

投資スチュワードシップの向上

アクティブ・オーナーシップの オペレーティング・モデルを刷新する

John Wilson, CFA

Senior Manager, Investment Management Consulting, Sustainable
Finance, Deloitte



要点

- サステナブル・ファイナンスのアジェンダや排出量ネットゼロへの移行において中心的な役割を果たすなど、スチュワードシップの重要性が増しています。その結果、関連する活動には、顧客、規制当局、その他利害関係者からの注目が高まっています。
- 新しいレポートの枠組みは、エンゲージメントの成果により重点を置くなど、報告基準の厳格化を促しています。
- スチュワードシップの部門は、主要な ESG のテーマに関する運用会社の見解を反映する重要な役割を果たしています。
- 運用会社は厳格化された要件に適應するために、スチュワードシップ活動をサポートする組織構造を再評価すると同時に、人材、データ、テクノロジーに対して戦略的な投資を行なっています。

サステナブル・ファイナンスのアジェンダに後押しされるようにして、投資スチュワードシップ、すなわち「アクティブ・オーナーシップ」は、運用会社の運用能力を証明する際に中心的な役割を担うようになりました。アクティブ運用会社にとって、スチュワードシップはバリューの長期的な保持と創出という目的において常に重要なテーマでしたが、サステナビリティに関連する変化を推進する役割が、同部門に対する注目を高める形となりました。その結果、顧客や規制当局のみならず、非政府組織（NGO）、気候グループ、メディアを始めとする多くの間接的影響力を持つ利害関係者の間でも、スチュワードシップ活動に対する注目が高まるようになりました。本稿では、透明性向上の要請など、最近の変化の要因について分析した上で、より広範なオペレーティング・モデルへの影響を含めて、スチュワードシップ・プロセスの最良慣行について一般的な考察を試みます。

歴史的背景（概要）

投資スチュワードシップというコンセプトは、資産価値を長期にわたって保持、向上させるために、あるいは少なくとも放任主義や誤った管理による劣化を避けるために、介入が必要であるという考えから生まれたものです。運用会社は顧客資金を預かるスチュワード（受託会社）として、投資先企業に対して正式にあるいは的を絞った形で働きかけることによって、長期的な価値を最大化するために影響力を行使することが可能です。具体的には、議決の行使や投資先企業・発行体企業とのエンゲージメントという方法が考えられます。スチュワードシップにおいてエンゲージメントは重要な要素であり、投資先企業の経営陣や取締役会との非公式での絞った対話が基本となります。歴史的にエンゲージメントにおいては、長期的な買いや保有の判断を含む投資判断の追加的な要素として、戦略、リスク管理、コーポレートガバナンスに重点が置かれてきました。しかし近年では、サステナブル・ファイナンスとこれに類似するESG統合の大々的な普及を背景に、スチュワードシップのプロセスにおいてESGファクターを考慮することが、重視されるようになりました。

変化の要因

意外なことではありませんが、最近3～4年間に於いて、規制が主要な変化のカタリストの役割を果たしています。規制の動きは、運用会社や資産保有者に対して、投資方法に関する透明性を向上させつつ、持続可能な経済構築の一環として企業活動に長期的に参加することを促すというアジェンダの下で、推進されています。このように透明性を推進する取り組みは、より高度な水準のレポートを求める動きにつながり、なかでも、ここ最近では、EUの株主権利指令 II（SRD II）と英国の原則主義に基づくスチュワードシップ・コード（UKSC）という2つのイニシアティブが大きな影響力を有しています。ボランティア・ベースとは言え、UKSCは英国におけるス

チュワードシップの先導役として位置付けられるようになり、署名者数も増加傾向にあります。

このようなスタンダードは、形式を整え、頑強性を備えた上で、スチュワードシップのプロセス、アプローチ、手法を向上させる方向に運用会社を導いています。運用会社にはエンゲージメントの原則を確立することが要求され、欧州投資信託協会（EFAMA）のスチュワードシップ・コードのような枠組みが、市場における一貫性向上の目的において策定されています。中核を成すスチュワードシップ規制における主な変更点として、重要なエンゲージメントと議決権行使の結果の開示に重点が置かれています。

投資先企業とのエンゲージメントに取り組み、議決権行使の結果を記録するだけでは、もはや十分とは言えません。規制の趣旨として、適切に定義付けられた意図と明確な結果に重点が置かれています。その結果、エンゲージメントのバリューチェーン全体を通じた変化が促されます。投資先企業とのあらゆる形態のやり取りにおいて厳格性が求められ、データ収集の強化やより優れた分析・レポートの必要性が重視されています。運用会社には、プロセス全体に関与する全てのチームが必要な体制を確保するように、スチュワードシップのオペレーティング・モデルの見直しが求められています。英国と欧州の規制当局は、最前線において変化を推進していますが、その他のサステナブル・ファイナンス規制と同様に、変化は投資対象の市場全体に及びます。

