

## 「スチュワードシップ・コードの改訂案について」の意見

2020年1月31日

一般社団法人スチュワードシップ研究会

代表理事 木村祐基

### 【サステナビリティに関する課題について】

■下記の3点について修正することを提案します。

○コード冒頭の「スチュワードシップ責任」の定義を示した部分では、有識者検討会案で示された追加部分を削除して元に戻す。

○指針1-1を以下の下線部のように修正する。

『機関投資家は、投資先企業やサステナビリティ（注）を含む事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、……』

注：ESG要素を含む中長期的な持続可能性（サステナビリティの意味の解説は脚注に記載して良いものと思います。）

本コードの目的5、原則7、指針7-1、においても同様の修正を行う。

○指針1-2後段を以下のように修正する。

「その際、運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するかについても、検討を行なった上で、当該方針において明確に示すべきである。」

（理由）

冒頭および原則1の指針その他の箇所では付け加えられた「サステナビリティ」は、企業・投資家の立場からは、「企業の事業環境等」に含まれるもので、事業にとっての中長期的なリスクや新たな成長の機会ととらえられるものです。「事業環境等に関する深い理解のほかに……サステナビリティの考慮……」という表現は、事業による企業価値の向上、顧客・受益者の投資リターンの拡大とは別に「サステナビリティを考慮する責任」があるかのような印象を与え、「当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより……顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」というコードのスチュワードシップ責任の趣旨に誤解を与える恐れがあります。特に、いまだ資本生産性への認識が十分ではないわが国において、この点の確認は重要であると考えます。したがって、コード冒頭の「スチュワードシップ責任」の定義を示すところでは、「企業価値」と「投資リターン」にフォーカスすることが適当であると考えます。

また、アセットオーナーや顧客・受益者の意向を考慮せずに一律に「サステナビリティの考慮」をコードに規定することには疑問があります。

一方で、サステナビリティの考慮が世界的な潮流として重要性が高まっていることは十分に理解しています。したがって、指針1-1や1-2において、文言に修正を加えたうえでサ

ステナビリティの考慮を含めることを提案します。

指針 1-1 では、「サステナビリティ」が企業の事業環境の諸要素の一つであることを明確にするため「サステナビリティを含む事業環境等」とすることを提案します。

指針 1-2 においては、「サステナビリティ」もスチュワードシップ責任を果たすための諸要素の一つとして考慮しますが、「明確に」示すという、詳細な運用戦略を開示することともとられかねない恐れがあるため、「明確に」という表現は削除することが適当であると思料します。

#### 【経緯及び背景 10. 他の資産への適用について】

■経緯及び背景 10. 「……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。」については継続検討とし、当面の採用を見送ることを提案します。

(理由)

「経緯及び背景」の 10 に、「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」と付け加えられましたが、その政策的な意義の理解が難しいと考えます。

コードの冒頭で「スチュワードシップ責任」とは、「企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。」とされています。株式投資家は、投資先企業の企業価値の向上や成長により、投資リターンの拡大がもたらされます。また、株主権（議決権等）の行使を通じて企業に価値向上を促すことができます。しかし、他の資産（債券、不動産、融資等）の投資家は、原則として固定的なリターンを得るもので、企業価値の向上を通じて投資リターンが拡大することはなく、また企業に価値向上を促す手段もありません。成長投資を期待する株式投資家と、安定的なキャッシュフローが重要と考える他の資産の投資家とでは、企業に期待する行動が相反する場合があります。

このような違いがある中で、株式以外の資産の投資家が「スチュワードシップ責任を果たす限りにおいて」とは何を意味するのか、自明ではありません。この点については、まだ十分な議論が行われているとはいえ、今の段階でコードに「他の資産にも適用が可能である」と明記することは投資家間に混乱をもたらす恐れがあります。有識者会議等において、引き続き十分な検討を行っていただいたうえで、採用の可否を検討することが必要ではないかと思料します。

#### 【指針 4-1 注 15 保有株式数の開示説明について】

■注 15 について、下記のように修正することを提案します。

「機関投資家が投資先企業との対話を行うに当たっては、保有株式数の多寡にかかわらず、対話が企業価値の向上に繋がる建設的なものとなるように努めるべきであり、自らが投資先企業の株式を保有しているかについて説明することが有益な場合もあり得る。」

(理由)

企業と投資家との対話が建設的で企業価値向上に寄与するものであるかどうかは、保有株式数の多少ではなく対話・提案の内容の良否で判断されるべきものと思います。また株式の保有状況や保有の方針は運用戦略そのものでもあり、開示することが顧客に対する受託者責任に反する場合もあり得ます。もちろん、投資家が当該企業の株式への投資方針や保有状況を説明することが、より建設的な対話に繋がる場合もあり得ます。したがって、一律に「説明することが望ましい」とするのではなく、「株式保有の状況を説明することが対話に有益である場合には説明できる」とすることが望ましいと考えます。

#### 【指針 5-3 議決権行使の理由の開示について】

■指針 5-3 の加筆部分について、下記の削除線部分を削除し、下線部分を追加していただきたいと考えます。

「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なった議案等、~~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、適切な時期にその理由を公表すべきである。」

(理由)

「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なった議案」について理由を公表すべきというのは理解できますが、「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」は必ずしも前段に掲げられた類型に限られません。これらの議案について対話にあたって投資先企業に説明することは有意義と考えますが、一般に公表することは不必要であるだけでなく、投資家のエンゲージメントの手法に制約をもたらす恐れもあり、一律に「公表すべき」とすることは不適切と考えます。

また、必要な結果の開示についても、その時期については、エンゲージメントにおいて直接企業に結果を伝えた後で開示するなど、企業との対話を促す観点から、相当の自由度を持たせることが望ましいと考えます。

#### 【指針 7-4 スチュワードシップ活動の結果の公表について】

■指針 7-4 に示された「活動の結果」が何を意味するのかを明確にしていきたいと考えます。

「・・・自己評価し、投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果と合わせて公表すべきである。」

(理由)

機関投資家が自らのスチュワードシップ活動について自己評価することは重要です。しかし、「結果を公表する」ことが一律に規定されると、「結果」とは何を示すのかが曖昧であるところ、報告が目的化して短期的な対話の件数だけを競うようなボイラープレート化したり、企業の変化を我田引水的に機関投資家の活動の「成果」として報告したりすることが懸

念されます。ここで求められる「結果の公表」は短期的なエンゲージメント件数や「成果」を求めるものではないことを明確にさせていただきたいと思えます。

【指針 8-3 議決権行使助言会社の助言判断について】

(提案)

指針 8-3 について、「議決権行使助言会社は、企業の開示情報に基づくほか、必要に応じ、企業との意見交換等も踏まえて、助言を行うべきである。」 と修正することを提案します。

(理由)

指針 8-3 の原案では、「議決権行使助言会社は、企業の開示情報のみに基づくばかりでなく、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換しつつ、助言を行うべきである。」とされています。この表現では、「必要に応じて」と書かれてはいるものの、あたかも「開示情報のみに基づく判断は不十分で、必ず企業と意見交換をしなければならない」かのような規定に受止められます。

この規定は議決権行使助言会社に向けられたものではありませんが、議決権行使に限らず、投資家の投資判断は、企業の開示情報に基づくことが基本ですので、上記の表現に修正することで無用な混乱を避けられると考えます。

以上