

# スチュワードシップ・ レポート 2021

～スチュワードシップがもたらす  
ポートフォリオの進化～

# スチュワードシップが もたらすポートフォリオ の進化

スチュワードシップとは、投資の健全性を担保するだけでなく、投資の基盤とサステナビリティを高めることも含みます。

## スチュワードシップを通じたより良い変化

企業は、社会、法律制度、企業の成長を促進するインフラ、企業存続の根底となる教育の枠組みと医療供給体制のサステナビリティに依存しています。最も重要な点は、企業は地球の生態系とそれを取り巻く環境の持続的な安定性に依存しているということです。

こうした相互依存関係を認識していない企業は、“社会的な”営業ライセンスを失う恐れがあります。さらに、サステナブルな行動を怠る企業は、事業を根底から支えるシステムの安定性を毀損する恐れがあります。さまざまな金融資産の管理者として私たちが担う役割は、こうした過ちが起きないようにサポートすることであり、私たちのポートフォリオとそれを取り巻く環境のより良い変化を目指すことです。

確固としたスチュワードシップの実践は、お客さまとの関係性、資産運用の責務を遂行する市場の健全性の向上と切っても切れない関係にあります。スチュワードシップは、サステナブルなガバナンスか継続的な株主の間の不公平感か、サプライ・チェーンの円滑な運営かサプライ・チェーンの予期せぬリスクの拡大か、気候に対する事業の弾力性か座礁資産（外部環境等の激変により投資回収の見通しが立たない資産）が企業価値を修復不可能なほど毀損させるかを分ける重要な役割を果たします。確固としたスチュワードシップを実践しなければ、投資は整合性を欠き、資産運用会社／資産所有者の立場に影響を与え、金融市場の円滑な機能を阻害する恐れがあります。

### 各国のスチュワードシップ・コードを理解する

明るい動向として、スチュワードシップ・コードの発展に伴い、企業や資産運用会社のベスト・プラクティスが重視されるようになってきました。スチュワードシップ・コードは継続的に進化しており、世界の資本市場のサステナビリティ向上に向けて改善が進んでいます。

世界的にスチュワードシップ・コードの策定が進む現段階では、投資家が特定のスチュワードシップ・コードに準拠する際に考慮すべき微妙な差異がいくつかあります。現在、20以上の地域・市場に適用されているスチュワードシップ・コードはほぼすべて、資産管理者に対し、自らの権利と責務の責任ある遂行、同業他社との協働、投資先企業へのエンゲージメント、環境・社会・ガバナンス（ESG）要素の投資判断への組み入れ、利害の対立を緩和する堅固なメカニズムの構築を求める原則を定めています。私たちは、これら一般的な事項を考慮することはもとより、各地域・市場特有のコードの微妙な差異も考慮してスチュワードシップの責任を遂行しています。

**確固としたスチュワードシップを実践しなければ、投資は整合性を欠き、資産運用会社／資産所有者の立場に影響を与え、金融市場の円滑な機能を阻害する恐れがあります。**

英国スチュワードシップ・コードは世界で最初に策定された、最も包括的なグローバル・スチュワードシップ・コードの1つです。

スチュワードシップ原則	カナダ 最終更新：2017年	香港 最終更新：2016年	日本 最終更新：2020年	台湾 最終更新：2020年	英国 最終更新：2020年	ICGN 最終更新：2020年
目的、戦略および文化	明示的な言及なし	明示的な言及なし	明示的な言及なし	✓	✓	✓
ガバナンス、リソースおよびインセンティブ	✓	明示的な言及なし	✓	✓	✓	✓
利益相反	✓	✓	✓	✓	✓	✓
適正に機能する市場の促進	✓	示唆	示唆	一部言及あり	✓	✓
レビューと評価	一部言及あり	明示的な言及なし	✓	✓	✓	✓
顧客と受益者のニーズ	✓	✓	✓	✓	✓	✓
スチュワードシップ、投資、ESG インテグレーション	✓	✓	✓	✓	✓	✓
資産運用会社とサービス・プロバイダーのモニタリング	明示的な言及なし	一部言及あり	一部言及あり	一部言及あり	✓	✓
エンゲージメント	✓	✓	✓	✓	✓	✓
協働	✓	✓	✓	✓	✓	✓
エスカレーション	✓	示唆	示唆	示唆	✓	✓
権利と責任の遂行	✓	✓	✓	✓	✓	✓

