

参考資料

令和元年10月2日
金融庁

目次

I . 総論	P.2
II . 各論	P.9
1. 運用機関	P.10
2. 企業年金等のアセットオーナー	P.18
3. サービスプロバイダー	
(1) 議決権行使助言会社	P.21
(2) 年金運用コンサルタント	P.28

I . 総論

ICGN東京総会の概要

- 2019年7月16日～18日、ICGN(International Corporate Governance Network)年次総会が、18年ぶりに東京で開催。世界各国から機関投資家や企業が集まり、コーポレートガバナンスについて議論が行われた。
- 本総会では、これまでの日本のコーポレートガバナンス改革の取組みが評価され、安倍内閣総理大臣に対してICGNグローバルガバナンスアワードが授与され、日本の近年におけるガバナンス改革の取組みは総じて高く評価された。

<ICGN東京総会における機関投資家等からの声>

(アセットオーナー)受託フィーが低いとの指摘を踏まえ、企業との対話を含む新たな手数料体系を提案した。

機関投資家と企業との対話は量的には増加しているが、機関投資家が長期的な視点に立って行う対話は依然として少ない。

機関投資家のエンゲージメント能力を更に向上させるべき。

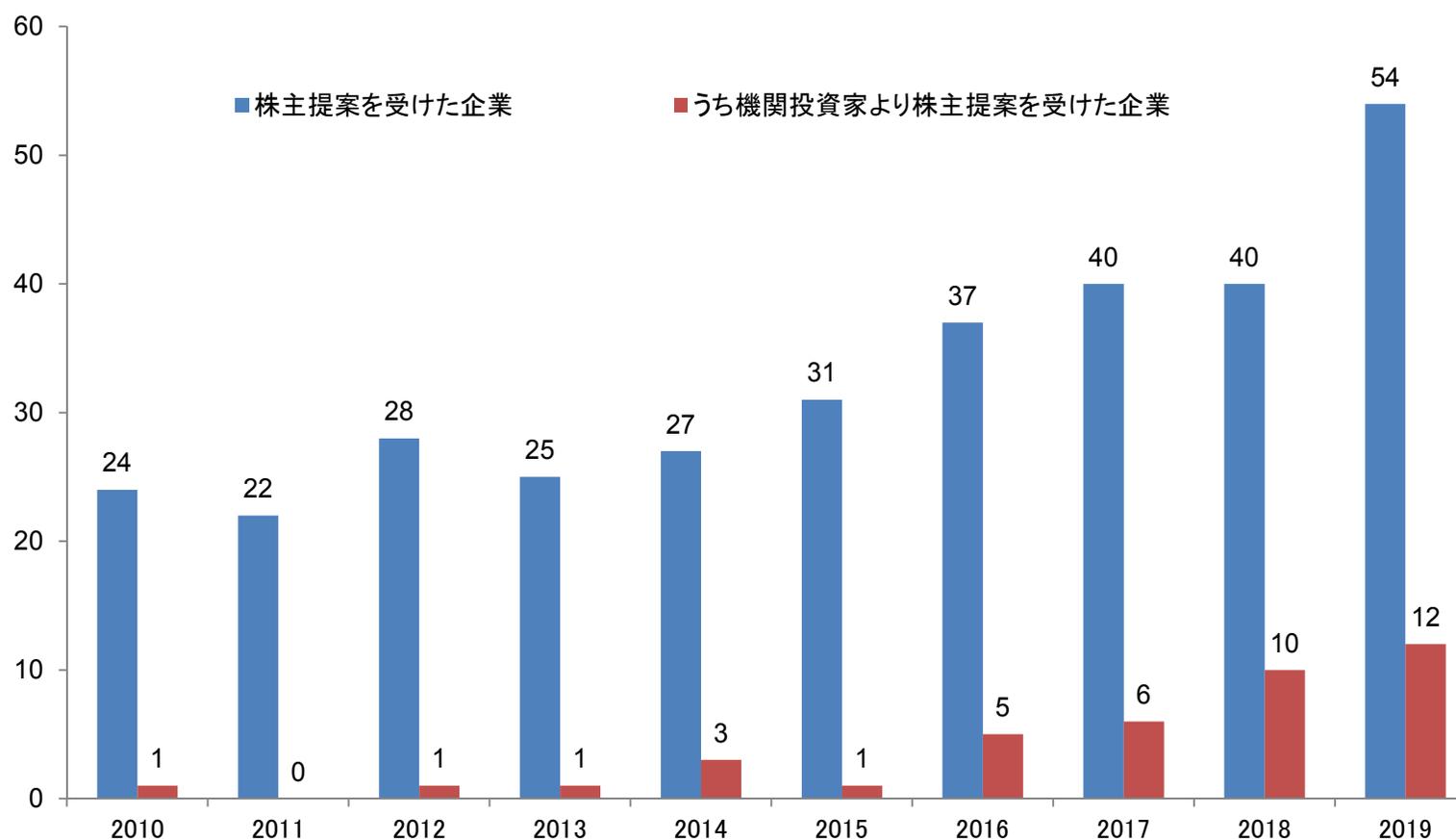


※当日の会場の様子

2019年6月定時株主総会の振り返り

- 6月定時株主総会で、**株主提案を受けた企業数が過去最高の54社**に。
- その中には、結論の妥当性は今後の企業運営の結果を待つ必要があるが、株主提案の取締役選任議案が可決されたケースも存在。

6月定時株主総会で株主提案を受けた企業数



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

趣旨

- 両コードの普及・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、東京証券取引所とともに「フォローアップ会議」を設置。

開催状況・審議テーマ

第1回(2015年9月24日)

⇒ CG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～5回:取締役会等をめぐる論点、政策保有株式をめぐる論点

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7～9回:企業と機関投資家間の建設的な対話(2)～(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)

⇒ 議論を踏まえ、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)。

第11・12回:CG改革の進捗状況、CG改革の深化に向けた論点等

第13回(12月21日):企業と投資家間の対話に係る論点等

第14回(2018年2月15日):投資家と企業の対話ガイドライン(案)、投資家と企業の対話ガイドラインの策定に伴うCGコードの改訂に係る論点

第15回(3月13日):CGコード改訂案、投資家と企業の対話ガイドライン案

⇒ 議論を踏まえ、提言(CGコードの改訂と投資家と企業の対話ガイドラインの策定について)を公表(3月26日)。

第16回(11月27日):CG改革について

第17回(2019年1月28日):改訂CGコードに基づく企業の取組み

第18回(3月5日):CG改革の更なる推進に向けた検討課題

第19回(4月10日):CG改革の更なる推進に向けた検討課題(2)

