

## スチュワードシップ・コードの改訂案に対する意見

2019年12月20日に公表された、『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～(以下「本コード」)の改訂案に関して、以下、意見公募項目の順番に沿って、意見を申し述べます。

(日本の上場株式以外の資産に投資する機関投資家への本コードの適用)【前文「本コードの目的」】について

問1-1.基本的に、日本の上場株式に投資する機関投資家を念頭に置いているとしていた現行のコードにつき、本コード改訂案で「本コードは、基本的に、機関投資家が日本の上場株式に投資を行う場合を念頭に置いているが、本コードの冒頭に掲げる『スチュワードシップ責任』の遂行に資する限りにおいて、他の資産に投資を行う場合にも適用することが可能である。」(前文「本コードの目的」と新たに記載することについてどのように考えるか、及びその理由。

- ・対象となる企業の企業価値向上や持続的成長を促すことにより、受益者が享受する中長期的な投資リターンの拡大を図る」というスチュワードシップの目的に照らせば、対象資産を日本の上場株式に限定する必然性はない。ただし、たとえば海外企業について建設的な対話のための十分な情報を収集し、実際にスチュワードシップ活動を行うための所要コストは、国内の場合に比べて高くなることは明らかである。また、債券に関しては、株式のような議決権行使結果を通じた運用機関のモニタリングができるわけではない。今後、コードの対象を広げていく場合、アセットオーナーにとって委託コストが上昇したり、モニタリングの負担が高まるようなことのないよう、十分に配慮して慎重に進めるよう求めたい。

問1-2.機関投資家が他の資産に投資を行う場合に、本コードを適用するに当たって留意すべき点はあるか、ある場合にはその理由。

- ・留意すべき点がある。同一企業の異なる資産に投資する場合、対象資産によってスチュワードシップ行動が相反する場合がある。たとえば、株式投資家としては、投資先企業に対して「ROE向上のために、借入拡大により収益獲得機会を追求すべき」とアドバイスする一方で、債券投資家としては、投資先企業に対して「債券償還財源を確実に確保するため、これ以上の借入拡大には慎重であるべき」とアドバイスすることがありうる。本コードの適用対象資産を拡大する場合には、このような利益相反関係が生じ得る点に留意し、機関投資家には、原則2にあるとおり、「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」することを求めたい。

(サステナビリティに関する課題)【前文冒頭、前文「本コードの目的」、原則1、原則4】について

問2.サステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)に関する課題について、本コード改訂案に盛り込むことについてどのように考えるか。盛り込むべきとする場合には、どのように盛り込むべきと考えるか。

また、ステュワードシップ責任を果たすための方針(原則1)において、これをどのように考慮するかについて検討を求める本コード改訂案をどのように考えるか、及びその理由。

- ・サステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)については、すでに主要な運用機関がエンゲージメントの重要な要素として取り組んでおり、その課題について本コード改訂案に盛り込むことは妥当と考える。ただし、ステュワードシップの目的は、対象となる企業の価値向上や持続的成長を促すことにより、「受益者が享受する中長期的な投資リターンの拡大を図る」ことであり、サステナビリティの追求は、この目的を達成するうえで様々な手段の一つである。運用機関にあっては、サステナビリティの追求を自己目的化することのないようバランスある対応を求めたい。また、「ESG要素」という語は、議論の対象が「E(=環境)」「S(=社会)」「G(=ガバナンス)」のみに限定されて受け止められる恐れがある。「ESG要素」という語は本コードから排除し、「サステナビリティ」のみを盛り込むこととしてはどうか。

(企業年金等のアセットオーナーによるステュワードシップ活動)【原則1】について

問3.企業年金等のアセットオーナーによるステュワードシップ活動への参加を後押しする方策として、本コードにどのような規定を入れることが考えられるか。

- ・改訂案どおりでよい。アセットオーナーは一部の例外を除き、資産運用を外部の運用機関に委託しており、ステュワードシップの対象となる企業に対して間接的にステュワードシップ活動を行っているにとどまる。アセットオーナーに求めるべきは、委託先の運用機関がその運用戦略に応じたステュワードシップ活動を行っているかどうかのモニタリングのみである。そのモニタリングの質を高めることがインベストメントチェーンの有効性を担保すると考える。そのためにも、運用機関はステュワードシップ活動の開示にあたって工夫を重ね、委託者が実態を把握しやすいよう内容を充実すべきである。

