

2020 年 1 月 30 日

我が国のスチュワードシップ・コード改訂版に関する

日本CFA協会とCFA協会（APAC）による共同調査結果について

日本CFA協会アドボカシー委員会チェア 三木隆二郎,CFA

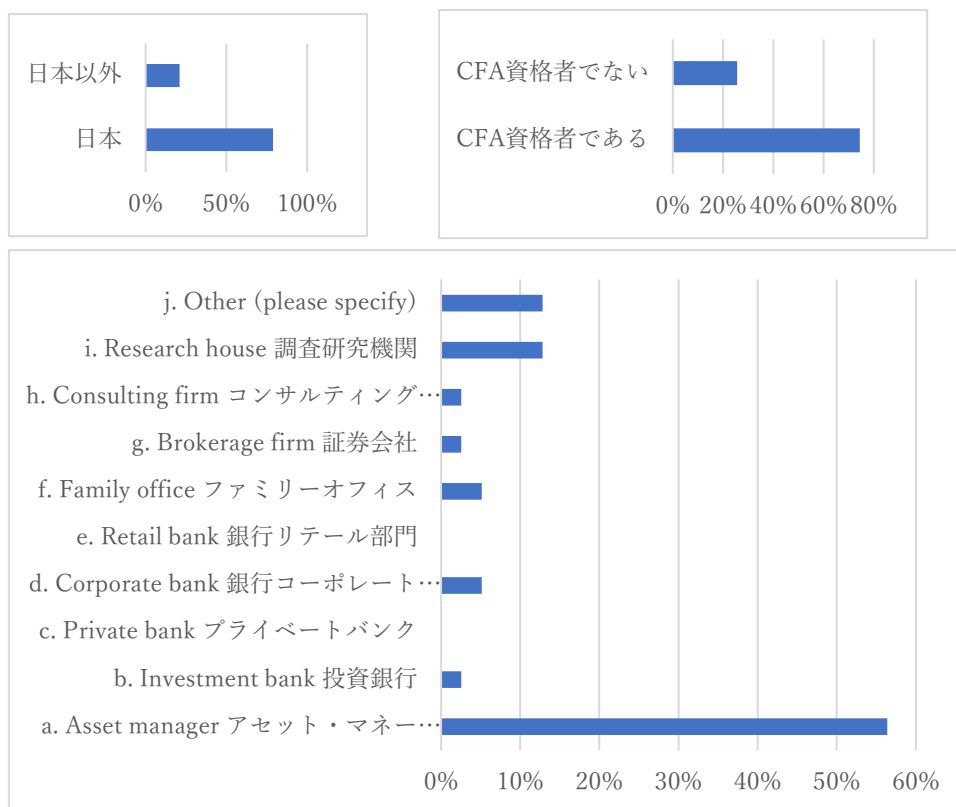
2019 年 12 月に金融庁（FSA）はスチュワードシップ・コード改訂版（以下、本コード）を発表し、2020 年 1 月末までパブリック・コメントを求めています。そこで我が国の資産運用業界において最も高い職業倫理基準を推進する日本 CFA 協会では、スチュワードシップ・コード改訂版に対する投資専門家の意見を探る調査を 2020 年 1 月 9 日から 29 日まで実施し 39 件の回答を得ましたので、その結果を報告します。

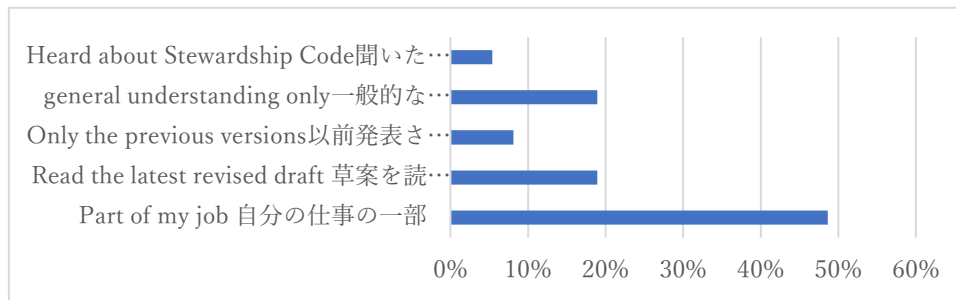
調査結果の要約

- ・ 64%が本コードを日本株式以外に拡大することに賛成。
- ・ 77%が本コードがサステナビリティに関する課題について考慮することに賛成。
- ・ 77%が企業年金等のアセットオーナーによるスチュワードシップ活動への参加に賛成