⇒ 議論を踏まえ、意見書(CG改革の更なる推進に向けた検討の方向性を公表(4月24日))。

メンバー

座長

池尾 和人 立正大学経済学部教授

メンバー

岩間 陽一郎 Senior Advisor, Norges Bank Real Estate Management

上田 亮子 (株)日本投資環境研究所主任研究員

大場 昭義 一般社団法人日本投資顧問業協会会長

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

川北 英隆 京都大学名誉教授

川村 隆 東京電力ホールディングス(株)取締役会長

神作 裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授

神田 秀樹 学習院大学大学院法務研究科教授

ケリー ワリング Executive Director, International Corporate Governance Network(ICGN)

小林 喜光 (株)三菱ケミカルホールディングス 取締役会長

三瓶 裕喜 フィデリティ投信(株) ヘッド・オブ・エンゲージメント

スコット キャロル いちごアセットマネジメント(株)代表取締役社長

高山 与志子 ジェイ・ユー・ラス・アイアール(株)マネージング・ディレクター 取締役

武井 一浩 弁護士(西村あさひ法律事務所)

田中 正明 日本ペイントホールディングス(株) 代表取締役会長

佃 秀昭 (株)企業統治推進機構 代表取締役社長

富山 和彦 (株)経営共創基盤 代表取締役CEO

松山 彰宏 三菱電機(株) 取締役

オブザーバー

竹林 俊憲 法務省大臣官房参事官

坂本 里和 経済産業省経済産業政策局産業組織課長

2019年4月時点

英国スチュワードシップ・コード改訂案(海外)

□ 英国では、近年の世界的な投資環境の変化を受け、2019年1月30日、**改訂スチュワードシップ・コードの原案**を公表。本年内に確定予定。

改訂案の構成

- 原則・ガイダンスの2段階から、原則・条項(Provision)・ガイダンスの3段階に構成を変更。
※英国コーポレートガバナンス・コード(2018年7月改訂)と構成を合わせる観点
- 運用機関、アセットオーナーについては、共通の原則を設け、条項・ガイダンスをそれぞれ規定。
サービスプロバイダー(運用コンサルタント、議決権行使助言会社を含む。)については、別途、原則・条項・ガイダンスを規定。

[改訂案の章立て]

第1章	目的・目標・ガバナンス
第2章	投資アプローチ
第3章	積極的なモニタリング
第4章	建設的な対話・明確なコミュニケーション
第5章	権利の行使と責任

各原則について、
適用を義務付け
“apply and explain”

改訂案のポイント

- 「スチュワードシップ」を「受益者、経済及び社会にとって持続可能な価値を創造するために投資業界における責任ある資本の配分及び管理を行うこと」と定義した上で、署名者に、組織目的の設定と、スチュワードシップの目的やガバナンス体制等の開示を要求。
- 債券等、上場株式以外の形で投資する場合においても、原則の適用を奨励。
- ESG要素の考慮を明確に要求。
- 活動と結果に関する年間報告の提出及び開示を要求。
- 開示等について、EUにおける改正後の株主権利指令(Shareholder Rights Directive)を踏まえた上で、より高い水準を要求。

米国スチュワードシップ原則の概要(海外)

- 米国では、2017年1月、自主団体である **Investor Stewardship Group (ISG)** が**スチュワードシップ原則**を策定(2018年1月より適用)。

(参考) ISGは、スチュワードシップ及びコーポレートガバナンスに関する枠組みを策定するために設立された、機関投資家による自主団体。

- **スチュワードシップ原則**は、スチュワードシップ活動において機関投資家が果たすべき基本的な責任を明確化した**プリンシプルベース**の自主的な枠組み。署名機関はISGのウェブサイトにて公表される。

原則・ガイダンス
の2段階構成

原則A	受益者への説明責任
原則B	投資先企業のガバナンス要素に係る評価方法の明示
原則C	利益相反管理方針の開示
原則D	議決権行使助言会社等の活動の把握
原則E	企業との建設的な対話
原則F	機関投資家の協働

主な内容

- 機関投資家は、議決権行使及び対話に関するガイドライン等を策定・開示し、議決権行使及び対話活動結果についても開示すべき。また、アセットオーナーは運用機関がどのようにスチュワードシップ責任を果たしているか等について評価すべき。
- 機関投資家は、利益相反(潜在的なものを含む。)を回避するための手続を確保すべき。
- 議決権行使助言会社を利用する場合には、当該助言会社が利益相反管理を行っていることを確保すべき。
- 企業との対話が不調となった場合に、これに対する対応を企業に対し開示すべき。
- 機関投資家は、協働してガバナンスに関する共通の問題への対応を検討すべき。

ICGN及びオランダのステュワードシップ・コード(海外)

- **ICGN**(International Corporate Governance Network) : 2016年6月の年次総会において、グローバル・ステュワードシップ原則を採択。
- **オランダ** : 2018年6月、改正後のEU株主権利指令(Shareholder Rights Directive)を踏まえ、改訂ステュワードシップ・コードを公表。

	要点
ICGN	<ul style="list-style-type: none">○投資家のステュワードシップ責任、方針、プロセスにおける現在のベストプラクティスに対するICGNの見解を明らかにし、ステュワードシップの包括的なモデルを提供。○原則とその指針に加え、<u>各市場参加者の役割</u>について記載する三部構成。○利益相反を含め、<u>運用機関のガバナンス管理・開示</u>について原則で指摘。○パッシブ運用における対話先企業の選定、対話の質及び明確な成果に焦点を当てた、戦略的アプローチの必要性等に言及。
オランダ	<ul style="list-style-type: none">○機関投資家のステュワードシップ・方針の目的として、<u>長期的な企業価値創出</u>に言及。○受益者と顧客に対し、どのように株主権利を用いたかを知らせる機会を提供。○機関投資家に、<u>議決権行使助言会社</u>に関する開示と、議決権行使助言会社を用いる場合に自身の投資方針に沿っていることの確約を要求。○機関投資家に、他の機関投資家とともに、積極的に上場会社等のステークホルダーとの建設的対話を行うことを推奨。

