

2025-4-20

(社)機関投資家協働対話フォーラム

2025年スチュワードシップ・コード改訂案に対するパブリックコメント

金融庁「スチュワードシップ・コードの改訂案」について、下記意見を提出しました。

(協働エンゲージメントの促進)【原則4】

問2-1. 現行コード指針4-5における、「機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと(協働エンゲージメント)が有益な場合もあり得る」との記載を、「機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、他の機関投資家と協働して対話を行うこと(協働エンゲージメント)も重要な選択肢である。対話のあり方を検討する際には、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話となるかを念頭に置くべきである」と改訂することについてどう考えるか、及びその理由。

2017年のスチュワードシップ・コードの改訂以来、我が国において、日本の機関投資家による協働エンゲージメントを主幹・支援してきた団体として、その経験に照らし、当改訂に賛成です。

(理由)

協働エンゲージメントで実現できるメリットは大きく2つあると考えています。

1つは、対話の効果の観点です。機関投資家の考え方は多様です。国内海外という違い、投資スタイルの違い、投資期間や着目点の違いなどがあり、個別企業の個別課題に対して認識が異なる場合があります。ともすれば、企業は投資家の考え方がまちまちだと感じる場合があります。したがって、機関投資家が単に一堂に会して企業と対話する、いわゆるスモールミーティングとは異なり、協働エンゲージメントを行うためには、まず、アジェンダや対象企業について、事前に投資家間で認識している課題を議論し考え方を整理する必要があります。この議論の過程で、投資家相互に新たな気づきや発見もあります。また、個別の対話では、ミーティングの場で、短期業績などのIR上のテーマも含め幅広いテーマを扱うこととなり、特定の課題に費やせる対話の時間は限られますが、協働エンゲージメントでは、投資家が共通して認識している課題に絞り込むことができ、深い対話となることが期待できます。

この結果、協働エンゲージメントにおいては、機関投資家が共通して懸念している課題とその理由、企業側の方針とその理由を、双方ともに深く理解し、認識を共有することができます。

もう1つは、対話の効率の観点です。対話の実施には、企業側にも機関投資家側にも、人的、時間的、事務的なコストが発生します。当然、より多くの企業と対話を行うためには、より多くのコストが必要となります。これに対して、協働エンゲージメントでは、数多くの企業、例えば、数百から千を超える企業に向けた投資家共通の意見を広く示すエンゲージメントレターの送付や、運用収益とコストとの観点からはつり合わないような中小型銘柄の企業との対話などについても、機関投資家間で役割を分担することによって、対話の効率化を図ることができます。もちろん、企業としても、個別の課題をアジェンダにしたい場合は、多くの機関投資家との対話を個別に実施していくより、協働エンゲージメントの方が効率的となります。

なお、いくつかの懸念が指摘されていますが、以下のように考えます。

まず、「機関投資家はエンゲージメント先の企業について相応のコストをかけて分析を行っており、その詳細を他の投資家に共有することは難しい。しかし、これを共有しないまま行う協働エンゲージメントは表層的なものとならざるを得ず、かえって形式的なスチュワードシップ活動を助長しかねない」との指摘があります。

確かに、アクティブ運用の中には、基本的に単独でエンゲージメントを行う組織能力を有し、独自の調査で見出した投資リターン α (アルファ)の源泉を重視する投資家もいます。そのような投資家は、他の投資家と分析結果を共有することは自社の競争力の減殺につながりかねず、協働エンゲージメントに直ちに大きなメリットを感じにくいかもしれません。一方、日本株全体に幅広く投資する長期安定運用型のアクティブ運用やパッシブ運用は、日本株全体の中長期的な投資リターンの拡大という目的が共通しており、また協働エンゲージメントを行うための事前議論の過程で新たな気づきや発見もあり、投資家の考え方を深いものにしていきます。その観点では、まさに多様な投資家にとって、協働エンゲージメントは「重要な選択肢」になると考えます。