1. 回答者の属性

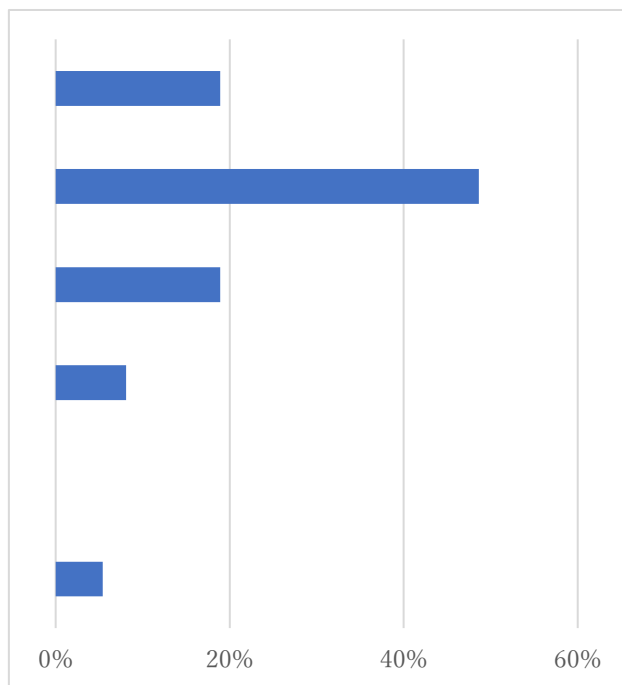
- ・ 79%が日本の機関、74%が CFA 資格保有者、56%がアセットマネジャーである
- ・ 49%が「自分の仕事の一部が日本のスチュワードシップ・コードに関するもの」と回答





2. 日本株以外の他資産への本コードの適用拡大

強く賛成 18%、賛成 46%、どちらとも言えない 18%、
反対 8%、強く反対 0%、良く分からない 5%。 「



どちらとも言えない

- 国によって、また投資対象によって投資家の受託者責任として重視するものが違う状況が異なる
- 日本拠点の機関に限定されるべし
- 公共市場で取引される資産に適用する考え方はその通りだが実践は難しい

反対

- 議決権行使無くエンゲージメント無し

強く賛成

- 投資対象は国内上場株式に限定されず外国株、プライベート資産、債券等多岐にわたる
- 当然だと思う
- 日本株に限定する必要がない
- スチュワードシップ責任の考え方自体は、投資するアセットクラスによって変わるものではない

賛成

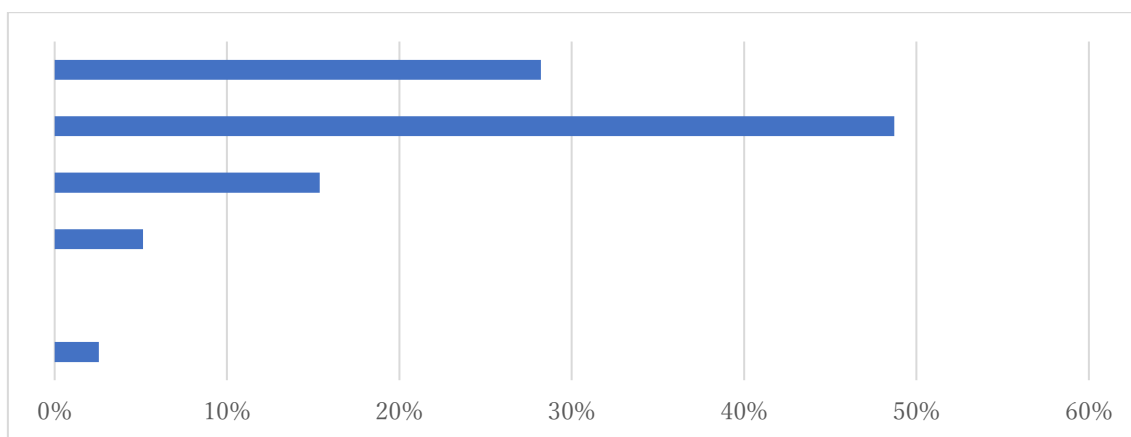
- 顧客である機関投資家の関心がオルタナティブ投資等の分野でも高まっているように感じるから
- 他の資産に拡大するのはグローバルトレンドだから
- 上場企業その他（PE や実物など）もスチュワードシップ責任はある
- 株式だけでなく、広い視野で対応することが（関係者全員にとって）適当と考えているため
- 企業の資金調達という意味では他の資産であってもガバナンスに影響を及ぼしうるから
- スチュワードシップ・コードは長期の社会の幸福を目指すものだから、その原則はいかなる資産にも適用される
- 企業は社会をより良くするために活動するので、必要悪は存在すると思うが、理念上では正しいと思う

