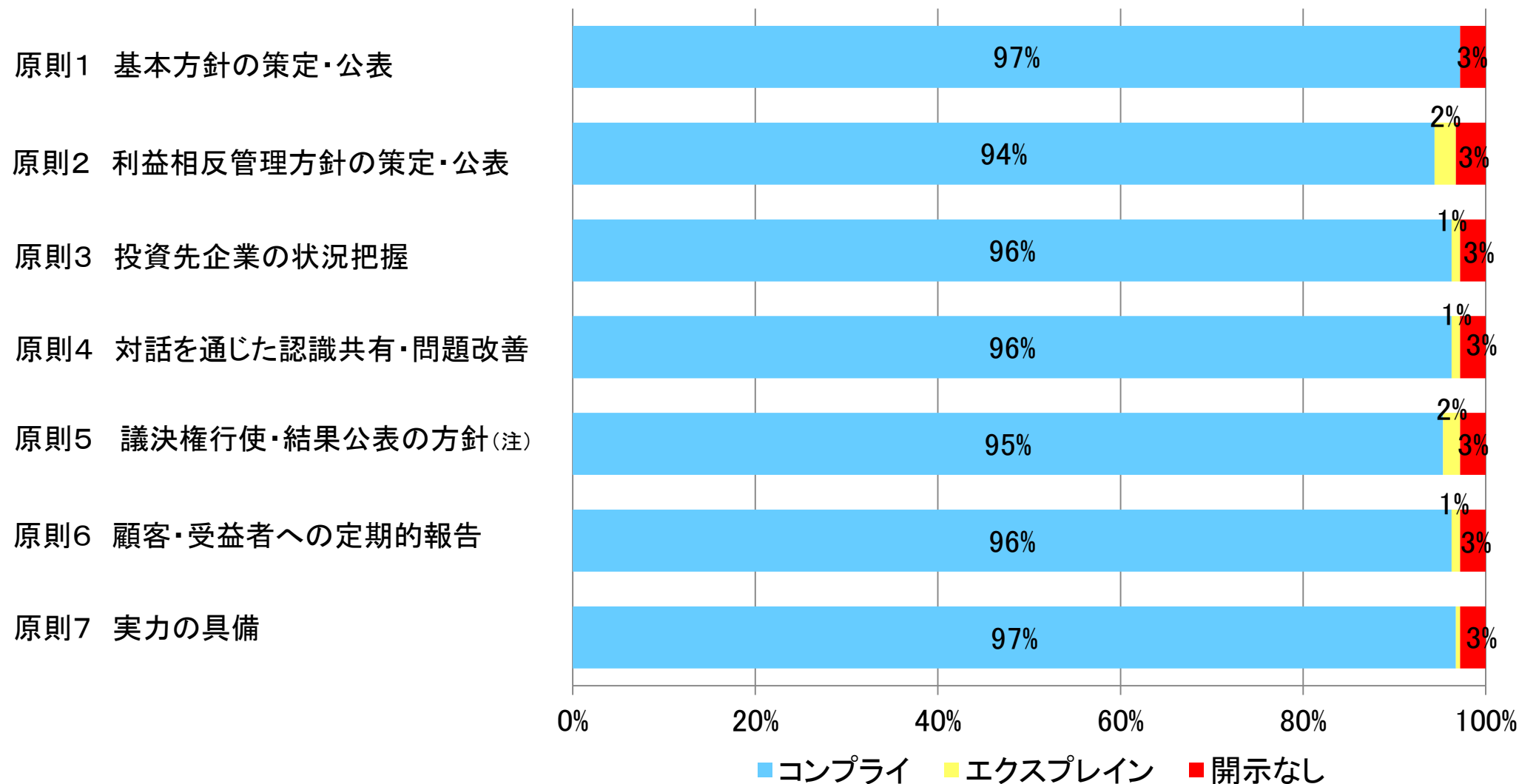
＜スチュワードシップ・コードの受入れ機関の内訳(平成28年12月末)＞



(注)「その他」:議決権行使助言会社、対話型投資会社等

I-2 スチュワードシップ・コードの受入れ状況③

＜各原則に対するコンプライ・エクस्पライン率(平成28年12月末)＞



(注)議決権行使結果の公表状況については後述(p.19参照) 6

Ⅱ. フォローアップ会議意見書

Ⅱ-1 フォローアップ会議の概要

趣旨

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・コードの普及・定着状況をフォローアップするとともに、上場企業のコーポレートガバナンスの更なる充実に向けて、必要な施策を議論・提言することを目的として、金融庁・東京証券取引所を共同事務局とする「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」を設置。

