



「ESG情報開示実践セミナー」

# スチュワードシップ・コード再改訂 のポイント

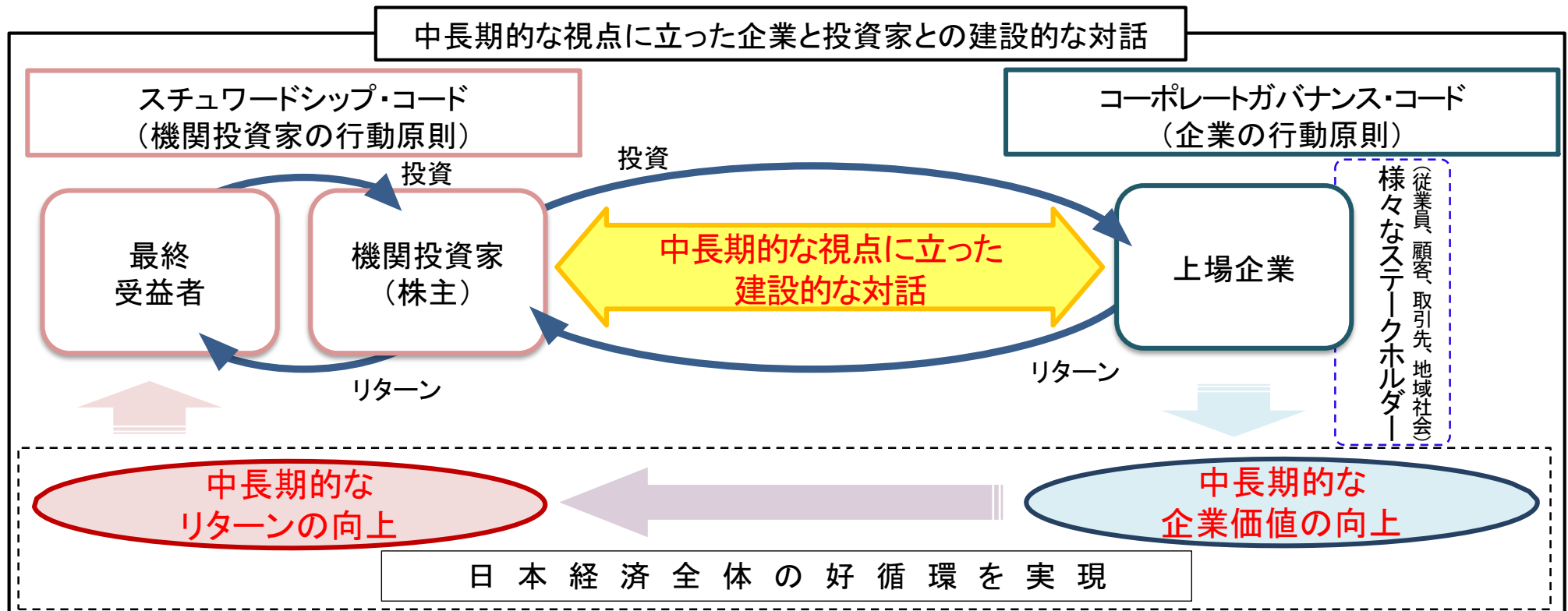
金融庁企画市場局企業開示課・課長補佐  
島貫 まどか

# コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取組み

## コーポレートガバナンス改革に向けたこれまでの取組み

### ■ 成長戦略の一環として、

- 「**スチュワードシップ・コード**」を策定（2014年2月策定・2017年5月改訂・2020年3月再改訂）  
⇒ 機関投資家（年金基金やその委託を受けた運用機関等）に対して、企業との対話を行い、中長期的視点から投資先企業の持続的成長を促すことを求める行動原則。
- 「**コーポレートガバナンス・コード**」を策定（2015年6月適用開始・2018年6月改訂）  
⇒ 上場企業に対して、幅広いステークホルダー（株主、従業員、顧客、取引先、地域社会等）と適切に協働しつつ、実効的な経営戦略の下、中長期的な収益力の改善を図ることを求める行動原則。



機関投資家等が、投資先企業との「建設的な対話」を通じて、企業の持続的成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大という責任(スチュワードシップ責任)を果たすための行動原則。

