

[投資家フォーラム第23回会合 報告書]

投資家フォーラム運営委員会

テーマ：「スチュワードシップ活動についての報告を巡って～どのような効果のために何を改善すべきか～」

日時：2019年10月3日（木）18：30～20:30

会場：アンダーソン・毛利・友常法律事務所 20階会議室

参加者：29名

目的：

- ・ 10月2日に初会合が開催された「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（令和元年度）（以下、「有識者検討会」）では、議決権行使や企業との対話を含むスチュワードシップ活動について、より詳細に内容を報告するよう運用機関に求める方向で、コード改訂の提案がなされる可能性が高い。
- ・ こうした状況の中で投資家として自分達の意見を明らかにし、コード改訂の作業にその声を反映させるよう能動的に対応することが肝要だろう。本会合ではスチュワードシップ活動の報告に関する投資家の意見を集める。

以下では、投資家フォーラム 第23回会合にて参加者から提出された主な意見を列挙している。なお、議論の所在および内容を明らかにするため、必ずしも両立しない意見が提出された場合にはこれを併記している。

<司会> スチュワードシップ・コード改訂の内容が固まる前に現場からの忌憚のない意見を集めたい。コードの対象となるスチュワードシップ活動には議決権行使と企業との対話という2つの活動がある。議決権行使に関しては個別行使の賛否理由の開示が今後の焦点だ。個別の行使結果については大手運用機関のほとんどが既に行っている。個別行使の賛否の理由については、開示する運用機関が増えているものの、開示しない運用機関はまだ多い。一方、企業との対話の活動については、その内容を記載することだけでなく、対話がどのような結果を生みだしているかを示すことが求められそうだ。このようにスチュワードシップ活動を巡って運用機関に対して開示の要請が強まることが予想される。そうした動きに対して投資家として問い掛けていきたいのは、「誰」に対して開示するのか、それによりどのような効果が期待されるのか、ということだ。

そもそも運用会社にはそれぞれ運用哲学があり、それに沿った議決権行使結果の開示方法や対話の方法があるはずだ。各社一律の形式での開示という要請の下で、運用哲学と整合しない対応を求められ、かつ運用成果を上げることが期待されるとしたら、運用会社にとって大変違和感がある。そのあたりの現場の感覚を伝えられるように議論を進めていきたい。

