

スチュワードシップ活動状況の概要

独立行政法人中小企業基盤整備機構（以下「機構」という。）は、「資産保有者としての機関投資家（以下、「アセットオーナー」という。）」として適切にスチュワードシップ責任を果たすための方針を公表しております。（平成 26 年 8 月 27 日作成、平成 29 年 11 月 14 日、令和 2 年 9 月 24 日改正）

機構は、機構の資産運用に携わる運用受託機関がスチュワードシップ責任を果たすことは、機構の運用資産における長期かつ安定的な収益の確保に資するものと考えております。

機構はアセットオーナーとしてのスチュワードシップ責任を果たすため、運用受託機関に対しても、日本版スチュワードシップ・コードを受け入れて、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか、サステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、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、中長期的な投資リターン拡大を図ることを求めています。

投資先企業の持続的成長を促すことを目的とした対話を建設的に行っているかを確認するため、国内株式・外国株式運用受託機関に対し、令和 5 年 7 月から令和 6 年 6 月までの 1 年間（以下、当年度という）に行ったスチュワードシップ活動全般について報告を求めました。なお、外国株式については、これまで議決権行使の結果報告を受けるのみでしたが、当年度分からスチュワードシップ活動全般に係る報告会を実施しております。

当年度 1 年間における機構のスチュワードシップ活動の実施状況と運用受託機関のエンゲージメント事例は、以下のとおりです。

1. 機構が実施したスチュワードシップ活動

機構は、公的機関の機関投資家として、再改訂版コードの受入れを踏まえ、スチュワードシップ活動に取り組みました。

具体的には、原則 1 の指針を踏まえ、運用受託機関とのエンゲージメントとして、運用受託機関によるスチュワードシップ活動報告会を開催いたしました。概要は下記のとおりです。

◆ 運用受託機関毎のスチュワードシップ活動報告会開催

運用資産における国内株式の運用受託機関全 5 社・外国株式の運用受託機関全 6 社について、スチュワードシップ活動に係る報告会を開催しました。

スチュワードシップ責任を果たすための運用受託機関の活動状況は以下のとおりです。これは、機構のスチュワードシップ活動に則したものでした。

① 方針・体制についての確認事項 (全体)

各運用受託機関とも明確な方針が策定されており、この内容は、本コードの趣旨に沿うも

のであり、これは機構の方針に則したものでした。方針は各社とも自社のホームページなどで公表されていました。

また、各運用受託機関とも議決権行使やエンゲージメントを有効に機能させるための組織体制が構築されていること、意思決定プロセスが確立されていることについても確認しました。

(利益相反管理)

類型化された利益相反に対する管理方針が具体的に策定されており、定期的に内容を見直す仕組みもありました。議決権行使における管理体制については、スチュワードシップ専門部署とは別に、社外取締役等を配置した委員会等を設置し、議案の審議やモニタリングを行うという運用受託機関が大半でした。

(議決権行使)

議決権行使については、明確な方針が策定されており、行使基準とともに組織的・定期的な内容見直しがなされていました。方針については全ての運用受託機関で公表されていました。

当年度における国内株式についての議決権行使基準の主な見直しとしては、社外取締役の人数の最低水準や女性取締役についての基準の厳格化、株価を意識した経営を促す観点での行使基準の改定が複数の運用受託機関でありました。また、ESG 課題の明確化や取組みの後押しを目的として、一部の運用受託機関で ESG 課題の具体的な明記や、改善の動きがみられない場合に取締役選任を反対とする行使基準が設けられました。

また、外国株式については、国内株式と同じように長期的な企業価値拡大の観点から行使基準が策定されていること、個別議案の判断・行使にあたっては、国ごとのガバナンスにかかる慣行などを踏まえた上で、検討を行っていることを確認しました。

(エンゲージメント)

運用受託機関において、対象企業の選択基準や対話すべき内容など、エンゲージメントを行うための仕組みが整えられており、明確な対話の方針が自社のホームページなどで公表されていました。投資先企業と日々の対話の中で相互理解を深め、経営戦略や ESG 等から企業価値の向上に資すると互いに判断した重点テーマについてマイルストーンを設定し、解決までの段階的な管理を行っていました。また、当年度も複数の運用受託機関において、エンゲージメントの推進部署を中心に、調査部門や運用部門との連携を強化する動きが見られ、組織の改編を行っている運用受託機関もありました。

② 実施された議決権行使についての確認事項

個別企業・個別議案毎に行使結果がホームページに公表されており、反対・棄権行使した議案や株主提案に賛成行使した議案については、その内容と判断理由も報告がなされていました。