## 枠組み

- 機関投資家がコードを受け入れるかどうかは任意。ただし、金融庁がコードの受入れを表明した「機関投資家のリスト」を公表する仕組みを通じて、コードの受入れを促す。
- プリンシプルベース・アプローチ: 自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断。
- コンプライ・オア・エクスプレイン: コードは、法令のように一律の義務を課すのではなく、「原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか」を求める手法を採用。

## 概要

機関投資家は、

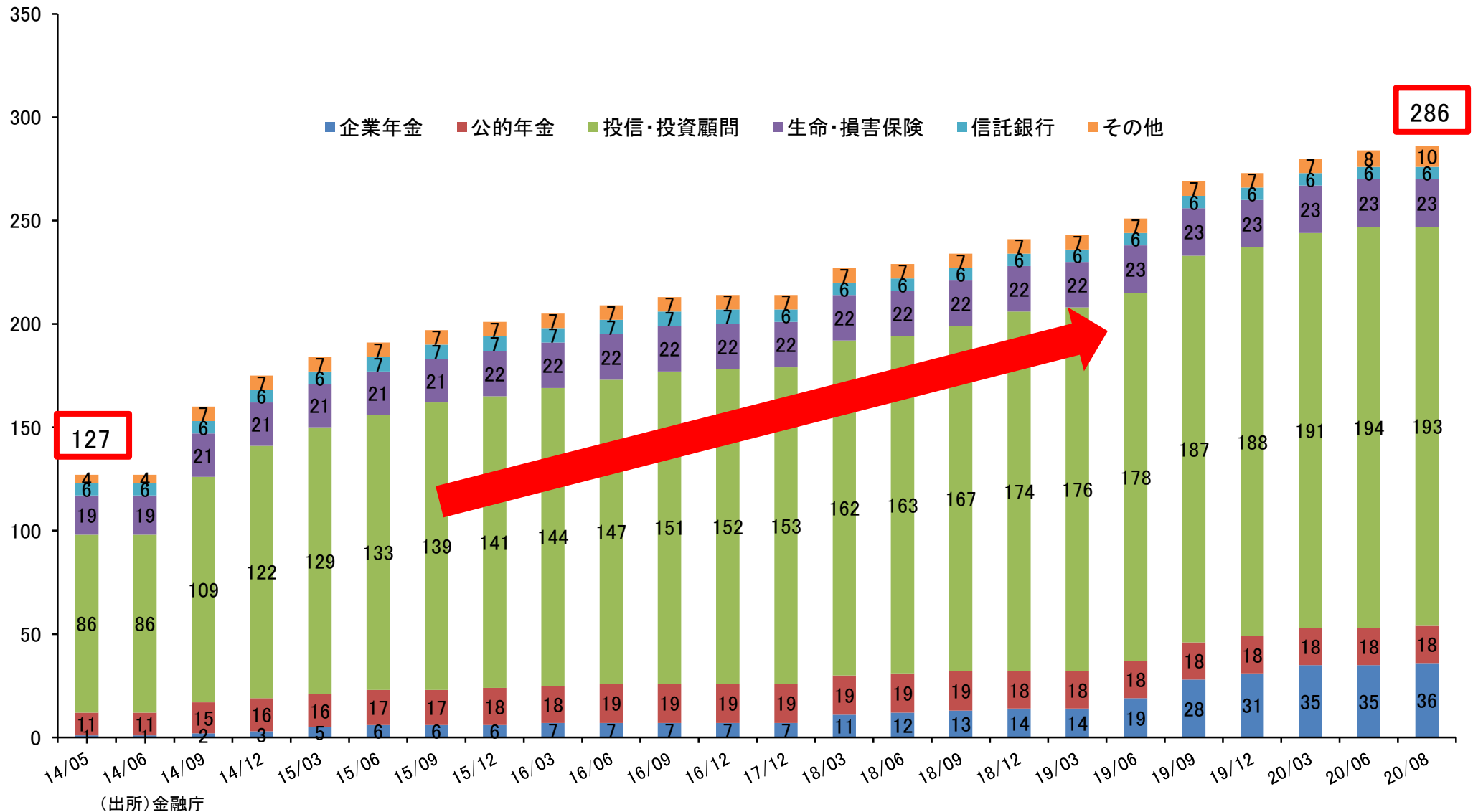
1. スチュワードシップ責任を果たすための「基本方針」を策定し、これを公表すべき。
2. 顧客・受益者の利益を第一として行動するため、「利益相反」を適切に管理すべき。
3. 投資先企業のガバナンス、企業戦略等の状況を的確に把握すべき。
4. 建設的な対話を通じて投資先企業と認識を共有し、問題の改善に努めるべき。
5. 「議決権行使」の方針と行使結果を公表すべき。
  - 議決権行使結果は、個別の投資先企業及び議案ごとに公表。
  - 形式的に議決権行使助言会社の助言等に依拠せず、自らの責任と判断の下、議決権を行使すべき。
6. 顧客・受益者に対して、自らの活動について定期的に報告を行うべき。
7. 投資先企業に関する深い理解に基づき、適切な対話と判断を行うための実力を備えるべき。

