

## 【日本版スチュワードシップ・コード(SSC)の道】

英国ではコーポレートガバナンスから派生、米国ではフィデューシャリー・デューティー(FD)強化の中で派生、米国では議決権行使重視で低コストだけのインデックス・ファンドに課題を与える!

三菱UFJ国際投信株式会社 商品マーケティング企画部 松尾 健治

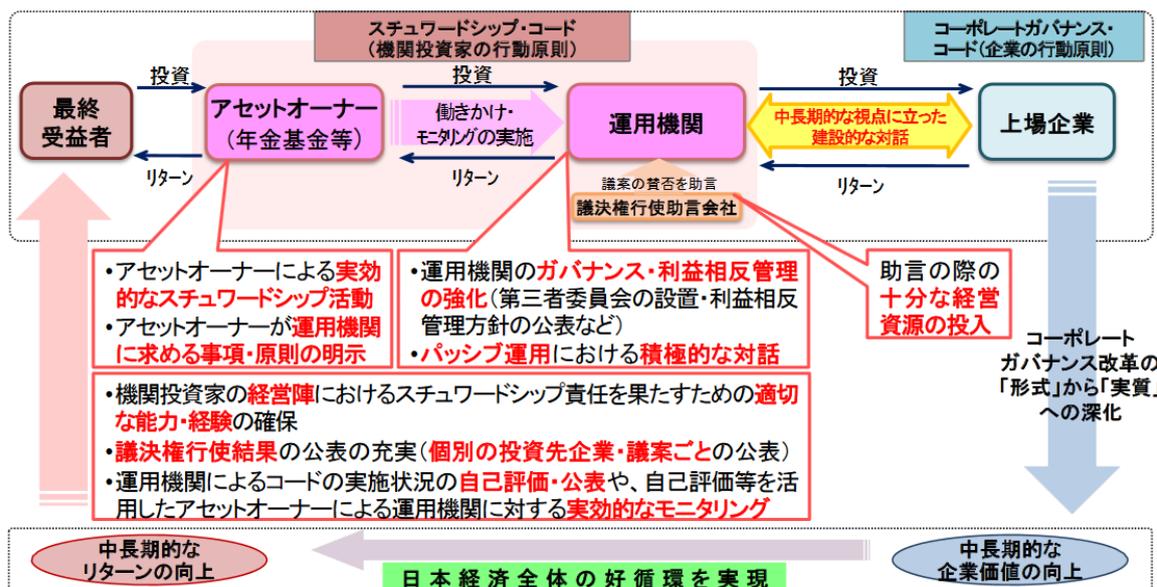
窪田 真美

※三菱UFJ国際投信がお届けする、日本版ISAに関する情報を発信するコラムです。

### 【日本版スチュワードシップ・コード(SSC)の道】

#### 「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」から派生、英国が参考に

2019年11月8日に金融庁が「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(第2回)」を開催した(後述[参考ホームページ]①参照)。スチュワードシップ・コード/Stewardship Code/SSCは直訳すると「(預かった資産等の)管理者行動規範」だが、ここでは「機関投資家の行動原則」となっている。「企業の行動原則」となっているコーポレートガバナンス・コード/Corporate Governance Codeと合わせ「車の両輪」(2019年10月2日付金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(第1回)議事録」～後述[参考ホームページ]①参照)と言うものである。金融庁の作った下記図表がとともわかりやすい。



(出所: 2019年10月2日付金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」第1回より～後述[参考ホームページ]①参照)

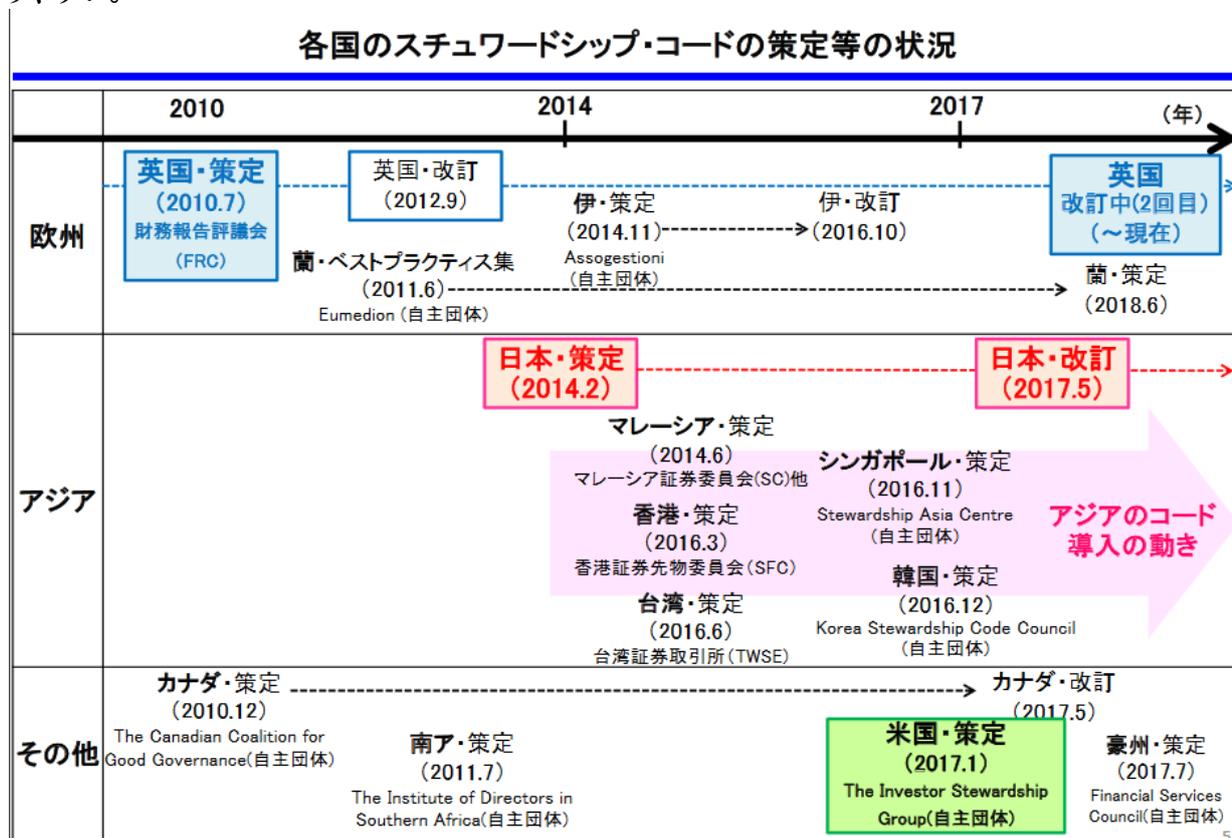
「日本版スチュワードシップ・コード(SSC)の道」は、2013年6月14日に日本政府が閣議決定した「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」で「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則(日本版スチュワードシップコード)について検討し、取りまとめる。」(首相官邸ホームページ～後述[参考ホームページ]①参照)となってから始まった。2013年8月6日に金融庁は「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(第1回)」を開催(後述[参考ホームページ]①参照)、議論を重ねていく。そして、2014年2月26日に開催した第6回の検討会后、「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》」当初版を策定した(2014年2月27日付金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」～後述[参考ホームページ]①参照)。その後2017年5月29日に改定を行い、議決権行使結果の個別開示を求める事とした(後述[参考ホームページ]①参照)。

