

会計・監査ニュースフラッシュ

金融庁、「スチュワードシップ・コード（改訂版）」を公表

2017年5月29日、金融庁は「スチュワードシップ・コード（改訂版）」（以下「SC改訂版」）を公表した。

「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（座長 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授）では2017年1月より、スチュワードシップ・コード（以下「SC」）の改訂に向けて議論を行い、3月28日に改訂案を公表し、パブリックコメントを募集した。改訂案に対して18の個人及び団体から、英訳版については11の個人及び団体から、パブリックコメントが寄せられたことから、金融庁では、その意見の概要及びそれに対する検討会としての回答についても公表している。

以下、パブリックコメントに対する検討会としての回答を参考に、主として改訂内容について説明する。

ポイント

- スチュワードシップ・コード（改訂版）の公表に合わせ、改訂案に対するパブリックコメント結果についても公表している。パブリックコメントの結果、各原則及び指針の内容自体に変更はないが、改訂の趣旨をより明確にする観点等から、改訂案から一部、文言の変更等が行われている。
- 現在SCを受け入れている機関投資家は、2017年11月末までに、改訂内容に対応した公表項目の更新及び更新を行った旨の公表と金融庁への通知を行うことが期待されている。

1. 改訂内容の概要

1. コンプライ・オア/アンド・エクスプレイン（前文）

改訂前同様、SC改訂版を受け入れた各機関投資家は、各原則（指針を含む）において公表が求められている具体的項目、及び実施しない原則の理由の説明（「コンプライ・オア・エクスプレイン」）を自らのウェブサイトで公表することとなり、それを実施しない理由を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定されている（英文コメント3）。

改訂案では、これに加えて、各機関投資家が、原則を実施しつつ、併せてウェブサイトで自らの具体的な取組みについて積極的に説明を行うこと（いわゆる「コンプライ・アンド・エクスプレイン」）も、顧客・受益者から十分な理解を得る観点から有益であるとしている。

なお、ウェブサイトでの説明の内容については、機関投資家における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の顧客・受益者に対する報告や（原則6）、運用機関における本コードの各原則（指針を含む）の実施状況に係る自己評価結果の公表（指針7-4）の際にも、必要に応じ、盛り込まれるべきものとしている（コメント3）。

2. 利益相反管理（原則2）

（1）利益相反の適切な管理の明確な方針の策定・公表（指針2-2）

各機関投資家において利益相反管理方針の公表がなされることにより、アセットオーナーや顧客・受益者などにおいて、公表情報の比較等を行うことも可能となる（コメント9）。なお、各機関投資家が「運用機関」と「アセットオーナー」のいずれに該当するのかは、それぞれの機関投資家において自ら適切に判断されるべきものであるとしている（コメント11）。

（2）運用機関のガバナンス体制の整備（指針2-3）

運用機関においては、顧客・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とされているところ、金融グループ系列の運用機関について、親会社等の利益と運用機関の顧客の利益との間に存在する利益相反を回避したり、その影響を排除するための措置が必ずしも十分に機能していないケースが多い（コメント12）。

このため、ガバナンス体制として、例えば、「独立した取締役会」を設置する際には、単に形式的に設置するだけでなく、実際に親会社等の干渉を受けることなくスチュワードシップ活動を行うことができるような工夫も併せて行うなど、独立性が実効的に担保されることが重要であるとしている。

また、「第三者委員会」についても、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止の観点から適切な独立性を有することが必要であり、例えば、委員の人選に際しても、こうした目的を踏まえた選定プロセスとするなど、本指針の趣旨を踏まえた対応がなされることが重要であるとしている（コメント12、英文コメント12）。

3. 的確な投資先企業の状況把握（原則3、指針3-3）

機関投資家が投資先企業の状況について把握すべき内容として、「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）及びそうしたリスク・収益機会への対応」がある。機関投資家が、スチュワードシップ責任を果たすためには、こうした事項の中に、社会・環境問題に関する事業におけるリスク、収益機会も含まれ得ることから、こうしたものも含め、事業におけるリスク・収益機会についての理解が深化していくことが重要であるとしている（コメント14、英文コメント14）。