II. 各論

1. 運用機関

1-(1): 機関投資家によるスチュワードシップ活動状況の公表(日本)

□ スチュワードシップ活動状況については、機関投資家ごとに記載内容の差異が大きい。対話のテーマや結果を含む事例等を詳細に記載している機関がある一方で、必ずしも内容が具体的でないものや、活動状況の公表そのものを行っていない場合も少なくない。

海外運用機関A社

対話を実施した社数・件数

対話を実施したテーマ

対話を実施した社名

対話を踏まえた議決権行使の事例

Company	Country	Resolutions	Vote	Box
Softbank	Japan	<ul style="list-style-type: none"> Independence Auditors' compensation 	<ul style="list-style-type: none"> then then 	<p>We dialogued with the Chairman on many sensitive governance issues, notably their independence criteria for Directors and external auditors, but also the requirements of their compensation policy.</p> <p>The company's willingness to move towards meeting our main voting policy criteria led us to vote for all of the resolutions.</p>
Crédit Suisse	Switzerland	<ul style="list-style-type: none"> Binding approval of compensation elements Compensation policy (advisory) 	<ul style="list-style-type: none"> then then then 	<p>After having dialogued with the company on our questions in terms of transparency and standards for fixed and variable remuneration, a public statement by the Chairman responding in part to our wishes led us to vote for the "binding" resolutions.</p> <p>On the other hand, we maintained our opposition to the resolution (merely advisory) on the overall compensation policy.</p>
Continental AG	Germany	<ul style="list-style-type: none"> Compensation policy 	<ul style="list-style-type: none"> then 	<p>After having accepted the compensation policy in 2016 following dialogue with the company, an amendment in 2017 increased the remuneration potential without any explanation, notwithstanding our previous comments. Despite further dialogue, we finally rejected this change, along with around 20% of the shareholders who spoke at the General Meeting.</p>
Mitsubishi Heavy Industries Group	Japan	<ul style="list-style-type: none"> Independence Directors' attendance rate Remuneration report 	<ul style="list-style-type: none"> then then 	<p>Our dialogue addressed an improvement in the Board's rate of independence, but also greater transparency in terms of director attendances and variable compensation components.</p> <p>After sharing our views, we approved all the proposals tabled at the General Meeting.</p>

国内運用機関B社

対話の体制

対話の分析

対話の事例(業種・テーマ・結果)

自己評価

国内運用機関C社

スチュワードシップ活動に関する当社の体制・取組の評価について

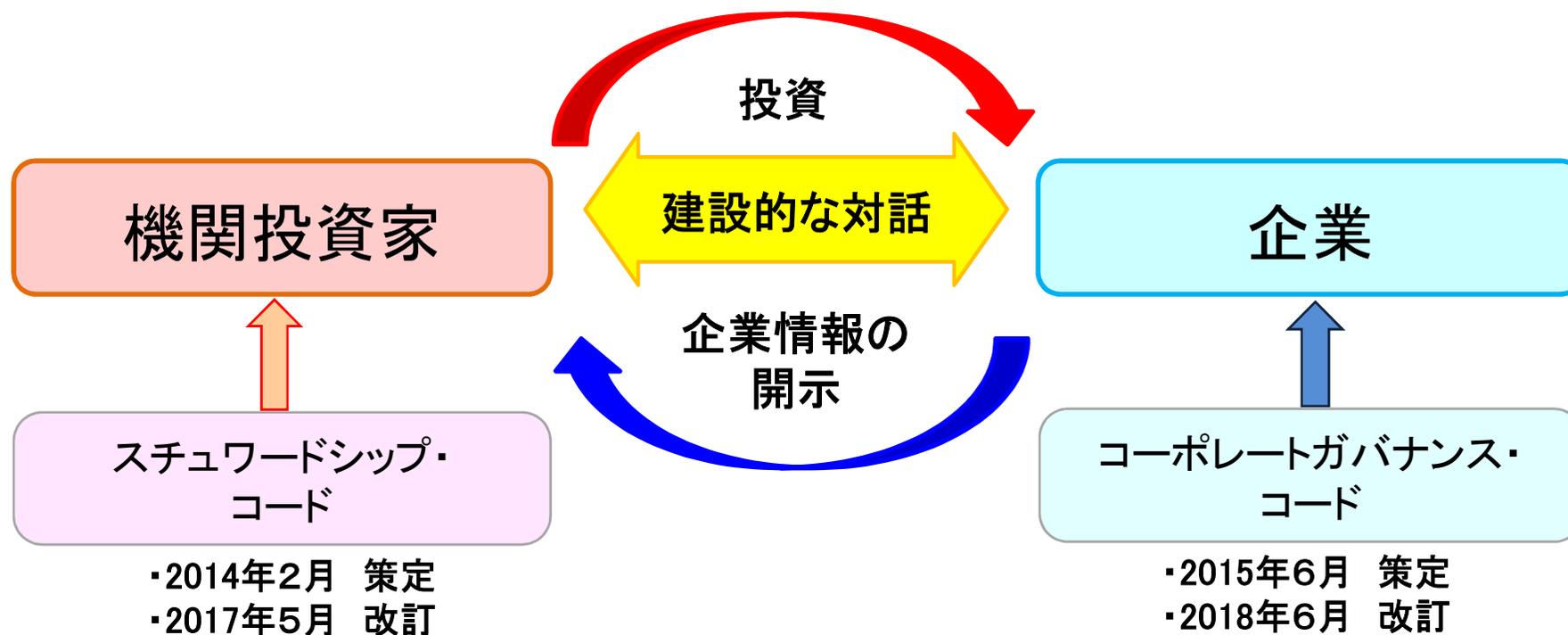
当社は、受託者責任を果たすため、議決権(当社が裁量権を有する場合、以下同様)を保有している企業に対し、当社の「議決権行使の考え方」に基づき適切に議決権を行使することにより、当該企業の企業価値の向上や持続的成長への寄与を図っております。