## 【英国版スチュワードシップ・コード(SSC)の道】

### 英国ではコーポレートガバナンスから派生

日本版 SSC はその発祥の地である英国版 SSC を参考にしている。「英国版スチュワードシップ・コード(SSC)の道」は、国際商業信用銀行/Bank of Credit and Commerce International/BCCI の破綻続発及び会計不透明性を受けて、1991年5月27日に財務報告評議会/Financial Reporting Council/FRCが「コーポレート・ガバナンスの財務的側面に関する委員会/Financial Aspects of Corporate Governance(キャドバリー委員会/Cadbury Committee~キャドバリーは委員長 Sir Adrian Cadbury/エイドリアン・キャドバリー卿)」を設置、機関株主委員会/Institutional Shareholders' Committee/ISC の委員長も参加、1992年12月1日に出した「最善の行動規範/Code of Best Practice(キャドバリー報告・行動規範/Cadbury Report and Code)」(イングランド・ウェールズ勅許会計士協会/Institute of Chartered Accounting in England and Wales/ICAEW「Cadbury report」~後述[参考ホームページ]②参照)から始まった。

その後、世界金融危機(2008年9月15日のリーマン・ショック等)が起こり、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割と責任に焦点が当たり、2009年2月9日にウォーカー・レビュー/Walker Review(ウォーカーは Sir David Walker/デービッド・ウォーカー卿)でコーポレートガバナンス改善に関する基準導入が推奨され(2009年11月26日に最終推奨、ICAEW「Walker Report」~後述[参考ホームページ]②参照)、2009年11月17日にISCが「機関投資家責任コード/Institutional Shareholders' Committee code on the responsibilities of institutional investors」を策定した(Financial Reporting Council~後述[参考ホームページ]②参照)。ISC 機関投資家責任コードに準拠し、2010年7月2日にFRCが「スチュワードシップ・コード/UK Steward Ship code」を策定した(後述[参考ホームページ]②参照)。英国 SSC を含む各国 SSC の策定等の経緯は金融庁の作った下記図表がとてもわかりやすい。



(出所: 2019年10月2日付金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」第1回より~後述[参考ホームページ]②参照)

## 【米国版スチュワードシップ・コード(SSC)の道】

### 米国ではフィデューシャリー・デューティー(FD)強化の中で派生

日本版 SSC は英国版 SSC を参考にしているが、英国ではプリンシプル/ソフト・ロー/soft law(下記図表参照)の違反に制裁金を含む行政処分が可能など、日本ではこれから整備しなければならない所も多く、そのまま導入する事は問題もある。英国版 SSC がソフト・ローである理由も、英保守党が 2010 年 5 月 11 日に政権を奪取し、金融危機の原因を英労働党による狭い分野での法律等(ハード・ロー～下記図表参照)が原因の一つと考え、ソフト・ローになっている側面が強く、米国同様、政治的な側面も強く、今後変わりうる事である。もちろん、日本の金融庁もそれは十分わかっており、日本に合わせて、英国版 SSC とは違う部分もある。

ところで、先述の「スチュワードシップ・コードをめぐる状況と論点等について」の中で、SSC 策定が英国は「2010 年 7 月」、日本は「2014 年 2 月」、そして、米国は「2017 年 1 月」となっている。米国は日本より遅れているのか?。「米国・策定」の所に出ている「The Investor Stewardship Group(自主団体)」は、2017 年 1 月 31 日に米国の主要機関投資家及び運用会社 16 社(その後増加)が設立した Investor Stewardship Group/ISG の事である。ISG が機関投資家向けにスチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードを策定する。政府でないの、任意遵守であり、採用する米国の機関投資家は「署名機関/Signatories」、整合性のある他国コードを遵守する米国外の機関投資家は「推薦機関/Endorsers」となる(Investor Stewardship Group「Signatories and Endorsers」～後述[参考ホームページ]③参照)。