他資産への拡大にあたっての留意点

- 海外や不動産投資でどこまでスチュワードシップ責任を適用できるか難しい
- ロング-ショートファンドへの投資においては、顧客利益との相反が発生する可能性
- スチュワードシップ活動の目的・意義・方針等を明確にしておくこと
- 長期的な視点であること
- 上場されていないことによる開示不十分及び流動性が低い点に関する投資家としての注意義務
- 他国の規制、ルール、コードとコンフリクトが起きた時にどうするか
- 議決権行使無くエンゲージメント無し
- 債券では、エンゲージメントは株のアナリストに同行するといった工夫も必要
- 株と債券との間のコンフリクト
- 債券とプライベート資産についてはエンゲージメントの仕方が異なってくる可能性がある
- いざ適用しようとした際に投資家によりコード内容が変わりうる
- 上場企業全体の成長にとって必要な対応を取るべきであることに留意すべき
- 株式と同様の開示の確保
- 株と債券の間の利益相反関係
- 共益権を有する株式投資家と、共有権を有さない他の投資家とでは、投資先に対するアプローチ方法が自ずと異なる。加えて利害関係が一樣ではない。(Shareholder と Debt holder では利益相反も生じ得る)
- 他の asset class での実効性が疑問
- Short-term risk-return profile differences among different asset classes.
- 非流動的なデットを除きデット投資家は発行体との会話をせずに投資を実施するので、対話とか結果とかを求められても困る

3. サステナビリティに関する課題について考慮すべきか

強く賛成 28%、賛成 49%、どちらとも言えない 15%、反対 5%、強く反対 0%、良く分からない 3%



強く賛成

- 投資判断において、ESG 要素を含むサステナビリティに関する課題の評価は必要不可欠
- 世界の流れ、企業価値向上、運用パフォーマンス改善にかかせないから
- 投資判断において、ESG 要素を含むサステナビリティに関する課題の評価は必要不可欠な為
- ESG は今後の投資で必須の課題だから
- サステナビリティは投資で最重要課題だから
- リターンを犠牲にしないという条件は付く
- われわれの普段の生活に気候変動の負の変化が影響をもたらす中で、誰もがサステナビリティを気にすべきだから

賛成

- 長期投資は投資先の継続的な事業の健全性を前提とするので ESG を含み（に限らず）サステナビリティと同義
- 理念として同意
- 中長期的にはプラスに働くと考えられる
- ESG に取り組む姿勢を後押しする
- 企業は社会をより良くするために活動するので、必要悪は存在すると思うが、理念上では正しいと思う

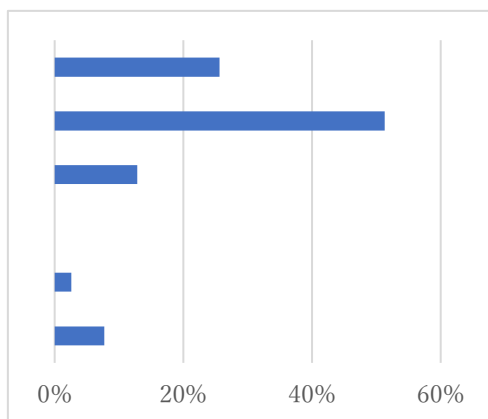
どちらとも言えない

- 本来は投資スタイル等によってサステナビリティの定義や注目も異なるはずであり、一律に適用することが妥当なのか
- 「ESG 要素」が実際には曖昧すぎる
- 総論としては賛同するが、sustainability の定義がなお充分明確とは云えない。(ex. ゾンビ企業を延命することは sustainability に該当するか?)
- 以前から ESG は投資判断プロセスの 1 つの Item として何年も前から考慮している。時流とは言え、ESG のみが強調されすぎるのが正しいとは言いがたい側面がある

反対

- 受託者の責任の最も重要な部分は受託資産を守ることと戦略の中でリターンを最大化すること。ESG 要素がこの最重要の目的に常に寄与するかは不明
- 運用戦略は多様であるべきであり、特定の方向性に導くことは妥当ではないと考える為

4. 企業年金等のアセットオーナーによる
スチュワードシップ活動への参加
強く賛成 26%、賛成 51%、どちらとも
言えない 13%、反対 0%、強く反
対 3%、良く分からない 8%