(議決権行使に係る賛否の理由の公表)【原則5】について

問4.運用機関が個別の議決権の行使結果を公表する際に、議決権行使の賛否の理由についても公表すべきとすることについてどのように考えるか。

本コード改訂案の指針5-3のとおり、「特に、外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由を公表」することを求めることについてどのように考えるか、及びその理由。

- ・議決権行使結果の個別開示が始まったことにより、受託者責任を意識した中立的な立場からの議決権行使が促されたことは大いに評価したい。今回の改定で「投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由を公表」することを求めることは、行使にあたっての判断をより詳細に知ることができるもので望ましい。ただ、現状のように、膨大な議決権行使結果の中で、会社提案の議案に反対した場合に行使基準のどれに抵触したかを悉皆で表示する方法はアセットオーナーがモニタリングするうえで非常に煩雑であり、効用も高いとは言えない。重要なのは、まさに「重要と判断される議案」についてどう行使したかであり、その理由である。とりわけ、不祥事が露見するなど明らかにガバナンスが問われる企業や、エンゲージメントに対して否定的な企業など特定の企業について、どのように議決権を行使したかはモニタリングするうえでの肝ともいえる。たとえば、運用機関をベースとした中立的な第三者機関が、こうした問題ある企業を毎年特定し、それに対する各運用機関の議決権行使結果と詳しい理由を集約するといった、「選択と集中」による、実効性の高い開示のための工夫を検討してほしい。

(機関投資家向けサービス提供者に関する原則)【前文「本コードの目的」、原則8】について

問5-1.「機関投資家向けサービス提供者」に関する原則(原則8)を新設して、利益相反管理体制の整備等を求め(指針8-1)、議決権行使助言会社に対しては、人的・組織的体制の整備、それを含む助言策定プロセスの具体的公表(指針8-2)や必要に応じて企業との積極的な意見交換を行うこと(指針8-3)を求めることについてどのように考えるか、及びその理由。

- ・改訂案に賛成する。「機関投資家向けサービス提供者」は、機関投資家が行うスチュワードシップ活動の枠組みの中で重要な一部を担っていることを自覚して、助言体制の整備や、助言プロセスの明確化を行うべきである。加えて、単に外形的な基準に基づく通り一遍の助言ではなく、スチュワードシップ対象企業との建設的な対話に基づく実効的な助言を提供することを望む。また、運用機関が特定の機関投資家向けサービス提供者を使っている根拠を明らかにすることで、アセットオーナーがサービス提供会社を比較・評価できるようになることを期待したい。

問5-2.「機関投資家向けサービス提供者」の範囲について、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントのみならず、運用機関やアセットオーナーの実効的なスチュワードシップ活動に資する機能を有する者についても広く含み得るような規定とすることについて、留意すべき点及びその理由。

※本コード改訂案では、機関投資家向けサービス提供者について、「議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントなど、機関投資家から業務の委託等を受け、機関投資家が実効的なスチュワードシップ活動を行うことに資するサービスを提供している主体」をいうと規定している(前文「本コードの目的」)。

・特になし

(その他)【全体】

問6. 上記のほか、本コード改訂案の改訂項目に対する意見及びその理由。

- ・上述したところであるが、大多数のアセットオーナーは、自らは資産運用を行わず外部の運用機関に委託している。各アセットオーナーは受託者責任を果たすうえで、運用機関を評価・選択する能力は求められても、自らスチュワードシップ活動を行うレベルの運用能力まで必要とされるべきではない。本コードの趣旨には大いに賛同するが、アセットオーナーにその能力を超えた過大な負担を課すことのないよう望む。

以 上