1. 議決権行使における賛否理由の開示

<行使理由の開示の位置づけ、各社の取り組みの現状>

有識者検討会の第1回会合の資料によれば、議決権行使における賛否の理由を開示している運用機関は、個別議決権行使結果を公表している119社のうち40社だった。

- ✓ 個別に理由を開示する目的は透明性の確保だ。我々は議案に反対した場合にのみ理由を開示している。行使基準があるので、それに照らしてどこに問題があったのかを説明する。一方、議案に賛成の場合の理由については、仮に記載するとしても、文言としては「総合的に判断した結果」としか書きようがないのではないかと。世の中の注目を集める議案については丁寧に賛否の理由を開示すべきとの期待もあるだろうが、それは各社が個別に発行するスチュワードシップ・レポートで行えばいい。ただその場合も、一部の都合のよいところだけ開示しているという批判が積みまとうだろう。利益相反が懸念されるケースについては、議決権行使の内容を第三者委員会に諮っている。問題があるとなれば、本来反対すべき議案に賛成している場合だろう。第三者委員会ではそうした点を検証するが、そうした検証を含めて賛成の理由を記載することはかなり困難だ。
- ✓ 運用を受託しているアセット・オーナーに対しては個別に行使結果を詳細に開示する。個別議案に対する行使理由を広く一般に開示する目的の1つは、なぜ当社が反対しているかを投資先企業が容易に知ることができるようにすることだ。さらに当社は銀行系列であることから、利益相反管理をきちんと行っていることをアピールすることが個別理由を開示する大きな目的だ。具体的には、議決権行使結果の開示に際して、利益相反を懸念されるかもしれない議決権行使先企業について印をつけている。そして印がついている企業の会社提案に対する反対の割合を算出し、その他の会社の会社提案に対する反対比率と相違がないことを示している。個別の行使結果については、議案に反対の場合にガイドラインのどの箇所に抵触したかを示す。ガイドラインはなるべく詳細に開示しており、なぜ議案に反対したかが明確になるようにしている。議案に賛成する場合、理由を記載することはしていない。
- ✓ 行使における反対については、会社に対する反対と個々の議案に関する反対という2種類がある。いずれも反対する理由を開示している。議案に賛成する場合は、招集通知における会社の説明に納得してのことだろう。その意味では特に理由を記載する必要はないというロジックになる。
- ✓ 株主提案についても会社提案と同様、反対した場合、その理由を開示している。反対した理由の方が記載しやすい。例えば会社提案に賛成しているから株主提案には反対ということもある。
- ✓ 当社は株主提案について賛成の場合にその理由を記載している。ただ株主提案へ賛成するケースは非常に限定されている。
- ✓ 株主提案に関しては肯定的に評価するパターンを細かく議決権行使基準に明示している。会社提案、株主提案を含めて行使結果の開示については、経営陣と反対の立場に立つ場合に、その理由を説明している。賛否の理由を開示する理由は2つある。1つは投資先企業、そして個人などの一般投資家に対する説明責任だ。もう1つは利益相反管理だ。利益相反管理の対象は運用会社が決めるべきだと思う。
- ✓ 当社では行使理由を大まかに分類して開示している。株主提案については賛成も反対も理由を開示している。ただ実際問題として理由を使い分けることは難しい。投資先企業に対しては直接、行使結果と賛否の理由を伝えている。賛否の理由を説明することの実質を担保することが重要だ。

- ✓ 議決権行使は運用の一環であると考えている。銘柄売買の理由は開示しないのに行使理由は開示するとしたら、それは利益相反管理の一環だからだろうか。
- ✓ 議決権行使は投資判断の一部という点に関しては異論がある。投資判断は運用会社に任されている。議決権行使は最終受益者が本来持っている権利を運用会社が代理で行使するものだ。その内容について最終受益者に伝える必要があると思う。

<開示への要請を強めればそれでいいのか>

- ✓ 議決権行使結果の個別開示に一番大きな反応を示したのはメディアや証券会社のストラテジスト、そして研究者であるとの印象をもっている。本来のターゲットである投資先企業からは反応があまりない。企業は事前に投資家の行動を把握しており、また運用会社の行使基準が開示されているから、個別の行使結果を開示しても、投資先企業に対する説明の充実にはなっていないかもしれない。議決権行使について開示すべき内容は個社の置かれている立場や利益相反管理の必要性の度合いで決まるもので、コード等により一律に強制するものではないだろう。
- ✓ 有識者検討会の第1回会合の資料において、反対理由の記載について、行使基準のどこに抵触しているかを明示した開示例を取り上げている。しかし当社は行使基準を公開しているのだから、投資先企業は基準のどの箇所に抵触しているかを理解している。行使結果の開示後に投資先からの問い合わせもない。行使結果の開示に関心を示しているのは投資先企業やアセット・オーナー以外ではないか。
- ✓ 有識者検討会の第1回会合の資料で紹介されている事例では、議案に対する反対理由に独立性要件という言葉が並んでいる。議案への賛成理由については「ガイドラインに基づき賛成」という文言が書かれているだけだ。そのような定型的な文言を形式的に並べても、情報としての価値がどの程度あるのかは疑問だ。行使基準を詳細に開示している場合、その他の要因などを勘案して個別に賛否を判断した議案については、詳しく理由の記載を行うという考え方もある。また、アクティブ運用が主体の場合、反対理由を機械的に開示することは適切でないと考えている。

