

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

機関投資家によるスチュワードシップ・コード受入れの現状と課題

2017年12月22日（金）15:00～17:03

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

| | | |
|----|----|--------------------|
| 飯田 | 秀総 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授 |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授 |
| 梅本 | 剛正 | 甲南大学大学院法学研究科教授 |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授 |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授 |
| 志谷 | 匡史 | 神戸大学大学院法学研究科教授 |
| 龍田 | 節 | 京都大学名誉教授（特別会員） |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授 |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科准教授 |
| 森田 | 章 | 同志社大学大学院司法研究科教授 |
| 山下 | 友信 | 同志社大学大学院司法研究科教授 |

機関投資家によるスチュワードシップ・コード受入れの現状と課題

一般社団法人スチュワードシップ研究会代表理事
木村祐基

目 次

- I. 日本における議決権行使の歴史
- II. 機関投資家による議決権行使
- III. スチュワードシップ・コードの受入れ状況
- IV. スチュワードシップ・コードの受入れに伴い機関投資家に求められる行動
- V. スチュワードシップ・コードの改訂
- VI. GPIFのスチュワードシップ活動への取組み
- VII. GPIF「スチュワードシップ活動原則」
- VIII. 運用各社のスチュワードシップ体制強化
- IX. 機関投資家の自主的活動グループの発

- 足
- X. 機関投資家は企業と何を対話しているか
- XI. 各種アンケート等の結果
 - 1. 機関投資家による対話進展の評価①
 - 2. 機関投資家による対話進展の評価②
 - 3. 機関投資家による対話進展の評価③
 - 4. 今後の課題① 企業と投資家の意識ギャップ
 - 5. 今後の課題② 依然高い安定株主比率
 - 6. 今後の課題③ 「対話」をめぐる制度面の課題

○山下 本日は、「機関投資家によるスチュワードシップ・コード受入れの現状と課題」というテーマで、お二方のゲストスピーカーをお迎えしております。お一方が一般社団法人スチュワードシップ研究会代表理事の木村祐基さん、もうお一方が三井住友信託銀行スチュワードシップ推進部長兼チーフ・スチュワードシップ・オフィサーの堀井浩之さんです。どうぞよろしくお願ひいたします。

それでは、まずは木村さんから、よろしくお願ひいたします。

○木村 ご紹介いただきましたスチュワードシップ研究会——機関投資家が集まった研究会です

——主宰しております木村と申します。よろしくお願ひいたします。

本日は、機関投資家のスチュワードシップ・コードの受入れの現状について、専門の先生方ばかりですのでもしかするとご存じのことが多いかも知れませんが、私のほうから業界全体、機関投資家全般の状況をざっとご説明させていただいて、堀井さんから具体的な機関投資家の対応についてお話しitただくという手順で進めさせていただきたいと思います。

私の簡単な経歴は、レジュメの最後についておりますので、ご参照いただければと思います。

それでは、早速始めさせていただきます。

I. 日本における議決権行使の歴史

スチュワードシップ・コードができたのは3年前ですが、当然ながら、機関投資家の議決権行使の活動や企業との対話はその前からずっと続いていることあります。そうした流れの中で、私の経験からいうと、大きな転換点になっているのは2003年かなと考えていますので、そのあたりから資料をつけさせていただきました。

まず、2001年の秋に、企業年金連合会が運用受託機関に議決権行使をしっかりやりなさいという

「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」を策定しました。その後、2003年2月に、同じく企業年金連合会が、自家運用部分の議決権行使を本格的にきちんとやるということで、「議決権行使基準」を公表しました。ご記憶の方も多いかと思いますが、例えば社外取締役を置いていない会社には賛成できないというような、当時としては非常にラディカルな基準が公表されまして、それを受けて、特に企業年金連合会の運用を受託している運用機関は、それに対応しなければいけないということで——私も当時そのさなかにいたのですけれども——それぞれの議決権行使基準を新たに整備し始めたというのがこの時期になると思います。

一方で、ちょうどそのころからアクティビストファンド、当時で言うとスティール・パートナーズや村上ファンドといったものが非常に活発に活動するようになって、さらに2005年から2007年にかけて、株主総会で大手企業さんの議案が否決される、特に定款変更議案で3分の2以上が必要なものについて3分の2をとれないという事例が幾つか出てきたというようなこともございまして、このころから、企業さんによる機関投資家向けの総会議案の説明、即ち株主総会の前に議案について説明に回るというような活動が非常に増えてきました。その流れがずっと続いている中で、2010年から企業が株主総会の議決結果を公表するとか、機関投資家のほうも議決権行使の結果を公表するというようなことが続いているという

