

パブリックコメントの結果の概要

令和2年3月24日

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)

パブリックコメントの結果の概要:全体像

- 2019年12月20日、「スチュワードシップ・コードの改訂案について」における「意見公募項目」に沿ってパブリックコメントを実施。「意見公募項目」の概要は以下のとおり。

【パブリックコメント期間】

2019年12月20日(金)～2020年1月31日(金)まで

【パブリックコメントに寄せられた意見】

和文:44の個人及び団体から意見あり／英語版:23の個人及び団体から意見あり

※うち3団体の意見については、複数の個人及び団体から提出された意見をまとめて列挙する形で意見が提出されている。

「スチュワードシップ・コードの改訂案について」での意見公募項目の概要

問1-1	本コードの改訂案において、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を明記したことについてどのように考えるか、及びその理由
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
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、及び原則1についてどのように考えるか
問3	企業年金等のアセットオーナーによるスチュワードシップ活動への参加を後押しする方策
問4	運用機関が個別の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についてどのように考えるか、及びその理由
問5-1	「機関投資家向けサービス提供者」に関する原則8及び各指針の新設についてどのように考えるか
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
問6	本コード改訂案の全体についての意見・理由

- その他の資産へのコードの適用拡大については、改訂案の記載に賛成する意見が大半を占めた。
- また、改訂案の記載ぶりをより強化すべきという意見があった一方で、改訂案に反対であり今回の改訂に含めるべきではないとの意見もあった。

主な意見

<改訂案の記載に賛成>

- ・ 機関投資家は、日本の上場株式に行う投資以外にもスチュワードシップ責任を負う。
- ・ 企業におけるESGの考慮を促進すると、自然とその他の資産も含めて考える必要が生じる。
- ・ 他の資産に拡大するのはグローバルトレンドである。
- ・ 企業の資金調達という意味では他の資産であっても企業のガバナンスに影響を及ぼしうる。

※ その他の資産へコードの適用を拡大する場合に留意しておくべき点として挙げられた主な意見

- ・ 署名機関には業態の違いや運用規模など多様性があること等から、各機関における自由度を持たせた柔軟な記述であるべき。
- ・ 株主のスチュワードシップ活動が最も効果的であるため、その他の資産におけるスチュワードシップ活動よりも株式に投資をする場合を主軸に据えて考えるべき。
- ・ 株主と社債権者の間に利益相反が生じる場合がある。特に、社債権者において徒らに内部留保を積み上げることを促すようなエンゲージメントが行われないように注意すべき。
- ・ 株主と社債権者との間に利益相反関係がある場合でも、機関投資家が株主と社債権者両方の立場を兼ねている場合には、調整が可能ではないかと思料。
- ・ 資産によってコードの適用の仕方が異なることに留意が必要。

<改訂案の記載に反対(先送りすべき)>

- ・ 日本においてはまずはエクイティ・ガバナンスに力を入れるべき。



- その他の資産へのコードの適用拡大に関しては、改訂案の記載を維持。

パブリックコメントにおける意見の概要②:【問2】サステナビリティの考慮

- サステナビリティの考慮に関する記載については、改訂案の記載に**賛成する意見が大半**を占めた。
- また、改訂案の記載ぶりをより強化すべきという意見があった一方で、改訂案に反対であり今回の改訂に含めるべきではないとの意見もあった。

主な意見

<改訂案の記載に**賛成**>

- 長期的な企業価値や投資リターンに占めるサステナビリティの影響は一層大きくなる。
- 国際的にもサステナビリティを重視する潮流が広がっている。
- サステナビリティの考慮にあたっては、「運用戦略」に応じて行うこととなっており、画一的なものとならないよう配慮がされている。
- 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いる。
- 企業価値の向上を目的とする形である。

<記載をより**強化**すべき>

- 英国コードのように「経済・環境・社会の持続可能な利益」を最終目的としてはどうか。
- 「運用戦略に応じて」という条件なしに、サステナビリティの考慮を求めるべき。

<現行コードの記載を**維持**すべき>

- 日本は、ESGに取り組む前に、まずは自己の投資先企業のガバナンスを改善する必要がある。



- サステナビリティの考慮に関しては、**改訂案の記載を維持**。

- 頂いた意見の多くが、企業年金等のアセットオーナーのステュワードシップ活動のさらなる後押しのための提案や取組みの紹介となっている。
- アセットオーナーのステュワードシップ活動の後押しに関する記載については、**賛成意見が大半を占めた。**

主な意見

<改訂案の記載に**賛成**>

- ほとんどのアセットオーナーは資産運用を外部の運用機関に委託しており、アセットオーナーに求めるべきは、委託先の運用機関のモニタリングである点が明らかになっている。
- 企業年金のコード受入れに向けた後押しとなると考える。
- 「規模や能力等に応じ」とすることで、画一的な活動が求められているわけではないことが明らかとなり、柔軟性を持つ形となっている。
- アセットオーナーはインベストメント・チェーンにおいて重要な役割を果たしており、アセットオーナーのステュワードシップ活動を促すことで、運用機関によるコードの順守を促進する重要なきっかけとなる。