出所:地域別スチュワードシップ・コード、マニユライフ・インベストメント・マネジメント、2021年3月現在。マニユライフ・インベストメント・マネジメントは、上記のコードに署名または署名を予定しています(カナダおよび国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク(ICGN)のコードを除く)。

各国のステューワードシップ・コードは、ベスト・プラクティスの進化とともに、相互に影響を及ぼし合って構築されてきました。例えば、英国財務報告評議会（FRC）は、英国ステューワードシップ・コード改正のための最初の協議と最終草案において、特定の議決権行使の判断の根拠を開示することに重点を置いていることを明らかにしています。日本版ステューワードシップ・コードの専門家会議は、直近の更新において、この新たな重点項目を採用して原則の中に組み入れ、機関投資家に特定の議決権行使の理由を説明することを盛り込みました。

私たちは、アクティブ・オーナーシップの活動と報告において様々なステューワードシップ・コードを考慮しますが、一般的には英国ステューワードシップ・コードを基準として、ステューワードシップのレビューの枠組みを構築することとしています。英国ステューワードシップコードは実質的に各国のステューワードシップ・コードの最も優れた点を反映しており、現時点で世界中のステューワードシップ・コードの中で最も包括的な報告および活動の要件を含んでいると考えられます。

例えば、ステューワードシップ原則の目的、戦略および文化の中で、文化の重要性に目を向けてみると、各国のステューワードシップ・コードにおいて企業文化とサステナビリティとの関連性を議論するための様々なアプローチがあることがわかります。サステナビリティを重視する文化の重要性を明示的に訴え、サステナビリティをどのように明示し、追求するかについて助言するステューワードシップ・コードもあれば、企業文化には全く言及しないか、その重要性を遠回しに言及するだけのステューワードシップ・コードもあります。

同様に、最初のエンゲージメントが経営陣にレポーティングやリスク監視のベスト・プラクティスを取り入れるよう促す効果を持たない場合に、資産運用会社に対して、問題を顕在化させるプロセスを導入するよう奨励するステューワードシップ・コードもあります。

一部のステューワードシップ・コードでは特定の原則による問題の顕在化を強く推奨していませんが、少なくとも、他のエンゲージメント手段が十分な成果を上げない場合は、投資家に協働エンゲージメントを行うか、経営陣に反対票を投じるべきであると提案することによって、問題の顕在化が優れたステューワードシップの柱であることを示しています。

## 普遍的なステューワードシップ原則

私たちはグローバル企業として、各国のステューワードシップ・コードに準拠した活動を遂行し、市場特有の課題、特徴および期待を考慮しながら、優れたステューワードシップの共通原則の遵守に常に努めています。マニユライフ・インベストメント・マネジメントは、17カ国・地域に拠点を構え、保有資産は全世界に分散しているため、世界のほぼどの地域でも、自社で事業を行っているか他社事業へのエクスポージャーを有しています。こうしたことから、私たちは優れたステューワードシップを普遍的な責任ととらえています。ステューワードシップの実践方法は地域、規模、資産クラスなどによって異なりますが、私たちの目標は常に変わず、サステナビリティの課題への対応を継続的に改善することによって、お客さまの資産価値を守り、高めることを目指しています。

### 取締役会の独立性の概念の違い

私たちは、企業の実業取締役会での強力で独立したリーダーシップを奨励しています。それが社内の利益追求の影響と株主利益とのバランスを図る上で役立つと考えているためです。しかし、独立した発言権は各国市場によって異なる形態を取ることがあります。北米の実業取締役会は独立取締役に分類される取締役が過半数を占めることが期待される一方で、多くのアジア市場では現地のスチュワードシップ・コードが規定する独立取締役の比率は3分の1に過ぎません。

基準や慣行も時とともに変化します。例えば10年前にブラジルでは、ほとんどの企業で取締役会に占める独立取締役の比率は約3分の1でしたが、現在では多くの企業が40%以上を達成しています<sup>1</sup>。もうひとつの要素であるジェンダー・ダイバーシティについて見ると、日本の取締役会は歴史的にジェンダー・ダイバーシティへの取り組みが不十分でしたが、次第に変わりつつあります。実際、MSCI ACWI インデックスに占める男性取締役のみの取締役会の比率は2018年の45%から2019年には33%に低下しています<sup>2</sup>。こうした急速な変化を踏まえ、企業は取締役会のダイバーシティ基準を今後2～3年のうちに見直すべきであると考えています。

