世紀の受託者責任21

日本のロードマップ

generation foundation

UNEP FINANCE INITIATIVE

PRI Principles for Responsible Investment

THE PROJECT

「21世紀の受託者責任」は、投資慣行において、環境、社会、コーポレート・ガバナンス（ESG）の問題など長期的な投資価値を牽引する要因を配慮しないことは、受託者責任に反することになると結論づけました。大きな進展を見せてはいるものの、多くの投資家は、投資の意思決定プロセスにESG問題をより深く組み込む必要があります。

本文書は、業界に対する広範なコンサルテーションを通して策定されたものであり、日本における投資慣行に受託者責任の現代的解釈が確実に反映されるよう、提言を行います。また、本文書は、規制当局および投資家が急速に変化する投資環境に対応する中、日本の資本市場をより広い国際的な視点から展望します。

提言:

1. **スチュワードシップとエンゲージメント（対話）:**
   金融庁は、スチュワードシップ・コードの監視を強化すべきです。日本の法令は、議決権行使の記録の強制開示を定めるべきです。企業年金基金は、スチュワードシップ・コードに署名するよう奨励されるべきです。

2. **コーポレート・ガバナンス:**
   金融庁は3年毎にコーポレート・ガバナンス・コードを見直すべきです。金融庁は、当コードの下で主要なESG問題（株式持ち合いなど）に関して開示の改善を求め、また、コーポレート・ガバナンスの期待を増大させるために圧力をかけ続けるべきです。

3. **年金制度のためのESG開示とガイダンス:**
   厚生労働省(MHLW) は、年金制度に対して、投資プロセスにおいてESG問題をどのように考慮しているか、またスチュワードシップ・コードに署名しているか否かを開示するよう要求すべきです。

4. **企業の開示:**
   a. 経済産業省(METI)と金融庁（FSA）は、重要なESG情報に関する企業開示の質と比較可能性を見直すべきです。
   b. 日本取引所グループ（JPX）は、上場会社のためのESGガイダンスを発表すべきです。

5. **アセット・オーナー（資産保有者）のリーダーシップ:**
   年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、その規模、運用額、および影響力を考えると、スチュワードシップ（財務管理）、エンゲージメント（対話）、コーポレート・ガバナンスに関する市場標準の確立に向けてリーダーシップを発揮すべきです。

日本のステークホルダー達が、ESGインテグレーションと受託者責任の問題に取り組むべき時が到来しました。アベノミクスと呼ばれる日本政府の優先政策には、投資家のスチュワードシップおよびコーポレート・ガバナンスの改善が含まれています。年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、責任投資原則（PRI）に署名しました。また、日本のサステイナビリティ（持続可能性）投資の部門は、現在、その他の国や地域よりも速く成長しています[2]。

インテグレーションは、以下のように定義されます。「重要なESG要素を投資分析および投資意思決定に体系的かつ明確に組み込むこと。」 それは、株式、債券、未上場株式などの複数の資産クラスにわたって適用可能な投資分析手法です。

プロジェクト運営委員会

- Peter Knight, Partner, Generation Investment Management
- Fiona Reynolds, Managing Director, PRI
- Nick Robins, Co-Director, UNEP Inquiry into a Sustainable Financial System
- Eric Usher, Head, UNEP Finance Initiative

1 The term 'fiduciary duty' is commonly translated by law scholars in Japan as 'Jyutakusha-Sekinin' and is a widely-recognised concept among regulators, investors and companies. Japanese law refers to duties of care and loyalty; this broadly corresponds to fiduciary duty.

2 Global Sustainable Investment Review, 2016: http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIA_Review2016.pdf

謝辞

プロジェクトチームは、貴重な時間を割いて本文書に貢献していただいたインタビュー対象者やレビューアーの方々、および私たちが結論を導くために作業とアイデアを提供していただいた日本の多くの組織の方々に感謝の意を表したいと思います。私たちは、特に、2017年3月2日に東京で関係者による円卓会議を主催していただいたMSCIに対して感謝の意を表したいと思います。

このロードマップは、責任投資原則（PRI）、国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）、およびジェネレーション・ファウンデーションによって作成されたもので、必ずしもインタビュー対象者やレビューアーの方々の見解を表しているわけではありません。

氏名	役職	組織名
Nicholas Benes	Representative Director	Board Director Training Institute of Japan
Amane Fujimoto	Deputy Director, Corporate Accounting and Disclosure Division	Financial Services Agency
Arisa Kishigami	Head of ESG, Asia Pacific	FTSE Russell
Toshiaki Oguchi	Representative Director	Governance for Owners Japan
Sachi Suzuki	Manager - Engagement	Hermes EOS
Chad A. Cecere	Vice President, Client Relations	Japan Exchange Group (JPX)
Hitoshi Izumi	Head, Global Strategy	Japan Exchange Group (JPX)
Takeshi Okazaki	General Manager, Planning Division	Japan Investment Advisers Association (JIAA)
Tomohiro Yamada	Manager	Japan Investment Advisers Association (JIAA)
Takeru Shimizu	Special Officer for Research	Japan Investment Advisers Association (JIAA)
Masaru Arai	Chair	Japan Sustainable Investment Forum (JSIF)
Chihiro Kawashima	Executive Director, Economic and Social Policy Department	Japanese Trade Union Confederation (JTUC-Rengo)
Yuichi Haruta	Director, Economic Policy Division, Economic and Social Policy Department	Japanese Trade Union Confederation (JTUC-Rengo)
Kentaro Shigetomi	Section Chief, Welfare Policy Division	Japanese Trade Union Confederation (JTUC-Rengo)
Yasuyuki Kato	Professor, Graduate School of Management	Kyoto University
Yuka Akiwa	Consultant, Investments	Mercer
Masaya Okuyama	Director, Environment and Economy Division, Environmental Policy Bureau	Ministry of the Environment
Shin Izumi	Deputy Director, Environment and Economy Division, Environmental Policy Bureau	Ministry of the Environment
Minako Takaba	Vice President, ESG Research	MSCI

Seiichiro Uchi	Managing Director, Japan Index Coverage	MSCI
George Iguchi	Head of Corporate Governance	Nissay Asset Management Corporation
Toshikazu Hayashi	Senior Analyst	Nissay Asset Management Corporation
氏名	**役職**	**組織名**
Sadayuki Horie	Senior Researcher, Financial Technology and Market Research Department	Nomura Research Institute
Daisuke Hamaguchi	Chief Investment Officer	Pension Fund Association (PFA)
Ken Hokugo	Director, Head of Corporate Governance	Pension Fund Association (PFA)
Teruo Katsura	Advisor, Compliance Officer	Pension Fund Association (PFA)
Minoru Matsubara	Chief Manager	Resona Bank
Hiroichi Yagi	Managing Director	Secom Pension Fund
Masafumi Hikima	Professor	Sophia University
Kazutaka Kuroda	Sustainable Finance Specialist	The Japan Research Institute, Limited (JRI)
Eiichiro Adachi	Counselor and Head of ESG Research Center	The Japan Research Institute, Limited (JRI)
Keiichi Fukuyama	Executive Managing Director	The Research Institute for Policies on Pension and Aging (RIPPA)
Ryujiro Miki	Specially Appointed Researcher	The Research Institute for Policies on Pension and Aging (RIPPA)
Charles J. Yang	Managing Director	Tokio Marine Asset Management
Yasuhiro Yonezawa	Professor	Waseda Business School