なにより、表層的で形式的なエンゲージメントにならず、中長期的な企業価値の向上と持続的な成長に資するよう、建設的な対話が行われるべきことは言うまでもありません。我が国では資本効率やガバナンスといった、より直截的で重要な特定の課題がまだまだ多くの企業に取り残されています。このような特定の重要課題へ、機関投資家が効果的、効率的に取り組んでいくには、協働エンゲージメントは有効な手段であると考えます。少なくとも、当フォーラムが主宰・支援する協働エンゲージメントにおいては、建設的な対話が行われていると承知しております。

その観点で、指針 4-6 改訂案の 2 文目は、「対話のあり方を検討する際には、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話となるかを念頭に置くべきである」となっていますが、指針 1-1 に則り、「対話のあり方を検討する際には、投資先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念頭に置くべきである」とすべきと考えます。

また、「投資家ごとに投資目的、投資期間が異なり、事業戦略等の改善策に対する投資家間の認識が異なるものを扱うことは難しい場合がある。また、対話の初期段階では投資家間の問題意識が一致していても、その後の段階における対話の程度、内容、タイムライン等について投資家間で立場が異なり得るため、継続的に協働してエンゲージメントを行うことが難しい場合がある」との指摘もあります。

協働エンゲージメントは、事前に投資家間の議論を経るので、その段階で、課題認識が異なる場合や、協働より単独でエンゲージメントした方が効果的と判断する場合などは、不参加を選択することもあり得ます。また、その後の段階で、企業の方針や取り組みの変化に納得して脱退することもあり得ます。協働エンゲージメントを固定的に捉える必要がなく、まさに「重要な選択肢」であると考えます。

問2-2. 機関投資家が協働エンゲージメントを行う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。

協働エンゲージメントを行うに当たっては、原則4の「機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努める」ことが大前提です。投資先企業と課題認識を共有し、問題の改善に努めるために留意すべき点は、以下の4つと考えます。

まず、投資先企業に投資家が考える課題を認識してもらうためには、投資家の考え方の背景や理由を説明し、投資先企業自らが納得して改革を進めるように促さなければなりません。そのため、投資家の課題認識の考え方、背景や理由が記述された文書であるエンゲージメントレターを投資先企業に送付することは有意義です。経営陣や社内各部署など多くの人々が課題認識を共有化し、投資先企業が会社を挙げて改革へ意識を切り替えていく上で、資料の存在は重要です。したがって、協働エンゲージメントの手法は、ミーティングにおける口頭での意見交換だけではないことを投資家も企業も理解する必要があります。因みに、エンゲージメントレターを送ることも、海外ではエンゲージメントの有効な手法のひとつと捉えられています。

また、古くからの業界慣行や法制度などが、日本企業全体に共通する課題に重大な影響を与え問題となっている場合、これらを是正するための世論形成へ向けた意見発信、いわゆる「パブリックエンゲージメント」も、多くの機関投資家の考え方を集約して問題の改善につなげていく上で、有効な協働エンゲージメントの手法のひとつと考えます。投資先企業に直接働きかけることだけが協働エンゲージメントではないことに留意する必要があります。

なお、協働エンゲージメントは、機関投資家が発起したとしても、他の投資家の参加募集や意見集約、企業との調整などが必要であり、直ちに実施できるというものではありません。上述のような協働エンゲージメントの様々な手法や機能を発揮させ、機動的に実施できるように、企画運営・事務局機能を担う常設の機関は重要です。

同時に、協働エンゲージメントは、日本企業に共通する課題の改善を促し、日本の資本市場全体の拡大に資するものです。このような協働エンゲージメントを促進するため、インベストメントチェーンを代表して協働エンゲージメントを実施する運用機関の取り組みに対して、インベストメントチェーンの参加者全体が、適切に評価し支援することが肝要と考えます。

以上

連絡先

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム
理事長 木村祐基、事務局長 山崎直実、理事 大堀龍介、鎌田博光、小澤大二
〒103-0027 東京都中央区日本橋 3-2-14 新槇町ビル別館第一 東京アントレサロン
ウェブサイト <https://www.iiccf.jp> メールアドレス info@iiccf.jp