

Copyright © 2013 J-IRIS Research

スチュワードシップ・コードとコーポレート・ガバナンス・コードの歴史

(機関投資家) スチュワードシップ・コード		(上場会社) コーポレート・ガバナンス・コード
1991 ISC	英国における機関株主の責任に関するステートメント	1992 キヤドバリー委員会 1995 グリーンブリー委員会 1998 ハンベル委員会 1998 ハンベル委員会
2001 財務省	機関投資に関するマイナース報告書	コーポレート・ガバナンスの財務的側面 取締役報酬 コーポレート・ガバナンス委員会による最終報告書 統合規範
2002 ISC	機関株主および代理人の責任: 原則ステートメント	~ 統合規範改正 ~
2009 財務省	ウォーカー報告書	
2009 ISC	機関投資家の責任コード	
2010 FRC	スチュワードシップ・コード	2010 FRC
2012 FRC	スチュワードシップ・コード改正	2012 FRC

(注)
ISC: 機関株主委員会 (Institutional Shareholders' Committee) (現在は機関投資家委員会 (IIC) に名称変更)。主要メンバーは、英国保険協会 (ABI)、英国投資会社協会 (AIC)、英国投資運用業協会 (IMA)、英国年金基金協会 (NAPF) である。

- 1990年代の英国では、会社を主体とするコーポレート・ガバナンスの議論が大きく発展
 - 1980年代に会社不祥事 (BCCI銀行、マクスウェル等) が社会問題化した背景から、英国の産業界は、会社不祥事をなくしてより良好な経営環境の整備に取り組むため、エイドリアン・キヤドバリー卿を委員長とする委員会を設置した。このキヤドバリー委員会には、機関株主委員会委員長も参加 → 英国ではコーポレート・ガバナンス発展の初期から、機関投資家が関与
 - 1992年にキヤドバリー委員会が公表した「コーポレート・ガバナンスの財務的側面に関する委員会報告書」(キヤドバリー報告書) は英国のコーポレート・ガバナンスの基礎であり、世界的にも先駆的なコーポレート・ガバナンス規範
 - キヤドバリー委員会および後継のグリーンブリー委員会、ハンベル委員会の各報告書を統合して、1998年に統合規範を公表。FRCが所管し、上場規則にも採用
- 2000年代に入り、コーポレート・ガバナンスの質向上のため、株主の観点からの議論が進展
 - 2001年マイナース報告書は機関投資家の性質と役割について詳細な分析を行い、それに対応する形でISCは原則を改訂し、メンバーに株主行動に関するステートメントの公表を要請 → その後議論は停滞
 - 金融危機を契機に、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割や責任の重要性を再認識
 - ウォーカー報告書において機関投資家のためのコードを策定するべきとの勧告
 - ISCは「機関投資家の責任コード」を策定
 - FRCはISCコードを準拠する形で「スチュワードシップ・コード」を策定

Copyright © 2013 J-IRIS Research

スチュワードシップコード原則の日本英国対比

日本	
原則	内容まとめ
1	スチュワードシップコードの方針の策定・公表
2	利益相反管理
3	投資先企業の状況の的確把握
4	投資先企業との「目的を持った対話」
5	議決権行使と行使結果の公表についての明確な方針
6	スチュワードシップ活動の顧客・受益者への報告
7	対話やスチュワードシップ活動での適切な判断を行う実力保有

英国	
原則	内容まとめ
1	スチュワードシップコードの方針の公表
2	利益相反管理
3	投資先企業のモニタリング
4	投資先企業に対するエンゲージメント
5	他の投資家と協調しての集团的エンゲージメント
6	議決権行使と行使結果の公表についての明確な方針
7	スチュワードシップ活動の顧客・受益者への報告

指針の拡充

原則1（スチュワードシップコードの方針の策定・公表）

- 1-3. アセットオーナーは、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。
- 1-4. アセットオーナーは、運用機関による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運用機関に対して明確に示すべきである。
- 1-5. 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、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、運用機関と投資先企業との間の対話の「質」に重点を置くべきである。