日本におけるESG問題および受託者責任

ESG政策策定と日本の経済的優先事項

しばしばアベノミクスと呼ばれる日本再興戦略によって導入された政策は、日本の資本市場にわたり、企業慣行および投資慣行に変化をもたらしました。

中央省庁は、いくつかのテーマにわたり、ESG問題に前向きに取り組んできました。

- 経済産業省により発表された伊藤レポートでは、日本の広範な経済問題において、持続的な価値創造と十分に機能するインベストメントチェーンが重要であることが明確にされました。それは、企業価値は企業と投資家の「協創（協調）」から生まれるものであると結論づけています。その点において、スチュワードシップおよびサービス提供者とアセット・オーナー（資産保有者）との相互作用 が、今後も日本政府の中心的な優先課題です。また、経済産業省は、持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会を設立しました。同グループは、持続可能性に関する企業パフォーマンスを作り出し、評価するために、企業と投資家の双方が取ることのできる対策・方策を検討します。

- 日本の金融庁は、企業と投資家を監督、監視、アップデートするとともにガイダンスを提供するために、スチュワードシップ・コード（最近更新、改訂）およびコーポレート・ガバナンス・コードを策定し、また有識者検討会を設置しました。これは、日本における事業活動の持続的な成長と広範な経済を促進し、グローバル経済における不透明要因（テクノロジーの変化から発生するものを含む）に対処することを明確に求める金融庁の非常に重要な使命を反映したものです[7]。

- 環境省は、事業活動の環境に与える影響に関して長期的な意識改革を行っています。持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則（21世紀金融行動原則：PFA21[8]）の起草を調整、インベストメント・チェーンの様々な要素に向けた「環境に配慮したビジネス」のためのウェブサイト・ポータル を作成するとともに、日本企業向けの環境報告ガイドラインを補完する、企業の環境開示のためのワンストップショップ報告プラットフォームを構築しました[10]。報告関係のガイドラインは、金融安定理事会（FSB）の気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）[11] の調査結果と整合性を図るために、改訂が予定されています。

- 内閣府は、2020年から2030年までの女性の労働参加率に特に重点を置いた、日本企業における労働環境の改善に焦点を当てています。2016年現在、300人以上の従業員がいる企業は、職場における女性の役割を高める戦略を策定することが要求されています（但し、強制力はありません）[13]。

これは、ルール・ベースからプリンシプル・ベースの規制への、日本政府の規制アプローチの堅実な進化を示しています。これは、以下に示すように、金融庁のコードや最近の受託者責任のイニシアチブに見ることができます。これによって、最低限の基準の遵守よりも業界のベスト・プラクティスに重点を置くことができ、規制当局は、サステイナビリティ（持続可能性）などの優先課題に対してテーマ的なレビューを行うことができます。

これらの方策は全て、企業と投資家がESGのテーマに取り組み、日本の多くの人々に向けてサステイナビリティ（持続可能性）の問題の重要性を強調する大きな契機となります。

3 伊藤レポート　概略: http://www.meti.go.jp/english/press/2014/pdf/0806_04c.pdf
4 経済産業省ジャーナル　伊藤レポート: http://www.meti.go.jp/english/publications/pdf/journal2015_01b.pdf
5 経済産業省　研究グループ: http://www.meti.go.jp/english/press/2016/0822_03.html
6 金融庁　有識者検討会: http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/follow-up/index.html
7 金融庁　戦略的方針および優先事項: http://www.fsa.go.jp/en/news/2015/20151019-2/01.pdf
8 21世紀金融行動原則: https://www.env.go.jp/en/policy/finance/principles/financial_action.pdf
9 ウェブ・ポータル: https://www.env.go.jp/policy/keiei_portal/index-en.html
10 環境報告ガイドライン: http://www.env.go.jp/en/policy/economy/erg2012.pdf
11 ACDP, GRI, SASBなど、他の自発的報告の枠組みを取り入れたアプローチ
12 女性の経済学　フィナンシャルタイムズ: https://www.ft.com/content/6b4460d0-1992-11e5-8201-cbdb03d71480
13 日本の労働人口における女性　フィナンシャルタイムズ: https://www.ft.com/content/60729d68-20bb-11e5-aa5a-398b2169cf79

ESGに関する誤解と知識ギャップの克服

日本は、投資プロセスにおけるESGインテグレーションの程度において他の先進国に遅れを取っていますが[14]、特にコーポレート・ガバナンスの問題など、ESGのテーマに対する市場の関心は高まってきています[15]。また、ESG課題の価値関係に対してだけではなく、この問題に関する国際的な研究に対しても、投資家の認識の向上が見られます。それでも、日本におけるESG課題の金融面における重要性に関するリサーチには、差し迫った必要性があります。

私たちのステークホルダーは、市場のESG課題に対する認識やESG課題が投資慣行に与える影響に対する認識に、依然として誤解が残っていると考えています。その意味で、ESGインテグレーションとは「投資分析および投資判断に、重要なESG要素を体系的かつ明確に組み入れること」を意味するものであることを確認することは重要でした。それは、別個のプロダクトや別個の投資アプローチではなく、投資分析における広範囲のプロセスとテクノロジーの一部であるのです。

また、ESGインテグレーションは、(ネガティブ・スクリーニングとは異なり)投資ユニバースを狭めることにはなりません。それはまた、関連のない(社会的または倫理的な)目的に対する金銭的利益の追求を伴うものでもありません。

また、ESG課題は一様ではなく、特定しにくいものです。ESG要素の価値関係と重要性は、複数のセクター間で対称的なものでもありません。実際、その重要性はセクターごとに体系的に異なります。銀行の業務上のパフォーマンスや財務的な見通しを理解する上で重要なこと(リスク管理、サイバー・セキュリティ)は、採掘事業を営む会社のもの(水資源の使用、GHG排出)と同じではないということです。

ESG要素は、投資家が投資対象企業との関連で考えなければならない最も重大なものの一部であるかもしれません。ESG要素を無視することは、リスク評価を誤り、間違ったアセット・アロケーション(資産配分)の意思決定を行なう可能性があります。したがって、これは財務分析の重要な構成要素となるべきものです。企業による「ESGの失敗」は、法域 やセクター を問わず、会計的な価値と株式価値を大きく損なう可能性があることが証明されています。

重要な点は、経済市場毎にESG課題のマテリアリティ(重要性)もまた異なるということです。職場やコーポレート・ガバナンスに関連する問題を重視する日本政府の対応の中に、この事実を見ることができます。これは、日本における急速な高齢化と人口減少の事実を反映したものです。日本は、より多くの女性の職場参入と就業継続を緊急に必要とし、また、人々が退職するまで長期間働くために、日本の職場では人的資本の管理の改善が必要とされます。これらの対策は、公的年金基金の財務健全性に加えて、日本の年金制度の財務的な持続可能性のために非常に重要です。

さらに、コーポレート・ガバナンスの問題は、投資リターンと企業目的への影響を考慮する(国内外の)機関投資家にとって主要な焦点です。これには、長い間未解決のまま残っている株式の持ち合い問題に加えて、日本の保険会社および資産運用会社のコーポレート・ガバナンス慣行に関連する利益相反問題も含まれます。これらは日本にとって重大な問題であり、また日本企業の生産性、収益性、およびサステイナビリティ(持続可能性)にとっても重大な問題です。

14 日本におけるESG 投資の規模、日興リサーチセンタ http://www.nikko-research.co.jp/en/wp-content/uploads/sites/2/2016/04/ResearchReport201604E.pdf
15 MSCI 2017のトレンド: https://www.msci.com/documents/10199/cbc27309-8157-4589-9cc0-00734bca6a6b
16 企業のサステイナビリティ(持続可能性): 重要性に関する最初の証拠: http://hbswk.hbs.edu/item/corporate-sustainability-first-evidence-on-materiality
17 企業のサステイナビリティ(持続可能性): 重要性に関する最初の証拠: http://hbswk.hbs.edu/item/corporate-sustainability-first-evidence-on-materiality
18 なぜ、どのようにして、投資家は ESG情報を利用するか Serafeim, HBS: http://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=52392
19 フォルクスワーゲン社の和解、フォーチュン誌: http://fortune.com/2016/10/26/settlement-vw-diesel-scandal/
20 ダム崩壊の金融的影響　ウォールストリートジャーナル: https://www.wsj.com/articles/dam-burst-costs-could-break-1-billion-analyst-says-1447043902