機関投資家向けサービス提供者は、

8. 機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすにあたり、適切にサービスを提供するように努めるべき。

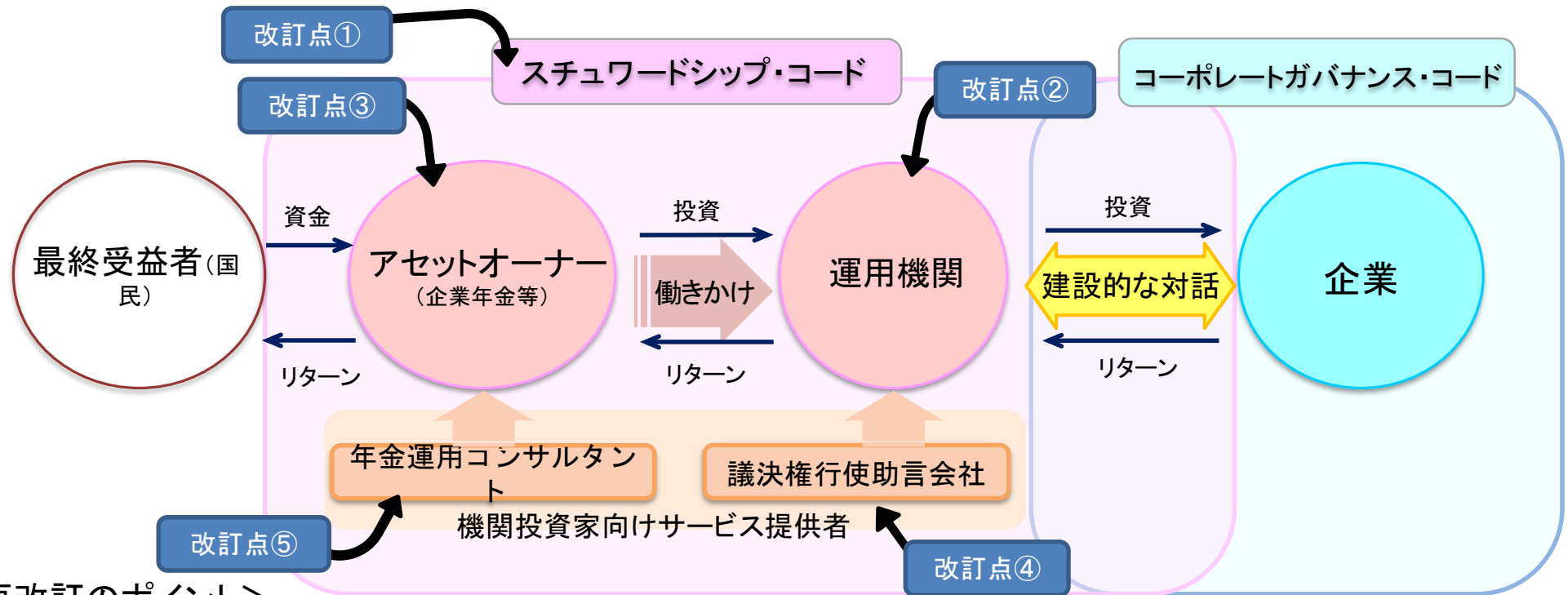
# スチュワードシップ・コードの受入れ機関数の推移

- 2014年2月のスチュワードシップ・コード策定以降、受入れ機関数は継続的に増加し、286機関が受入れを表明(2020年8月31日時点)。
- 2020年3月の再改訂版スチュワードシップ・コードには、既に59機関(42運用機関、17企業年金等)が対応(2020年8月31日時点)。