メンバー

座長					平成28年11月30日現在
池尾 和人	慶應義塾大学経済学部教授	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科教授		
メンバー		スコット・キャロン	いちごアセットマネジメント(株)代表取締役社長		
岩間 陽一郎	一般社団法人日本投資顧問業協会会長	高山 与志子	ジェイ・ユース・アイアール(株)マネージング・ディレクター 取締役		
上田 亮子	(株)日本投資環境研究所主任研究員	武井 一浩	弁護士(西村あさひ法律事務所)		
内田 章	東レ(株)顧問	田中 正明	PwCインターナショナル シニア グローバル アドバイザー		
江良 明嗣	ブラックロック・ジャパン(株)運用部門 インベストメント・スチュワードシップ・チーム責任者ウァイス・プレジデント	佃 秀昭	エゴンゼンダー(株)代表取締役社長		
小口 俊朗	ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン(株)代表取締役	富山 和彦	(株)経営共創基盤代表取締役CEO		
川北 英隆	京都大学名誉教授	西山 賢吾	野村證券(株)エクイティ・リサーチ部シニアストラテジスト		
川村 隆	(株)日立製作所名誉会長	オブザーバー			
神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授	竹林 俊憲	法務省民事局参事官		
		安永 崇伸	経済産業省経済産業政策局産業組織課長		

開催状況

第1回(平成27年9月24日)

⇒ コーポレートガバナンス・コードへの全般的な対応状況と今後の会議の運営方針について議論(議論を踏まえ、意見書を公表)。

第2回(10月20日):取締役会等をめぐる論点(1)

第3回(11月24日):政策保有株式をめぐる論点

第4回(12月22日):取締役会等をめぐる論点(2)

第5回(平成28年1月20日):取締役会等をめぐる論点(3)

第6回(2月18日):

① 取締役会等をめぐる論点(4)

⇒ 意見書(会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方)を公表。

② 企業と機関投資家間の建設的な対話(1)

第7回(4月26日):企業と機関投資家間の建設的な対話(2)