受託者責任における進展

国際的に、規制監督当局と政府機関は、受託者の投資慣行に関連する解釈を確認しました。

- 米国労働省は、重要なESG要素に対する配慮は、プルーデントな（慎重な）投資意思決定のための主要な分析における適切な構成要素であると主張しました[21]。
- カナダでは、オンタリオ州の金融監督当局が、年金基金の投資プロセスにESG要素を取り入れるという決定は、リスクをモニタリングし、軽減するという年金管理者の受託者責任に合致したものだと述べました[22]。
- 英国では、法律委員会が投資仲介機関の受諾者責任に関する報告の中で、「受託者にとって、財務的に重要である（または重要である可能性のある）環境、社会、またはコーポレート・ガバナンスの要素を考慮に入れることに何の障害もない」と述べました[23]。これは、ESG要素を考慮すべきか否かに関しては、要素の由来（またそれに与えられた名称）が問題なのではなく、その財務上の重要性が問題であることを明確にしました。

金融庁は、受託者責任に関する業務が戦略的な優先事項であることを認めました[24]。受託者責任は、プルーデンス（慎重）とロイヤルティ（忠実）の責任を含むと一般的考えられます。これにより、機関投資家に対して利益相反を回避すること、および受益者の最善の利益の観点からサービスや助言を提供することが求められます。金融庁は現在、正式には受託者責任を負わない仲介機関が提供する助言とサービスに焦点を当てています。この業務は米国労働省によって発表された受託者規則のテーマを一部反映しています[25]。

金融庁は、2017年1月に「顧客本位の業務運営に関する原則」を発表しました[27]。これは私たちが歓迎するイニシアチブです。投資家に対する受託者責任に関する声明を投資会社に発表させることは、受益者のためになる市場基準の策定を助けることができます。

しかしながら、日本の規制監督当局には、英国、米国、カナダと同じように、重要なESG要素を配慮することがプルーデントな投資プロセスの中核部分であることを明確にする役割があります。
したがって、私たちは、投資プロセスと意思決定における重要なESG要素の配慮に関して、運用会社およびその他の規制監督対象となる組織がその受託者責任の範囲について自信をもって理解できるように、金融庁が同様の原則を発表することを期待します。

21 経済的な対象である投資を考慮する際におけるERISA法の下の受託者責任に関する説明的公示（ETIブレティンの名でも知られている）

22 オンタリオ州金融サービス委員会,投資ガイダンス注釈: IGN-004: 環境、社会、および統治 (ESG)要因, https://www.fsco.gov.on.ca/en/pensions/policies/active/Documents/IGN-004.pdf

23 投資代理人の受託者責任、英国法委員会2014: https://www.gov.uk/government/publications/fiduciary-duties-of-investment-intermediaries

24 金融庁　金融市場に関する議題: : http://www.fsa.go.jp/en/news/2016/20160513-1/01.pdf

25 米国の受託者ルールは、現政権が見直し中。

26 金融庁刊行物、顧客本位の業務運営に関する原則: http://www.fsa.go.jp/en/newsletter/weekly2017/228.html

27 受託者責任原則の草案: https://www2.deloitte.com/jp/en/pages/legal/articles/dt-legal-japan-regulatory-update-17february2017.html

提言

1. スチュワードシップおよびエンゲージメント（対話）：金融庁は、スチュワードシップ・コードの監視を拡大すべきです 日本の法令は、議決権行使記録の強制開示を定めるべきです。企業年金制度は、スチュワードシップ・コードに署名するよう奨励されるべきです。

機関投資家がどのように、またどの程度頻繁に、投資先企業にエンゲージメント（対話）するかという期待は、過去10年間に大きく増大しました。これは次の2つの事柄の進展によって起こりました。

- 金融監督機関からのソフトローの奨励
- 機関投資家が、受託者責任の中のスチュワードシップ責任に関する理解を深め、これに基づいて行動する能力を生み出していること

スチュワードシップ・コード: スチュワードシップ・コードとして知られている、2014年に金融庁が策定した「責任ある機関投資家の諸原則」は、それまで企業および投資家が株主行動に関して慎重な姿勢を示していた市場において「株主エンゲージメント慣行」を正当化する手助けとなりました(特に公に開示される場合)。機関投資家によるスチュワードシップ の量と質は、金融がスチュワードシップ・コードを発表した後、著しく改善しました。このコードは、運用会社や公的基金によって署名されています(もっとも、企業年金制度で署名した数は非常に限られています)。それは、スチュワードシップ慣行への標準的な期待の枠組みを作ることによって、署名機関のみならず市場参加者全体に影響を及ぼします。コードに対する遵守や報告の質に関して、強制力を持つ法的な仕組みは全くありません。しかしながら、金融庁がコードを管理しているため、市場参加者はこのコードを重要な文書と見ています。

コードを監督して改善を提案するために金融庁によって設置された有識者検討会は、中長期の観点から見て、機関投資家が投資先企業のビジネスモデルおよび商業的な目的に対して詳細な評価を行い、「実効的なスチュワードシップ」を行なうことが予想されると述べています[28]。

有識者検討会は、（パブリック・コメント の対象となる）コードの改訂版の中で、長時間の討議に基づき 、スチュワードシップ活動を行う上でのESG要素の重要性と最終的な受益者の利益を強調するために、コードに基づくガイダンスを大きく拡大しました。また、改訂されたガイダンスは、署名機関が原則または関連ガイダンスへの遵守を選択しない場合にその理由を説明することに加え、コードの原則の実施についても説明するように奨励しています。これは、コードが機関投資家に対して実用的な意味を持つ文書であるべきであるという金融庁の意図を強化するものです。また、改訂されたコードは、以下に関して拡大されたガイダンスを提供します。投資マンデート、利益相反、議決権行使の開示、運用担当者の自己評価、集団的エンゲージメント(対話) (以下を参照)。

日本版スチュワードシップ・コードは、英国の財務報告評議会（FRC）が発行したスチュワードシップ・コードを参考にしています 。しかし、それは、ある一つの重要な点において、英国のコードから大きく乖離しています。それは、日本版ス

28 スチュアードシップ・コードに関する金融庁　有識者検討会の意見表明　第3号: http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/follow-up/statements_3.pdf
29 パブリック・コンサルテーションの為のスチュアードシップ・コード（改正版）: http://www.fsa.go.jp/en/news/pub/03.pdf
30 金融庁　有識者検討会の会議資料: http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/material/20170217_1.pdf
31 英国スチュアードシップ・コード: https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx
32 協調的エンゲージメントと集合的エンゲージメントは、ほぼ同義で使用される。

チュワードシップ・コードの原則では、投資家が適切だとみなす場合には他の投資家と協働すべきであるという点を指摘していないことです。協調的エンゲージメント は機関投資家にとって、特にESG問題のエンゲージメントにおいては、重要な戦略的ツールです。このようなエンゲージメントは、投資家と企業の両方にとってエンゲージメントのコストを削減し、価値に直結する要素に集中することを可能にします。したがって、機関投資家による協調的エンゲージメントが、スチュワードシップ活動において有益になり得る旨を明確に述べたガイダンスを、有識者検討会が改訂版のスチュワードシップ・コードの中で発表したことを私たちは大いに歓迎します[33]。