# スチュワードシップ・コードの再改訂(2020年)のポイント

□ 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。



## <再改訂のポイント>

- ① 全体に関わる点
    - (1)「中長期的な企業価値向上」という目的の意識
    - (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)債券を保有する機関投資家等へのコードの適用
  - ② 運用機関:建設的な対話の促進に向けた情報提供の充実
  - ③ アセットオーナー:企業年金のスチュワードシップ活動の後押し
  - ④ 議決権行使助言会社
  - ⑤ 年金運用コンサルタント
- } :機関投資家向けサービスの質の向上

# スチュワードシップ・コードの再改訂(2020年)の概要

## 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、企業の持続的な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

□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に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。



# サステナビリティに関する議論(コードの目的)

## 背景

### 【コードの目的】

企業の事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な対話等を通じて、中長期的な企業価値の向上や持続的成長を促進

## 有識者検討会での議論

- ESGを投資分析及び投資決定に明示的かつ体系的に取り込むこと(インテグレーション)は、中長期的な企業価値向上に結びつく
- 機関投資家がESG要素を検討する場合には、投資リターンや企業価値の向上に資する限度で行うべき
- ESGへの取組みのスタンスは個社ごとに差があり、インテグレーションを、即時画一的にコードに入れることは、現段階では慎重であるべき



## コード改訂

【コードの目的】企業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対話等を通じて、中長期的な企業価値の向上や持続的成長を促す

※ その他、以下を追加。

- 【ステewardシップ活動方針の策定等】運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するか、ステewardシップ活動方針に明示すること
- 【企業との対話】サステナビリティに関する対話を行うに際して、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結びつくものとなるよう意識すること
- 【実力の具備】運用戦略に応じてサステナビリティを考慮するための体制整備等



# 債券等の資産へのコードの適用に関する議論

## 背景

### 【コードの適用対象】

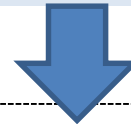
基本的に、日本の上場株式に投資を行う場合を念頭に置いている。

※スチュワードシップ・コード策定の背景

我が国経済の再生に向けた成長戦略の一環として、「産業競争力会議」の議論を踏まえ、内閣総理大臣より、「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が適切に受託者責任を果たすための原則のあり方について検討」するよう指示。

## 有識者検討会での議論

- スチュワードシップ責任は本来株券保有者のみに限られない。少なくともサステナビリティ要素については債券投資家による対話も重要であり、コードの適用対象を債券保有者にも拡張すべき。
- まずは株主としての機関投資家の役割強化が重要であり、コードの適用対象者の拡張は時期尚早。また、債券保有者が債務不履行を恐れるあまり、対話の最優先事項が内部留保の確保に向かうと、本コードの趣旨に反する。



## コード改訂

### 【コードの適用対象】

基本的に、機関投資家が日本の上場株式に投資を行う場合を念頭に置いているが、本コードの冒頭に掲げる「スチュワードシップ責任」の遂行に資する限りにおいて、他の資産に投資を行う場合にも適用することが可能である。

# 議決権行使に係る賛否の理由の公表に関する議論(運用機関)

## 背景

□ 理由の開示については、多くの運用機関は、**反対理由のみ**を公表(右図参照)。

※ スチュワードシップ・コードの指針5-3においては、「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。」と記載されている。

## 有識者検討会での議論

- 行使結果の個別開示により、投資家と企業双方の行動が変化して、対話の質がより高まる。
- 建設的な対話の促進に向け、運用機関は、利益相反が懸念される議案や世間の注目度が高い議案等について「賛否の理由」を開示することが望ましい。
- 開示の充実は、各社が創意工夫を重ねて継続的に取り組みを強化すべきポイントだが、各社の実力、体力等も踏まえた柔軟なものであるべき。