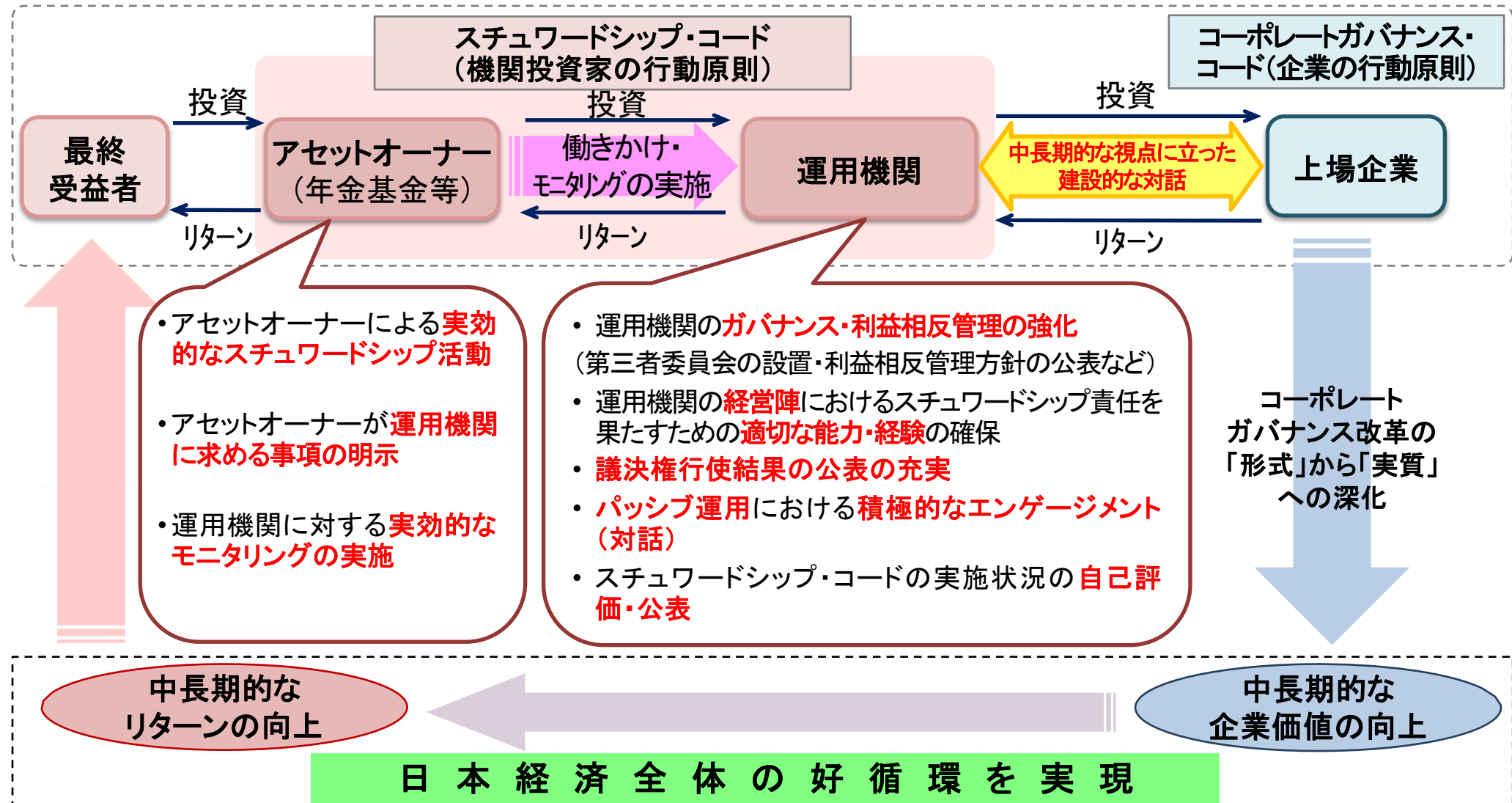
第8回(6月1日):企業と機関投資家間の建設的な対話(3)

第9回(9月23日):企業と機関投資家間の建設的な対話(4)

第10回(11月8日):企業と機関投資家間の建設的な対話(5)

⇒ 意見書(機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方)を公表(11月30日)。

Ⅱ-2 「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方」(フォローアップ会議意見書:平成28年11月30日公表)のポイント



⇒ 意見書(「Ⅳ.おわりに」)抜粋

フォローアップ会議としては、スチュワードシップ責任に関する国際的な議論や同コードに関する実務の動向も踏まえつつ、スチュワードシップ・コードについて、本意見書の内容を踏まえた見直しを期待するものである。

Ⅱ-3 アセットオーナーによる実効的なチェック①

(フォローアップ会議意見書における指摘)

【アセットオーナーによる実効的なチェック】

- アセットオーナーは、最終受益者の利益の確保のため、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。また、自ら直接的に議決権行使を含むスチュワードシップ活動を行わない場合には、運用機関に、実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求めるべきである。
- アセットオーナーは、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明示すべきである。特に大規模なアセットオーナーにおいては、自らがインベストメント・チェーンにおいて置かれている位置・役割を踏まえ、運用機関の方針を検証なく単に採択するのではなく、スチュワードシップ責任を果たす観点から、自ら主体的に検討を行った上で、運用機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確に示すべきである。
- アセットオーナーは、運用機関のスチュワードシップ活動が自らの方針と整合的なものとなっているかについて、運用機関の自己評価なども活用しながら、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。このモニタリングに際しては、運用機関と企業との間の対話の「質」に重点を置くべきであり、運用機関と企業との面談回数、面談時間等の形式的な確認に終始すべきではない。