※ さらなる後押しのために記載の明確化が好ましいとされた意見に関しては、パブリックコメントの回答において明確化。

<改訂案の記載に**反対**>

- アセットオーナーのステュワードシップ活動を促すことで、アセットオーナーの形式的なモニタリングが増える可能性。
- 「規模や能力等に応じ」に関しては、コンプライ・オア・エクスプレインで対応させるほうが適切。



- アセットオーナーのステュワードシップ活動の後押しに関する記載に関しては、**改訂案の記載を維持。**

パブリックコメントにおける意見の概要④:【問4】議決権行使の賛否の理由

- 議決権行使の賛否の理由に関する記載を盛り込むこと自体については**過半数が賛成**。そのうち、賛否の理由の公表の対象となる事項について提案するものが存在。
- また、改訂案の記載ぶりをより強化すべきという意見があった一方で、改訂案に反対であり今回の改訂に含めるべきではないとの意見もあった。

主な意見

<改訂案の記載に**賛成**>

- 具体的な対話内容の開示につながり得る個別・詳細な開示の一律での義務化は、企業との相互信頼の観点で今後の対話活動に悪影響を及ぼす可能性があるが、**現改訂案では、具体的な開示の対象は画一化されておらず、機関投資家側の判断に委ねられているため。**
- 各機関投資家の議決権行使結果を調べると、一部の投資家につきその理由が判然としないことがあるため、**賛成。**
- 議決権の判断のプロセスにおけるより高い透明性を促すことにつながる。特に潜在的な利益相反がある場合には**投資家のアカウントビリティが高まると考える。**
- 議決権行使にあたっての判断をより詳細に知ることができる。アセットマネジャーによる議決権行使方針と議決権行使は**アセットオーナーによる選択プロセスの重要な部分であるため明確であるべき。**

※ 理由開示の対象に関する主な提案:会社提案に反対又は株主提案に賛成した議案、投資家自身で精査した議案、取締役の選任議案に反対する場合、議決権行使方針と異なる場合 等

<改訂案の**記載をより強化すべき**>

- すべての議案について賛否の理由を公表すべき。

<改訂案の記載に**反対**>

- 議決権行使の賛否の理由については、すでに顧客には開示しており、それを超えて公表する意義に乏しいのではないか。



- 議決権行使の賛否の理由に関する記載に関しては、**改訂案の記載を維持。**

パブリックコメントにおける意見の概要⑤: 【問5】機関投資家向けサービス提供者

- 機関投資家向けサービス提供者に関しては、**原則8の導入への賛成が大半を占めた。**
- 各指針については、これらに賛成する意見と反対する意見の双方が存在。特に指針8-3(企業との積極的な意見交換)については以下のとおり。

指針8-3のうち、議決権行使助言会社における企業との積極的な意見交換に関する主な意見

<改訂案の記載に賛成>

- 議決権行使助言会社は企業と積極的に意見交換すべきである。

<改訂案の記載に反対>

- 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見える。
- 指針8-3で企業との積極的な意見交換を求めることは企業の開示不足を棚に上げサービス提供者にコスト負担を強いることになる。
- 議決権行使助言会社は、企業の開示情報のみに基づいて助言の策定を行うべきである。



□ 基本的には、**改訂案の記載を維持。**

- ※ 指針8-3前段(企業との積極的な意見交換)に関しては、誤解を招かないよう、企業の開示情報に基づくことも重要であることが明確化されるよう、表現を修正。

- 脚注15の株式保有状況の説明については、**反対意見**が提出された。

主な意見

<改訂案の記載に**反対**>

- 建設的な対話の質と株数の多寡は関連しないのに、株数の多寡を重視するようなメッセージを送ることになり、株式の多寡が対話のメインテーマになりかねない。エンゲージメントの質を向上させるべき日本の現状に鑑みれば、記載を削除すべき。
- 現時点において保有していないが今後投資を行うかを判断するために対話を希望する場合や、顧客要因(例えば、投資信託の解約)等により保有株数が減少した場合において、建設的な対話の機会が得られないといった可能性を危惧する。
- 実質株主の把握については、エンゲージメントの枠組みで語るべきでない。また、義務や権利の話であることもあり、コードで書く話でない。
- 株式の保有数は日頃変動するものであるため、**事務負担**が増える。



- 株式の多寡にかかわらず建設的な対話が重要であることが明確化されるよう、修正。

□ その他、コーポレートガバナンス等に関連して、主に以下の意見が出された。

主な意見

- 協働エンゲージメントを行う上で論点となり得る大量保有報告制度等の取扱いについて、整理すべき。
- パッシブ運用が広まる中で、いかにしてエンゲージメントの充実化を図るかについて、考えるべき。
- 株主総会の開催時期の分散や株主総会資料の早期開示等を促進すべき。
- 内部監査部門の整備・活用を進めるべき。
- 政策保有株式の更なる縮減に向けた取組みを進めるべき。
- 企業年金の実効的なスチュワードシップ活動のために、母体企業は利益相反管理に努めるべき。



□ 今後実態も踏まえながら、フォローアップ会議や金融庁を含む関係者において引き続き検討を進めることを期待。