幅広い領域

サステナブル・ファイナンスのアジェンダの下で投資スチュワードシップの重要性が高まる中で、アクティブ運用会社においてはスチュワードシップ部門がさらに大きな役割を果たすようになってきました。第1に、主要なESGのテーマに関する運用会社の見解を外部に発信する際に、スチュワードシップ部門が重要な役割を果たすようになってきました。古くからの議決権行使の実績が公開され、企業側の議案に賛成票または反対票を投じる可能性がどの程度であるのか、どのような見解に基づいて論争の的となる問題に投票しているのかという点が、外部に示されるようになりました。近年になって、ESGに対する注目が一段と高まったことから、スチュワードシップ活動に対しても、これまで以上に関心が寄せられています。その結果、とりわけ環境・社会問題への対応と経済的な重要性との間にトレードオフの関係が存在する場合には、運用会社には慎重な意思決定が求められるようになってきました。

第2に、サステナビリティ・リスクが投資分析の重要な柱となる中で、スチュワードシップ関連のデータは、投資プロセスにおいて重要な定性情報として機能する可能性があります。一例を挙げると、議決権行使の実績を分析することによって、各種問題に対する株主の懸念が明確になり、潜在的に重大な論争の的となる問題が特定される可能性があります。同じように、エンゲージメントに対する取り組みを分析することによって、どの投資先企業の経営陣が投資家とのエンゲージメントに積極的であるのかが、判明する可能性があります。このような情報は、アクティブ・オーナーシップが排出量ネットゼロの目標達成に重要な手段である場合や、資産にとって長期的なバリューを付加することが重要な意味を持つ場合には、有効になります。

最後に、エンゲージメント活動の透明性が向上する結果、スチュワードシップのプロセス全体をこれまで以上にフォーマルなものに転換する必要が生じています。例えばネットゼロ・アセットマネージャーズ・イニシアティブ（NZAM）などの取り組みの下で、排出量ネットゼロの公約を実現する手段としてアクティブ・オーナーシップを活用している運用会社にとって、これは特に重要なポイントになります。スチュワードシップ活動を外部に報告する際の背景情報やエビデンスとなる場合（排出量ネットゼロの主要業績評価指標（KPI）に照らした進捗状況の証明など）には特に、投資先企業とのあらゆるコミュニケーションが重要な意味を持つ可能性があります。適切

に把握された場合には、あらゆるエンゲージメント活動がその後のスチュワードシップ報告や投資の意思決定にプラスに作用して、SRD II やUKSCの下で効率的に年次報告を行なう際に重要になります。

人材と組織

このようにバリューと持続可能な成果をもたらす投資スチュワードシップに注目が集まる中で、運用会社は新たな使命を果たすために、主要な強化策を検討しています。

近年では、スチュワードシップ・チームを拡充する傾向が続いています。しかしながら、この部門に対する新たなニーズを満たすために運用会社が検討している手段は、人材の採用だけではありません。多様な地域を投資対象とする大手運用会社の中には、市場に関する専門的なノウハウを構築するために、特定の地域におけるスチュワードシップ・アナリストの雇用や再配置を検討しているところもあります。各地のアナリストを、マネジメントや調整作業、議決権行使を行なう中央のハブと結びつける、ハブ・アンド・スポーク・モデルの一部を構成するケースもあります。スチュワードシップ部門においては専門性を強化するトレンドが存在し、アナリストはセクターの専門知識や各種テーマに関する深い洞察を備えるようになってきました。リソースが比較的少ない運用会社においては、チーム内に一定の専門性を蓄積した上で、適宜、広範な業界グループへの参加や外部とのコラボレーションを通じて、恩恵を享受することもあります。

さらに言えば、スチュワードシップ部門の外部においても、スチュワードシップのプロセスに関与する全てのチームの間で、コラボレーションとコーディネーションを強化することが包括的に必要になります。フロント・オフィスとスチュワードシップ・チームの間におけるエンゲージメント目標の定期的な策定と優先順位付けから、エンゲージメント活動をコンテキスト化してケーススタディを取りまとめるための、スチュワードシップ・アナリスト、フロント・オフィス、レポートング・チームの間の密接な連携に至るまで、幅広い分野に及びます。多くの大手運用会社においては、アクティブ・オーナーシップは投資機能の一部であり、長期的な資産運用の一環として、スチュワードシップ・チームとポートフォリオ・マネージャーの間の連携と議論が深まっています。このように業務において密接に連携することによって、サステナビリティやガバナンスの問題に関する知見を共有することが可能になります。分散度の高いポートフォリオを運用するグローバルな運用会社においては、投資先企業に関するローカルな知見を備えることがさらに