＜関連するスチュワードシップ・コードの原則＞

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。

ポイント

- アセットオーナーには、運用機関の活動をモニターする責任。
- アセットオーナーは運用機関との委託契約にスチュワードシップ活動に関する規定を設けるべきとの指摘や、運用機関に対して対話の方針を明確に指示し、定期的に結果をフォローすべきとの指摘。
- 企業年金について、リソースがないことを前提としつつ、運用機関に対してのスチュワードシップ活動の説明を求め、監督を行うなど、可能な活動を行うべきとの指摘。

主な回答

- 日本のアセットオーナーは運用機関により実施されるスチュワードシップ活動を積極的に監督し、委託者、受益者に報告すべき。日本のアセットオーナーは、運用機関との投資顧問契約にスチュワードシップ活動に関する規定を置くことが望ましい。(ICGN、国際機関投資家団体)
- 日本のアセットオーナーは運用機関に対して、どのように対話に臨むべきか明確に指示し、定期的にその結果をフォローすべき。(AP4、スウェーデン)
- アセットオーナーは、運用機関の選定に当たって、スチュワードシップ責任を果たすための能力、リソース等を評価し、選定後は運用機関がどのように自らの責任を果たしているのかについて定期的にモニターすべきである。(APG Asset Management、オランダ)
- GPIFが運用機関と投資先企業が対話をするよう促している努力は評価される。(Oasis Management、香港)
- 運用機関はアセットオーナーに投資先企業との対話に関する指示を求めることをルール化してはどうか。これによりアセットオーナーも、対話の重要性をより認識すると考える。(Oasis Management、香港)
- 企業年金は対話のリソースを持たないことを懸念する必要はなく、むしろ企業年金の役割は、アセットマネジャーに対話活動につき説明をさせることである。(Aberdeen Asset、英国)

(フォローアップ会議意見書における指摘)

【運用機関による実効的なスチュワードシップ活動】

- 機関投資家、特に年金基金等のアセットオーナーから運用を受託し、企業との直接の対話の相手方となる運用機関には、短期的な業績動向ばかりにとらわれることなく、中長期的な視点から、深度ある企業評価に基づいて実効的なスチュワードシップ活動を行うことが求められる。また、その際、機関投資家においては、形式的な基準や助言会社のサービスを機械的に適用するのではなく、各企業の状況に着目したきめ細かな判断を行っていくことが重要である。

【運用機関のガバナンスの強化】

- 運用機関は、最終受益者の利益の確保や利益相反防止のため、例えば、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべきである。

【利益相反管理】

- 運用機関は、議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じうる局面を具体的に特定し、それぞれの利益相反を回避したり、その影響を実効的に排除するなど、最終受益者の利益を確保するための措置について具体的な方針を定め、公表すべきである。

【運用機関の経営陣の能力・経験と責務】

- 運用機関の経営陣は、スチュワードシップ責任を実効的に果たすための適切な能力・経験を備えているべきであり、系列の金融グループ内部の論理などに基づいて構成されるべきではない。
- また、運用機関の経営陣は、自らが企業との間の対話の充実や運用機関のガバナンス強化・利益相反管理及びこれらの実行とそのため組織構築・人材育成に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべきである。