日本では、投資家たちが「協調行動」を取っているのではないか、または既存の証券規則の下で「重要な提案をしている」のではないかと見なされるのではないかという資産運用会社の懸念によって、集団的エンゲージメントは奨励されませんでした。協調的エンゲージメントは、日本人の機関投資家にとっては比較的新しい概念であり、資産運用会社は、協調的エンゲージメントをいかに体系化できるかを検討しています。また、これは日本人の機関投資家と規制監督当局にとって、慎重に対応すべき重要な問題です。以下の説明は、私たちが対話したステークホルダーから受け取ったフィードバックに関して確定的な見解を提示するのではなく、全体的なバランスを見極めようとするものです。金融庁は、2014年にこの問題に関してガイダンスを提供しました[34]。。一部のステークホルダーには、金融庁のガイダンスが日本における協調的エンゲージメントの体系化に役に立つベンチマークを提供するものだと考えられていました。しかしながら、ステークホルダーの多くは、発表されたガイダンスには、報告要件でつまづくことなく実行できる協調的エンゲージメント活動の範囲が不明確であると考えていました。また、規制上の明確化は英国でも提供されましたが、英国の場合は(英国のスチュワードシップ・コードに反映されるように)[35] 協調行動を求める投資家に大きな安心感を与えることが明確に求められていました。改訂版のコードが集団的エンゲージメントの潜在的利点に言及していることを考えると、日本の資産運用会社が、協調的エンゲージメント戦略をスチュワードシップに関する複数の方策の潜在的ミックスの一部とみなすことが予想されます。不確実性がある程度残っているため、金融庁は、集団的エンゲージメントに関して「協調行動を取る」のか、または「重要な提案を行う」のかについてガイダンスを改定し、更新べきです。

スチュワードシップ・コードは、比較的新しい市場に関する文書です。しかしながら、コードの広い採択と実効的な報告が、コードが影響を持つための鍵となることは明白です。コードが本当に効果を持つためには、これに関する報告の質が、資産運用会社間における競争的差別化のツール（およびアセット・オーナー（資産保有者）による資産運用会社の選択における適切な情報源）となるべきです。これに関連して、英国のスチュワードシップ・コードに関する署名機関の報告の質に関して、財務報告評議会（FRC）が最近行なっている「ティア分類」についてここで取り上げます[36]。これは、コードに関する報告を3つのカテゴリに分類するものです。ティアが低いほど、コードに対する遵守状況が悪いことを示しています[37]。

スチュワードシップの中核にあるものは、アセット・オーナー（資産保有者）および運用会社が受益者に代わって保有する資産に対して注意を払い、効果的に管理を行なうという責任です。年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)などの主要なアセット・オーナー（資産保有者）が、日本の資産運用会社との広範囲の取り決めを通して、他のコード署名機関に対する監視とモニタリングの機能を提供することが期待されます。そうなると、規制監督当局の役割は、機関投資家のスチュワードシップに対するオーバーレイだけになる可能性があります。それでもなお、私たちは、コードがスチュワードシップ慣行の採択推進において有効な文書となる

33 改正規程の第4原則の下のガイダンスを参照。

34 スチュアードシップ・コードに関する金融庁のガイダンス:: http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20140226.pdf

35 英国の投資家に向けた財務報告評議会のガイダンス: : https://www.frc.org.uk/FRC/media/Documents/shareholder_engagement_FSA_letter.pdf

36 財務報告評議会による階層分類（ティアリング）: https://www.frc.org.uk/News-and-Events/FRC-Press/Press/2016/November/Tiering-of-signatories-to-the-Stewardship-Code.aspx

37 財務報告評議会によるファンド・マネージャーのランク付け: https://www.companysecretarialpracticeonline.co.uk/events/frc-ranks-fund-managers-reporting-on-the-stewardship-code/780

よう、金融庁がコードの詳細なモニタリングを継続的に行なうことを期待します。

市場慣行:投資先企業とのエンゲージメントは、日本の株式市場において大きな役割を果たす外国人投資家が主に行う傾向がありました（ティア1に属す日本株式の約30%は外国人が所有しています）。 国内の運用会社に支援を受けた外国人投資家は、注目を集めるエンゲージメントを主導しました。2014年の独立社外取締役会に関するイニチアチブなどがその例です[38]。

しかしながら、日本の資産運用会社は、スチュワードシップ能力を構築し、投資先企業とのエンゲージメントをいかに体系化できるかを検討しています。日本の投資家グループである企業年金連合会などは、企業とのエンゲージメントを実行するために、国際的な投資運用会社（ハーミーズEOSなど）を採用しました。日本のエンゲージメント・プラットホームのスペシャリスト（ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社（GOJ）など）は、企業価値に関する幅広い問題（ESG問題を含む）にわたる日本企業との深いエンゲージメントの努力が、プラスの実績に結びつくことを示すこともできます。

日本企業とのエンゲージメントにおいて中心となるのは、各企業の文化と歴史を理解することと、効果的なエンゲージメントのための信頼関係の構築に時間をかけることです。これは、スチュワードシップ・コードの第7原則において期待されていることです 。エンゲージメントはまた、投資先企業にとって有益であることが認識される必要があります。これは、企業のビジネスモデルの理解に基づいて企業の主要目的を考慮しつつ、エンゲージメントを体系化することを意味します。定式化されたエンゲージメントは、中核となるコーポレート・ガバナンスのテーマに注目するとき以外は、注意を惹きそうにありません。

日本企業は投資家とのエンゲージメントに今までよりも積極的になり、IR（インベスター・リレーションズ）チームを設置し始めました。企業は、投資家のインサイトを歓迎することがよくあることが知られています。これによって、企業が戦略策定において利用することができるエビデンスを拡大することができます。これは、米国など他の市場における研究成果で、投資家によるエンゲージメントが、長期的に企業価値の向上を生み出す可能性がある[40]という新しいエビデンスによって証明されています[41]。

提言:

- **スチュワードシップ・コードの監視:** 金融庁は、コードに関する報告のモニタリングを継続し、コードの遵守状況が資産運用会社間における競争的差別化のツールになるように、コードの署名機関の「ティア分類の実践」の採用（英国の財務報告評議会（FRC）が行ったように）を検討すべきです。

- **議決権行使の開示:** 金融庁は、日本の機関投資家（保険会社、日本の株式を保有する企業など）が、企業ごとおよび提議ごとに、議決権行使の具体的な記録を開示するように取り計らうべきです（米国における強制開示と同様に）。改訂版のコードにおける開示ガイダンスは、大いに歓迎できるものです。しかしながら、日本株を持つ機関投資家や企業に対して、かかる開示を義務付けるためには、法令の変更が必要です。かかる開示は、重要なマーケットシグナルであり、自主的に開示すべきか否かというような問題ではありません。

- **協調行動および重要な提案を行う行為:** 改訂版コードの中のガイダンスの序文において、集団的エンゲージメントの潜在的なメリットが示されていることから、日本の資産運用会社が、これまでに行なわなかった協調的エンゲージメント戦略の検討を行なうことが期待されます。ステークホルダーの不確実性を踏まえ、金融庁は、利用可能な協調的エンゲージメント戦略に関して、引き続き機関投資家との話し合いを行ない、ガイダンスを更新すべきです。

- **企業年金制度:** 企業年金基金がコードへ署名することをさらに奨励するべきです。私たちはこの問題に関する企業年金連合会のイニシアチブを支持します。これを受けて、企業年金制度は、「基本投資方針」にスチュワードシップ方針を記載し、またスチュワードシップ・コードに署名したか否か、署名していない場合はその理由を受益者に対して開示することを義務付けられるべきです（提案3に記載）。