「良く分からない」 8%

「中小規模は自分で決めるべき」 24%

「全ての企業年金はスチュワードシップ
活動に参加すべき」は 32%

「大規模で能力ある企業年金は参加す
べき」が 37%

強く賛成

- インベストメントチェーンの起点であるアセットオーナーの参加は重要なため
- 議決権を持つアセットオーナーの参加は必要
- DB が人事部の福利厚生の一部、という考えは改められるべきだから
- AO はスチュワードシップ活動の最も本質的なドライバーとしての集団だから
- 他人の財産、しかも一般従業員の老後資産を預かる以上、当然

賛成

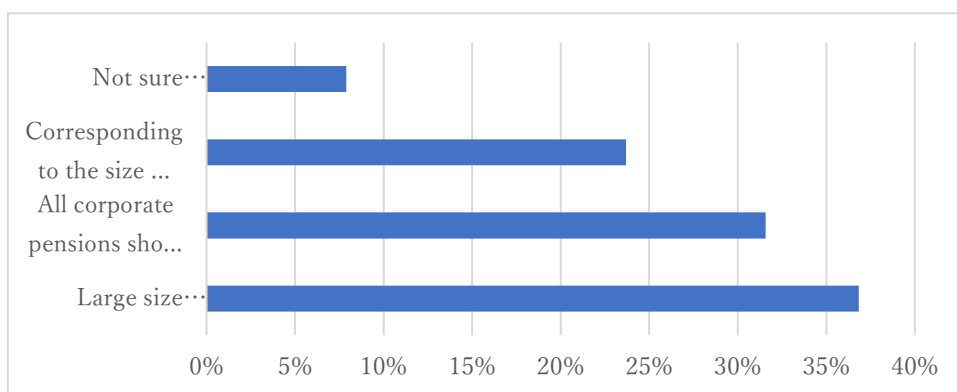
- インベストメントチェーンで重要だから
- AO のサポートが必要
- AO は自ら運用するかわりに機関投資家に委託しているので委託者としての責任はある
- AO の主体的意識は、アセットマネージャーを動かすのに重要であるため
- AO は最終的には責任を負うべき立場

どちらとも言えない

- 個別内容を理解せずに具体的なケースで参加をするというのはウソだと思う
- 形式的なものにとどまる可能性がある。形式的にやったふりのアリバイとして運用者に過剰なレポートを要求する可能性もある

強く反対

- 企業年金は日本では受託者責任を持っていないのでスチュワードシップ活動に参加するのは不適格



「大規模は参加すべし」

- リソースのないスポンサーの場合、形式論に陥りやすく、スチュワードシップ活動も中身のな
いだけ負担感が強いものになってしまうリスクが高い
- 日立やトヨタが受入れていない現状は許せない
- インベストメントチェーンの中で AO は大きな役割を担っている。せめて大手は参加すべし

「全て参加すべし」

- 年金受益者のリターンの拡大のために原則面で大いに参加すべき。活動形態は規模によって異
なってよい
- 最終受益者の利益の確保に必要なため
- 規模や社内リソースに限らず、年金受給者のエージェントとして企業年金にスチュワードシッ
プ責任ある

「どちらとも言えない」

- 民間企年は受託者責任を法的には負っていないため

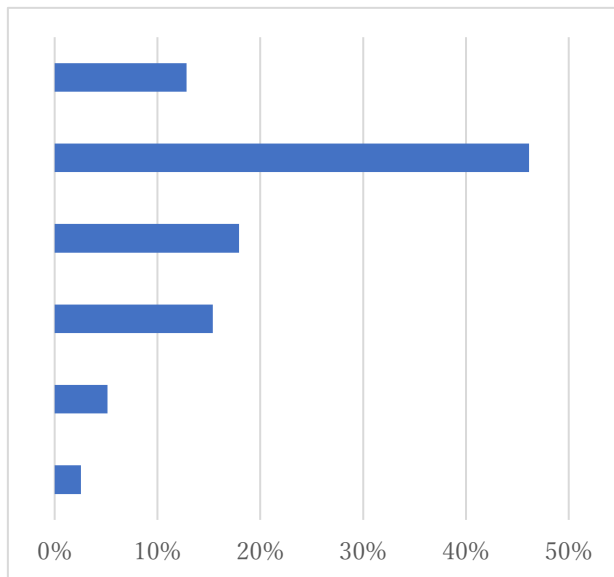
AO の活動促進で規定されるべき上位 3 つの方法

- より有能なスタッフ（特にファイナンス）
- スチュワードシップ活動の重要性をスタッ
フ及び加入者に教える
- より充実したディスクロージャー
- ESG マンデート比重
- 投資原則
- AM 評価基準
- 競争、KPI、他の報奨
- 反環境活動への税
- 反環境活動への刑事罰
- 経営責任没収
- 受け入れたアセットオーナーの運用成績が
よいこと