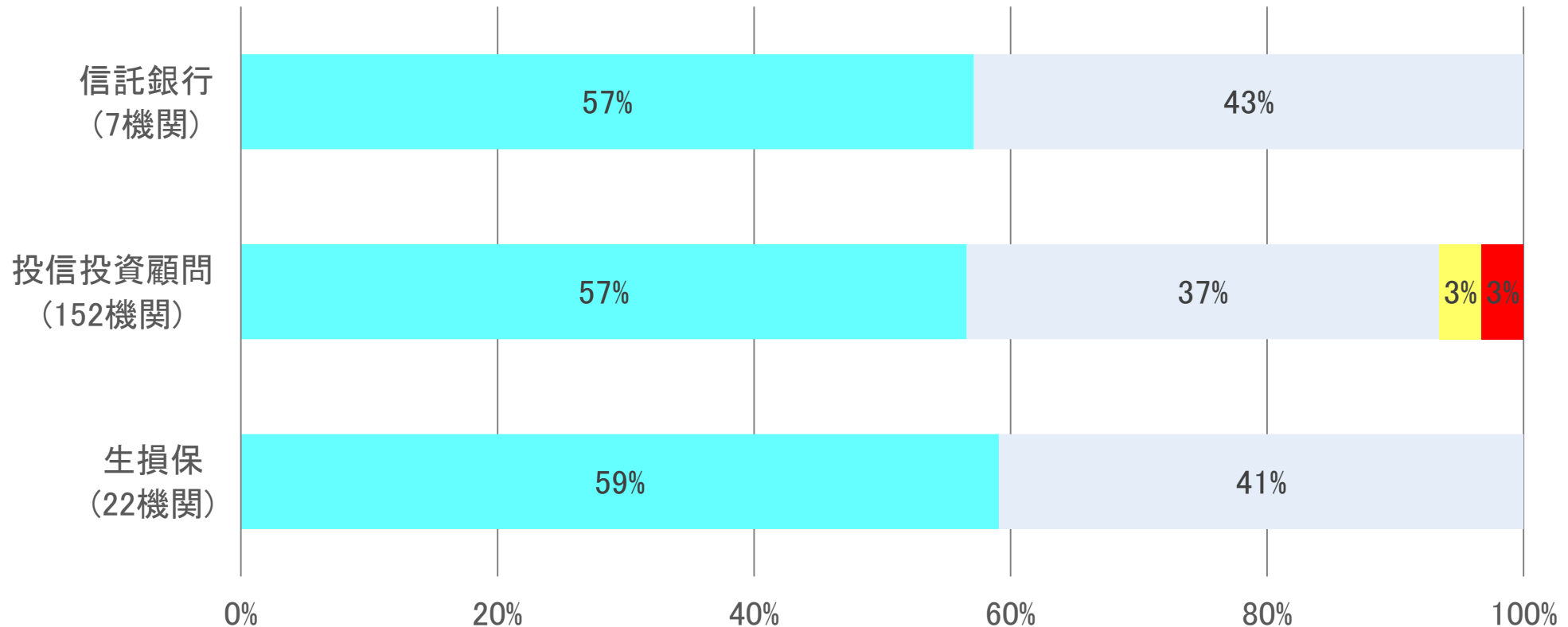
<関連するスチュワードシップ・コードの原則>

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。

Ⅱ-4 運用機関のガバナンス・利益相反管理等②

＜運用機関における利益相反管理方針の公表状況（平成28年12月末）＞



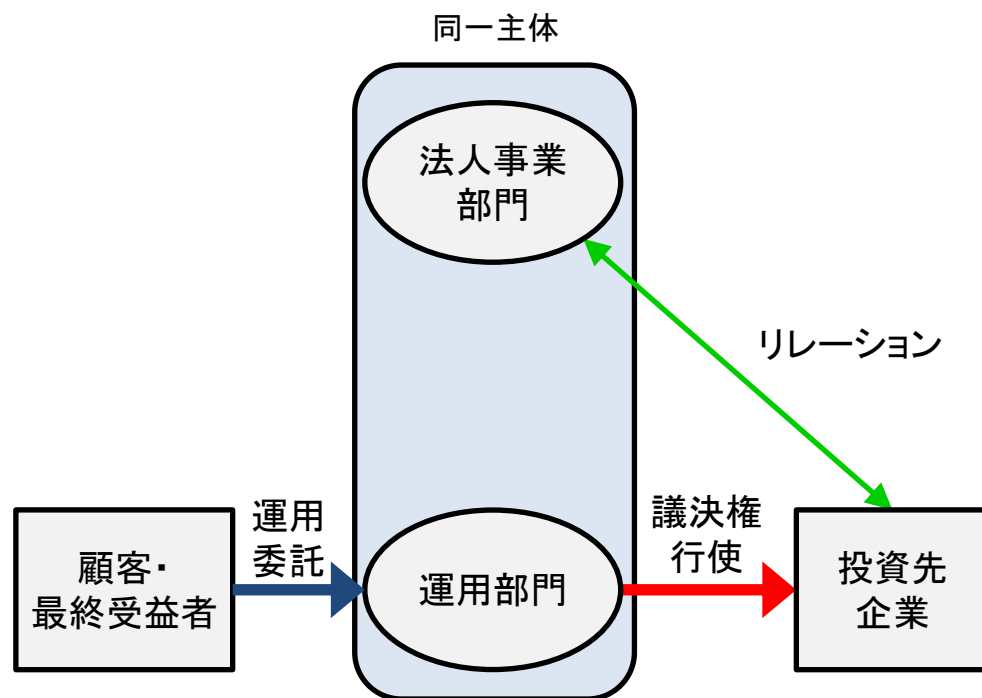
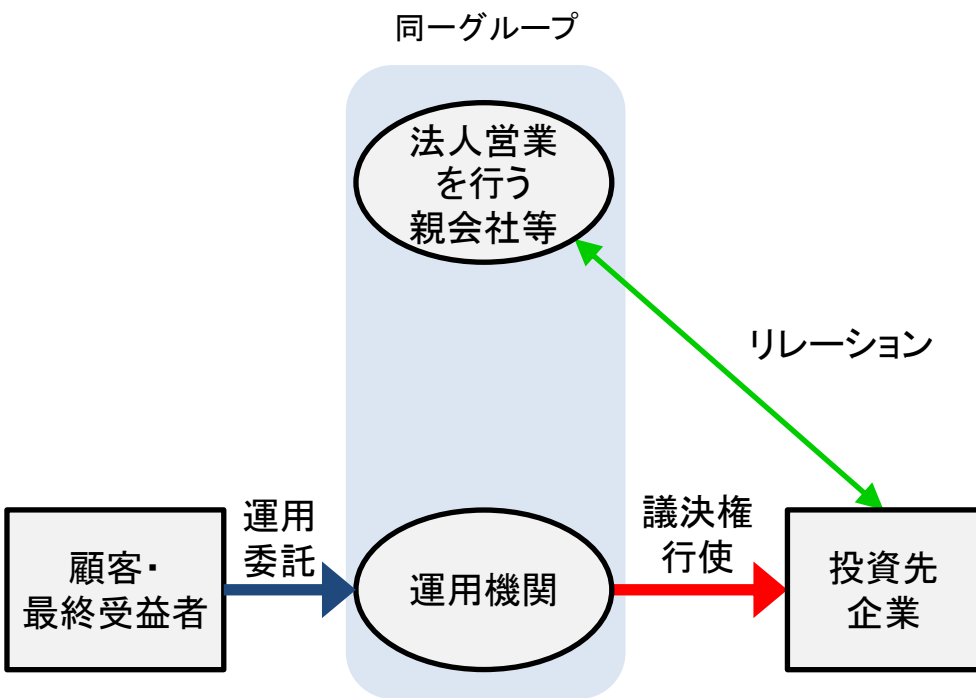
■ 方針中に議決権行使への言及あり ■ 方針中に議決権行使への言及なし ■ エクस्पライン ■ 開示なし

Ⅱ-4 運用機関のガバナンス・利益相反管理等③

フォローアップ会議や金融審議会市場ワーキング・グループにおいて、法人営業を行う親会社等と運用機関が同一グループに存在するケースや、同一主体内に法人事業部門と運用部門を有しているケース等において、議決権行使や対話に影響を及ぼす利益相反が生じるのではないかとこの点について議論。

法人営業を行う親会社等と運用機関が同一グループに存在するケース

同一主体内に法人事業部門と運用部門を有しているケース



【利益相反のおそれがある場合】

運用機関が、投資先企業の議決権行使に当たって、顧客・最終受益者の利益に関わらず、法人営業を行う親会社等の意向を優先して行動する場合

【利益相反のおそれがある場合】

運用部門が、投資先企業の議決権行使に当たって、顧客・最終受益者の利益に関わらず、融資や証券代行、法人営業などを行う法人事業部門の意向を優先して行動する場合

ポイント

- 実効的なスチュワードシップ活動のため、**独立した監督などの堅固なガバナンス体制や利益相反管理が重要。**
- **明確な議決権行使基準を設定し、議決権行使判断を行う独立委員会を設置すべきとの意見があったほか、運用機関の利益相反管理のため、運用機関に親会社が存在する場合に**独立した取締役会**を設置している例などが紹介された。**