なお、これに関連して、2017年5月29日（SC改訂版公表日と同日）に、経済産業省は、企業と投資家が対話を通じて互いの理解を深め、持続的な価値創造に向けた行動を促すことを目的とした「価値創造のための統合的開示・対話ガイダンス - ESG・非財務情報と無形資産投資 - （価値創造ガイダンス）」を公表している。当ガイダンスの概要については、会計・監査ニュースフラッシュ『経産省、「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を公表』を参照されたい。

4. 投資先企業との建設的な対話（原則4）

（1）パッシブ運用における対話等（指針4-1、4-2）

機関投資家は、アクティブ運用であるか、パッシブ運用であるかにかかわらず、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としている（英文コメント16）。

スチュワードシップ活動の実施に伴う適正なコストは、投資に必要なコストである（前文7）という意識を、機関投資家と顧客・受益者の双方において共有すべきとしている。また、パッシブ運用におけるエンゲージメントの具体的な手法やコスト負担のあり方などについては、フォローアップ会議で議論がなされており、これらの点について、関係者において検討が進められることが期待されるとしている（コメント18）

（2）集团的エンゲージメント（指針4-4）

SC改訂版では、集团的エンゲージメントが有益な場合もありうるとしている。集团的エンゲージメントについては、対話が形式的にならないよう十分留意する必要があり、具体的な態様も様々であるとの指摘も踏まえ、対話の選択肢の一つとして示された（コメント19、英文コメント17、18）。

5. 議決権行使（原則5）

（1）議決権行使結果の公表（指針5-3）

個別の投資先企業及び議案ごとの議決権の行使結果については、運用機関のみならず、アセットオーナーにおいても公表すべきとされている（コメント26）。また、機関投資家にとっては、それ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べきとされている（コメント24）。現在、多くの機関投資家によって行われている議決権行使結果の集計公表では、例えば、剰余金処分案等、取締役選任、役員報酬額改定などといった議案の種類ごとに整理がなされている。SC改訂版では、機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の議案ごとに公表すべきとしており、取締役選任議案については、一般に、個別の取締役候補者ごとに議決権が行使されることから、それぞれの候補者についての議案が、個別の議案に当たると考えられるとしている（コメント28）。議決権の行使結果の具体的な公表の方法については、顧客・受益者（最終受益者を含む）等の関係者にとって十分に分かりやすいものとなるよう、各機関投資家において工夫・判断が行われることが重要であるとしている（コメント24、26）。

SCを受け入れている機関投資家は、SC改訂版が公表された日から6ヶ月後の2017年11月末までに、改訂内容を踏まえて、公表項目の更新を行うことが期待されているが、仮に、個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果を公表項目の更新の時点で公表しない場合には、当該機関投資家において、今後の対応に係る考え方（公表する予定があるが、当該時点では公表が困難であるといった事情がある場合には、そうした事情や今後の対応予定等）について、顧客・受益者（最終受益者を含む）等の関係者にとって分かりやすい形で説明がなされることが望ましいとしている（コメント25、29）。

(2) 議決権行使助言会社（指針5-5）

議決権行使助言会社についても、SCの対象とされており（前文8）、SCは自ら受入れを表明するものであることに鑑み、金融庁においては、受入れを行った機関（議決権行使助言会社を含む）に対して、主体的・能動的な対応を促していくことが重要であるとしている（コメント32）。

6. 対話や判断を適切に行うための実力（原則7）

SCの受入れ機関数は着実に増加している一方で、対話が形式的なものにとどまっているのではないかと、企業側に「気づき」をもたらすものになっていないのではないかと、といった指摘も多いことから、引き続き、投資先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ことを求めることは重要であるとしている（コメント34、英文コメント26）。