<運用手法・運用哲学による違い>

- ✓ そもそも議決権行使の理由は運用哲学によって違うはずだ。同じ議決権行使基準に基づいていても、運用担当者によって異なる判断となることはありうる。アセット・オーナーには同じ基準に基づいても結論がひとつとは限らないことが理解されていないようだ。

## 2. 対話活動についての報告をどのように考えるか

<対話活動についての開示の現状>

- ✓ 運用を受託しているアセット・オーナーには対話の活動について詳細に報告している。それとは別に、年間に行う何百件かの対話のうち4件くらいを選んで、社名を伏せて最低限の開示を広く一般に行っている。特殊な事例を取り上げると社名を明かさずとも会社を特定できてしまうので、一般的な事例を選んでいる。代表的な対話の事例かということそうではない。個社名を明かすことが許される社会になれば、社名も開示したいとは思っている。
- ✓ 海外の関係者には、日本の投資家が社名の露出を避ける理由は理解し難いかもしれない。アクティビ

ストのように会社を名指しするアプローチと比較してみれば、日本の投資家のエンゲージメントは「生ぬるい」と思われるかもしれない。

<対話活動についての報告は何故必要か>

- ✓ 議決権行使結果の開示に関しては利益相反管理という説明がよく分かる。対話活動の報告については、そのような必要性は妥当しないのではないか。対話活動について報告を求められるとすれば、その理由は、対話の成果が明らかでないと考えられているからなのではないか。
- ✓ 運用会社による対話の活動について、依然として形式的だとか、持続的な企業価値向上に役立ってない、という声に対話の当事者以外から上がっているようだ。運用会社が自分達はしっかりやっていると考えていても、外から見たら実態は分からない。分からない人にいかに分からせるかということだろう。また、投資先企業に対して開示の積極化を求める以上、運用会社も開示を積極化すべきだと思うが、意味のない無駄な開示を求めることには反対だ。
- ✓ 「建設的な対話の実質化にむけて企業との相互理解を果たすという観点から」対話の活動について開示するという事なのではないか。そうであれば、対話の当事者である運用会社と企業の間で情報開示が担保されていればいい。アセット・オーナーが運用会社を評価する上で対話の活動について説明があるべきだということは理解できる。しかし広く一般に開示する必要はない。運用を未だ受託していないアセット・オーナーに対しては通常RFPで説明している。
- ✓ 開示は最終受益者が咀嚼できる形で行う必要がある。また開示による副作用もある。広く一般に向けた一律の開示だとメディアが関心をもつだろうが、メディアのフィルターを通して情報が流れることはたして適切なのだろうか。そのような情報を最終受益者が適切に咀嚼できるのだろうか。まずスチュワードシップに関するリテラシーを向上させることが必要だ。それをせずに開示の議論が進むことを危惧している。投資家と企業との対話に関して、せっかく良い流れができているときに、流れを阻害しかねないことを進めることはおかしい。
- ✓ 当社は投資信託の運用会社なので、少なくとも受益者への報告が必要だとは思う。ただ、受益者の側にどれくらい関心があるかは疑問だ。

<対話活動の成果を客観的に示すことは可能か>

- ✓ スチュワードシップ活動が中長期的な企業価値につながっているとどのようにしたら言えるだろうか。答えはまだないが、当社はPDCAを大事にしている。5点評価のアンケートを投資先に返信切手をつけて送付している。定性評価でコメントを書いてもらっている。深い対話をした場合には反応もある。自分達の活動の事後チェックのために行っている。
- ✓ そもそもどの会社に対してどのような内容の対話をするかは運用方針そのものだ。簡単に開示できるものではない。さらに、対話の成果や結果を見せろという議論があるが、何をもって自分達の成果だと言えるか。例えば買収防衛策について企業と対話して、その後企業が防衛策を廃止したとしても、それを自社の成果と記載すれば嘘になりかねない。実態は様々な投資家が対話した結果である可能性があるからだ。
- ✓ 投資家による対話の成果ということであれば、投資家の働き掛けで行動を変えたと企業側から言って