## コード改訂(指針5-3)

特に、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**(例えば、①外観的に利益相反が疑われる議案、②議決権行使の方針に照らし説明を要する判断を行った議案)については、**賛否を問わず、議決権行使の理由を公表すべき**である。

## <運用機関X社の賛否の理由の公表例>

企業名	提案者	議案番号	候補者番号	議案分類	賛否・理由
a社	会社	2	8	取締役の選解任	反対 独立性に関する当社基準を満たさないため
	会社	2	9	取締役の選解任	反対 独立性に関する当社基準を満たさないため
b社	会社	1		剰余金の処分	賛成
	会社	2		定款に関する議案	賛成
	会社	3	1	取締役の選解任	賛成
	会社	3	2	取締役の選解任	賛成
	会社	3	3	取締役の選解任	賛成
	会社	3	4	取締役の選解任	賛成
	会社	3	5	取締役の選解任	賛成
	会社	3	6	取締役の選解任	賛成
	会社	3	7	取締役の選解任	賛成
	会社	3	8	取締役の選解任	賛成
	会社	3	9	取締役の選解任	賛成
会社	3	10	取締役の選解任	賛成	
会社	3	11	取締役の選解任	反対 独立性に関する当社基準を満たさないため	
c社	会社	4	1	監査役の選解任	賛成
	会社	1		剰余金の処分	賛成
	会社	2	1	取締役の選解任	賛成
	会社	2	2	取締役の選解任	賛成
	会社	2	3	取締役の選解任	賛成
	会社	2	4	取締役の選解任	賛成
	会社	2	5	取締役の選解任	賛成
d社	会社	2	6	取締役の選解任	賛成
	会社	2	7	取締役の選解任	賛成
	会社	2	8	取締役の選解任	賛成
	会社	2	9	取締役の選解任	賛成
	会社	3	1	監査役の選解任	賛成
	会社	1		剰余金の処分	賛成
	会社	2	1	取締役の選解任	賛成
	会社	2	2	取締役の選解任	賛成
	会社	2	3	取締役の選解任	反対 株主価値を大きく毀損する行為について責任を有すると判断されるため
	会社	2	4	取締役の選解任	賛成
会社	2	5	取締役の選解任	賛成	
会社	2	6	取締役の選解任	賛成	
会社	2	7	取締役の選解任	賛成	
会社	2	8	取締役の選解任	賛成	
会社	2	9	取締役の選解任	賛成	
会社	3	1	監査役の選解任	賛成	
会社	4		役員報酬	反対 株主価値を大きく毀損する行為が認められたため	

# スチュワードシップ活動の結果の公表／コードの目的の意識に関する議論（運用機関）

## 背景

- 約5割の機関投資家がスチュワードシップ活動報告を公表。

## 有識者検討会での議論

- 運用機関は議決権行使の結果のみに留まらず、それに至るまでの企業との対話活動についての説明や情報提供を充実させるべき。
- スチュワードシップ活動の結果がスチュワードシップ・コードの目的である中長期的な企業価値向上に結び付いているか確認する必要。

## コード改訂（指針7-4）

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、自己評価の結果を投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果と合わせて公表すべきである。

その際、これらは自らの運用戦略と統合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

## <エンゲージメントの結果の事例>

### 2. エンゲージメント活動の振り返り

個社でのエンゲージメントが企業のアクションにつながった事例

### CASE1

ガバナンス  
取締役会の独立性、ダイバーシティ

**対話の概要**  
輸送用機器メーカーA社の社外取締役は1名のみであるため、2017年6月総会において取締役選任議案に反対とした。取締役会の経営監督機能を高めるために独立した社外取締役を2名以上置くことが望ましく、また、ダイバーシティの観点からも改善の余地があるとの意見を述べて、2015年12月から検討予定のままとなっている独立社外取締役の増員について、検討状況を確認した。

**企業の反応**  
社外取締役の増員について機関投資家の意向は認識しているものの、形式的な増員を行う考えはない。一方で、現時点では適任者が選定できておらず増員には至っていない。しかしながら、2017年6月総会の取締役選任議案で会長・社長に対する賛成率が70%台に落ち込んだことは重く受け止めており、取締役選任期間である2年を待つことなく、独立取締役を増員するように社内で検討していきたい。