フィデューシャリー・デューティーとスチュワードシップ・コード&コーポレートガバナンス・コードの概念(米国と英国を参考に)

2019年11月18日作成

項目	フィデューシャリー・デューティー もしくは受託者責任/Fiduciary Duty ～米国のエリサ法(※1、2)を参考に～	スチュワードシップ・コード もしくは機関投資家の行動原則 /Stewardship Code ～英国を参考に～	コーポレートガバナンス・コード もしくは企業の行動原則 /Corporate Governance Code ～英国を参考に～
スチュワードシップ・コードの開始	1988年2月23日の「エイボン・レター/Avon Letter」	1992年12月1日の「キャドバリー報告・行動規範/Cadbury Report and Code」	
ルールかプリンシプルか	ルール/ハード・ロー/hard law (法律・法令・条例・判例法等、違反には立件プロセス、裁判所判断)	プリンシプル/ソフト・ロー/soft law (違反には制裁金を含む行政処分)	
責任があり行動をすべき主体	投資アドバイザー等 (※3)	機関投資家	企業
相手	顧客/clients・受託者と信託関係が存在する受益者/beneficiaries	株主・顧客・社員・取引先・地域社会等のステークホルダー/stakeholder	
目的	顧客/clients・受益者/beneficiariesの利益	持続的な成長と中長期的な企業価値の向上	
主な行動	注意義務/duty of care/standard of care (アドバイスを与える時は顧客の最善の利益で行動、取引は最良執行、投資ポートフォリオのモニタリングを継続)、 忠実義務/duty of loyalty (受益者の利益、アドバイザーが自分の利益を後回しにしてでも忠実に義務を果たす。損害が無くても信託違反とされる(利益の返還、取引の停止、解任等が可能)非常に厳格な義務)	投資先企業との「目的を持った対話」/エンゲージメント/engagement、 プロキシ・ボウティング/Proxy Voting/代理人の議決権行使、 適切な情報開示と透明性の確保	株主との対話、 社外取締役数増加、 適切な情報開示と透明性の確保

(出所:日本の金融庁の資料等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

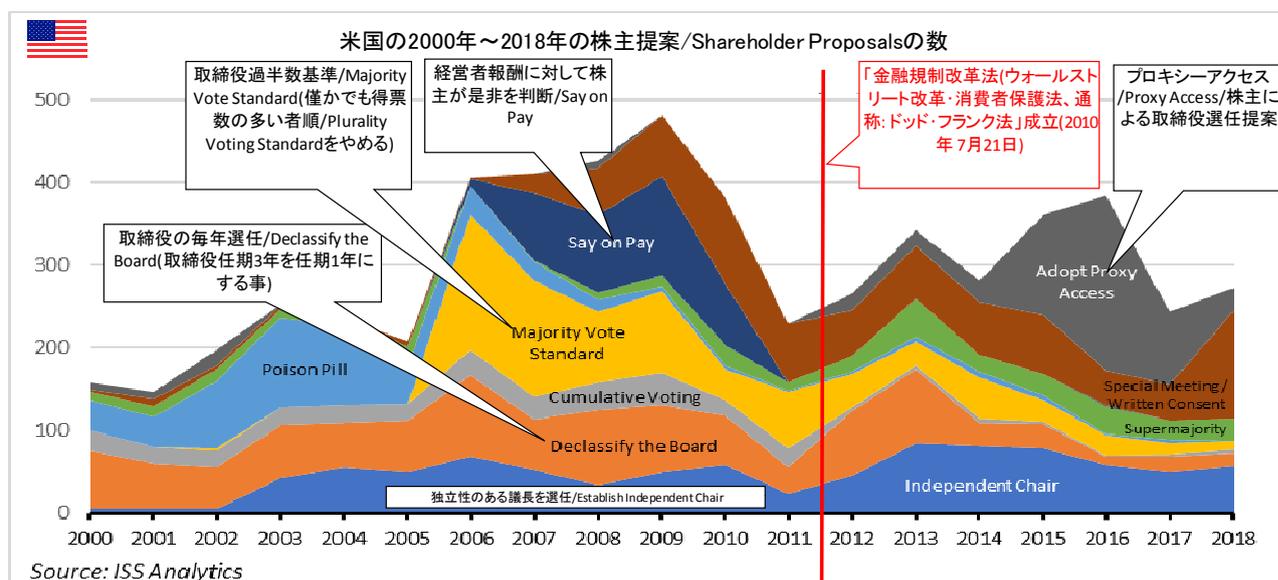
※1:エリサ法/従業員退職所得保障法/ERISA/Employee Retirement Income Security Act of 1974(以下、ERISA)と1940年投資顧問法(以下、投資顧問法)のフィデューシャリー・デューティーは違う。  
違反についてERISAはプラン参加者が訴訟する権利があるが、投資顧問法は訴訟する権利が無い(実効力のあるFINRAの裁定/仲裁に向かう)。販売手数料と代行手数料(セルス・ロード/12b-1)、利益相反や金融インセンティブについてERISAは原則したが投資顧問法は顧客に開示すれば可。  
アドバイスについてERISAは合理的な水準でなければならぬが投資顧問法は2%超を過剰と言った場合より高い事を開示すれば許されていると思われたい。  
※2:フィデューシャリー・デューティー/Fiduciary Duty)の主な構成(両輪)は上記の通りだが、注意義務及び忠実義務以外に、誠実義務/duty of good faith、機密保持義務/duty of confidentiality、慎重義務/duty of prudence、開示義務/duty of disclosureがある。  
※3:エリサ法のフィデューシャリー・アドバイザー/ERISA fiduciary Advisor...エリサ法/従業員退職所得保障法/ERISA/Employee Retirement Income Security Act of 1974の受託者/フィデューシャリー/fiduciaryは、A指名フィデューシャリー/named fiduciary～402条(a)(1)～、Bトラスティ/信託受託者/trustee～403条(a)～、Cフィデューシャリー投資マネジャー/fiduciary investment manager～3条(38)～、D共同フィデューシャリー投資アドバイザー/co-fiduciary investment advisor～3条(21)～となっている。CはRIAや銀行、保険会社のいずれかがなり、裁量を持つが、Dは裁量を持たない。