主な回答

- ICGNスチュワードシップ原則は、実効的なスチュワードシップ活動の第一歩は運用機関のガバナンスであると規定している。また、利益相反はガバナンスにおける主要な考慮要素である。この他、投資期間、独立した監督、能力、報酬もガバナンスの要素である。利益相反が存在しうる場合、独立した監督等のガバナンス構造は実効的なスチュワードシップ活動の基礎である。(ICGN、国際機関投資家団体)
- 機関投資家の利益相反の問題や、それがスチュワードシップ責任を果たす上でどのように影響するかについて、より議論をすべき。(ACGA、国際機関投資家団体)
- 当社は、オランダのスチュワードシップ・コードの下で、毎年、どのような事例が利益相反として想定され、そうした事例をどのように適切に扱っているかを明確に開示することが求められている。日本の運用機関において、利益相反に該当すると考えられるあらゆる問題を管理するための独立委員会（または類似のもの）を設置することは優れたアイデアである。(APG Asset Management、オランダ)
- 日本の運用機関はほとんどが有力な銀行や生命保険会社の傘下であり、親会社の利益は運用資産の委託者の利益と必ずしも一致していない。親会社と運用機関の間の「チャイニーズ・ウォール」は現実には極めて脆弱である可能性。(Legal & General Investment Management、英国)
- 親会社を有する運用機関は、議決権行使のための明確な定量基準とガイドラインを設定し、更に議決権行使判断を行うための独立委員会を設置すべき。(Oasis Management、香港)
- スウェーデンの銀行傘下にある運用機関は、独立した取締役会(Independent Board)を有している。また、投資先である系列銀行との取引関係について報告をしなければならない。(AP4、スウェーデン)
- 運用機関とその親会社との潜在的な利益相反を適切に管理するため、利益相反を生じうる議案について、独立委員会がレビューすることや、独立委員会による意思決定を開示することによって透明性を確保することを提案する。(北米大手基金)
- 当社の顧客が議決権行使勧誘を行う等、利益相反の可能性がある場合には、議決権行使検証チームが組成され、行使方針に沿った行使か確認が行われ、必要に応じ変更が加えられる。(英国運用機関)

(フォローアップ会議意見書における指摘)

【パッシブ運用におけるエンゲージメント等】

- パッシブ運用は、アクティブ運用と異なり、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値を促す必要性がより高いことから、運用機関等(アセットオーナーを含む、以下同じ)は、より積極的に中長期的視点に立ったエンゲージメント(対話)や議決権行使に取り組むべきである。

＜関連するスチュワードシップ・コードの原則＞

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。

ポイント

- パッシブ運用においては、**株式を売却できず、中長期的な企業価値の向上が必要**であることなどから、**エンゲージメントが重要**。
- ポートフォリオの中に多くの企業が含まれるパッシブ運用の投資先との対話は、運用機関のリソースに応じ、**時価総額が大きく問題がある企業と対話する等の工夫が必要**と指摘。
- **日本のパッシブファンド**はこれまで**対話に積極的でなかった**との指摘。

主な回答

- パッシブファンドは、投資先企業のパフォーマンスが良くない場合であっても株式を売却できない。このため、パッシブファンドは投資先企業の中長期的な価値を対話によって向上させる必要がある。しかし、日本のパッシブファンドはこれまで対話に積極的でなかった。(Oasis Management、香港)
- 機関投資家は受益者の長期的利益のために対話すべきで、企業と長期的な価値の認識を共有することが重要。経営リソースに限られる中、ポートフォリオの中に多くの企業が含まれるパッシブファンドは、対話すべき会社を絞り込む手法を開発すべきである。(ICGN、国際機関投資家団体)
- パッシブファンドとしては、時価総額の大きな問題企業が対象となる。パッシブファンドはアクティブファンドより対話頻度は少なく不定期である。投資額と潜在的リスクの大きさの比較考量から、対話すべき対象先が選別される。活動のレベルは、リソースに応じて決まる。(Aberdeen Asset Management、英国)
- パッシブ投資先との対話は問題企業、特別の事情がある等の企業が対象。当社では、どの業界、会社が問題か年2回ポートフォリオをスクリーニングし、対話すべき先を決定。問題発生時には毎週状況をフォローする。問題の重大性、投資額等から対話すべきか否かを決定。(AP4、スウェーデン)
- パッシブファンドにおける対話の対象は、ガバナンス上の問題の重大さ、取締役会の実績、株式の保有比率、他の企業への波及効果などにより決定する。(北米大手基金)