- 社会的な運動
- 自発的行動
- 法的しぼり
- AO 管掌部署を人事から財務へ
- 持合い株禁止
- 法的に受託者責任を持たせるよう法改正
- スチュワードシップ活動に優れた AM 採用
- スチュワードシップ活動に関するモニタリ
ング
- エンゲージメントと議決権行使
- 一般大衆への教宣
- ESG

5. 機関投資家による議決権行使の賛否の理由についての公表

強く賛成 13%、賛成 46%、どちらとも言えない 18%、反対 15%、強く反対 5%、良く分からない 3%



強く賛成

- 受託者責任を果たすため
- 賛否の理由が不明だとスチュワードシップ責任を果たしているかどうか分からない為
- 議決権行使が唯一の目に見える判断だから
- 意思決定過程の明確化

賛成

- 委託者（企業年金等）への報告義務の一環
- 投資判断に役立つ
- 投資家と企業の対話の礎となるから

どちらとも言えない

- 結局 AO が支払うことになるコストとなる
- 個社の行使結果は元来守秘義務にあたり公表にはうしろめたさを伴う。賛否の割合とか反対の理由の例などならよいが

反対

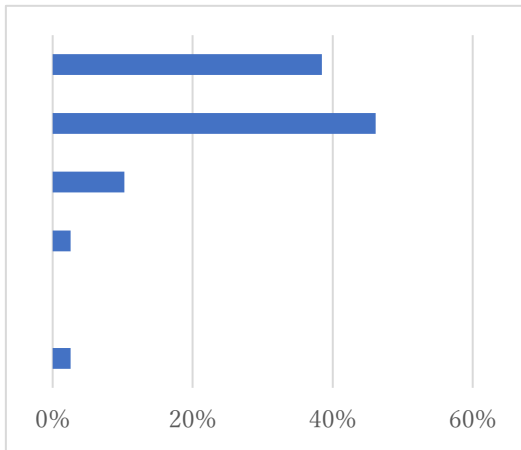
- AM のエンゲージメントを通じ理由が分かる
- なぜ第 3 者に公表する必要があるのか、また公表によるデメリットはないのかの議論がなされていない
- 圧力の回避のため
- 多くの提案に詳細な理由を付してミスなく開示することが AM への過剰な負担になる
- 誰のための公表か。意味がない。自己満足にすぎない
- 理由開示は余計。必要ない

強く反対

- 投資判断の理由に関連する場合も多く、公表するようたぐいのことではない
- 負担が大きすぎるため

6. サービス提供者に関する原則を新設して、利益相反管理体制の整備等を求める

強く賛成 38%、賛成 46%、どちらとも言えない 10%、反対 3%、強く反対 0%、良く分からない 3%



どちらとも言えない

- サービス提供者間に競争をもたらせばよい

反対

- 単なるアドバイザーであるから不要

強く賛成

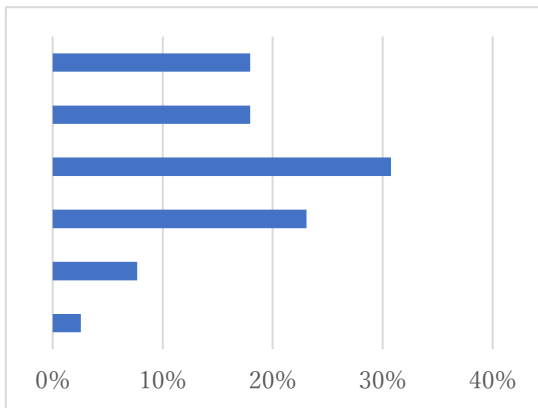
- 動機付けが歪まないようにするために賛成
- インサイダー情報の管理も含めて非常に管理体制が甘いと思っています
- 影響力が強くなってきているため
- 機関投資家であってこれまでサービス提供者になかったことがおかしいから
- 透明性が重要だから
- 利益相反管理は必須と考えているため