原則2（利益相反管理）

- 2-3. 運用機関は、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、ガバナンス体制を整備すべきである。
- 2-4. 運用機関の経営陣は、ガバナンス強化・利益相反管理に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、取組みを推進すべきである

原則3（投資先企業の状況の的確な把握）

- 3-3. 把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、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・収益機会への対応など

原則4（投資先企業との「目的を持った対話」）

- 4-2. パッシブ運用は、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことか

ら、機関投資家は、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。

- 4-4. 機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（集団的エンゲージメント）が有益な場合もあり得る。

原則5（議決権行使と行使結果の公表についての明確な方針）

- 5-3. 機関投資家は、議決権の行使結果を、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。

また、機関投資家がステeward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さらに高める観点から、機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである。議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が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。

- 5-5. 議決権行使助言会社は、企業の状況の的確な把握等のために十分な経営資源を投入し、適切にサービスを提供すべきである。

また、議決権行使助言会社は、業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関し、自らの取組みを公表すべきである。

原則6（ステewardシップ活動の顧客・受益者への報告）

- 6-1. 「資産運用者としての機関投資家」を「運用機関」に読み替え
- 6-2. 「資産運用者としての機関投資家」を「アセットオーナー」に読み替え

原則7（対話やステewardシップ活動での適切な判断を行う実力保有）

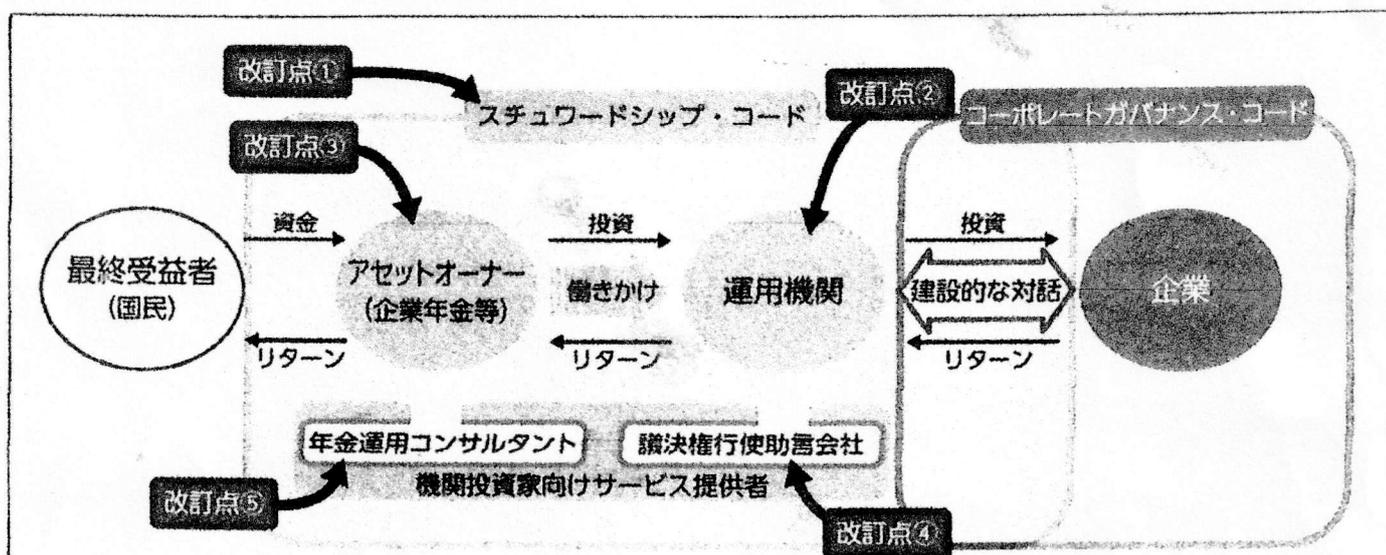
- 7-2. 特に、機関投資家の経営陣は適切な能力・経験を備えているべきであり、系列の金融グループ内部の論理などに基づいて構成されるべきではない。