米国は世界金融危機(2008年9月15日のリーマン・ショック等)後、2010年7月21日に米国で成立した「金融規制改革法(ウォールストリート改革・消費者保護法、通称:ドッド・フランク法)の下、フィデューシャリー・デューティー/Fiduciary Duty(以下、FD)が強化され、そこで2017年4月10日からFDルールである米労働省(DOL)ルールを段階施行している(2019年7月29日付日本版ISAの道 その275～後述[参考ホームページ]③参照)。

このFD強化により顧客の「最善の利益」を満たす事がアドバイザーに求められ、低コストのパッシブ・ミューチュアルファンドやETFに資金が向かう事となったのである(月刊「投資信託事情」2016年10月号<Strategic Vistas>～後述[参考ホームページ]③参照)。だが、ここで問題が出て来る。米国には1988年2月23日に米国労働省(DOL)が化粧品大手エイボン・プロダクツ/Avon Products社の企業年金に出した「エイボン・レター/Avon Letter」がある。ここに「プロキシ・ボートイング/Proxy Voting/代理人の議決権行使」として「The fiduciary act of managing plan assets that are shares of corporate stock includes the management of voting rights appurtenant to those shares of stock.」とあり、「議決権行使がFDに含まれる」とされている(Federal Register, Volume 73 Issue 202～後述[参考ホームページ]③参照)。つまり、インデックス・ファンドだから経営は無視し、指数連動の低コスト投資をすれば良いと言う事はFDに反する事となる。

また、ドッド・フランク法で、株主の権利拡大、コーポレート・ガバナンスの強化もされている。「2000年～2018年の株主提案/Shareholder Proposalsの数を見ると、『独立性のある議長を選任/Establish Independent Chair』は長期にわたり一定数ある中、2006～2010年に大量にあった『取締役の毎年選任/Declassify the Board(取締役任期3年を任期1年にする事)』や『取締役過半数基準/Majority Vote Standard(僅かでも得票数の多い者順/Plurality Voting Standardをやめる)』、『経営者報酬に対して株主が是非を判断/Say on Pay』は急減、『株主による取締役選任提案/プロキシーアクセス/Adopt Proxy Access』が急増している。」(2019年2月6日付 The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation)～後述[参考ホームページ]③参照)である。

「経営者報酬に対して株主が是非を判断/Say on Pay」が2011年に無くなり、「株主による取締役選任提案/プロキシーアクセス/Adopt Proxy Access」が急増しているのは、2010年7月21日に成立した「金融規制改革法(ウォールストリート改革・消費者保護法、通称:ドッド・フランク法)」において法制化された為だ。同法Sec.951でSay on Payが導入され、プロキシー・アクセスについては同法Sec.971でSECが策定した改正14a-8ルールにより、2011年9月から可能となった(後述[参考ホームページ]③参照)。尚、プロキシー・アクセスを強いる14a-11ルールについては連邦巡回控訴裁判所で無効となった。プロキシー・アクセスについては当コラム著者がかつて書いた月刊「投資信託事情」2016年10月号を参照の事(後述[参考ホームページ]③)。



## 米国では議決権行使重視で低コストだけのインデックス・ファンドに課題を与える!

米国ではフィデューシャリー・デューティー(FD)強化の中で派生、議決権行使重視で低コストだけのインデックス・ファンドは課題を抱える時代となっている。例えば、インデックス・ファンドで(ミューチュアルファンド全体でも)米国最大のバンガード・グループは3年以上前に、次の様に言われていた。

「バンガード・グループは人知れず、米国の企業に対して強い影響力を持つ様になった。同社のミューチュアルファンドとETFの運用資産は3兆6000億<sup>ドル</sup>と、インドやブラジルの国民純資産を上回る規模に達している。また、優良企業の主要株主を見るとバンガードが上位1位か2位の位置を占めており、企業に対して非常に強い影響力がある。バンガードの意見にはCEOも耳を傾ける。特に株主総会シーズン/proxy seasonに、資産運用会社は経営方針の変更に関する株主投票で大きな影響力を発揮するものだが、バンガードは気候変動/climate change 関連の提案については関与しない姿勢を取っている。ファンドの議決権行使状況を追跡する調査会社のファンド・ボーツ/Fund Votesによれば、2015年にバンガードは気候変動に関連した株主提案に一切賛成票を投じていない。一方、同様にパッシブ運用を行うディメンショナル・ファンド・アドバイザーズは2015年、環境関連の決議の38%で賛成票を投じており、ピムコを傘下に持つアクティブ運用のアリオンズではこの割合が81%となる。また、市場シェアでバンガードに次ぐアメリカン・ファンズとフィデリティ・インベストメンツも気候変動に関する株主提案で賛成票を投じた件数はゼロだが、パッシブ運用中心のバンガードとは異なり、アクティブ運用で知られる両社は独自のリサーチに基づき問題のある銘柄を保有対象から外す事が出来る。」(2016年8月6日付 Barron's～後述[参考ホームページ]④参照)。