**企業のアクション**  
2018年4月、社外取締役を2名増員（内1名は女性）、社内取締役を2名減員を発表。取締役会の構成は社内6名・社外3名となりガバナンス体制の改善がみられた。

### CASE2

資本生産性  
キャピタル・アロケーション

**対話の概要**  
化学メーカーB社の2016年度は過去最高益を更新し、財務指標も大きく改善。非市況性事業の強化が奏功し、収益およびキャッシュフローも安定度が増した。一方、株主還元の方針が分かりにくく、配当性向も約20%と低水準に留まっている。来年度からの次期中計では、株主還元も含めたキャピタル・アロケーションについて分かりやすく説明することが必要ではないかとの意見を述べて会社側見解を確認した。

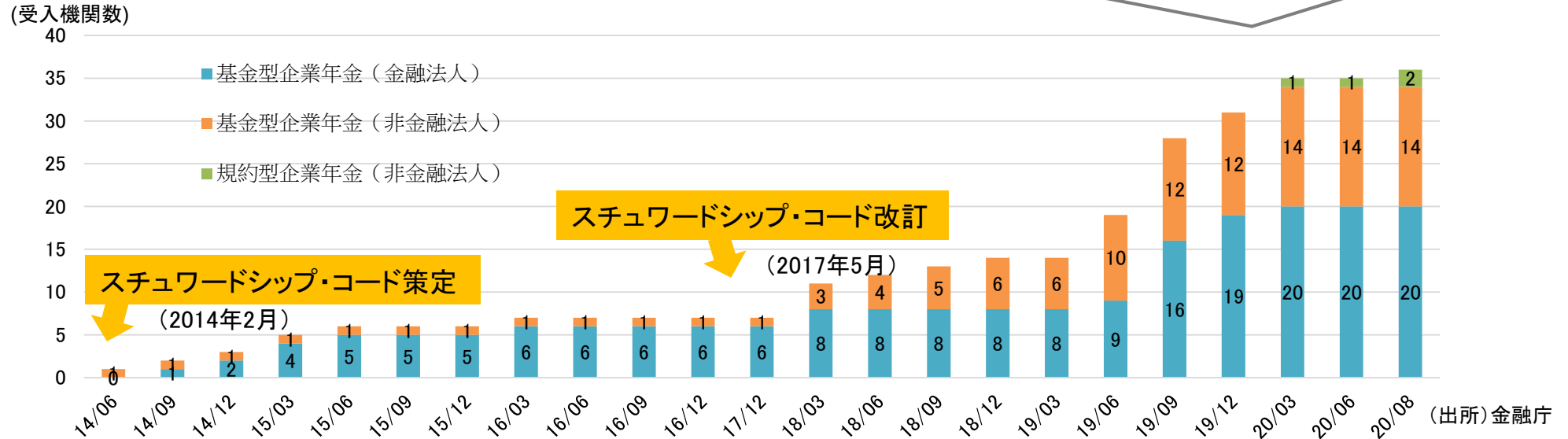
**企業の反応**  
過去は市況性事業への依存度が高く、年度ごとにキャッシュフローの変動が大きかった。このため構造改革や成長投資を通じた企業価値向上を優先し、株主還元が抑制気味であったことは否めない。一方、近年は非市況性事業強化や構造改革の効果が顕在化してきたと認識している。また、株主還元の方針が分かりにくいと指摘は、海外投資家からも受けている。次期中計はそうした投資家の声に応えられるよう改善させたい。

**企業のアクション**  
2017年11月、発行済株式1.2%相当の自社株取得を発表。また、第3四半期決算の際に、業績上方修正とあわせて増配を発表するなど、株主還元について進展がみられた。

# 企業年金等のスチュワードシップ活動に関する議論

## 背景

- スチュワードシップ・コードを受け入れている277の機関投資家のうち、**企業年金は32機関**（2020年2月末時点）。
- 企業年金の受入れが進んでいない、との指摘。



## 有識者検討会での議論

- 中小規模の私的企業年金は、その役割や関与する範囲が十分には理解できていない
- 金融リテラシーを有する人材を企業年金の運用執行に充てることも、スチュワードシップ・コードを浸透させる上で重要
- アセットオーナーは、自ら建設的な対話に取り組んでいる運用機関に対しては、ある程度その裁量に任せることも考えるべき