加えて、外観的に利益相反が疑われる議案等、建設的な対話の観点から重要とされる議案についても、賛否と判断理由の報告がなされていました。

当年度の特徴として、前年度に引き続き会社法改正を受けた株主総会資料の電子提供に関する定款変更が一巡してきていることから、会社提案による定款変更議案が減少しました。会社提案による監査役選任議案については、監査等委員会設置会社への移行が増えたことに加え、前年度が改選期の多い年であったことからその反動で議案数が減少しました。会社提案による役員報酬にかかる議案については、インセンティブ報酬を導入・改定する企業が増加したため議案数が増加しました。また、株主提案では、2023 年 3 月に東京証券取引所が上場企業に要請した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」を背景に、前年度にコーポレートアクションを求める議案が増加しましたが、当年度も同様の傾向が見られました。

③ 実施されたエンゲージメントについての確認事項

全ての運用受託機関において、中長期的な視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした様々なエンゲージメントが行われておりました。特にサステナビリティを巡る課題への解決が企業の成長の基盤として強く意識されており、当年度も ESG への配慮をテーマとした取り組みが多く見られました。

具体的には、E（環境）では、気候変動、生物多様性、自然資本、廃棄物処理等のテーマが取り組まれていました。気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）については、シナリオ分析や温室効果ガス排出量削減目標の策定といった具体的な取組項目をエンゲージメント活動のポイントとしている中、自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）に関しても、エンゲージメント先企業の準拠に向けた対話を行っている運用受託機関が見られました。E（環境）については、ここ何年か各運用受託機関が注力してきたテーマであり、少し一巡感が出てきている部分も見られました。

S（社会）では、人権問題、ダイバーシティ、社会的関心の高まっている人的資本経営、製品・サービスの品質や安全性、G（ガバナンス）については、取締役会の多様性、社外取締役の独立性・スキル、政策保有株式、役員報酬、資本コストを意識した経営等のテーマに取り組まれていました。

ESG に関連した企業側の各種取組については、企業側から情報収集も兼ねて運用受託機関にエンゲージメントを要請するケース、サステナビリティへの意識が途上段階の企業を中心に運用受託機関側から持続的成長に何が必要なのかという観点から粘り強い対話を行うケースが見られました。国内企業へのエンゲージメント活動については、2017 年頃から ESG 投資に絡み気候変動に関するテーマや統合報告書に関する相談が増え、最近では、アクティビストに関する相談や東証の要請にかかる「資本コストや株価を意識した経営」に関する相談・ディスカッションの希望が増えてきています。

アクティブファンドのエンゲージメントについても、先進的に ESG へ取り組む企業の動きや、運用受託機関側でのエンゲージメントの推進体制の高度化を背景に、近年 E（環境）や S（社会）の活動が増えておりましたが、当年度は G（ガバナンス）の観点から、「資本コストや株価を意識した経営」をテーマとしたエンゲージメント活動が増加しました。

協働エンゲージメントについては、国内外のイニシアティブに参加し、海外の運用機関や機関投資家とも協働で企業に対し情報開示や目標設定を要望する取り組みが当年度も行われており、リードマネジャーとして協働エンゲージメントを推進している事例も見られました。

一方で、気候変動、自然資本といった従来のテーマに加えて、人権に関しても各種イニシアティブも立ち上がっている関係からエンゲージメント活動の負担は増加しており、所謂「イニシアティブ疲れ」も出てきています。人員も限られる中で活動の質を保つため、今後は拡大路線を少し抑え、十分に活動できるものについてのみ加盟していく方針とするという声もありました。また、米国における共和党の反 ESG の流れやコストとの兼ね合いから、機構の資産運用に携わる運用受託機関においても米系の運用機関を中心に「クライメート・アクション 100 プラス (CA100+)」から脱退する動きが広まりましたが、日系の運用機関においては脱退の動きはないことを確認しています。

2. 運用受託機関が投資先企業に対して実施したエンゲージメントの事例

○ 環境（自然資本）について

A 社とは、2025 年までに第 1 次サプライチェーンを森林破壊フリーにする目標について議論。間接サプライチェーンの目標や森林再生プロジェクトについても話し合いを実施。A 社は、これまでコモディティー毎のポリシーを採用していたものの、現在はより全体的な政策、そしてさらに野心的な方向に移行。森林破壊フリーの検証モデルとして3つの経路を特定（認証を通じたサプライヤーの検証、低リスクの生産地から来ているかどうかの検証、完全なトレーサビリティを実現するための高リスク環境における衛星画像による検証）している。間接サプライヤーについても特に動物飼料関連の大豆について取り組みを開始しており NGO との対話や同業他社との協力も実施。一方で、森林破壊事象の衛星画像に対する対応については、現在詳細な分析と共に検証中であるとの説明に留まった。