今回、スチュワードシップ活動を行うにあたり当社の体制や自らの取組の評価を実施し、現時点において、当社対応方針に従いスチュワードシップ活動を行っており、当社の体制、取組については適切なものと考えております。

当社は引き続き、議決権行使を中心としたスチュワードシップ活動に取組んでまいります。

以上

1-(2):コーポレートガバナンス改革とサステナビリティ情報の開示について(日本)



指針3-3(抜粋)

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、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。

(※)ガバナンスと共にESG 要素と呼ばれる。

基本原則3 考え方(抜粋)

我が国の上場会社による情報開示は、計表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性に優れている一方で、会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項(いわゆるESG要素)などについて説明等を行ういわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘もある。取締役会は、こうした情報を含め、開示・提供される情報が可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に関与を行う必要がある。

1-(2): サステナビリティを考慮した投資に関する取組み(海外)

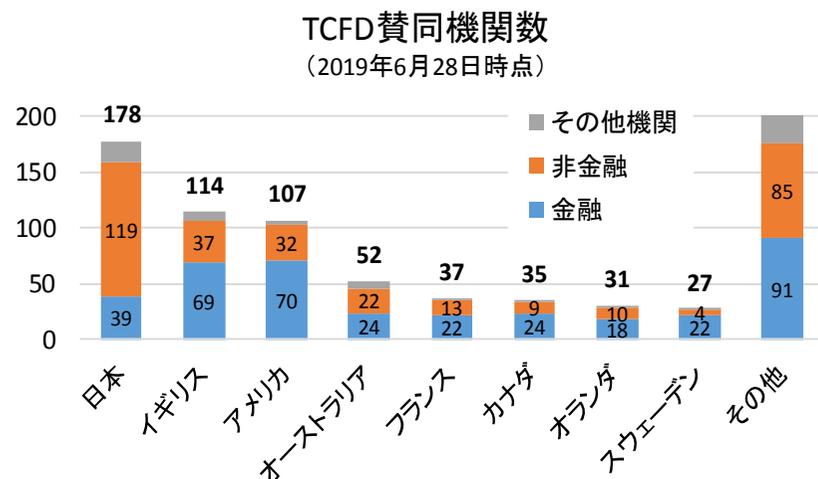
□ 2006年、「**責任投資原則 (PRI: Principles for Responsible Investment)**」を公表。その中で、投資分析と意思決定プロセスにESG課題を組み込むこと等を内容とする6原則を提示。

- 日本でも2015年、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)がPRIに署名。
日本からの署名は74社(2019年5月20日時点)

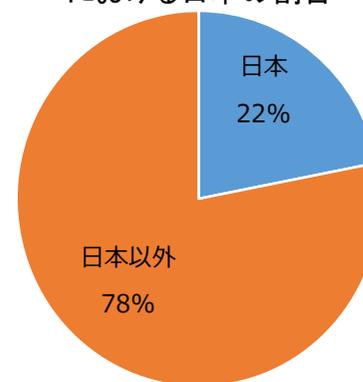


□ 2017年6月、**気候変動関連財務情報開示タスクフォース (TCFD)**は、企業による自主的な開示を促すための提言をまとめた最終報告書を公表。

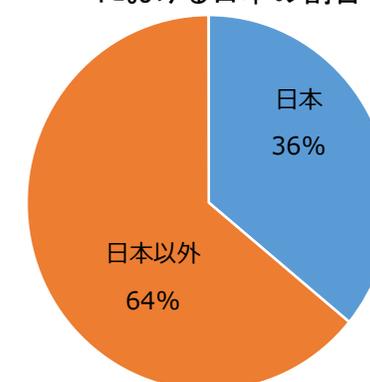
- TCFDに対して世界で792機関、日本で178機関が賛同(2019年6月末時点。世界第1位の賛同数)
- 日本では非金融セクターの賛同数が多い



世界の賛同機関全体における日本の割合



世界の賛同機関(非金融)における日本の割合



□ 2018年11月、企業の非財務情報開示の基準作りを進めている非営利組織である**米国サステナビリティ会計基準審議会 (SASB)**が業種ごとのサステナビリティに係る開示事項を公表。

1-(2): 英国におけるサステナビリティを考慮した投資に関する取組み(海外)

□ **英国の改訂スチュワードシップ・コードの原案**では、前回のコード改訂以降の国際的な状況の変化を踏まえ、改訂の主要なポイントの一つとして、機関投資家が自身のスチュワードシップ責任を果たすためにサステナビリティ要素を考慮することを明確に要求したことが挙げられている。

英国の現行スチュワードシップ・コード

- サステナビリティ要素の明示的な言及なし。
- エスカレーションを検討する例示的な場面の一つとして、ガイダンスのレベルで記載されているのみ。

【コード原則4 ガイダンス】(抜粋)

「…機関投資家がエスカレーションを行おうとする場合の例として、企業戦略、業績、ガバナンス、報酬、リスク(社会・環境問題に関連するものを含む)へのアプローチに対して懸念を有する場合が挙げられる。…」

英国の改訂スチュワードシップ・コード原案

※ 序文において、スチュワードシップの定義を拡大し、受益者のみならず、経済・社会に対する責務も含む概念とすることを提案。

- 機関投資家が、重要なサステナビリティ要素をどのように考慮しているか示さなければならないことを原則レベルで明示的に言及。

【改訂コード原案 第2章(投資アプローチ)】

原則E

「署名機関はスチュワードシップと投資アプローチを統合し、気候変動等の重要なESG要素をどのように考慮するかを明示しなければならない。」

条項11

アセットオーナー	アセットマネージャー
署名機関は、自らが出す投資及びスチュワードシップのマンデートが、受益者のタイムホライズンを適切に反映するようにし、 <u>どのようにESG問題が考慮されているかを明示するべきである。</u>	署名機関は、投資及びスチュワードシップ活動が、顧客の投資タイムホライズンと一致させるべきであり、 <u>組織としてどのようにESG問題を考慮するかを明示するべきである。</u>



1-(2): 諸外国におけるサステナビリティを考慮した投資に関する取組み(海外)