その後どうなっているか? 2018年12月31日現在の米国籍株式ファンドのトップ30投信会社の議決権行使の状況を見た(次頁参照)。

バンガードの会社提案/Management Resolutions への賛成率が99.4%で株主提案/Shareholder Resolutions への賛成率が7.4%と株主提案の賛成率はほんの僅かである。主要投信会社30社の会社提案への賛成率単純平均が95.5%で株主提案への賛成率単純平均が41.3%である事からすると株主提案の賛成率がかなり低い事がわかる。

「バンガードは、公益企業、エネルギー企業に投資しているだけでなく、これらの企業の確定拠出年金(401k)プランの運用を通じて多額の手数料も得ている。そうした企業の一つが、石油・天然ガス生産大手のチェサピーク・エナジー(CHK)だ。同社の2009年から2013年の水圧破碎による漏出違反件数は669件と、調査対象となった68社の中で最多となっているが、バンガードはチェサピーク株を7.2%保有し、同社の退職年金プラン2億6700万<sup>ドル</sup>相当を運用している。そして、バンガードは2015年、水圧破碎による漏出防止を目的にした環境科学の学位を持つ取締役の追加と、気候変動報告書の発行を求める株主提案に対して、いずれも反対票を投じている。」(2016年8月6日付 Barron's～後述[参考ホームページ]④参照)などと言われていたが、あまり変わっていない様である。

米国籍株式ファンドのトップ30投信会社のパッシブ・アクティブ純資産等及び議決権行使の状況(2018年)

\*米国籍株式ファンドの2018年12月31日時点の合計純資産で大きい順に並べたもの。

2018年12月31日現在

順位	会社名	純資産総額(億ドル)									会社提案への賛成率(%) 下記※1	株主提案への賛成率(%) 下記※1	ISG署名機関/Signatories 下記※2
		合計	パッシブ・ファンド				アクティブ・ファンド						
			計	オープン エンド	ETF	クローズ ドエンド	計	オープン エンド	ETF	クローズ ドエンド			
1	バンガード(米国)	29,652	25,743	18,815	6,928	0	3,908	3,906	2	0	99.4	7.4	Yes
2	ブラックロック(米国)	10,867	10,395	317	10,078	0	472	447	0	24	98.7	11.0	Yes
3	フィデリティ(米国)	10,768	3,412	3,311	101	0	7,356	7,356	0	0	98.3	21.3	-
4	キャピタル・グループ(米国)	9,610	0	0	0	0	9,610	9,610	0	0	97.7	25.4	-
5	ステート・ストリート(米国)	4,946	4,850	61	4,788	0	97	96	1	0	97.1	24.2	Yes
6	Tロウ・プライス(米国)	4,051	278	278	0	0	3,773	3,773	0	0	98.0	17.0	Yes
7	インベスコ(米国)	3,430	1,391	79	1,312	0	2,039	2,039	0	0	97.9	37.8	-
8	ディメンショナル(米国)	3,204	79	79	0	0	3,124	3,124	0	0	95.9	16.5	-
9	MFS(米国)	1,706	0	0	0	0	1,706	1,706	0	0	97.6	49.5	Yes
10	シュワブ(米国)	1,661	1,603	641	962	0	58	58	0	0	-	-	-
11	JPモルガン(米国)	1,653	181	39	143	0	1,472	1,472	0	0	98.0	10.3	Yes
12	フランクリン(米国)	1,569	13	0	13	0	1,556	1,556	0	0	97.7	36.6	-
13	ドッジ&コックス(米国)	1,197	0	0	0	0	1,197	1,197	0	0	-	-	-
14	ジャクソン・ナショナル(英・米)	1,144	321	321	0	0	823	823	0	0	-	-	-
15	TIAA-CREF(米国)	919	484	484	0	0	436	436	0	0	-	-	Yes
16	ジャンナス・ヘンダーソン(英・米)	912	1	0	1	0	911	911	0	0	-	-	-
17	コロンビア(米国)	852	111	106	5	0	741	738	0	3	95.4	50.0	Yes
18	プリンシパル(米国)	757	103	85	18	0	654	646	6	1	-	-	-
19	ジョン・ハンコック(米国)	743	28	0	28	0	715	707	0	8	-	-	-
20	アメリカン・センチュリー(米国)	696	0	0	0	0	696	696	0	0	-	-	-
21	ハートフォード(米国)	690	0	0	0	0	690	690	0	0	-	-	-
22	オークマーク/ハリス・アソシエイツ(米国)	566	0	0	0	0	566	566	0	0	-	-	-
23	SEI(米国)	484	71	71	0	0	413	413	0	0	-	-	-
24	ファースト・トラスト(米国)	469	438	0	438	0	30	1	30	0	-	-	-
25	レグ・メイソン(米国)	468	9	2	7	0	459	449	1	10	98.0	57.2	-
26	ゴールドマン・サックス(米国)	459	68	0	68	0	392	385	0	7	98.7	28.0	Yes
27	ボヤ・インベストメント(米国)	452	120	120	0	0	332	332	0	0	-	-	Yes
28	BNYメロン(米国)	409	97	97	0	0	312	312	0	0	95.7	27.0	-
29	アーティザン・パートナーズ(米国)	402	0	0	0	0	402	402	0	0	-	-	-
30	ハーバー(日・米)	400	0	0	0	0	400	400	0	0	-	-	-
純資産は全702社の合計、賛成率は30社平均		111,836	51,823	25,619	26,205	0	60,012	59,357	91	564	95.5	41.3	