もらえばいいのではないか。

- ✓ 投資家に企業の行動を変えようという意図がなくとも、対話で自分の考えを表明することで経営者に気づきを与え、何らかのプラスの効果を生むことはあるだろう。しかし、会社の側が投資家のおかげだと言ってくれなければ、成果があったかは分からない。
- ✓ 会社側からは、特定の投資家を評価しているとはいわずらうだろう。例えば、投資家のエンゲージメント・レポートの中で、対話事例として企業側の社長に登場してもらうことはある。しかし、そうした活動が行き過ぎると、企業と投資家のお互いのアピールのためと見られる可能性もある。

<投資家の取り組みが不十分だから対話活動について成果の開示が求められるのか>

- ✓ スチュワードシップ・コードの枠組みでは、対話活動の成果は、持続的な企業価値の向上と、中長期の投資リターンの拡大だ。そうした現象が起きていないから運用会社は成果を出していないという考え方はおかしいように思う。顧客に対して運用会社の取り組みを示す活動としては、海外では様々なプロジェクトがあり、実際に顧客のESGインテグレーション方法を運用会社が一緒になって策定している。ただ、日本では顧客と運用会社の関係が対等でなく、実現は難しい。
- ✓ 企業に働き掛けをして何らかの変化を引き出すことが対話活動だとしたら、それは当社にとって難しい。我々の場合、企業と対話して企業の実態を把握した上で議決権行使を行う。これをinformed votingと言っている。
- ✓ 対話により投資家の議決権行使の判断が変わることを成果と捉える見方があるように思う。金融庁は対話と議決権行使のそうした繋がり的事例を集めようとしているようだ。対話と議決権行使が繋がっているケースを挙げてほしいとのアセット・オーナーからの要請もある。背景には、説明を聞いたのに投資家が賛成しないという企業側の不満があるように思う。
- ✓ 投資家による企業への働き掛けが不十分だという認識から成果の開示が求められているとして、投資家はどこまで働き掛けを強めろということなのか。そもそも投資家によってあるべき対話の形は異なる。銘柄選択からの超過リターンの生成に注力し、その目的のために対話する投資家もいる。
- ✓ 経営者がなすべきことをしていない状況に対して投資家としてなすべきことをしようということが本来の建設的な対話の精神だった。成長戦略のひとつとして導入されたスチュワードシップ・コードは、最終的には株価上昇を期待している。株価が上がれば成果が上がったことになるのか。
- ✓ 機関投資家が対話の成果を問われる一因はアクティビストの存在ではないか。アクティビストは成果を宣伝することが目的だ。アクティビストとの比較で一般の機関投資家は成果が足りないという発想になる。しかしアクティビストは比較的短期間に株価を上げるかもしれないが、長期的に企業価値の成長を見届けない向きが多いように思う。
- ✓ 日本で投資家による対話活動の成果が企業の変化として鮮明に表れない重要な理由として、安定株主の存在が挙げられる。機関投資家の議決権行使が株主総会議案の賛否に決定的な影響を与えることがないことがエンゲージメントの効果を阻害している。これは投資家のエンゲージメント上の取り組みが十分かどうかとは別次元の問題だ。