重要になります。大手の投資家においては、スチュワードシップ・スペシャリストを地域的に分散させて、大きなエクスポージャーを有する市場の近くに配備することもあります。通常は主要な金融センターに拠点が置かれています。

データとテクノロジー

先進的な運用会社は、スチュワードシップのプロセスを合理化するために必要なツールとテクノロジーに投資を行なっています。内部データの取得と、Institutional Shareholder Services（ISS）やGlass, Lewis & Co.（Glass Lewis）が保有する議決権行使の記録などの外部ESGデータの両方を含めて、プロセスをサポートするデータは増加の一途をたどっていますが、運用会社は少なくともこれを適切に保存する必要があります。ここでは、これらのデータから投資判断に資する知見を抽出する能力と、投資判断に至った経緯を記録する能力が、重要な差別化要因となります。さまざまな既存のソリューションが、これらのデータやアナリティクスの能力を提供していますが、柔軟性が高く、他の独自のESGソリューションとの統合を提供する、テーラードなソリューションを模索する運用会社も存在します。どのようなツールであっても、プロセス全体を効果的にサポートするためには、フロント・オフィスからレポート部門に至る全ての関係当事者のために機能する必要があります。このため、現在のそして将来的に必要な要件を、十分考慮しなければなりません。

レポートの目的においては、スチュワードシップのプロセスの全ての要素を統合する必要があります。その意味において、大量のインプットを必要とするのは年次の規制報告書だけでなく、機関投資家向けの報告書や、顧客からの提案依頼書（RFP）のコンテンツも含まれます。このような定性的なコンテンツの必要性は、既に網渡り状態のリソースには追加的な負担がかかり、プロセスの効率化が求められます。

大方の企業は、スチュワードシップ・レポートの厳格化の第一段階に対応するために、戦術的なソリューションを用いてきました。今後は、将来のレポートのためにプロダクション・ラインに乗せる方法が、注目されます。テクノロジーは重要なイネーブラーであり、ひとたびコンテンツが開発、標準化された後には、一元化されたデータ管理やのぎを絞ったオートメーションが効率性につながる可能性があります。もっとも、コンテンツ作りに関わる全てのチームの役割と責任を明確に定義付けることによって、短期的にもプロセスの効率化を図ることが可能になります。その意味において、ワークフロー・ツールには即効性があり、レポート作成に関連する全ての側面にオーナーシップを確保することが可能になります。さらに、レポートを外部委託することも選択肢になります。主要なインプットに依存することには変わりませんが、レポートの作成や品質保証に関連する大規模な作業を、第三者に託すことが可能になります。この分野では、選択肢が一段と増加しています。



結論

近年、顧客や規制当局からの要請を前に遅れをとっていたステewardシップ部門は、刷新した上で、効率性の高い機械への変容を遂げるため適用を図る必要があります。企業のESGエンゲージメントを産業化する規制当局の取り組み、ネットゼロ移行計画を達成するための中核的な要素として、アクティブ・オーナーシップの重要性は高まる一方になるでしょう。この目的において、現代の効果的なステewardシップ部門には、テクノロジーの活用、従業員の適切な知識と専門性、正しい結果を導くための社内外における連携強化が求められます。



注意事項：本資料はDeloitte Globalが2022年10月に発表した内容をもとに、デロイト トーマツ グループが翻訳・加筆したものです。和訳版と原文（英語）に差異が発生した場合には、原文を優先します。

Deloitte.

デロイト トーマツ

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイト トーマツ税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイト トーマツ コーポレート ソリューション合同会社を含む）の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約 30 都市以上に 1 万 5 千名を超える専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト（www.deloitte.com/jp）をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）のひとつまたは複数を指します。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL および DTTL の各メンバーファームならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドは DTTL のメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィック における 100 を超える都市（オーストラリア、バンコク、北京、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、リスクアドバイザー、税務、法務などに関連する最先端のサービスを、Fortune Global 500®の約 9 割の企業や多数のプライベート（非公開）企業を含むクライアントに提供しています。デロイトは、資本市場に対する社会的な信頼を高め、クライアントの変革と繁栄を促し、より豊かな経済、公正な社会、持続可能な世界の実現に向けて自ら率先して取り組むことを通じて、計測可能で継続性のある成果をもたらすプロフェッショナルの集団です。デロイトは、創設以来 175 年余りの歴史を有し、150 を超える国・地域にわたって活動を展開しています。“Making an impact that matters”をパーパス（存在理由）として標榜するデロイトの約 345,000 名のプロフェッショナルの活動の詳細については、（www.deloitte.com）をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性及び完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。また DTTL、そのメンバーファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接また間接に発生したいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DTTL ならびに各メンバーファームおよびそれらの関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of

Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2022. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.

