

# ESG

## スピークアウト

第9回

日本総合研究所  
創発戦略センター スペシャリスト

黒田 一賢

青山学院大経済学部を卒業後、岡三証券と英ESG調査機関EIRIS（現Vigeo EIRIS）で財務面、非財務面での企業調査を担当。現在は株式運用のための非財務面での企業評価業務などに従事している。日本サステナブル投資フォーラム運営委員。同大地球社会共生学部非常勤講師。英ExtelとNGOのSRI-CONNECTが主催する独立系調査機関所属非財務アナリストランキングIRRI 2012で世界4位。



## 日本版スチュワードシップ・コードに改善余地 投資先への自発的働きかけにもESG要因の統合を

英国財務報告協議会（FRC）は2019年10月下旬、翌20年1月1日から施行予定のスチュワードシップ・コードの改訂版を公表した。スチュワードシップ・コードは主に運用会社などのアセットマネジャー、年金基金などのアセットオーナーが遵守すべき行動原則をまとめたものである。

改訂の最大の目玉は、ESG要因の統合を原則の1つに位置づけたことである。新設された原則7で、「署名機関は、スチュワードシップと投資を、重要な環境、社会、ガバナンスの課題、そして気候変動も含めて、自身の責任を果たすために体系的に統合する」との文言を盛り込んだ。そのうえで、署名機関には以下の2点について説明を求めている。

第1に、スチュワードシップと投資の活動に対するESG要因の統合に関して、ファンド、アセットクラス、地理の差異ごとの実態について説明を求めている。スチュワードシップとは、投資先に対する自発的な働きかけを意味し、投資先との対話であるエンゲージメントや議決権行使がそれにあたる。投資方針でESG要因の統合がうたわれていても、統合が一律に行われているとは限らず、その実態

に関する説明を求めていると言える。

第2に、顧客・最終受益者の投資期間と整合性を保ちつつ、スチュワードシップと投資の活動でESG要因の統合を行うプロセスについて説明を求めている。自社で両活動を行う場合はそのプロセスを、一部の活動を外部機関に委託する場合でも、ESG要因の統合を委託先への要求事項に含めるためのプロセスを示すということである。

同コードでは「コンプライ・オア・エクスプレイン（遵守せよ、さもなければ説明せよ）」の手法が採用されている。署名機関は、遵守する場合

には当該原則についての具体的な説明を、遵守しない場合には署名機関にとって不適当と判断した理由・背景を説明しなければいけない。

多くのアセットオーナーが、同コードの署名機関であることを運用委託の要件にしており、特にアセットマネジャーは同コードに沿って対応することが当然となってきている。また、それをサポートするように、FRCは同コードに沿った開示内容の適切性について署名機関を評価する取り組みを2016年から行っており、不十分と判断されれば、最悪の場合、除名処分となる。

表1 日本版スチュワードシップ・コードの原則

原則	本文
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に関する深い理解に基づき、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。

出所：金融庁『「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》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』より日本総合研究所作成

## 日本版も改訂へ

一方、日本版スチュワードシップ・コード(表1)ではESG要因について、投資先企業の状況把握を規定した原則3の指針3-3で次のように述べている。

「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(以下略)」

前述の英国版と比べると、①指針から原則への格上げ、②ESG要因の統合範囲を投資活動だけでなくスチュワードシップ活動にも拡大するという2点で、改善の余地を残していると言える。

金融庁は2020年度中の日本版スチュワードシップ・コードの改訂を目指し、2019年9月から「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」を開催している。第2回会合では、改訂された英国版スチュワードシップ・コードが参考資料として出された。日本版でも、ESG要因の統合が一層前進することを期待したい。

金融庁が取りまとめている、金融機関が遵守すべき行動原則に「顧客本位の業務運営に関する原則」(表2)がある。この原則は2017年3月に公表され、都市銀行、地域銀行、信用金庫、信用組合、労働金庫、JAバン

表2 顧客本位の業務運営に関する原則

原則	本文
1	金融事業者は、顧客本位の業務運営を実現するための明確な方針を策定・公表するとともに、当該方針に係る取組状況を定期的に公表すべきである。当該方針は、より良い業務運営を実現するため、定期的に見直されるべきである。
2	金融事業者は、高度の専門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきである。金融事業者は、こうした業務運営が企業文化として定着するよう努めるべきである。
3	金融事業者は、取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきである。金融事業者は、そのための具体的な対応方針をあらかじめ策定すべきである。
4	金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。
5	金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記原則4に示された事項のほか、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。
6	金融事業者は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである。
7	金融事業者は、顧客の最善の利益を追求するための行動、顧客の公正な取扱い、利益相反の適切な管理等を促進するように設計された報酬・業績評価体系、従業員研修その他の適切な動機づけの枠組みや適切なガバナンス体制を整備すべきである。

出所：金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」より日本総合研究所作成

ク、保険会社、証券会社、アセットマネジャーなど1729機関(2019年9月末現在)が採択している。スチュワードシップ・コードの署名機関数が同時期に269であることと比べると、幅広い金融機関が参加していることになる。

同原則では、署名機関に取り組み方針の開示を義務づけているほか、取り組みの成果として任意で自主KPI(業績指標)と共通KPIの開示を推奨している。共通KPIは、投資信託の運用成績や投資残高に関するもので、原則としてどちらのKPIにもESG投資と明示的に関連するものがない。自主KPIで開示することも理論上可能だが、ESG投資に関する原

則やKPIを規定するほうがはるかに効果的であり、今後の改訂で追加されることが期待される。

同原則はその名の通り顧客に対する宣言である。そこでESG投資に注力する姿勢を示すことは、個人・法人顧客へのESG投資の啓蒙活動になるとともに、積極的に取り組みをアピールすることにより評価向上が見込める。これはスチュワードシップ・コードが金融商品の供給者であるアセットマネジャーやアセットオーナーに対してESG投資を推奨しているのと対になっており、両原則の推奨はESG投資拡大に向けて相乗効果が期待できる。E

## 「ビジネスパーソンのための ESGの教科書 英国の戦略に学べ」

(著者・黒田一賢、日経BP刊、2500円+税)

ここ数年でESG投資が急激に広まったものの、その知識・知見のバラツキが依然として大きい。本書は世界の金融の中心、英シティでの取材を基にESGビジネスの中心にいるアセットオーナーやアセットマネジャー、コンサルタントなどの最新動向を紹介。ハードローとソフトローを絶妙のバランスで組み合わせ、20年かけて環境整備を進めてきた英国の戦略を解説する。ESG投資の基本から、先端のプレイヤーの動きまで分かる、企業担当者や市場関係者にとって必読の1冊。