私たちは、経営陣へのエンゲージメント、協働イニシアティブへの参加、議決権行使、条件交渉、その他の活動への参加の際にこうした変化を考慮します。また、最初の例として取り上げた取締役会の独立性については、各国市場によって期待値を変え、一般的な基準やベスト・プラクティスに応じて対応する必要があります。私たちは一貫して経営陣や企業に当該市場のベスト・プラクティスに移行することを奨励しています。例えばブラジルでは発行体へ独立取締役の比率を40%とする基準、米国では過半数という基準を、少なくとも両国の基準が変更されるまでは遵守することを奨励しています。

### 日本の株式持ち合い

日本では、株式持ち合いについて発行体へのエンゲージメントを行っています。株式持ち合いとは、関係強化を目的として、企業がビジネス・パートナーや顧客の株式を保有するという歴史的慣習です。しかし、株式持ち合いは資本の非効率的な投下ということだけでなく、一般投資家が議決権行使を通じて経営を監視する能力を妨げると考えられています。議決権株式の大半を経営陣に友好的な投資家が保有することで、外部の株主の権限が実質的に弱体化する可能性があるのです。

こうした見方がある一方で、株式持ち合いの慣習が共同研究開発や生産設備の共有をサポートするために用いられるときなど、戦略的なメリットをもたらす場合もあります。日本企業に対しては、真に戦略的な株式持ち合いと防衛的な持ち合いとを区別し、エンゲージメントや議決権行使を通じて、多くの株主の利益に反する株式持ち合いの解消を働きかけています。

### 地域により異なる株主提案

アクティブ・オーナーシップの権利や責任も市場によって異なることがあります。現地の法律、規制および慣行によって、こうした市場で自由に行使できる権利と影響力が規定されます。例えば米国では、株主が投票によって決議する権利を規定する法律によって、政治やロビー活動の支出、役員報酬、温室効果ガス(GHG)の排出量や取締役会のダイバーシティに至るまで、様々なトピックにわたって毎年数百件の株主提案が行われています。

米国企業の株主は株主権利を強化する手段である議決権行使を通じて様々な問題に対して発言することに慣れていますが、こうした決議が一般的でなく、株主が経営陣に影響力を行使するために発行体との対話や政策当局への働きかけといった別の手段を使用しなければならない国や地域もあります。

## 不動産と規制改正

スチュワードシップが複雑な分野として、不動産市場があります。不動産市場では、歴史的に、規制要件とサステナブルなビジネス慣行を奨励する取り組みの進展が地域ごとに異なり、その政治的背景も異なっています。11ヶ国27都市で不動産を所有および運営するマニユライフ・インベストメント・マネジメントは、自治体、都市、州の各レベルの地域行政や急速に進む規制改正に精通しています。不動産におけるスチュワードシップの取り組みには、こうした現地のニーズ、要件、動向に合わせてサステナブルな不動産の保有および運営戦略を調整することも含まれます。

規制当局、地方自治体および資産運用会社の間での全体的な調整がなければ、これは極めて困難な作業になりかねません。各地方自治体は、気候の影響を緩和させることや気候変動への適応に関する原則を、不動産の所有および運営に組み入れるなどサステナビリティの課題に取り組んでいますが、情報開示の要件には大きなばらつきがあり、サステナブルな運営の定義の基準ですらかなり異なっています。そのため、私たちは地域の枠を越えた統一的な基準やプロトコル、および開示を確立する取り組みをサポートしています。

## スチュワードシップ原則をすべての資本市場に適用

私たちは、リターンを生み出す資産に投資するか、直接運営を行っており、ビジネス・パートナーやステークホルダーと協力して投資先資産の長期的なサステナビリティ向上を図ることなどを通して、お客さまの利益を追求しています。私たちは、この目標達成のために、すべての資産において、確固たるスチュワードシップを実践しています。

スチュワードシップは、ESG要素を投資プロセスに統合させるほか、資産クラスに応じて様々な形態を取ります。資産を直接運営するプライベート・アセットではスチュワードシップの原則を基準として運営アプローチを構築しますが、投資先企業やビジネス・パートナーへのエンゲージメントにより、投資資産の評価とモニタリングを行う資産クラスもあります。

投資テーマにとって重大であると考えられるサステナビリティのリスクや機会を特定し、当該問題に関連するビジネス慣行の改善を投資先企業に促すこともあります。発行体に対して最大の影響力を行使できると考える場合は、投資前やリストラクチャリングの最中などに、こうした点について債券保有先へのエンゲージメントを計画します。特定の状況において他の投資家と協力する方がより良い結果を得ることができると考える場合は、当該企業への影響力行使に重点を置いた協働エンゲージメントへの参加を検討します。