海外におけるサステナビリティを考慮した投資に関する取組み

ICGN	<p>○グローバル・スチュワードシップ原則において、<u>マテリアルな環境・社会・ガバナンス(ESG)の要因をスチュワードシップ活動に統合すべきであるとの原則を記載した上、ガイドラインにおいて、スチュワードシップへのアプローチの一環として、ESGに関連するリスクと機会の分析・モニタリング・評価・統合の手法について考慮すべき(特に、モニタリング、議決権行使、エンゲージメントの実践においてESGの統合が重要)、等を記載。</u></p>
米国	<p>○米国労働省は、2016年、企業年金の受託者は、受託者責任との関係に照らし、投資方針や議決権行使にESGの要素を考慮することができる等の解釈を示した通知を公表。</p> <p><u>当該解釈に対する質問への回答として、労働省は、2018年4月、ESG要素について、それが経済的影響があるとして安易に取り扱ってはならず、受託者の経済的な利益に着目すべきとの考え方を示した。</u></p>
シンガポール	<p>○スチュワードシップ・コードにおいて、投資家は、投資先企業との対話において、<u>企業戦略、長期的な企業業績、リスク、ファイナンス、文化、報酬、社会及び環境への考慮、及びコーポレートガバナンスを含むあらゆる分野について対話を行うことができる、等を記載。</u></p>
香港	<p>○スチュワードシップ・コードにおいて、投資家は、投資先企業において<u>ESGの問題に関する方針の策定を促し、企業の信用、評判、又は業績に影響を及ぼす可能のある重要なESGの問題について投資先企業と対話を行うべき、等を記載。</u></p>

1-(3):運用機関における利益相反管理(日本)

フォローアップ会議の意見書(4)の指摘の概要

- 利益相反管理を含む運用機関自身のガバナンス体制の強化が引き続き重要な課題。

本件に関する主な意見

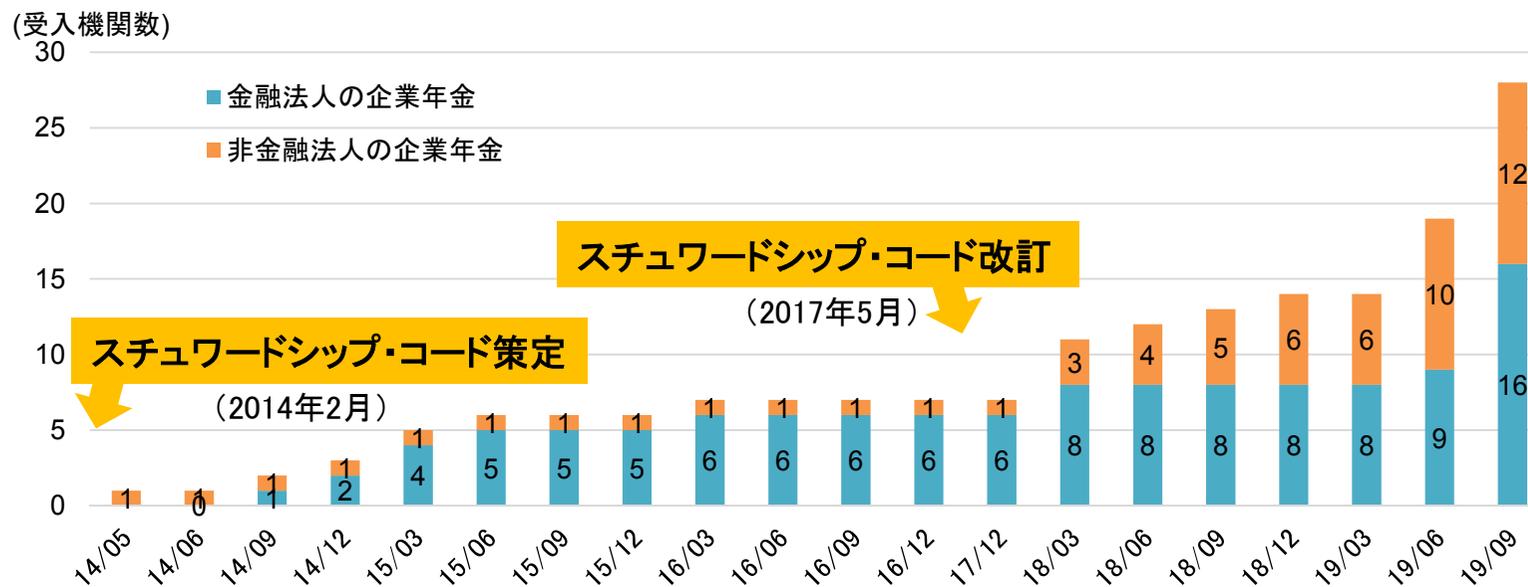
<フォローアップ会議での意見>

- 利益相反管理の方針等における投資家の開示の質に非常に開きがある。
- 利益相反管理体制の形式的な構築・強化を推進することにならないよう、注意が必要。

2. 企業年金等のアセットオーナー

2: 企業年金のステュワードシップ活動: ステュワードシップ・コードの受入れ状況(日本)

□ ステュワードシップ・コードを受け入れている269の機関投資家のうち、企業年金は28基金(前回改訂後、新たに21基金が受入れを表明)。



(出所) 金融庁

< 企業年金による受入れ >

金融法人

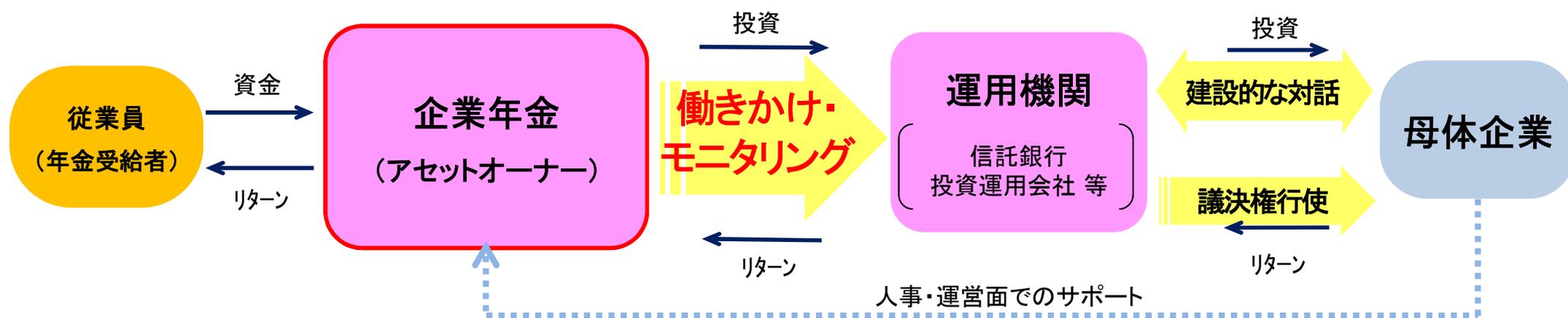
2014年	三菱UFJ信託銀行企業年金基金 三菱UFJ銀行企業年金基金
2015年	三井住友銀行企業年金基金 みずほ企業年金基金、りそな企業年金基金
2016年	三井住友信託銀行企業年金基金
2018年	あいおいニッセイ同和企業年金基金 三井住友海上企業年金基金
2019年	横浜銀行企業年金基金、百五銀行企業年金基金 千葉銀行企業年金基金、中国銀行企業年金基金 第四銀行企業年金基金、北越銀行企業年金基金 伊予銀行企業年金基金、東邦銀行企業年金基金