また、機関投資家の経営陣は、自らが対話の充実等のステewardシップ活動の実行とそのための組織構築・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、取組みを推進すべきである。

- 7-4. 機関投資家は、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を省みることで、本コードが策定を求めている各方針の改善につなげるなど、将来のステeward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。

特に、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、結果を公表すべきである

図表1 再改訂版コードのポイント



〈再改訂のポイント〉

- ①全体に関わる点
 - (1) 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
 - (2) 債権等に投資する機関投資家へのコードの適用
 - (3) 「中長期的な企業価値の向上」という目的の意識
 - 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
- ④と⑤は、機関投資家向けサービスの質の向上

再改訂スチュワードシップコードの追加変更点

(注：追加変更部分は下線で示す)

前文

「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。

なお、前文での目的項目では以下の記載がある。

9. 機関投資家向けサービス提供者（議決権行使助言会社及び年金コンサルタント）に原則 8 が適用される。

10. 基本は日本の上場株式に投資する場合を念頭に置くもの他の資産に投資を行う場合にも本コードを適用する。

再改訂のコード原則

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。
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。

3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチ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べきである。
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。
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。
6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、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、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
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のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、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。
8. 機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

原則の指針の主要変更点

原則1（明確な方針策定と公表）

1-1及び1-2に追加

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）の考慮し、その際運用戦略に応じて、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について、検討を行ったうえで当該方針において明確に示すべきである。

1-3及び1-5に追加

アセットオーナーが議決権行使を伴う資金運用を行う場合の投資先企業との建設的対話に取り組むべきだが、必ずしも議決権行使の賛否の比率など形式的確認に終始すべきでない。

原則2（利益相反についての明確な方針策定と公表）

特段の変更点なし

原則3（投資先企業の状況の的確把握）

特段の変更点なし

原則4（投資先と建設的対話を通じての認識共有と問題解決）

4-2に追加

サステナビリティの課題に関する対話で、運用戦略と整合でき、中長期的な企業価値向上や企業の持続的成長に結びつくよう意識すべき。

脚注17 例えばガバナンス体制構築状況や事業ポートフォリオの見直し等の経営上の優先課題につき投資先企業との認識共有のため、非業務執行役員（独立社外取締役・監査役等）との対話は有益。

原則5（議決権行使とその結果の公表についての明確な方針を有すべき、ただしこの方針は形式的判断基準でなく企業の持続的成長に資するもの）

5-3に追加

特に外観的に利益相反が疑われる議案、議決権行使方針に照らし説明を要するとの判断の議案、企業との建設的対話の観点から重要と判断する議案での議決権については、賛否を問わずその理由を公表すべき

5-4に追加

議決権行使助言会社の利用の場合、その人的・組織的体制の整備を含む助言策定プロセスを踏まえての利用が重要。当該議決権行使助言会社の名称やサービスの具体的活用方法について公表すべき。

原則6（議決権行為含むスチュワードシップ責任の顧客・受益者への定期的報告）

特段の変更なし

原則7（投資先企業の持続的成長に資するようその企業・事業環境等への深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、対話や判断を適切に行う実力を持つべき）

7-4に追加

運用機関は本コード各原則の実施状況を定期的に自己評価し、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。その際、運用戦略と整合的で中長期的企業価値の向上と持続的成長に結びつくものとなるよう意識すべき。

原則8（機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家に対して適切にサービス提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するよう努めるべき。）

8-1を新設

議決権行使助言会社・年金運用コンサルタント含む機関投資家向けサービス提供者は、利益相反管理体制の方針を策定し、取組みを公表すべき。

8-2を新設

議決権行使助言会社は、運用会社に助言するため、日本に拠点を設置するなど十分・適切な人的組織的体制を整備し、助言策定プロセスを公表すべき。

8-3を新設

議決権行使助言会社は、企業の開示情報だけでなく、自ら企業と積極的に意見交換して、助言を行うべき。助言の前提の情報の正確性や透明性確保のため、企業に情報に齟齬ないかを確認する機会を与え、企業の意見も合わせ顧客に提供すべき。