

平成 29 年 2 月 17 日
株式会社経営共創基盤
代表取締役 CEO 富山和彦

スチュワードシップコード改訂に関する意見書

1. 安定株主の存在により実効的な対話が妨げられないようにすべき

機関投資家が投資先企業と建設的な対話を進めようとしても、安定株主（政策保有株主）が無条件に経営者側をサポートする立場で行動すれば対話の実効性は低下する。

こうした事態を防ぐため、スチュワードシップコードにおいて、機関投資家が単独で行動するだけでなく複数の投資家が協調して対話を行う共同エンゲージメントを（金融商品取引法等の関係法令の適用関係に留意しつつも）明文化して規定すべきである。

一方、コーポレートガバナンスコードでは、政策保有株式を保有する側の説明責任を定めているが、議決権行使についても同様に説明責任を果たすよう求めるべきである。また、持ち合い株式の売却に際しての株式譲渡益課税の軽減など、政策保有株式を減少させていくような政策も検討に値する。

2. 機関投資家の利益相反関係の実態に着目したガバナンスを強化すべき

機関投資家はステークホルダーとの間で利益相反を抱えることが多い。アセットマネジャーは金融機関グループに属することが多いため親会社（あるいは同一法人の他部門）の意向を優先しかねないし、アセットオーナーの場合も年金基金などが母体企業やその顧客企業に投資する場合に利益相反関係が生じる。こうした利益相反関係は、組織内部のサラリーマンにとっては重大なものであると想定されるため、第 2 原則指針 2-1, 2-2 に定める内容をさらに一步進めた記述にすることで保護すべきである。

利益相反関係じたいは組織の成り立ちから不可避なものであったとしても、それが原因となってフィデューシャリー・デューティーを果たすことが阻害されることのないよう、指針において以下を明文化して規定すべき。

- ・利益相反の可能性のある状況の管理と、行動指針のより詳細な制定
- ・人事・報酬制度の独立性の確保
- ・意思決定プロセスの独立性の確保
- ・議決権行使の個別開示

3. 対話の中身の「質」を高めるための資源投入を強く促すべき

企業経営者の立場からすると、残念なことに現状の機関投資家との対話の多くは企

業価値向上につながる有意義な「気づき」や「指摘」が得られる場にはなっていないとの不満が多い。機関投資家の側がグローバルかつ中長期的な視点で市場・競争環境や収益構造の洞察をする能力やスキルを有していないからである。

そもそもリアルな経営の一線に触れることがない機関投資家が企業経営者と同じ目線で議論でき示唆を与えられる実力を鍛えるためには、十分な資源の投入を積極的に行う必要がある。

なお、パッシブ運用においてもコストを抑制する観点からエンゲージメント活動を限定的なものにしたいからといって、一律にエンゲージメント活動に取り組む必要がないというわけではない。性質上、銘柄選択による運用資産の価値増加の可能性が制限されていることから、エンゲージメント活動によって運用資産の価値向上を図るといった考えも成り立つ。

このような取り組みはコストを伴うものであるが、必用なコストの適切な配分や負担についても検討すべきである。

4. スチュワードシップ活動の評価のあり方も実質面に着目して「見える化」すべき

スチュワードシップ活動のパフォーマンス評価は回数や時間のような形式基準で評価すべきでないことは共通理解であるものの、では実際どのように評価すべきかについては具体的な方法論がまだ確立しているとはいえず、アセットオーナーが模索中であるというのが実態である。

従って、有益な評価方法が競争環境のなかで確立されることを促すために、まずはアセットマネジャーの自己評価についても、コーポレートガバナンスコードにおける取締役会の実効性に関する自己評価と同様に、スチュワードシップ活動を実施するにあたっての目的・目標を明確化（「見える化」）することが肝要である。

5. 共同エンゲージメントを促進すべき

すでに、上記1. で触れたとおり、スチュワードシップコードの実効性を確保する観点からすると、機関投資家が「責任ある投資家」としての存在感や影響力を高めることが有効である。

すでに海外では複数投資家による共同エンゲージメントがスチュワードシップコードに記載され実務が発展してきた。わが国でも、エンゲージメント活動の効率性と実効性を確保するためにも第7原則指針7-3をさらに一歩進め、共同エンゲージメントについて規定すべきである。特に、先述の通り安定株主（政策保有株主）が存在するわが国では、その必要性が高い。

なお、金融商品取引法の規制にも留意しながら、実務における共同エンゲージメントの範囲や深度の検討、プラットフォームの構築など、共同エンゲージメントを広く普及させていくための環境整備をすべきである。

6. 議決権行使助言会社の助言の質も確保すべき

近年、海外機関投資家の存在感が高まるにつれ、議決権行使助言会社の影響力が増している中で、こうした助言が適切になされているかが問題になっている。

私自身、数年前にオムロンに社外取締役としての独立性に疑義があるとして某助言会社から反対の推奨をされたことがある。その後、オムロン側からの積極的な建設的対話の働きかけが功を奏し、当該助言会社は翌年から賛成に転じた。これは実質的な建設的対話の重要性を示唆する好事例だと思う。その一方で、当初は「形式基準にひっかかるので反対です」という紋切型の応答だったらしく、それがちゃんと対話をすれば助言内容が変わったわけで、私としては「なんだできるではないか。だとすればなんで最初から実質的な議論をしないのか」さらには「形式基準だけで重大な影響を与える助言を行うのはプロフェッショナルとしていかがなものか」「それがまかり通るとすれば、助言会社自身のガバナンスはどうなっているのか」という感想をもったのも事実である。というわけで、そもそも議決権行使助言会社のガバナンスに問題がないか、助言が適切になされているか（特に、各国の会社法制の相違を十分に考慮しないまま米国における議決権行使基準をそのままわが国にも適用していないか、あまりに機械的・形式的な判断が目立つのではないか、特にわが国における議決権行使助言サービスの提供体制自体が人的資源の面で不十分なのではないか、等）について、十分な考慮が必要である。

現行スチュワードシップコードは、序文（本コードの目的）第8項において議決権行使助言会社にもあてはまる旨定めているところではあるが、第5原則指針5-4においても、議決権行使助言会社が十分な経営資源を投入したうえで、個別具体的な状況を的確に把握したうえで適切にサービスを提供すべき旨、明文化して規定すべきである。さらに、場合によっては、米国連邦議会に提出された法律案(H.R.5983)のように、法規制も含めた一定の規律付けを行うことも検討してよい。