非金融法人

2014年	セコム企業年金基金
2018年	パナソニック企業年金基金 エーザイ企業年金基金、エヌ・ティ・ティ企業年金基金 全国建設企業年金基金、三菱商事企業年金基金
2019年	公認会計士企業年金基金、大塚製薬企業年金基金 カシオ企業年金基金、伊藤忠企業年金基金 日本ITソフトウェア企業年金基金 オムロン企業年金基金

2: 企業年金のステュワードシップ活動(日本)

- 企業年金等のアセットオーナーは、最終受益者の最も近くに位置し、企業との対話の直接の相手方となる運用機関に対して働きかけやモニタリングを行う立場にあり、その役割は極めて重要。
- ※ ヒアリング先の企業年金等からは、企業年金のステュワードシップ活動として、企業年金自身が議決権行使や投資先企業との対話を直接行うことが求められるのではないか、といった誤解がよく聞かれる。多くの企業年金においてそのような必要はなく、**まずは、運用機関が投資先企業に対して行うステュワードシップ活動について、その結果の報告を受けるなどのモニタリングを行うこと等が求められている。**



(参考)ステュワードシップ・コード 指針1-4

アセットオーナーは、運用機関による実効的なステ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、ステ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。特に大規模なアセットオーナーにおいては、インベストメント・チェーンの中での自らの置かれている位置・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、ステ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テ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。

3. サービスプロバイダー

(1) 議決権行使助言会社

3-(1): 主要な議決権行使助言会社の概要

社名	本拠地	設立	助言対象市場	助言対象総会数	顧客投資家数
ISS(Institutional Shareholder Services)	米国	1985年	115市場	約44,000総会	約2,000社
Glass Lewis	米国	2003年	100市場	約20,000総会	約1,300社
Egan-Johnes Proxy Services	米国	2002年	米国他	不明	不明
PIRC	英国	1986年	欧州	不明	不明
Minerva Analytics (The Manifest Voting Agency)	英国	1995年	欧州他	約6,500総会	50社以下
Proxinvest	フランス	1995年	欧州	不明	不明

(注1) 2011年、米国のProxy Governance Inc.(2004年設立)は、議決権行使助言事業をGlass Lewisに売却した。

(注2) 2015年、ドイツの議決権行使助言会社、IVOX社はGlass Lewisに買収された。

(注3) The Manifest Voting Agencyは、2018年会社再建手続に入り、Minerva Analytics社(ESG情報会社)の傘下に入る。

3-(1): 議決権行使助言会社における近時の取組み

- 議決権行使助言会社において、議決権行使に係る助言を行う際に、**事前又は事後的に助言内容の基礎となる事実関係や助言内容に関するレポート等を提供する取組みが進められている。**
- 議決権行使に係る助言の透明性を図り、助言の誤りをなくす観点から、発行体企業に、**事前に当該助言を基礎付ける事実関係について確認の機会を与える取組みも一部に見られる。**

【Institutional Shareholder Services (ISS) 社】

- 公表前のリサーチレポートのドラフト版について、事実関係を確認するために、ISSの裁量の下での特定の市場において提供されている。
- 議決権行使に係る助言の最終的なレポートは、企業の求めに応じ、無償で事後的に提供される。

【Glass Lewis社】

- 2015年より、議決権行使に係る助言を行う前に、助言を基礎付けるデータについての調査レポートを、希望する企業に無料で提供するサービス([The Issuer Data Report: IDR](#))を開始。これにより、発行体企業は、Glass Lewis社がリサーチ及び助言のために確認するデータをレビューすることが可能となる。
※ IDRの利用を希望する発行体企業は、株主総会日の30日前までに、議決権行使に係る助言に必要となる総会資料が開示されている必要がある。
- 議決権行使に係る助言の最終的なレポート(Proxy Paper)は、事後的に購入可能。
- 2019年春より、議決権行使に係る助言を行った後に、発行体企業やその株主が当該助言についてのフィードバックを行うサービス ([Report Feedback Statement: RFS](#))を開始。発行体企業やその株主による当該フィードバックは、直接、Glass Lewis社のリサーチ及び対話チームに提供される。RFSサービスは、2019年の株主総会シーズンにおいて、米国の上場企業の一部より提供が開始され、今後は全世界に展開される予定。

3-(1): 議決権行使助言会社: 海外の取組み(米国)

□ 米国証券取引委員会(SEC)では、2017年10月に企業統治改革と透明性に関する法案(Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017)が議会に提出されて下院を通過、2018年11月に企業統治の公正に関する法案(Corporate Governance Fairness Act)が上院に提出されて審議されたが、**いずれの法案も議会の会期終了に伴い廃案となった。**

一 法案概要

- ① SECへの登録制(組織体制、利益相反管理等の届出)【⇒申請の際の届出情報はSECを通じてウェブ公開】
- ② 利益相反管理方針の策定・その実施 / ③ 助言方針と議決権行使の推奨に関する方法論のSECへの提出及び公表義務
- ④ 正確かつ最新の情報に基づき推奨を行うための十分なスタッフの確保【⇒スタッフ数等はSECへ年次報告】
- ⑤ 助言案につき対象会社に事前レビューさせ、コメントの機会を与える手続の整備
- ⑥ 助言の際に用いられた情報の正確性に関する不服を受け付けるオンブズマンの設置、行使前の不服の解決
- ⑦ コンプライアンス・オフィサーの設置義務 etc.