※1: S&P500指数構成会社に対する行使状況で議案への賛成比率。

※2: Investor Stewardship Group (ISG)・・・米国の主要機関投資家及び運用会社による自主団体。2017年1月に設立、スチュワードシップ及びコーポレートガバナンス原則を策定。

(出所: Morningstar Direct, Fund Votes Research, Investor Stewardship Groupより三菱UFJ国際投信商品マーケティング企画部が作成)

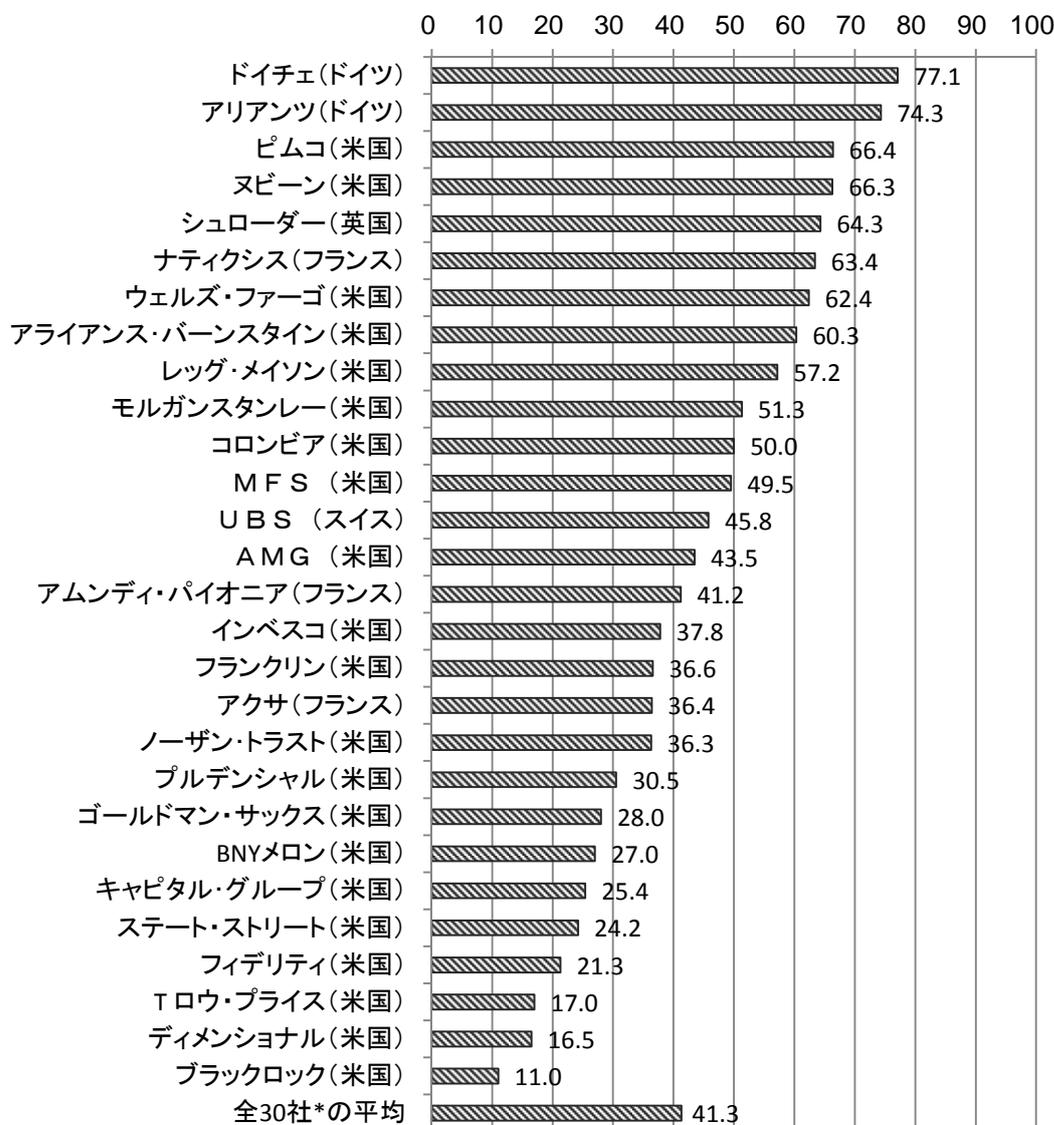
主な投信会社による議決権行使(2018年)～株主提案への賛成率～を見た(次頁参照)。

上位1～5位を見ると、1位ドイチェ(ドイツ)77.1%、2位アリアンツ(ドイツ)74.3%、3位ピムコ(米国)66.4%、4位スビー  
ーン(米国)66.3%、5位シュローダー(英国)64.3%となっている。

欧州の投信会社が多く、米国は債券運用に強いピムコとアクティブ運用に強いスビー  
ーン(米国)となっている。スビー  
ーンは米国の大学教職員及び非営利団体に対して退職年金プランを提供している米国最大級の退職年金プラン  
提供機関 TIAA の運用部門である。アセットオーナー(年金基金等)としての側面と運用機関としての側面を持ち  
合わせている。