賛成

- 潜在的な利益相反も含めて顧客に対する開示義務はある
- 必要に思える
- 金商業者でも複数の業種をもつものは法令で利益相反管理を義務付けられているから

7. サービス提供者は日本拠点を設置すべき

強く賛成 18%、賛成 18%、どちらとも言えない 31%、反対 23%、強く反対 8%、良く分からない 3%



反対

- 単なるアドバイザーであるから不要
- 各社に任せるべき
- 地理的要因は絶対的障害にはならない

強く反対

- 日本拠点がなぜ必要か全く理解できない

強く賛成

- 拠点なくして、日本の個別企業のことを正確に理解し議決権を行使することは不可能
- 現地で情報収集しないと正しい判断が困難
- 顔が直接見えることが大事

賛成

- 日本企業よりも正確な理解に拠点保持有用
- 適格なアドバイスのため

どちらとも言えない

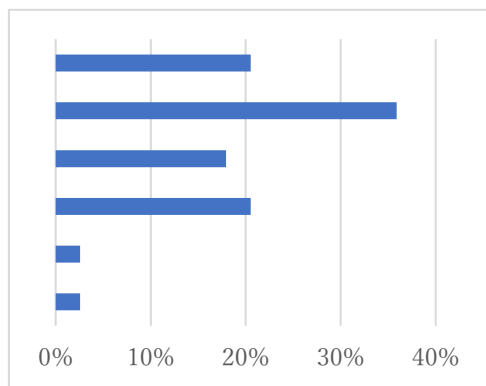
- 最低限の規制ではない
- 日本人はこのような質問を「日本拠点を有しているか」という確認項目にするので、事実上有していないといけないかのような要求になる懸念もある

反対

- 物理的な拠点は必要ない
- 拠点の有無で判断すべきではない
- 事業会社の活動がグローバル化している為

8. 議決権行使会社は自ら企業と意見交換しつつ、助言を行うべき

強く賛成 21%、賛成 36%、どちらとも言えない 18%、反対 21%、強く反対 3%、良く分からない 3%



強く賛成

- エンゲージメントは必要
- 最低限必要とされる
- これまで企業とエンゲージメントしていなかったとしたらそれこそが問題
- 自らの企業との積極的な意見交換は企業に対する理解のために重要なため
- 賛成であるが、スチュワードシップコードで規制する話かどうかは疑問

どちらとも言えない

- 開示情報を充実させればよい
- 個別の対話が増えすぎるのもフェアディスクロージャーと対立する

反対

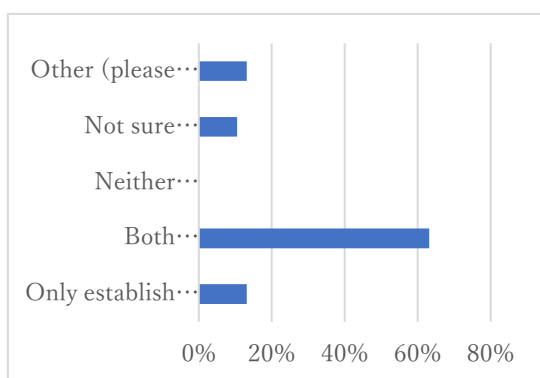
- 議決権行使判断に影響を与える情報は公開されるべし
- 反環境活動への刑事罰の方が効果的だ
- 単なるアドバイザーであるから不要
- そこまでする必要があるか、疑問
- 助言会社自体がエンゲージするなら自社で運用をして株主としてリスクを取るという形で投資家と同じ土俵にのらなければいけない
- 各社の方針に任せるべき
- そのような情報が全ての株主に好適にディスクロージャーされない限り、議決権行使会社を使っていない株主にとり公正な情報開示にならない危険性がある

強く反対

- 機関投資家に情報提供する行為と企業に助言する行為は利益相反になる可能性がある

9. 運用機関は顧客と利害関係者間の利益相反管理を徹底するために自らのガバナンス体制を構築して公表すべきか

ガバナンス体制構築のみでよい	13%
体制構築と公表双方必要	63%
良く分からない	11%
その他	13%



ガバナンス体制構築のみでよい

- 非現実的（適任者の人数に限られる）
- 自らの基準でガバナンスが徹底されればよい
- 中小の場合、例示の「独立取締役設置」「第三者委員会設置」が困難な可能性がある

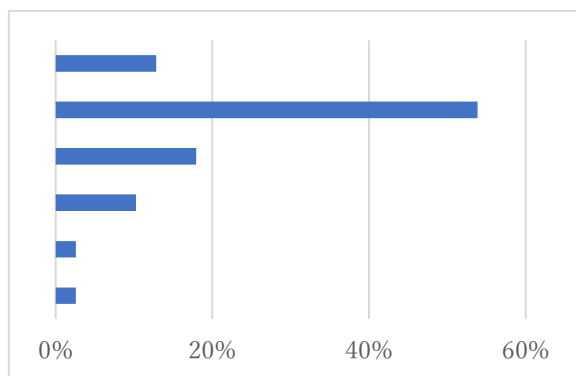
ガバナンス体制構築と公表双方必要

- 投資判断の上で重要
 - 生保相互会社のガバナンス欠如の問題も FSA は取り上げるべし
 - 既に顧客等から求められている
 - 態勢を構築し関わりある顧客に開示
- 良く分からない
- 投資のホライズンによってそもそも利益相反の利益の質が変わってくる