○ 気候変動・温室効果ガス（GHG）削減について

B 社は GHG 排出量の多い業態であり、B 社のカーボンニュートラル（以下、CN）が日本全体の CN につながると考え、CN に関する定量的認定である SBT 取得を促すためエンゲージメントを開始。B 社に対して CN に対する取り組み状況を確認したところ、Scope3 に含まれる販売商品の利用から生じる GHG が業態の内容を背景として多く、SBT 取得には消極的であった。こちらからは日系・外資系の競合企業のほとんどが SBT を取得しており、前向きに取り組んでほしいと伝達。2023 年に SBT のレギュレーションが変更され（従来の絶対量基準のみならず）原単位基準の削減目標も認可されたことから、同変更を踏まえ改めて B 社に取り組み状況を確認したところ、「SBT 認定に向けて動いている」という前向きなコメントを得る。その後、B 社は SBT 認定取得を発表、今後は CN に向けた取り組みをモニタリングしていく方針。

○ サプライチェーンにおける人権問題について

C 社は大規模リテール・チェーンであるが、農業製品のサプライチェーンにおける人権侵害のリスクが放置されており、その改善を図るよう対話を継続。それに対し、2020 年 9 月、対応方針にかかる声明を開示。ただし、サプライチェーンにおける人権課題の検証が不十分な内容であり、現地の機関と連携し、イギリスの現代奴隷法を考慮に入れたポリシー・ガイドラインを設定するようエンゲージメントを実施した結果、2023 年 9 月には改訂版を開示するに至った。サプライチェーンにおける人権課題の検証や具体的な検証結果の開示など、その

運営が大きく改善・進展したと評価している。今後は、同声明の実行状況に関する情報開示及び達成状況についてモニタリングを継続する方針。

○ 製品・サービスの品質や安全性について

D 社の食品リコールに関する詳細な開示が不足していることから、エンゲージメント候補として特定。IR 責任者と面談し、食品製造施設では 2023 年度に食品リコールにつながるような問題は発生していない一方で、サプライヤーの問題に起因するリコールが数件発生している事を確認。D 社からは、サプライヤーから毎年食品安全監査の報告を受けること、リコールが発生するたびに自動的に追加的監査を設定している旨の説明を受けた。今後は、公表報告の中で食品リコールについて直接的に開示することが望ましいと伝達。開示を行わない場合には、各種データの開示を求め、積極的に面談を求めていく方針。

○ 資本政策・経営戦略について

E 社は、純資産比 30%以上の政策保有株式を抱えており、資本収益性の悪化が懸念されていた。この非事業資産を成長投資に充てることが、企業価値向上に寄与すると考えエンゲージメントを開始。E 社に対して政策保有株式の保有方針に関して確認すると、過剰であるという認識で合意。売却資金に関しては株主還元の強化だけでなく、業績成長に寄与する部分への活用を検討して欲しい旨伝達。2023 年に入り E 社は、政策保有株式売却を加速し、23 年度上期の決算説明会では、初めて定量的な政策保有株式削減目標を発表。23 年度末の政策保有株式は純資産比 17%と着実な削減が確認できた。今後は、成長投資にかかる業績成長の状況を注視していく方針。

○ 資本コストや株価を意識した経営・ガバナンス・情報開示について

F 社とは、継続的に情報開示の在り方およびガバナンスについてディスカッションを実施。グループ会社や出資先が増える中、全社経営の観点から情報開示について改善の余地が認められること、また、社外取締役の独立性の観点で適切とはいえない人選が認められ、社外取締役出席の投資家向け説明会等が開催されていないこと等、社外取締役の機能強化の必要性等について指摘した。資本コストに関しては、上場企業の好事例を例示しながら、資本コスト低減のための方策を議論するとともに、キャッシュアロケーションのイメージを決算説明会資料等に記載し、投資や株主還元が想定した戦略の線上でバランスよく持続していることが確認できるようにして欲しいと伝達。対話を継続する中で、F 社の情報開示は強化されており、資本コストに関する考え方や具体的な数値についても開示を実施。今後は、これらの開示を題材に更なる対話を行っていく方針。

以上