38 取締役会に関する投資家のレター: http://www.standardlifeinvestments.com/CG_Letter_Regarding_Board_Independence/getLatest.pdf
39 日本におけるスチュアードシップ・コード成功のカギ、野村総研 (page 3): https://www.nri.com/~/media/PDF/global/opinion/lakyara/2014/lkr2014199.pdf
40 エンゲージメントの力: http://www.top1000funds.com/news/2015/06/17/the-power-of-engagement/
41 議決権の評価、SBA: http://www.valuewalk.com/wp-content/uploads/2015/06/SBAValuingtheVote20151.pdf

2. コーポレート・ガバナンス: 金融庁は3年毎にコーポレート・ガバナンス・コードを見直すべきです。金融庁は、コードの下の主要なESG問題（株式持ち合いなど）に関する開示の改善を求め、またコーポレート・ガバナンスへの期待を増大するために圧力をかけ続けるべきです。

コーポレート・ガバナンスは、投資家の日本企業とのエンゲージメントにおける主要なテーマです。

2015年に金融庁がコーポレート・ガバナンス・コードを発表して以来、日本は成熟市場の中でコーポレート・ガバナンスが最も迅速な改善が見られる国であると認識されています。しかしながら、この改善の出発点は非常に低いレベルでした。

コーポレート・ガバナンス・コードは、取締役会における望ましくない慣行をなくすことを求めており、取締役会の独立性、株主との対話、企業の高い透明性に重点を置いています。独立社会取締役がいる日本の大企業の比率は、コードが発表されて以来、外部の投資家からの圧力も反映して、大きく上昇しました[42]。

企業からの報告によると、コードは現在、堅実な遵守率を持っています[43]。しかしながら、企業によっては、コードの採択が表面上または形式的なものであるという懸念があります。コードを、コーポレート・ガバナンスを透明で有効なものにするための手段であると捉えるのではなく、ただそのチェックボックスにチェックを入れる最低限の基準であると捉えている場合があります.

コードの概念を企業が十分に理解し、実用的な価値があるものと見なすようになるには時間がかかることがわかっています。例えば、独立社外取締役は、株主とのエンゲージメントにおける重要な窓口になり得ますが、一般的にはそのような役割は与えられていません。しかしながら、コーポレート・ガバナンスは、あまり機械的に見るべきではありません。よく機能している取締役会は往々にして他とは異なる特徴を持っており、お仕着せ的などれにでも通用するようなコーポレート・ガバナンス要件には合致しない可能性があります。

ステークホルダーの中には、日本のコーポレート・ガバナンスの進捗状況が、コードが発表された後、スローダウンしたり、横ばい状態に入らないかどうかを心配している人たちもいます。これを避けるため、コードを定期的に見直し、またコーポレート・ガバナンスの基準に関する要件を徐々に上げるべきであると考える人たちも多くいます。

過去10年間における日本企業のコーポレート・ガバナンスの失敗(オリンパス[44]、東京電力[45]、東芝 など)は、人々の注目を集めてきました。投資家は、日本政府の広範な政策に関する問題を反映して、日本企業がもたらす投資リターンが比較的低いことに不満を表明してきました。企業は、株主のエンゲージメントを促さないよう、株主総会の日程を6月後半に集中して開催し、全体的に足並みを揃えようとする傾向がありました（もっとも、近年では株主総会の日程は少しバラつきを見せるようになりました）。

ステークホルダーは、日本企業とのエンゲージメントにおける主要なテーマをいくつか特定しました。
そのテーマのうちの多くは、ESGに重点を置いています。

- 資本効率
- 株式持ち合い
- CEOの報酬(長期的な実績と連携した報奨の仕組み)、任命、継承[47]
- 取締役会の中の多様性、「独立社外取締役」の独立性
- 非公式に退職した上級役員の地位

42 日本における企業統治、Nick Benes著: https://ethicalboardroom.com/corporate-governance-in-japan-now/

43 http://www.jpx.co.jp/english/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/20170116.pdf

44 オリンパスの不祥事: http://www.nytimes.com/2011/12/09/business/deep-roots-of-fraud-at-olympus.html

45 東京電力の不祥事: http://www.japantimes.co.jp/opinion/2016/03/26/commentary/tepco-executives-get-taste-citizens-wrath/#.WOqAIVPyuRs

46 東芝の不祥事I: http://www.japantimes.co.jp/news/2015/07/26/business/corporate-business/toshiba-scandal-exposes-continued-flaws-governance-japan-inc/#.WOqPkFPyuRs

47 CEOの任命・承継計画における透明性、適時性、客観性に関する金融庁専門家委員会の意見表明　第2号: : http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/follow-up/statements_2.pdf

株式持ち合い 私たちのステークホルダーは、株式持ち合い、または「忠誠持株」を日本のコーポレート・ガバナンスにおける非常に重要な問題として常に提起してきました。なぜなら、これは、ESG問題に関して企業とエンゲージメントしようとする株主の能力を損なわせる可能性があるです。日本企業は、しばしばそのような仕組みをビジネス環境における自然で予想される特徴であると見なしています。しかしながら、それらは、日本企業に関する極めて異なった説明責任の流れを作り出します。なぜなら、これらの持株は、複数の企業が各々は小さな持分比率に留まりながらも、合計すると企業の株主基盤において大きな比率を構成する場合があるためです。

投資家は、株式持ち合いに関していくつかの懸念を持っています。

- 株式持ち合いの合理性に関する透明性の不足。;
- 資本効率に対する持株部分の影響
- 利益相反
- 「純粋な」少数株主に対する危険
- 買収防止の効果;
- 株式持ち合いの規模は企業業績と負の相関があるという新しいエビデンス[48]

株主エンゲージメントは、株式持ち合いを解消するための最も効果的な方法です。他の市場では、コーポレート・ガバナンスのテーマに関する株主の一貫したエンゲージメントは、コーポレート・ガバナンス慣行を変化させるのに有効であることが示されています。日本の株式市場における株式持ち合い関係のボリュームは、ここ数十年の間に減少し、大手銀行 は持ち高を解消し始めました[50]。私たちは、この傾向が加速し続けることを期待します。それでも、株式の相互持ち合いが日本のビジネス環境における前提的 的な特徴として残るとすれば（さらに論議を呼びますが）、企業は、株式持ち合いを解消することの合理性に対する説明を株主に求めるでしょう。

提言:

- **正式なコードの見直し:** コーポレート・ガバナンス・コードは、常に最新の状況に適合させ、実質的な遵守を監視するために、3年に一度、正式に見直されるべきです。企業は、コーポレート・ガバナンスを改善するために、ステークホルダーと継続的に協働するべきです。

  また、有識者検討会は、ESG問題の法令に基づく報告を義務付けるために、企業のコードに関する報告においてサステイナビリティ（持続可能性）がどのように考えられているのかも確認するべきです。

  有識者検討会は、日本のコーポレート・ガバナンスが、期待される市場基準を反映するように、独立社外取締役に関するコード要件（人数、比率、主要な委員会における役職）（監査、報酬など）および「独立性」の定義を強化するよう努力すべきです。有識者検討会は、「お飾りの」社外取締役の人数が多すぎる問題を見直すべきであり、大手資産運用会社と同様に、過剰役員の問題を回避するために原則としての限定人数の問題も見直すべきです[51]。

- **戦略的持ち株」の開示:** 投資家は、忠誠持株や株式持ち合い、または戦略的持ち株に対する合理性を分析できるように、無数の戦略的株主保有に関して形式的な開示以上のものを要求します。現在の開示では、しばしば「戦略的な関係を維持するため」という単純な理由で片づけてしまいます。より詳細で、十分な情報に基づいた投資家分析を可能にするために、コードは、相互持ち合いや忠誠持分に関する合理性の開示に対して、より詳細なガイダンスを提供すべきです。コードは、投資家が該当する株式持ち合いの合理性や目的を評価できるように、株式持ち合いポジションに関する議決権行使の完全開示を要求すべきです。