主な投信会社による議決権行使(2018年)  
 ～株主提案への賛成率～

\*S&P500指数構成会社に対する行使状況で、株主提案への賛成率が  
 入手出来る投信会社の同比率の高い順。(%)



(出所: Fund Votes Research等より三菱UFJ国際投信商品マーケティング企画部が作成)

バンガードは特に言える事だが、インデックス・ファンドは銘柄数が膨大である事が多い。Barron'sの批判はともかく、議決権行使にはコストがかかり、そこがコスト低下との兼ね合いで難しい所であろう。バンガードはフィーを限りなくゼロに押し下げるべく、ライセンス・フィーまでも削減して低コストを目指している(2019年5月20日付日本版ISAの道 その265～後述[参考ホームページ]④参照)。しかし低コストだけを追求すると、米国でもSSC上、特に年金運用に使われる投信ではFDでも問題となる。米国版SSCはフィデューシャリー・デューティー(FD)強化の中、議決権行使/Proxy Votingが焦点となり、低コストだけのインデックス・ファンドには大きな課題となっている。

尚、議決権行使はコストがかかるが、議決権行使助言/Proxy Voting Adviceをする議決権行使助言会社/Proxy Adviserで世界最大の米インスティテューショナル・シェアホルダー・サービスズ/Institutional Shareholder Services/ISSや同2位の米グラス・ルイス/Glass Lewisの助言などを受ける事が可能である。

また、投信会社等に代わって投資家にメールや電話等を使い議決権を行使する様に働きかけ議決権を集める議決権行使サービス/Proxy Voting Services で北米最大のブロードリッジ・フィナンシャル・ソリューションズ/Broadridge Financial Solutions(ブロードリッジ日本語サイト～後述[参考ホームページ]④参照)などへのアウトソースも可能である(月刊「投資信託事情」2016年10月号<Strategic Vistas>～後述[参考ホームページ]③参照)。もちろん議決権行使の助言や事務をアウトソースする事にもコストはかかる。どの様にコストをかけていくかが重要となる。

ただ、その議決権行使助言会社/Proxy Adviser を使う事に問題が出ている。2019年11月5日に米国SEC/証券取引委員会は、議決権行使助言正確性・透明性改善案/Improve Accuracy and Transparency of Proxy Voting Advice を提案した(SEC.gov～後述[参考ホームページ]④参照)。議決権行使助言の正確性及び透明性等を高めるべく、(A)議決権行使助言会社/Proxy Adviser が機関投資家に賛否を推奨する前に企業が閲覧可能として企業がその修正を迫る機会を提供する事、(B)株主提案の提出基準を引き上げる事(例えば、提案を1人1つまでとしたり、同じ内容の提案を制限したりする事)など、企業の不満(誤解に基づく賛否判断があると言う不満)への配慮、議決権行使助言会社への規制強化とも言える事をしている。

これは2018年12月6日にSECのクレイトン委員長が出した「2019年の重要なイニシアチブ(取り組み)/Significant Initiatives for 2019」の2つ目である。1つ目は「Completing our Work on Rules Relating to the Standards of Conduct for Financial Professionals」、つまり最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BI等のSECルールで、2つ目が「Proxy Process」、つまり、議決権行使プロセスの改善(議決権行使助言会社の開示強化を検討)であった(2019年6月10日付日本版ISAの道 その268～後述[参考ホームページ]④参照)。

今後、「ミューチュアルファンド業界の戦争/Mutual fund wars はコストで激しいが、プロキシ・ボートイング/Proxy Voting/代理人の議決権行使でも激しくなり、世界を変えそうだ。SECが議決権行使を投資家としての価値とする新しい戦争となる可能性がある。」(2019年9月3日付Corporate Governance「Mutual Fund Wars Over Fees AND Proxy Votes」～ <https://www.corpgov.net/2019/09/mutual-fund-wars-over-fees-and-proxy-votes/> )とも言われている。

最後に、SSCとESG/Environment Social Governance/環境・社会・ガバナンスの関係である。SSCをESGの1つと考える事も可能である。ただ、前述通り、英国のSSCが策定された経緯、米国で現在起きている事などを考えると、SSCはコーポレートガバナンス・コード及びFDと共に「インベストメント・チェーン」を形成し、企業の中長期的な価値創造によって生んだ利益を最終的に家計まで還元する一連の流れと言えそうでもある(インベストメント・チェーンについては2016年7月19日付日本版ISAの道 その149～後述[参考ホームページ]④参照)。SSCの相手である株主・顧客・社員・取引先・地域社会等のステークホルダーの中にはESGも含まれており、SSCの行動の中にESGへの考慮も含まれるのでESGをSSCの1つと考える事も可能である。ただ、これについて日本のESG関係者からは「SSCでは『持続的成長』自体の定義と、持続的成長に必要なESG問題への取り組みについて積極的な言及がありません。…(略)…。現行のSSCはESG問題への積極性が不足している点が課題といえる。」(2015年5月18日付環境・CSR・サステナビリティ戦略に役立つ情報サイト～後述[参考ホームページ]④参照)などとも言われている。

以上

[参考ホームページ]

①2019年11月8日付金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(第2回)」…

「<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html>」、

2019年10月2日付金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(第1回):議事録」…

「<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20191002.html>」、

2013年6月14日付首相官邸ホームページ「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」…

「[https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou\\_jpn.pdf](https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf)」、