私たちは、すべての保有資産および投資先に対してアクティブ・オーナーシップを実践しています。影響力を行使する具体的な方法は様々です。例えば、対象資産を直接所有および運営している場合もあれば、投資を通じて所有している場合もあるからです。こうした形式上の違いに合わせたアプローチを用いながら、常に資産価値の保全および向上に重点を置いています。

## サステナビリティへのコミットメントがスチュワードシップの 実践を後押し

積極的なスチュワードシップの実践は、アクティブ・マネージャーとしての重要な活動の一部であると私たちは考えています。ポートフォリオのより良い運営のためには従来のファンダメンタルズ分析だけでは不十分です。スチュワードシップ・コードの変化に適応し、スチュワードシップ原則の適用を拡大し、アプローチを進化させることが求められます。こうしたスチュワードシップのアクティブな側面は、投資・運営する資産の価値を守り、向上させるために不可欠な要素です。広範なテーマに関するエンゲージメントであれ、基準設定のための協議あるいは企業への個別エンゲージメントであれ、私たちは運用、報告およびサステナビリティ活動の強化に役立つ分野を特定し、ステークホルダーと協力して資産と投資先を支える枠組みの強化に努めています。

英国スチュワードシップ・コードは優れたスチュワードシップのグローバルな原則を反映



## 目的、戦略および文化

- 目的と戦略が顧客にもたらすメリットを開示
- 目的と戦略を支える文化を醸成すると同時にスチュワードシップのベスト・プラクティスをサポート



## 適正に機能する市場の促進

- 政策当局や基準設定機関へのエンゲージメントを通じてサステナブルな市場の促進
- 新たなシステミック・リスクを特定、対処



## ガバナンス、リソースおよびインセンティブ

- スチュワードシップを遂行する人材の確保
- スタッフのスチュワードシップ遂行を評価
- 活動をサポートおよび指導するためのポリシーと監視体制を構築



## レビューと評価

- スチュワードシップの効果に関する定期的なモニタリングと分析の実施、およびその結果に応じた変更
- 第三者機関にスチュワードシップのプロセスおよび記録の評価を要請



## 利益相反

- スチュワードシップにおける利益相反に関するスタッフトレーニングの実施
- 発生する可能性がある利益相反を軽減するためのポリシーとプロセスの策定



## 顧客と受益者のニーズ

- 顧客のフィードバックを取得する仕組みの構築、それに応じたポリシーとプロセスの修正
- 活動と成果の定期的な報告



## スチュワードシップ、 投資および ESG インテグレーション

- ・ポートフォリオの投資プロセスを通して、環境、社会、コーポレート・ガバナンスのリスクと機会を考慮
- ・サステナビリティ要素のインテグレーションとスチュワードシップのアプローチを資産クラスに合わせて調整



## 協働

- ・他社と連携して変革を促進
- ・システムック・リスクに対処するイニシアティブをサポート



## 資産運用会社と サービス・プロバイダーの モニタリング

- ・ベンダーと協力して、データとサービスが顧客のニーズに合致しているか確認し、常に改善
- ・サービスとデータをモニタリングし、正確性と一貫した高品質を徹底



## エスカレーション

- ・スチュワードシップが成果達成に効果を発揮しない場合に戦略を修正するプロセスを構築
- ・協働、公式声明、変化を促すその他の方法を検討



## エンゲージメント

- ・エンゲージメントにおける期待事項の明確化
- ・資産クラスに合わせてエンゲージメントのアプローチを調整
- ・成果達成に向けてステークホルダーと協力



## 権利と責任の遂行

- ・ベストプラクティスの進化のため、資産クラスに付随する権利を戦略的に利用
- ・影響力の最大化を図るため、可能な限り権利を保護、強化

## ディスクレーム

- 本資料は、海外グループ会社の情報を基にマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が作成した情報提供資料です。
- 参考として掲載している個別銘柄を含め、当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。
- 本資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。
- 本資料のいかなる内容も将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。
- 本資料に記載された見解・見通し・運用方針は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。
- 本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、その開発元または公表元に帰属します。
- 本資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。

マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 433 号

加入協会：一般社団法人 投資信託協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会 一般社団法人 第二種金融商品取引業協会