(フォローアップ会議意見書における指摘)

【議決権行使結果の公表の充実】

- 最終受益者の利益を確保するとともに、自らの取組みの透明性を高めるために、運用機関等は、少なくとも「コンプライ・オア・エクスプレイン」ベースでの対応としては、アセットオーナーへの開示にとどまらず、個別の投資先企業ごと、議案ごとの議決権行使結果を一般に公表することを原則とし、それぞれの運用機関等の置かれた状況により、それが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきであると考えられる。
- 必要と考える場合には、運用機関等が議決権行使の理由を対外的に明確に説明することも、透明性の向上に資するものと考えられる。

<関連するスチュワードシップ・コードの原則>

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。

Ⅱ－6 議決権行使結果の公表の充実②

<議決権行使結果の公表状況(平成28年12月末)>



■ 個別の結果を公表

■ 主な議案の種類ごとに集計結果を公表

■ 会社提案・株主提案の別についてのみ集計結果を公表

■ 集計結果を公表していない理由を説明

■ 公表/説明なし

ポイント

- 受託者としての説明責任を果たす観点から、議決権行使結果の透明性を確保すべき。
- 議決権行使賛否の集計結果のみの開示は、説明責任や利益相反管理の観点から不十分との指摘。
- 回答運用機関においては、個別企業の議決権行使結果について、一般に公表している例が多く、その他の場合も、顧客への報告を行っている。

主な回答

- ICGNステewardシップ原則では議決権行使結果の開示を求めており、一般的には、投資家は個別企業ベースの議決権行使結果を開示すべき。理想的には賛否の理由の概要を示すべき。(ICGN、国際機関投資家団体)
- 集計開示は説明責任や利益相反管理の観点から不十分。当社は議決権行使結果を全て開示している。(Aberdeen Asset Management、英国)
- 日本の機関投資家による累計ベースでの議決権行使結果開示はステークホルダーにとって限られた価値しかない。当行は、ホームページで全ての投資先企業の議決権行使結果を開示している。(Norges Bank、ノルウェー)
- 日本の機関投資家は、委託者の要請により議決権行使ガイドライン及び議決権行使結果を最大限開示すべき。(Oasis Management、香港)
- 当社の顧客には通常個別の議決権行使結果を提出する。顧客への提供を最優先し、一般への開示は行わない。(英国運用機関)
- 当社では、株主総会前に、個別企業レベルの議決権行使結果を公に開示している。(British Columbia Investment、カナダ)
- 透明性は、利益相反の懸念に対処するための最善の解決策である。議決権行使結果の開示は、可能な限り透明であるべきで、集計開示では不十分である。議決権行使結果は、企業毎・議案毎に、また、利益相反を生じうる議案や利益相反が明らかである議案については、その詳細な理由付けとともに示されるべきである。(北米大手基金)
- 運用機関は議決権行使方針及び議案毎の議決権行使結果を開示すべき。当社はウェブサイトですべて開示している。(APG Asset Management、オランダ)

(フォローアップ会議意見書における指摘)

【運用機関の自己評価】

- 運用機関は、持続的な自らのガバナンス体制等の改善に向けて、スチュワードシップ・コードの実施状況を定期的に自己評価し、公表すべきである。このような自己評価は、アセットオーナーが運用機関の選定や評価を行うことにも資すると考えられる。

＜関連するスチュワードシップ・コードの原則＞

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。