2013年8月6日付金融庁「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(第1回)」…

「<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryu/20130806.html>」、

2014年2月27日付金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」…

「<https://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html>」、

2017年5月29日付金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」…

「<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryu/20170322/01.pdf>」。

②1992年12月1日付イングランド・ウェールズ勅許会計士協会/Institute of Chartered Accounting in England and Wales/ICAEW「Cadbury report」…「<https://www.icaew.com/technical/corporate-governance/codes-and-reports/cadbury-report>」、

2009年11月26日付 ICAEW「Walker Report」…「<https://www.icaew.com/technical/corporate-governance/codes-and-reports/walker-report>」、

[https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/walker\\_review\\_information.htm](https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/walker_review_information.htm)」、

2009年11月17日付 ISC「機関投資家責任コード/Institutional Shareholders' Committee code on the responsibilities of institutional investors」…

「[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/2-106-5706?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhep=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/2-106-5706?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhep=1)」、

2010年7月2日付 FR が「スチュワードシップ・コード/UK Steward Ship code」…

「<https://www.frc.org.uk/getattachment/e223e152-5515-4cdc-a951-da33e093eb28/UK-Stewardship-Code-July-2010.pdf>」。

③2017年1月31日付 Investor Stewardship Group 「Signatories and Endorsers」…

「<https://isgframework.org/signatories-and-endorsers/>」、

2019年7月29日付日本版ISAの道 その275「英国 IFA から考える日本版 IFA の道～世界の投信販売チャネルにおいて英国は独立系ファイナンシャル・アドバイザー/IFA がかなり多い。だが最近ではコミッションを徴収する限定 FA/RFA が拡大中。日米金融当局が参考にする英国の IFA や金融規制～」…

「[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190729.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190729.pdf)」、

月刊「投資信託事情」2016年10月号「米国でフィデューシャリー・デューティー強化が加速、パッシブ・ミューチュアルファンドやETFに資金が向かっている!低コストだけでなく議決権行使(プロキシ・アクセスなど)も考える必要がある。」…「[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_161017.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_161017.pdf)」、

1988年2月23日付米国労働省(DOL)「エイボン・レター/Avon Letter(Federal Register, Volume 73 Issue 202)」…「<https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2008-10-17/html/E8-24552.htm>」、2019年2月6日付 The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation」…

「<https://corpgov.law.harvard.edu/2019/02/06/the-long-view-the-role-of-shareholder-proposals-in-shaping-u-s-corporate-governance-2000-2018/>」、

2011年9月施行の改正14a-8ルール…「<https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-179.htm>」。

③2016年8月6日付 Barron's「Vanguard's Climate-Change Dismissal」…「<https://www.barrons.com/articles/vanguards-climate-change-dismissal-1470459744>」、

2019年5月20日付日本版ISAの道 その265『米国ウェルスマネジメント最新動向』アドバイザーの未来、フィーの未来～史上初のネガティブ・フィー・ファンド! フィデリティがインハウスで貸株!! モデル・ポートフォリオにモーニングスターが参入しバンガード・フィデリティ・ブラックロックが参加!!! コスト低下やFD強化の流れがさらに進む中、アドバイザーはどうすればよい?～」…「[https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_190520.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_190520.pdf)」、

ブロードリッジ・フィナンシャル・ソリューションズ/Broadridge Financial Solutions(ブロードリッジ日本語サイト…「<https://www.broadridge.com/jp/>」、

2019年11月5日付米国SEC/証券取引委員会「議決権行使助言正確性・透明性改善案/Improve Accuracy and Transparency of Proxy Voting Advice」…「<https://www.sec.gov/news/press-release/2019-231>」、

2019年6月10日付日本版ISAの道 その268『米国金融規制最新動向』ブローカー・ディーラー(証券会社)及びアドバイザー(投資顧問業者)に対する行為基準規則『SECルール/最善の利益規制等』施行へ! 次は今年12月の新・労働省/DOLフィデューシャリー・ルール!!」…「[https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_190610.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_190610.pdf)」、

2019年9月3日付Corporate Governance「Mutual Fund Wars Over Fees AND Proxy Votes」…「<https://www.corpgov.net/2019/09/mutual-fund-wars-over-fees-and-proxy-votes/>」、

2016年7月19日付日本版ISAの道 その149「キーワードはインベストメント・チェーン!～米国労働省(DOL)フィデューシャリー・ルール案、英国ケイ・レビュー、欧州MiFID～」…「[https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_160719.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_160719.pdf)」、

2015年5月18日付環境・CSR・サステナビリティ戦略に役立つ情報サイト…「<https://www.amita-oshiete.jp/qa/entry/014633.php>」。

三菱UFJ国際投信【投信調査コラム】日本版ISAの道 バックナンバー…「<https://www.am-mufg.jp/market/report/investigate.html>」、  
「<https://www.am-mufg.jp/smp/market/report/investigate.html>」～Google等で「投信調査コラム」もしくは「日本版ISAの道」と検索～。

三菱UFJ国際投信【投信調査コラム】日本版ISAの道 バックナンバー…  
「<https://www.am-mufg.jp/market/report/investigate.html>」、  
「<https://www.am-mufg.jp/smp/market/report/investigate.html>」  
～Google等で「投信調査コラム」もしくは「日本版ISAの道」と検索～

## 本資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は日本版ISA(少額投資非課税制度、愛称「NISA/ニーサ」)に関する考え方や情報提供を目的として、三菱UFJ国際投信が作成したものです。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮していませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の筆者の見解です。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。
- 投資信託は、ご購入時・保有時・ご換金時に手数料等の費用をご負担いただく場合があります。