機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するような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に必要な体制の整備を行うべきとされており、報酬体系についても、各機関投資家の置かれた状況に応じ、適切な対応が行われることが重要としている（コメント35）。

(1) 経営陣の役割・責務等（指針7-2）

アセットオーナーの経営陣も、適切な能力・経験を備えるべきことや、スチュワードシップ活動の実行とそのための組織構築・人材育成に関する課題に対する取組みを推進すべきであり、本指針の対象は、運用機関に限らず、アセットオーナーを含む機関投資家全体であり、これらに関する課題に対する取組みを推進すべきとしている（コメント36）。

(2) 機関投資家間の意見交換（指針7-3）

機関投資家間の意見交換は、機関投資家が実力を備える一助として考えられる事項を示したものであり、こうした取組みを行うかについては、各機関投資家の判断によるとしている（コメント37）。

(3) 運用機関のスチュワードシップ活動の自己評価及び結果の公表（指針7-4）

運用機関のSCの各原則（指針を含む）の実施状況に係る自己評価について、SCの趣旨を踏まえ、投資先企業の持続的成長や顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大の観点からなされるべきものとしている。また、第三者機関による評価についても、各運用機関の判断により、活用することが考えられるが、まずは、自己評価をしっかりと行うことが重要であるとしている。SC改訂版では、自己評価の結果の公表を求めており、このことは、アセットオーナーや顧客・受益者が運用機関の選定や評価を行うことにも資するとしている（コメント35）。

II. SC改訂に伴う受入れ機関投資家の対応事項

SC改訂に伴い、すでに改訂前のSCを受け入れている機関投資家は、以下の項目について記載の更新又はエクスペインを行う必要がある。

1. コードの各原則（指針を含む）において公表が求められる具体的項目

全ての機関投資家に対応すべき事項

- 特に、運用機関については、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、その影響を実効的に排除するなど、顧客・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記載（原則2関係）
- 個別の投資先企業及び議案ごとに公表（それぞれの機関投資家の置かれた状況により、当該公表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。個別に公表を行わない場合には、少なくとも議案の主な種類ごとに整理、集計して公表）（原則5関係）

議決権行使助言会社に対応すべき事項

- 業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関する自らの取組み（原則5関係）

運用機関に対応すべき事項

- 各原則（指針を含む）の実施状況に関する自己評価（原則7関係）

2. 原則（指針を含む）を実施しない場合におけるその理由の説明

SCは従前より、指針を含む原則について、「コンプライ・オア・エクスペイン」の対象としていたが、今回の改訂において、その旨を明確化しており、指針についても実施しない場合は、その理由の説明が必要となる（前文12及び13）。

3. 原則（指針を含む）を実施している場合の説明（コンプライ・アンド・エクスペイン）

今回の改訂において、原則（指針を含む）を実施している場合についても、「自らの具体的な取組みについて積極的な説明を行うことも、顧客・受益者からの十分な理解を得る観点からは、有益であると考えられる」旨が追加されたことから、機関投資家においては、この趣旨に沿った対応がなされることを期待されている（前文12）。

4. 公表に当たってのその他の留意事項

公表項目については、毎年、見直し・更新を行うこととされているが、今回の改訂において、更新を行った際には、その旨も公表することとされ、今回の改訂に伴う公表項目の更新であるか、今後行う毎年の更新であるかにかかわらず、機関投資家の対応が期待されるとしている（前文13）。また、原則（指針を含む）を実施している場合の説明を公表する機関投資家においては、当該説明についても、毎年、見直し・更新を行うことが望ましいとしている。

III. 適用

現在SCを受け入れている機関投資家に対して、改訂版コード公表の遅くとも6ヶ月後（2017年11月末）までに、改訂内容に対応した公表項目の更新（及び更新を行った旨の公表と金融庁への通知）を行うことが期待されている。

編集・発行

有限責任 あずさ監査法人

azsa-jgaap@jp.kpmg.com

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降における正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2017 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.