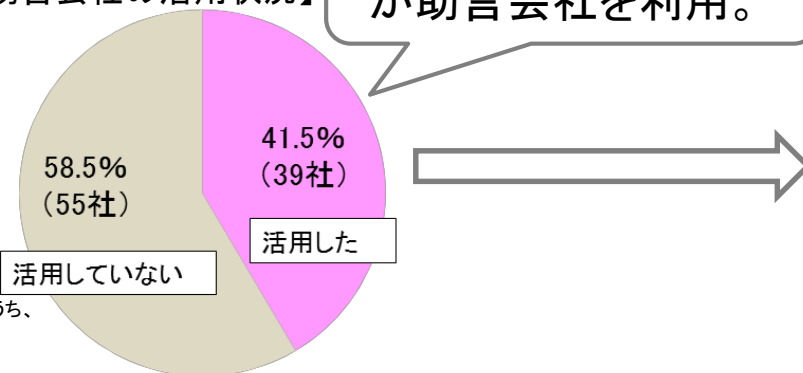
## コード改訂

企業年金等のアセットオーナーのスチュワードシップ活動の範囲等につき明確化をすることで、スチュワードシップ活動を後押し。

# 議決権行使助言会社に関する議論

## 背景

【機関投資家による助言会社の活用状況】



※ 回答会社153社中(調査対象225社)のうち、  
日本株投資残高を有する94社を対象

全体	回答数 39社(複数回答)
必ず、助言内容に沿って議決権行使を指図する	2.6% (1社)
稀に異なる時もあるが、基本、助言内容に沿って議決権行使を指図する	30.8% (12社)
親会社等について助言内容に沿って議決権行使を指図する	20.5% (8社)
議決権行使指図の判断の際、参考としている	43.6% (17社)
その他(主な項目: 当社ガイドラインに沿って議決権行使案の作成を委託している)	33.3% (13社)

(出所) 日本投資顧問業協会「日本版ステュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート(第5回)の結果について(平成30年10月実施分)」より金融庁作成。

## 有識者検討会での議論

- ・ 助言は正確な情報をもとに行われるべき。また、助言策定プロセスの透明性が求められる。これらの要請に応えるための人的・組織的体制の充実が重要
- ・ 議決権行使助言会社も、企業と建設的な対話を行うべき

## コード改訂(原則8全体)

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

※ 助言会社が、企業に対して、助言の前提となる情報について確認の機会を付与することや、顧客に対して、助言に対し企業から出された意見を提供することも有益。

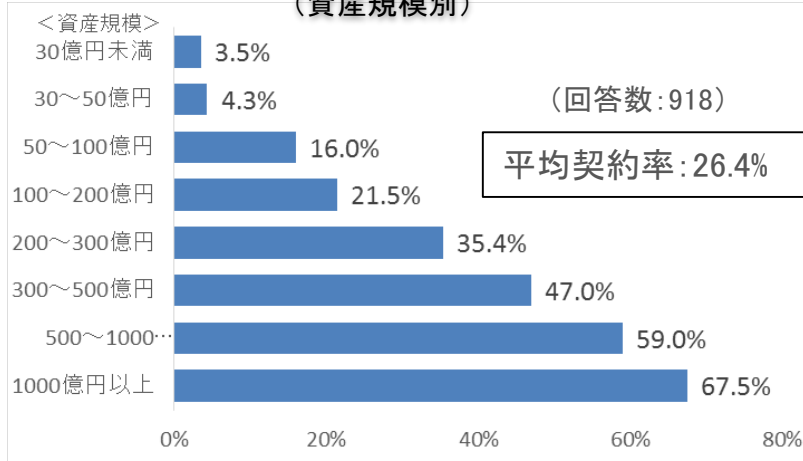
※ 運用機関は、助言会社の助言策定プロセス等を踏まえて助言会社を利用することが重要。利用する場合は、当該助言会社名とサービスの具体的な活用方法を公表すべき。(指針5-4)