<投資アプローチの差を考慮しない一律の規制に意味はあるのか>

- ✓ そもそもアクティブ運用とパッシブ運用とでは対話のあり方が異なる。また、運用哲学が違えば同じアクティブ運用でも対話のあり方が異なる。短期的な視点から投資するアプローチと長期的に企業を評価するアプローチでは対話の方法が異なり、それに伴って対話活動についての開示のあり方も異なるだろう。長期的なアプローチをとる投資家の場合、個社との対話は途切れることなく続くので、対話活動の結果と言われても簡単には示せない。対話先の会社に何か変化が起きたとしても、自分達との対話の成果なのかは分からない。対話がここまで進展したという途中経過を報告することはできるが、それは結果でなく経過だ。
- ✓ 個社に対してずっとエンゲージメントし続けるということは実感として分かる。企業との対話活動に関する海外の開示事例を見ると、エンゲージメントの議題が絞られている印象がある。そして対話が終わった案件に関して対象会社の名前を明示して開示している。日本におけるエンゲージメントと大分様子が違う印象だ。
- ✓ 運用哲学によって対話の方法が異なることを、開示の受け手に理解してもらう必要がある。スチュワードシップ・コード改訂の議論を眺めていると、パッシブ運用における対話を念頭に置いているように感じる。しかし、買うか売るかを決断するためにアクティブ運用の投資家が企業と対話することに意味があるのではないか。対話の活動内容の形式的な報告のために余計な負担が生じるとすれば、運用の仕事に障りが生じかねない。
- ✓ スチュワードシップ・コード制定時の議論では、機関投資家がそれぞれ異なることが認識されていた。対話を行わない運用会社は、それで良いということだった。ところが、コードを受け入れた運用会社の数を金融庁が発表したりして運用会社による受け入れが奨励されてきた。さらに2回目の改訂で、インデックス運用であっても対話の責任を負うべきという風潮になり、全体的に運用会社の負担が増えた。本質的には投資方針に従ってやればいいのだから、本来の精神に立ち戻るべきだろう。

### 3. 重要提案行為について

- ✓ 重要提案行為については、スチュワードシップ・コードの脚注に解釈指針への言及がある。しかし解釈指針が示されているだけでは不十分だ。例えば、買収防衛策について企業に書簡を送るにしても、重要提案行為に抵触する可能性を考慮すると、廃止してほしいと直接的には書き辛い。買収防衛策についてどのように考えるか、などと質問形式にどうしてもなってしまうがちだ。そうした制約を考慮せず、日本のエンゲージメントは生ぬるいと言われても困る。
- ✓ 重要提案行為については、金商法の改正まで射程に入れた上での議論が必要だ。通常の対話活動の範囲では特に懸念することはないと思うが、議決権行使との関連では明確にしていかなければならない。

以上

### <投資家フォーラムについて>

日本が高齢化と人口減少に直面する中、いかに国富を維持・形成するかは国民にとって重要な課題です。この課題に取り組むためには、価値を生み出す資本の一層の有効活用、すなわち人的、知的そして財務的資本をより有効に組み合わせる新たな価値を創造することが求められます。それを行う場が企業です。個々の企業が競争力と収益力（稼ぐ力）を強化することが、日本全体として価値を創造する力を養うために必要な条件と考えます。

一方、投資家の役割はこうした課題を担う企業に対して資金を提供すること（新規公開や増資のみならず、内部留保もその一つ）です。投資した資金からリターンが生まれ、それがさらに再投資されて企業に一層の価値創造を促す。そうした好循環をつくりだすインベストメント・チェーンの一端を担う主体として投資家にも重要な役割“スチュワードシップ責任”が期待されています。

こうした観点から我々は企業の長期的な価値創造の取り組みについてより深く理解し、その上で企業が直面する課題について上場企業の方々と虚心坦懐に話し合いたいと考えています。

このような我々の関心に対して、コーポレートガバナンス・コードの施行により「株主との対話」のための環境が一層整うと期待される半面、日本版スチュワードシップ・コードや伊藤レポートが指摘<sup>(注1、2)</sup>するように、機関投資家等が知識や経験を共有し、企業との対話や判断を適切に行う「実力」を高める必要性が求められています。

そこで我々は、機関投資家が投資先企業に対するスチュワードシップ責任を適切に果たす実力を備えることを支援し、もって機関投資家と投資先企業との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長へ貢献することを目的として、「投資家フォーラム」を運営しています。

(注1) 日本版スチュワードシップ・コード指針7-3

「対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。」

(注2) 伊藤レポート (p.90)

「企業との対話に向けた『実力』を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、投資家間での忌憚らない議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することも重要である。対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう。」

\* 投資家フォーラムの活動内容については下記のホームページをご覧ください。

<https://investorforum.jp>