その他

- 一律に利益相反管理のために第三者委員会をもとめるのはいかがか
- 小規模な運用機関には独立取締役や第三者委員会を設けることは難しい
- どのような経営とするかは、各社に任せるべき
- コストを掛かり AM には過大負担
- 当社の規模では難しい

10.運用機関は、本コードの各原則の実施状況を定期的に自己評価し、投資先企業とのスチュワードシップ活動の結果と合わせて公表すべき
 強く賛成 13%、賛成 54%、どちらとも言えない 18%、反対 10%、強く反対 3%、良く分からない 3%



強く賛成

- 既に顧客等から求められている
- 今まで見えなかった部分だから公表されるメリットは大
- 受託者責任を果たす上では重要

賛成

- 運用業界全体のため良い
- 公衆に対してでなく顧客/当局のみにどちらとも言えない
- 短期主義(例えば 1 年)を助長する危険性がある
- アウトカムの内容が問題

反対

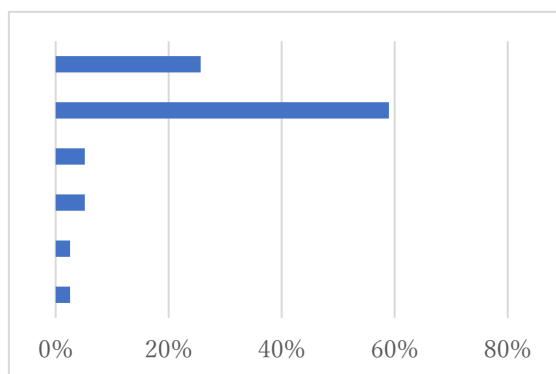
- 結果で問われるプロの機関に、練習したか公表させるのは学校のようなかかしい
- 結果はよく分からないため。判定しづらいため
- あまり意味がない。裁量に任せるべき結果がその業者の対話の結果かどうか不明である。結果とは議決権行使結果、成果？

強く反対

- 「自己評価」に強い疑念

11. 機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、投資戦略と整合的であるだけでなく、中長期的な企業価値の向上に結び付くものとなるよう意識すべき

強く賛成 26%、賛成 59%、どちらとも言えない 5%、反対 5%、強く反対 3%、良く分からない 3%



強く賛成

- 企業価値の向上につながらなければ受託者責任を果たすことにもならない
- リスク調整後リターンの向上に重要と考えられるため
- これまでの ESG の S 課題は必ずしも企業価値向上に結び付かないテーマが多かったのが問題だから
- 企業価値の中長期での向上は目的の一つだから

賛成

- 企業価値向上とサステナビリティが調和できるのが理想

どちらとも言えない

- サステナビリティは企業価値の持続性であり、必ずしも企業価値の「向上」と同義ではない

反対

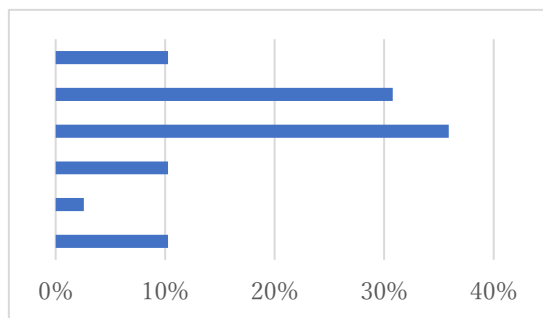
- 投資行動を制約し過ぎるから

強く反対

- 短期売買への課税といった代替手段の方が有効

12. イギリスのスチュワードシップ・コードのようなエスカレーションの導入

強く賛成 10%、賛成 31%、どちらとも言えない 36%、反対 10%、強く反対 3%、良く分からない 10%



強く賛成

- 単体では影響力の発揮が困難なケースが多いため
- 機関投資家協働対話フォーラムが出来たのだからエスカレーション制度も導入されるべき
- エンゲージメントの仕方に影響する

賛成

- 受託者責任を果たすという意味で普通のことだが、中国などの投資家にもエスカレートされることを政府は覚悟しなければならない
- 企業行動に変化を促せる

どちらとも言えない

- エスカレートは何を指すのか。レターを書き、さらに共同エンゲージメントをも意味するとなると、アクティビスト的なものの要求となるが、それでよいのだろうか
- スチュワードシップ活動をエスカレートする意味があればやればよい
- 必要がある場合、が曖昧