# 年金運用コンサルタントに関する議論

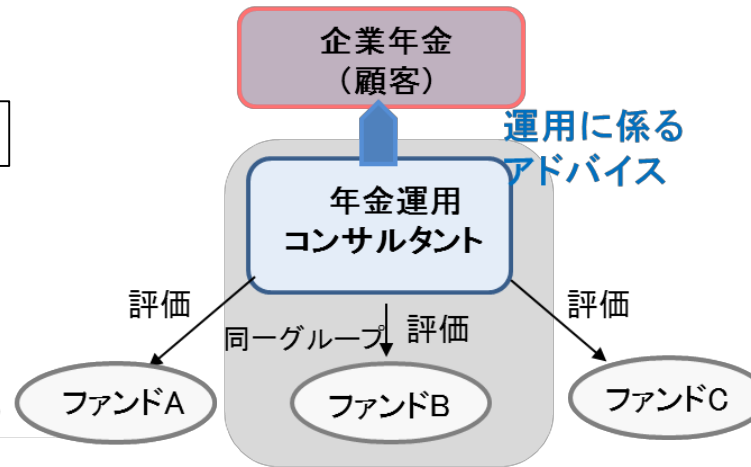
## 背景

<企業年金における運用コンサルタントとの契約状況>  
(資産規模別)



(出所)企業年金連合会「実態調査概要2017」より金融庁作成。

<年金運用コンサルタントに生じ得る利益相反の構造>



年金運用コンサルタントにつき、利益相反事例の疑い。

## 有識者検討会での議論

- 年金運用コンサルタントが、顧客に対するその影響力を背景として、コンサルタント業務と併せて自らの投資商品の購入の勧誘を行う例が見られ、運用機関のステュワードシップ活動を適切に評価していないのではないかと懸念がある。生じ得る利益相反については、管理すべき。
- 年金運用コンサルタントも、最終的なゴールは持続的な企業価値の向上であることを意識すべき。

## コード改訂(原則8、指針8-1)

年金運用コンサルタントは、**利益相反管理方針**を策定し、利益相反管理体制を整え、それらの取組みを公表すべき。

コーポレートガバナンス改革の推進に関する令和2事務年度 金融行政方針(2020年8月31日公表)の記述の抜粋。

### 2. 高い機能を有し魅力のある金融資本市場を築く (一部抜粋)

#### (3)コーポレートガバナンス改革と開示情報の充実

企業が、経済社会、産業構造の不連続な変化を先導し、新たな成長を実現するためには、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等との間で、企業のミッションと変革のビジョンを共有した上で、透明公正かつ迅速・果断な意思決定を行い、これを実行していくことが不可欠だ。本事務年度は、平成29事務年度に続き、東京証券取引所とともにコーポレートガバナンス・コードの見直しを行うが、これに際しては、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する。具体的には、

- ・ 企業がデジタル・トランスフォーメーションの進展やサプライチェーンの見直し、働き方改革にどう対応していくか
- ・ そうした対応をどのように持続可能なビジネスモデルの確立につなげていくかに関する、企業と投資家の間での建設的な対話のあり方について検討を行う。



### 補足資料

2. 高い機能を有し魅力のある金融資本市場を築く（一部抜粋）

(3)コーポレートガバナンス改革と開示情報の充実

● コーポレートガバナンス改革

【本事務年度の作業計画】

コーポレートガバナンス・コードの改訂に向けて、フォローアップ会議において以下の論点につき、検討を行う。

- コロナ後の新しい経済社会構造に向けた変革を主導するため、
  - ✓ 企業がデジタル・トランスフォーメーションの進展やサプライチェーンの見直し、働き方改革にどう対応していくか
  - ✓ そうした対応をどのように持続可能なビジネスモデルの確立につなげていくかに関する企業と投資家の間での建設的な対話のあり方
- 更なる中長期的な企業価値の向上を目指し、事業ポートフォリオ戦略の実施など資本コストを踏まえた経営の更なる推進、上場子会社の取扱いの適正化を含むグループガバナンスの強化、監査の信頼性の確保、中長期的な持続可能性（サステナビリティ）についての考慮や社外取締役の質の向上
- プライム市場上場企業に対して求める一段高い水準のガバナンス



ご清聴ありがとうございました。