- **株主エンゲージメント:** 金融庁はスチュワードシップの原則およびコーポレート・ガバナンス・コードと相反する可能性のある取締役会慣行、企業慣行、および会社法の条項を見直すべきです(取締役会の役割、株主の公正な取扱いなど)。

48 メトリカル社松本昭彦および会社役員育成機構 Nicholas Benes 共著：優れた企業パフォーマンスと相関があるものは何か?:https://bdti.or.jp/en/blog/en/whatcorrelates/

49 有識者検討会は、株式の持合いに関して、銀行の株式保有における景気循環増幅効果および適正資本の観点から懸念を表明している。: http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/follow-up/minutes/20151124-1.pdf

50 株式持合いの解消、フィナンシャルタイムズ: https://www.ft.com/content/bf714ea6-8b76-11e5-8be4-3506bf20cc2b

51 ブラックロック社の議決権行使ガイドラインは、4人以上の取締役会のメンバーは既に過剰役員であることを示唆している（4ページ): https://www.blackrock.com/corporate/en-cl/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-guidelines-us.pdf

3. 年金制度のためのESG開示とガイダンス: 厚生労働省は、年金基金に対して、投資プロセスにおいてESG問題をどのように考えているか、またスチュワードシップ・コードに署名しているか否かを開示するよう要求すべきです。

投資慣行の開示は、年金制度の慣行を改善し、検討を行なう手段になり得ます。開示要件は、ESGインテグレーションの最低基準を担保することができます。また、年金運用者に対して、当該問題を正当な問題であると位置づけることができ、さらに規則をいかに遵守するかに関して、アセット・オーナー（資産保有者）と助言者（弁護士、投資コンサルタント、投資運用会社、アクチュアリー）との間で議論を開始することができるものです。

年金制度から規制当局およびステークホルダーに対する情報の流れが良くなると、投資判断のための情報や受益者の資産の広範な運用を提供することによって、受益者との信頼関係を構築するのに役立ちます。追加情報に関しては、既存の法定開示に含めることができるため、これは遵守コストをあまり増加させずに、開示要件を通して実現することができます。

かかる開示は、10年以上前から英国の年金規程の一部でした。年金規制当局が、プルーデントな年金制度慣行に対するESG問題の重要性を支持するガイダンス と公的な説明を発表したことから、かかる開示は、最近強化されています[54]。

2016年1月以来、カナダのオンタリオ州の年金制度は、投資方針および手続に関する表明（SIPP）ならびに制度メンバーへの表明文の中で、制度の投資方針および手続の中にESG要素は組み込まれているか否か、また組み込まれている場合にはいかに組み込まれているかを示すことが義務付けられています。また、これは、米国証券取引委員会に義務付けられた議決権行使の利用および議決権行使の記録の年次開示に対する方針の証券規則において要求される広範な開示を受けてのものです[55]。

厚生労働省の監督対象となっている年金制度は、これまでESG要素の配慮に関してほとんど何もガイダンスを受けていませんでした。厚生労働省が主催する基礎ファンド・ガイドラインに関する研究グループ[56]は、ESG要素を財務要素とともに考慮すべき「非財務要素」であると述べています。

これは、ESG要素に対する配慮と受託者責任との間の整合性に関する断定的なガイドラインを提供する国際的規制団体の重要な例とは、全く相容れないものです。これには、米国労働省が提供したガイダンス[57]と英国の年金規制当局が発表したガイダンスが含まれます。

年金基金の行動は、しばしばそのサービス・プロバイダーのアドバイスから強い影響を受けます。米国と英国では、資産運用コンサルタントが、クライアントであるアセット・オーナー（資産保有者）の投資戦略とその結果としてのアセット・アロケーション（資産配分）に関する意思決定に強い影響を及ぼします。日本では、大手信託銀行が、多くの日本の年金基金に向けてその役割を果たしています。また、大手外資系の投資コンサルタントも、多くの日本の年金基金にサービスを提供しています。これらの仲介機関は、しばしば、年金基金のための運用会社に関する選定機関として機能し、またアセット・オーナー（資産保有者）に対して、資産運用アプローチおよび最近の資産運用トレンドに関する研修や方針に関する洞察を提供することがあります。

私たちのステークホルダーの多くは、アセット・オーナー（資産保有者）が、しばしば信託銀行や投資コンサルタントからアドバイスを得たり、インフラ面で依存していることを指摘しています。アセット・オーナー（資産保有者）が、一般的な助言や方針文書以外に、ESGのアプローチやサステイナビリティ（持続可能性）の問題に関する助言を受け取っていないこと、また、アセット・オーナーが受けている助言の質を評価する立場にはないことへの懸念もあります。これは、インベストメントチェーンにおいて、アセット・オーナー（資産保有者）が有効な意見を述べる能力を制限することになります。

52 職業年金機構（投資）規制 2005年: http://www.legislation.gov.uk/uksi/2005/3378/regulation/2/made

53 投資パフォーマンスへのガイド – 年金規制当局: http://www.thepensionsregulator.gov.uk/docs/dc-investment-guide.pdf

54 http://www.professionalpensions.com/professional-pensions/news/2470190/tpr-trustees-must-wake-up-and-smell-the-coffee-on-esg

55 フォーム N-PX: https://www.sec.gov/edgar/searchedgar/n-px.htm

56 厚生労働省の非公式文書（日本語のみ）

57 労働省は、説明的プレティン2015-01の中で、ESG要因が「思慮深い投資決定における最初の分析の適切な一部」であることを明確に述べています。: http://webapps.dol.gov/FederalRegister/HtmlDisplay.aspx?DocId=28547&AgencyId=8&DocumentType=1

58 米国の企業年金制度に関するリスクと機会、フォーブス誌: https://www.forbes.com/sites/bobeccles/2017/01/10/the-risk-and-opportunity-for-americas-corporate-pension-plans/#6844cdd72c9a

企業年金制度へのフォーカス: 米国など他の市場で見てきたように[58]、企業年金制度は、ESG対応の採択が遅れ気味になる傾向があります。したがって、投資プロセスにおいて、ESG問題に関する有効なガイダンスがないことは、特別な懸念事項になります。企業年金は、公的年金よりもかなり小さな規模になります。投資に携わる正規職員がいないか、またはいたとしても人数が限られており、企業年金基金は投資機能を完全に外務委託する傾向があります。こうした組織上の制約によって、企業年金では、その運用委託先やコンサルタントから提供されるサービスを単に受けるだけということになりがちです。これにより、年金基金が受け取るサービスを体系化する役割が制限されることになります。

スチュワードシップ・コードに署名した日本の企業年金制度の数は、まだほんのわずかです[59]。このことは、それらが受託者責任におけるスチュワードシップ責任の範囲をまだ十分には理解していないことを示しています[60]。200件以上のコード署名機関のうち、年金基金は26件にすぎません。これは企業年金のうちのほんのわずかです（コードに署名をした、唯一の非金融セクターの企業年金制度であるセコムなど）。 私たちのステークホルダーは、日本企業が従業員に対して強いコミットメントを持っていることを誇りに思っており、従業員と利益となる資産の効果的なスチュワードシップは、そのコミットメントの重要な要素であることが理解されるべきであると指摘しています。

インタビュー対象者に、能力やガバナンス強化のために年金基金の資産を統合したり、プールしたりする機会が存在することに対して興味を示す人はほどんどいませんでした[61]。このことを踏まえると、日本の企業年金制度には、受託者責任と投資の目的の効果的かつ思慮深い実現を保証するために、仲介機関（投資運用会社およびコンサルタント）との効果的な対話を可能にするガイダンスが必要と言えます。厚生労働省は、これ関して重要な役割を担っていました。