□ その後、**SECは、2019年8月**、議決権行使助言会社及び運用機関向けに以下**二つのガイダンスを公表した。**

1)「運用機関の議決権行使責任に関するガイダンス(“Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisors”, Division of Investment Management, SEC)」

- 顧客との間で、運用会社の議決権行使に係る権限と責任について合意することができる。
- 議決権行使助言会社を利用する場合には、①助言が顧客の最善の利益に合致しているかどうか評価する手段を確保し、②当該助言会社の人員の構成・質、技術力等が適切な分析を行うために十分か検討すべき。
- 助言会社の事実関係の誤り、手法の弱点の定期的なレビュー等、事実関係の誤り等が生じないための方針等を策定すべき。

2)「議決権行使助言への委任状勧誘規制の適用に関する解釈及びガイダンス(“Commission Interpretation and Guidance Regarding the Applicability of the Proxy Rules to Proxy Voting Advice”, Division of Corporate Finance, SEC)」

- 助言会社による議決権行使推奨は、証券取引所法上の委任状勧誘規則の議決権行使に係る「勧誘」に該当。
- ⇒ 助言会社による議決権行使推奨には、当該委任勧誘規制上の虚偽又は誤導的記載の禁止規定が適用。
(助言会社は、一定の場合に助言推奨のメソドロジーについての説明、情報源等、重要な利益相反等について開示する必要)²⁴

3-(1): 議決権行使助言会社: 海外の取組み (EU①)

□ EUでは、2017年6月、**株主権利指令 (Shareholder Rights Directive)**を改正し、議決権行使助言会社に関する規制を明確化(議決権行使助言会社に関する規制を含むほとんどの条項については、本年6月10日までに加盟国の国内法の整備が求められている。)

【改訂株主権利指令中の議決権行使助言会社に関する規定】

- | | |
|---------|---|
| 体制等の整備 | <ul style="list-style-type: none">○ 自らが服する行為規範 (Code of Conduct)につき、その適用状況を報告することが確保されるような整備を加盟国に要求。○ 議決権行使助言会社が行為規範を採用しない場合、その明確かつ合理的な理由を説明しなければならない。 |
| 開示・情報提供 | <ul style="list-style-type: none">○ 助言等に関する以下の内容を毎年開示させること等を含む規制を、加盟国において導入することを求める。<ul style="list-style-type: none">⇒ 利用している方法・モデルの特徴／主な情報源／サービスの質及びスタッフの資質を確保するための手続／各国市場、法規制、対象企業に係る個別事情の考慮の有無・内容／市場ごとの議決権行使助言方針の特徴／対象企業・ステークホルダーとの対話の有無・内容／利益相反管理方針○ 利益相反への対応状況等の開示<ul style="list-style-type: none">⇒ サービスに影響を与える可能性のある利益相反・事業上の関係の内容、利益相反の管理等のために実施している対応内容を、顧客に開示させる規制を、加盟国において導入することを求める。 |

□ 上記のように、株主権利指令が「**行為規範**」(Code of Conduct)の整備を要請したことを受け、**本年7月、主要な議決権行使助言会社で構成する機関 (Best Practice Principle Group)**が、議決権行使助言会社の助言活動に関する原則 (**Best Practice Principle**) (※)の改訂版を公表した。(Principleの初版及び改訂版の内容は次頁参照)。

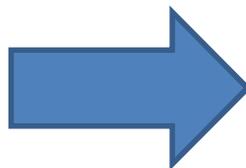
(※) 元々、欧州証券市場監督局(ESMA)が、透明性と情報開示に関して議決権行使助言業界が自らの行為規範(Code of Conduct)を策定することを推奨したのを受け、主要な議決権行使助言会社有志でBest Practice Principle Groupを立ち上げ、2014年にBest Practice Principleの初版を策定・公表していた。この度その改訂版が公表された。

3-(1): 議決権行使助言会社: 海外の取組み (EU②)

【Best Practice Principleの概要】

Principle初版(2014)

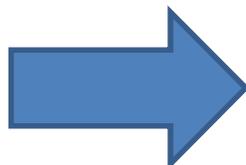
議案分析の方法論を備え、それを公開する必要+必要に応じて自社の議決権行使指針(House voting policy)も公開する必要



Principle改訂版(2019.7)

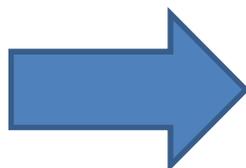
左記に加えて、原則に以下の各事項を公表する必要があることを規定

利用している方法・モデルの特徴、主な情報源など改訂株主権利指令において毎年の開示を求めている各事項(前頁の表参照。)に加え、署名者がリサーチの公表後にクライアントに対して、重要な事実上の誤りまたは研究のやり直し、分析や議決権行使推奨のやり直しをすることを知らせる方法



左記に加えて、原則に以下の規定を追加

議決権行使の推奨等に影響を与える可能性のある(実際の又は潜在的な)利益相反やビジネス上の関係、及びそれらを軽減、管理等するために実際に実施するアクションについて、事案ごとに顧客に遅滞なく明示し、開示するための手順も備えている必要



左記に加えて、原則に以下の規定を追加

- ・ 投資家の顧客が、総会の前、議決権行使期限までに十分にリサーチ(及び/又は)分析結果を確認できるように高品質なリサーチを提供する必要
- ・ 関係者とのあらゆる対話の性質とその結果について調査レポートで報告する必要

原則1
【サービスの質】

原則2
【利益相反】

原則3
【コミュニケーション指針】

発行会社、株主、その他の利害関係者、メディア、一般市民とのコミュニケーションの方針を公表すべき

原則はこれらの事項のみで、ガイダンスに細かく規定

原則に多数の規定を追加

3-(1): 議決権行使助言会社: 海外の取組み(英国)

□ 英国では、EUの改訂株主権利指令を受け、本年1月30日に公表された改訂スチュワードシップ・コードの原案において、サービスプロバイダー(議決権行使助言会社含む。)向けの章を新設。