反対

- 多様な経営方針が尊重されるべき

強く反対

- 各社に任せるべき

13.その他自由意見

- ・全般、進歩が見られる模様で、賛成します
- ・企業と会う際に保有株数を開示することを示唆する文言が追加されている。これは、企業サイドが投資家を選別したいからなのだろうか。新規の投資家を排除したり、少ない保有の投資家とは会わないとかの選別になると、資本市場の機能を阻害する可能性があるのではないか。
- ・株式相場がベアマーケットになり、基金が損をだしたり、株式投資に批判が高まり株式を売却するような局面でもスチュワードシップの議論をしっかりとぶれずに継続してほしい。向かい風の時にきちんと継続できるかが、文化として根付くかどうかの分かれ目。不祥事を起こした運用会社がスチュワードシップや ESG を語るのはおかしいと思う。一定のペナルティボックス期間をもうけるべきではないか。
- ・コストをどう分担するかも、大事だと思います
- ・「働き方改革」が良い例だが、反環境的活動をした場合に経営陣に刑事罰が下されるようにする方が、より効率的に目標が達成されよう。

14.まとめ

集計結果が 39 件にとどまったこともあり、また AM からの回答が約半分を占めていたこともあり、占率としての意見の集約は必ずしも協会員全体からすると正確とは言えない点には留意が必要であるが、その中で明らかになった点としては以下の四点が挙げられる：

(1) 64%が本コードを日本株式以外に拡大することに賛成。

「スチュワードシップ責任の考え方自体は、投資するアセットクラスによって変わるものではない」という意見に代表されるように総論としては賛成だが、債券については「議決権行使無くエンゲージメント無し」という回答があったように、海外や不動産投資など他の資産でも、どこまでスチュワードシップ責任を適用できるか実務面で困難な点が予想される点には留意されるべきである。

(2) 77%が本コードがサステナビリティに関する課題について考慮することに賛成。

「投資判断において、ESG 要素を含むサステナビリティに関する課題の評価は必要不可欠」という意見に見られるように、グローバルな流れとして当然という受け止めであった。その一方で定義がなお充分明確とは云えない、と言う意見も見られた。

(3) 77%が企業年金等のアセットオーナーによるスチュワードシップ活動への参加に賛成

議決権を持つアセットオーナーの参加は必要、という点で多くの支持は得られた。さはさりながら中小の企業年金の限定的なスタッフからするとインベストメントチェーンの中で大きな役割を担っている「せめて大手は参加すべし」という声が多かった。

(4) AM に対する過剰な負担に対する警戒感

議決権行使の賛否の理由についての公表や、実施状況を定期的に自己評価し、投資先企業とのスチュワードシップ活動の結果と合わせて公表すべきか、という点には過剰な負担感を警戒する声も聞かれた。

サーベイについて

「スチュワードシップ・コード改訂版に対する」に関する調査は、主として当協会の投資専門家の意見を探る調査として、日本 CFA 協会と CFA 協会（アジア太平洋地域）によって 2020 年 1 月に行われた。意見表明に熱心な方が多く、1/9-23 と短い回答期間にも拘らず 39 件の回答が寄せられた。回答数が少ないように見えるが、それは 1/28 に金融庁の担当課長補佐から当協会向けに講演する機会を設けたのでそこで意見表明をして代替しようという協会員もいた可能性がある。

CFA 協会について

CFA 協会は投資プロフェッショナルのグローバルな協会である。優れた信任の厚い投資プロフェッショナルのための職業規範を定めている。CFA 協会は投資運用の市場における倫理的行動の最高水準を保ち世界のファイナンス業界の知恵袋として尊敬を集める組織である。

最終目標：投資家の利益が真っ先に守られ、市場が十全に機能し得るような環境を作り、経済が発展することである。16 万 8 千人以上の CFA 資格者が世界 164 市場にいる。CFA 協会は世界に 9 つのオフィスと 154 のローカル会員組織を持っている。HP：www.cfainstitute.org, Twitter @CFAInstitute Facebook.com/CFAInstitute.

日本 CFA 協会について

一般社団法人日本 C F A 協会は、1999 年に CFA 協会の日本における会員組織として発足し、その後 2011 年 4 月に法人化された。当協会は、CFA 協会と協調して教育プログラムを実施し、投資運用に関する専門知識の普及を目指している。そのため、倫理規範や職業行為基準の促進、CFA プログラムや継続教育を通じた専門能力の向上、国内外での情報や意見の交換、CFA 資格および投資業界に係る認知度の向上に努めている。

日本 CFA 協会 会長 宝田めぐみ

本件に関するお問合せ先

日本 CFA 協会 事務局

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-9-7 大手町フィナンシャルシティサウスタワー 5 階

03-3517-5471 info@cfaj.org

以上