提言:

開示: 厚生労働省の監督対象である日本の年金基金は、投資原則 の表明および受益者とのコミュニケーションにおいて、以下を開示することを義務づけられるべきです。

- 投資プロセスにおいて、重要なESGの問題（スチュワードシップに関する方針を含む）をどのように考えているか
- スチュワードシップ・コードに署名しているか否か（署名していない場合は、その理由）

ガイダンス: 厚生労働省は、その規制対象下にある年金制度に対してガイダンスを発表し、年金制度が負うべき受託者責任に基づき、投資プロセスにおいて重要なESG問題に対する配慮が必要であることを明確にすること。また、厚生労働省は、株主の権利が受託者の最善の利益のために行使されるべき資産であり[63]、日本金融審議会の報告書の中で推奨されているように[64]、年金制度による株主権の行使に関しては開示が要求されることを明確にすること。

さらに、厚生労働省は以下を行うべきです。

- 監督対象である年金基金に対して、スチュワードシップ・コードに署名し、効果的なスチュワードシップが受託者責任の中心的な要素であることを確認するよう促すこと。
- 年金制度は、十分な方針作成プロセス（助言者の形式的な雛形を単に繰り返し使用するのではなく）に則ったものであることが期待されていることを明確にすること。
- PRI（責任投資原則）などのステークホルダーと協働してガイダンスを作成し、ESG要素や、資産運用会社およびその他の年金アドバイザーの選定、任命およびモニタリングのプロセスにおける関連する質問に関して、アドバイザー（特に、信託銀行および投資コンサルタント）と年金制度との間で、相互に意思の疎通が図れるようにすること。
- 年金基金にPRIの署名機関（GPIFなど）になるように促すこと。

59 スチュアードシップ・コードの署名機関（2016年末現在）: http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20160315/01.pdf
60 企業は日本のスチュアードシップ・コードを認可していない。フィナンシャルタイムズ: https://www.ft.com/content/138e73b4-98d3-11e6-8f9b-70e3cabccfae
61 これは、最近、英国の金融行為規制機構によって熟考されました。
62 一般的には、基本投資方針と呼ばれています。
63 米国企業年金制度に適用されるERISAの中にも、同様の条項が存在します。
64 日本金融審議会の報告: http://www.fsa.go.jp/en/news/2009/20090618-1/01.pdf

4. 企業開示:
a. 経済産業省と金融庁は、重要なESG情報に関する企業開示の質と比較可能性を見直すべきです。

他の市場のように、(強制的な証券開示および自主的な報告枠組みの両方において) 重要なESG情報に関する企業開示がほとんどなく、標準化されていない場合、日本企業に対してESG分析を行おうとする投資家に高いコストを強いることになります。また、投資家および企業のサステイナビリティ (持続可能性) の話題に関して建設的な対話を行なう能力も損なうことになります。重要なESG要素に関する報告の質が低いことは、伊藤レポートの中で市場の問題として指摘されていました

他の市場では、「アンケート疲れ」に関する懸念があります。企業が、ESG調査会社や格付け機関、投資家から形式的な質問に答えるよう依頼された場合、それがしばしば、企業価値の創造や企業のビジネスモデルの詳細とは無関係に思われることがあります。

投資家への重要なESG情報の開示に関して、米国サステイナビリティ会計基準審議会 (SASB) [65]が作成した報告枠組みや、重要なサステイナビリティ開示に関する業界標準に強い関心が見られました。日本企業[66] は、GRI標準とISO26000[67] を参考にして、それらの統合報告書をまとめる傾向がありました。
私たちのステークホルダーは、先進して開示を行っている日本企業が何社かあったことを明らかにしました。オムロンや味の素はその例です。[68]

金融安定委員会 (FSB) の気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)によりまとめられた報告書で、規制当局は、気候リスクおよび広範なESG問題に関して企業開示の質と比較可能性をレビューすることができます。

金融庁がプリンシプルベース・アプローチ(原則主義) での規定に移行することにより、こうした分野のレビューを行ないやすくなります[69] 。そのようなレビューは、経済産業省の研究グループをサポートし、またESG要素から発生するリスクと機会に関するスチュワードシップ・コード (改訂版) の文書とも整合性が取れたものです 。これはまた、企業報告への調整アプローチを通して前向きな対話を企業と投資家との間で可能にすることを求めた、金融庁金融審議会の企業開示に関する作業グループの報告に基づくものです 。そのような作業は、カナダ証券管理局が発表した気候変動開示に関するテーマに基づいたレビューに加えて、米国証券取引委員会が昨年実施したレギュレーションS-K[72]に関するコンセプト・リリースも反映しています[73] 。

提言:
金融安定委員会 (FSB) の気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)による報告に従い、経済産業省と金融庁は、日本企業による重要なESG問題に関する企業報告の質と比較可能性、およびその機関投資家に対する有用性についてレビューを行なうべきです。

65 https://www.sasb.org/
66 統合報告書は、約200社の日本企業が発行しています。
67 https://www.iso.org/iso-26000-social-responsibility.html
68 S統合報告に関する調査 KPMG: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/05/jp-en-integrated-reporting-20160426.pdf
69 金融サービス・フォーラム白書 ACCJ: http://www.accj.or.jp/uploads/4/9/3/4/49349571/160511_accj_fsf_white_paper_e.pdf
70 原則3、ガイダンス注記3-3、スチュアードシップ・コード (改正版) : http://www.fsa.go.jp/en/news/pub/03.pdf
71 金融システム協議会の企業開示に関する作業部会: http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/singie_kinyu/20160719-1/01.pdf
72 SECのコンセプト・リリース・コンサルテーションに対する国連が支援する責任投資原則の回答: https://www.unpri.org/download-attachment/21003
73 気候変動開示のCSAレビュー: https://www.securities-administrators.ca/aboutcsa.aspx?id=1567

4. 企業開示 証券取引所:
b. 日本取引所グループは、上場会社のためのESGガイダンスを発表すべきです。

他の成熟市場のように、証券取引所は、企業開示および透明性において非常に重要な役割を果たします。また、証券取引所は、ある特定のESGに焦点を当てた企業慣行に流動性（資金）をもたらすこともできます。日本取引所グループは、サステイナビリティ指数[74]やJPX/日経400指数を通してこれを可能にしました[75][76]。JPX/日経400指数は、株主資本利益率（ROE）とコーポレート・ガバナンスに焦点を当てたもので、影響力があることが証明されました。しかしながら、日本取引所グループは、ロンドン証券取引所グループなど他の主要な取引所とは異なり、現在、ESG開示に関するガイダンスを全く提供していません。また、日本取引所グループは、国連の「持続可能な証券取引イニシアチブ」（SSE）にも署名していません[78]。

コーポレート・ガバナンス・コードの下で企業開示を後押しすることを通して、日本取引所グループは企業の透明性を推進しました。日本取引所グループによるガイダンスは、特に日本の市場に適切な重要なESG問題を反映し、これに対処ことができます[79]。日本取引所グループは、期待される開示の質に関して確固たる基準を作るために、議論の対象となっている開示問題のベスト・プラクティスの例を提供することで、この問題の進展を図ることができます。これは、株式持ち合いや非公式の上級管理職の地位など、投資家にとって重要な問題に関して、有効に実施することが可能です。

提言:

日本取引所グループは、ESGに関して正式な上場要件を策定する前に、先ず暫定案として他の成熟市場の証券取引所と共通のESG開示ガイダンスを提供すべきです。

74 http://us.spindices.com/indices/equity/sp-topix-150-carbon-efficient-index

75 日本の新しい指数は、自己資本利益率が自慢。フィナンシャルタイムズ: https://www.ft.com/content/516dc144-477d-11e3-9398-00144feabdc0

76 See chart 4: http://www.jpx.co.jp/english/equities/listing/cg/tvdivq0000008jb0-att/2015.pdf

77 全体像を明らかにします:ESG報告に関するあなたの為のガイド: http://www.lseg.com/sites/default/files/content/images/Green_Finance/ESG_Guidance_Report_LSEG.pdf

78 パートナー取引所のSSEiリスト: http://www.sseinitiative.org/sse-partner-exchanges/list-of-partner-exchanges/

5. アセット・オーナー（資産保有者）のリーダーシップ: 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、その規模、運用額、影響力を考えると、スチュワードシップ、エンゲージメント、コーポレート・ガバナンスに関する市場標準の確立に向けてリーダーシップを発揮すべきです。

アセット・オーナー（資産保有者）は、公的年金も企業年金も往々にして、スチュワードシップ活動を実行するだけの組織内能力を持っていないことがあります。伊藤レポートで指摘されたように、それらは投資運用を外部委託する傾向があり、一般的に言ってESGインテグレーションのアプローチに関しても、また投資運用会社との関係において、これをいかに取り入れるかに関しても認識は高くありません。しかしながら、機関投資家の能力に対する期待は、ここ数年で急速に高まりました。

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)のイニシアチブは、機関投資家に期待される能力とアプローチに関して、前向きなマーケットシグナルを送りました。GPIFはPRI（責任投資原則）に署名しましたが、これは6原則が受託者責任と整合性が取れていることを示しています。年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、アプリケーションを要求してESG指数を開発し、投資運用会社のスチュワードシップ活動を監督・モニタリングする能力を構築しています[80]。また、投資対象企業に対して（法的規制の枠組みの中で）自らを主張しています[81]。また、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は自分達のポートフォリオの資産配分をリバランスして株式の比率を高めました。これによって効果的なESGインテグレーションが非常に重要になりました。[82]

投資運用会社を通して業務を行う他のアセット・オーナー（資産保有者）と同様に、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、運用目標や報奨金構造、および資産運用会社と共に行う運用実績レビューの中に、投資期間が長いという特徴が、確実に反映されるよう取り計らう必要があります。また、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、資産運用会社が、投資対象企業に対してコーポレート・ガバナンスを優先事項として適切に取り組むよう取り計らう必要があります。

さらに、その規模と資産運用会社との関係性によって、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、投資運用会社のガバナンス構造を調査する重要な役割を果たし、運用会社の利益相反回避や、適切な管理機構の実施を確実に行わせることができます[83]。これは、機関投資家のガバナンスに対して強化を提案した有識者検討会の業務に基づいています。例を挙げると、独立社外取締役会および議決権行使[84]に関する第三者委員会（改訂版のスチュワードシップ・コードの観点を含む）などです。これはまた、英国の金融行動監督機構（FCA）が資産運用市場調査を通して取り組んだテーマでした[85]。

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)その地位と規模により、市場の基準形成に影響を与えることにおいて、特別な能力と役割を持つため、米カリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）やカナダ年金制度投資委員会（CPPIB）が自国で（およびグローバルに）果たしてきた役割と同等の役割を果たすことができます。同法人は活動の中で、他の日本のアセット・オーナー（資産保有者）、特に公的制度に対して、ESGインテグレーションと責任投資について調査するよう、強く奨励すべきです。

提言:

- **ESGツールキット:** 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、規模も大きく、またPRI（責任投資原則）の署名機関でもあるため、他の市場参加者をサポートするために、ESGインテグレーションに関するベスト・プラクティスを策定すべきです。同法人は、資産運用会社の選定や任命、モニタリングの手順、および方針策定プロセス、ガバナンス構造、投資対象企業とのエンゲージメントで選択するテーマにおいて、ベストプラスティスを示すべきです。年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、忠誠持株、株式持ち合い、戦略的持株を原因として発生する様々なコーポレート・ガバナンスの問題解決において、主導的な役割を果たすと同時に、協調的エンゲージメントを強く支持すべきです。年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)には、運用会社に商品を説明/開発させることができるだけの影響力があります（商品の単なる受け手としてではなく）。アセット・オーナー（資産保有者）を主導する事例を反映して、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)はESGインテグレーションのアプローチを完全開示し、投資原則におけるコーポレート・ガバナンス・コードに言及すべきです。

- **意識改革における年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の役割:** 私たちのステークホルダーの多くは、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が、グローバルなベストプラクティスに沿ったESGインテグレーションのアプローチに向けて、さらに広く社会（基金の最終的な受益者）とのエンゲージメントに取り組み、意識を高める努力して欲しいと望んでいます。同法人は、インターネット上でのプレゼンスの強化や、金融教育に関する幅広い政府の取り組みの一環として市民社会とコミュニケーションを図る中で、これらのことを実行することができるものと思われます。.

79 ESG領域に関するその他の社会的問題の中における就労率などが例として挙げられる。

80 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF) 2016年財産管理活動の概要報告: http://www.gpif.go.jp/en/topics/pdf/20170203_report_of_stewardship_activities_2016.pdf

81 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)　は東芝を提訴: https://www.ft.com/content/e275fa00-3922-11e6-9a05-82a9b15a8ee7

82 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の改革: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/performancemagazine/articles/lu-gpif-reform-012015.pdf

83 日本の資産運用会社に対する、受託者としてのベストプラクティス、野村総研: https://www.nri.com/~/media/PDF/global/opinion/lakyara/2016/lkr2016250.pdf

84 金融庁　有識者検討会、意見番号3: http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/follow-up/statements_3.pdf

85 金融行為規制機構の資産運用市場調査、中間報告: https://www.fca.org.uk/publication/market-studies/ms15-2-2-interim-report.pdf

86 金融教育に関する経済協力開発機構（OECD）原則: http://www.oecd.org/finance/financial-education/OECD_INFE_High_Level_Principles_National_Strategies_Financial_Education_APEC.pdf

About the PRI

The PRI works with its international network of signatories to put the six Principles for Responsible Investment into practice. Its goals are to understand the investment implications of environmental, social and governance issues and to support signatories in integrating these issues into investment and ownership decisions. The six Principles were developed by investors and are supported by the UN. They have more than 1,700 signatories from over 50 countries representing US$62 trillion of assets. They are voluntary and aspirational, offering a menu of possible actions for incorporating ESG issues into investment practices. In implementing the Principles, signatories contribute to developing a more sustainable global financial system. For more information, see www.unpri.org.

About UNEP FI

The United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) is a unique global partnership between the United Nations Environment Programme (UNEP) and the global financial sector founded in 1992. UNEP FI works closely with over 200 financial institutions who have signed the UNEP FI Statements as well as a range of partner organizations to develop and promote linkages between sustainability and financial performance. Through peer-to-peer networks, research and training, UNEP FI carries out its mission to identify, promote, and realize the adoption of best environmental and sustainability practice at all levels of financial institution operations. For more information, see www.unepfi.org.

About The Generation Foundation

The Generation Foundation ('The Foundation') is the advocacy initiative of Generation Investment Management ('Generation'), a boutique investment manager founded in 2004. The Foundation was established alongside Generation in order to strengthen the case for Sustainable Capitalism. Its strategy in pursuit of this vision is to mobilise asset owners, asset managers, companies and other key participants in financial markets in support of the business case for Sustainable Capitalism, and to persuade them to allocate capital accordingly. For more information, see www.genfound.org.

著者:

Written by: Brian Tomlinson, Will Martindale and Megumi Terayama