【改訂英国スチュワードシップ・コードのサービスプロバイダー章】

原則

- 原則A: 署名機関は、その目的(purpose)を高め、自らの目的、戦略、価値および文化がどのように実効的なスチュワードシップを促進するかについてステートメントを行わなければならない。
- 原則B: 署名機関は、実効的なスチュワードシップを促進し、それを可能とする方法で、投資業界(investment community)における自らの役割を果たすようにしなければならない。
- 原則C: 署名機関のガバナンス、プロセス、資源および報酬(フィー体系も含む)は、実効的なスチュワードシップを促進し、それを可能とすることを支援するものでなければならない。
- 原則D: 署名機関は、顧客の利益を最優先するような、利益相反管理方針を策定しなければならない。

条項

- 条項1: 署名機関は、自らが提供するサービスの範囲、および、どのように顧客の利益のために尽力し、彼らが実効的なスチュワードシップを遂行することを可能としているかについて、示さなければならない。
- 条項2: 署名機関は、顧客に対して、自らのサービスの正確性について情報提供し、顧客のスチュワードシップを最大限支援できるように商品やサービスがどのように用意されているかに関する情報を提供することにより、サービスの質を実証しなければならない。
- 条項3: 署名機関は、他のステークホルダーと協働し、市場のスチュワードとして役割を果たすために、どのような行動をとるかを説明するべきである。
- 条項4: 署名機関は、自らの従業員(workforce)が適切な経験、資質を有し、サービスに取り組むための監督を行うようにするべきである。
- 条項5: 署名機関は、利益相反管理方針、およびそれがどのように適用されるかを開示するべきである。
- 条項6: 署名機関は、行動原則(code of conduct)を策定しなければならない。

3. サービスプロバイダー

(2) 年金運用コンサルタント

3-(2): 主要な年金運用コンサルタント会社の業務概要

業態		運用コンサルティング	資産運用業務	年金制度設計、年金数理	年金管理業務	その他業務
独立系コンサル会社(外資系含む)	A社	○	□	□	□	
	B社	○	□	○	○	
	C社	○	○			
	D社	○				○
証券系コンサル会社	E社	○	□			
生命保険会社	F社	○*	○	○	○	
信託銀行	G社	○*	□	○	○	
	H社	○*	○	○	○	

(注1) 年金基金へのコンサルティング会社につき、業態毎における資産運用をはじめとする関連業務の提供状況を示す。

(注2) ○、□は同一企業グループ内の別会社を示す。

(注3) *は、ALMIに関するコンサルティングを指す。

3-(2):年金運用コンサルタント:CMAのレポート及び命令(英国)の概要

- 英国競争・市場庁(CMA)は、2018年12月年金運用コンサルタントの市場に関する調査の最終レポートを公表。当該レポートを踏まえ、CMAは、本年6月10日、運用コンサルタント等に対する命令(The Investment Consultancy and Fiduciary Management Market Investigation Order 2019)を策定。

[レポートの概要]

○年金運用コンサルタントは1.6兆ポンド(約205兆円)以上の年金資産に影響を及ぼす。

○年金運用コンサルタントの利益相反に関する指摘

- 自らの投資商品への推奨

- 運用機関に対する独立した評価に影響し得るビジネス上の関係、贈与やもてなし



○調査結果を踏まえてCMAは、以下の内容を含む対応策を提示。その内の一部は上記の命令にて規定。

(下記の年金運用コンサルタントに対する規定を含む一部の規定については、公布から6ヶ月後に施行。)

- 年金運用コンサルタント業に関する助言と、投資運用受託業に関するマーケティングの分離
- 年金基金受託者による年金運用コンサルタントのサービスの質を判断するための戦略的な目的の策定
- 年金運用コンサルタントが推奨した投資商品等の運用実績についての報告

年金運用コンサルタントに対する命令(order)の内容

○年金運用コンサルタント業と投資運用受託業の両方を行う会社に対して、同じ書面の中で、投資運用受託業に関する助言と、自分の会社の投資運用受託業に関するマーケティング資料の提供を禁止。

○年金基金受託者が、年金運用コンサルタント業者に対する戦略的な目的を定めていない限り、コンサルタント契約の締結や継続を禁止。

○年金運用コンサルタントが、潜在的な顧客に対して、金融商品等の運用実績に関する情報を提供する際に、リソースが明示されていること等の一定の条件を満たす必要あり。

⇒これらの規定を遵守していることについて、一定の期間ごとのコンプライアンス・ステートメントの提出が必要。30

3-(2):運用コンサルタント:海外のコードにおける運用コンサルタントに関する記述

□ 海外のコードにおいては、運用コンサルタントに関する言及がなされている事例あり。

コード	言及箇所	内容
ICGN (グローバル・スチュワードシップ原則)	Part 3 (スチュワードシップのエコシステム)	<p>Investment consultants and advisors</p> <p>Investment consultants and advisors can assist asset owner and asset managers with developing and implementing their responsibilities as part of their advisory services. (中略)consultants, advisors and other service providers (中略) should endeavour to understand their role in the investment chain and to provide services in the interests of their immediate clients and ultimate beneficiaries.</p> <p><抄訳>投資コンサルタントと助言者は助言サービスを通じ自らのスチュワードシップ責任を實踐し、同時に資産保有者と資産運用者をサポートすることができる。コンサルタント、助言者やその他のサービス提供者もインベストメント・チェーンにおける自らの役割を理解し、直接の顧客と最終の受益者の利益のためにサービス提供に努めるべきである。</p>
英国 (改訂スチュワードシップ・コード原案)	Introduction 2 (コードは誰のためか) 及び Introduction 3d (2019年コードの主要な変更点)	<p>The Code is written for asset owners, asset managers and entities providing services to the institutional investment community, including: investment consultants, proxy advisers and other service providers that want to demonstrate their commitment to stewardship. The Provisions are tailored to different roles within the investment community.</p> <p><抄訳>本コードは、アセットオーナー、アセットマネジャー、投資業界にサービスを提供している主体(運用コンサルタント、議決権行使助言会社、その他のスチュワードシップに対してコミットを希望しているサービス・プロバイダー)のためのものである。条項は、投資業界内における役割の違いに則して作られている。</p>