ことです。

II. 機関投資家による議決権行使

レジュメの3ページのグラフは、日本投資顧問業協会が集計している、国内の機関投資家が会社提出議案に反対した件数の割合ですが、御覽のように、2003年ごろから反対の比率がぐんと上がってきて、2005年以降は比較的の変動が少ないというか、一定の比率に安定してきたという状況になっています。これは、ちょうど2005年ぐらいで機関投資家サイドの議決権行使基準も大体固まってきた、企業さんのほうも機関投資家に反対されそうな議案はあまり出さないというような対応が進んできたということで、それ以降は、議決権行使の反対比率についてはあまり大きな変動が生じていないという状況になっています。

III. スチュワードシップ・コードの受入れ状況

そういう中で、スチュワードシップ・コードの受入れについては、もう皆さんご案内のとおりですが、現状ではもうほとんどの主要な運用機関は受入れを表明しているということです。金融庁は、新たな受入れ表明の連絡がある都度ホームページを更新することになっているはずですが、この資料をつくる段階でチェックしたところでは、2016年12月から更新されていません。ということは、この1年間で受入れを表明した会社は増えていないということかと思います。逆に言うと、ほとんどの運用機関がすでにスチュワードシップ・コードの受入れを表明してしまったという状況かと思いますので、そういう意味で、これからはその実質が問われるところに入ってきていると思います。

IV. スチュワードシップ・コードの受入れに伴い機関投資家に求められる行動

先ほど申し上げたように、スチュワードシップ・コードができる前から機関投資家と企業との対話はいろいろと行われてきているわけですが、それでは、実際にスチュワードシップ・コ

ードができて何が変わったのかということです。まず、コードの原則7で機関投資家は実力を備えなさいということが書かれてしまったので、これは何とかしなければいけない、機関投資家としてはそういう対策を考えなければいけない状況になったというのが1つ目だと思います。

2つ目は、原則4で、建設的な「目的を持った対話」をしなさいとされていますが、それでは、その「対話」とは何だと。今までやってきた企業さんとのミーティング、経営トップとのミーティングも含めて、機関投資家はたくさんやってきているわけですけれども、そういう今までのミーティングと何が違うのかということをもう一度改めて見直すということになったと思います。

3つ目は、同じく原則4で、企業と問題点の認識を共有するとともに、問題の改善に努めるということが書かれているということです。これも、従来は、機関投資家は企業と話をしてよくないと思えば株を売ればよかったわけですが、これからは問題の改善に努めなさいということになった。それでは、機関投資家としてはどう対応すればいいのか、ということを考えざるを得なくなりました。

4つ目は、原則5で、議決権についても、単に反対、賛成ということではなくて、持続的成長に資するかどうかということを考えて行使をしなさいということになりましたので、改めて議決権行使の基準や考え方というものを考え直さなければいけないかな、というようなところかと思います。

V. スチュワードシップ・コードの改訂

2017年5月に、スチュワードシップ・コードの改訂が行われました。すでにご存じと思いますが、運用のところから言うと、特にパッシブ運用においても積極的にエンゲージメントをしなさいとか、あるいは議決権行使結果の個別開示であるとか、あるいは集団的エンゲージメントも有益であるというようなことが織り込まれてきましたので、さらに機関投資家としてはこういったものにも対応

していく必要が生じてきているということです。

VI. GPIFのスチュワードシップ活動への取組み

GPIFさんは、やはり国内最大のアセットオーナーですので、その活動が機関投資家に及ぼすインパクトには大きいものがあると考えています。大きなポイントは2つあります。1つ目は、GPIFさんが運用を委託している受託運用機関のスチュワードシップ活動について厳しくチェックしますということを表明されているということです。その一つの形として、従来は個別に受託運用機関のヒアリングをされてきたわけですけれども、受託運用機関が説明していることが本当なのかということで、企業にもアンケートを送り、受託運用機関がきちんとやっているか確認することも始めて、かなりチェックが厳しくなってきました。それから、今、GPIFの国内株式の運用の8割以上がいわゆるパッシブ運用になっていると思いますが、パッシブについてもきちんとしたスチュワードシップ活動を求めるというのが、1つ目の大きなポイントだと思います。

2つ目は、ESGについて非常にフォーカスされてきているということとして、これら2つのポイントのあたりが国内の機関投資家の行動にも非常に影響を与えていているのではないかと考えています。

VII. GPIF「スチュワードシップ活動原則」

2017年6月に、GPIFさんはスチュワードシップ・コードの改訂を受けて「スチュワードシップ活動原則」を公表されています。この中でも、パッシブ運用にふさわしいエンゲージメントの戦略を立案し実践すること、その評価の中でスチュワードシップ責任の取組みの割合を引き上げることを発表されまして、先ほど申し上げたような活動がさらに強化されてきているということだと思います。

VIII. 運用各社のスチュワードシップ体制強化

こういった動きを受けまして、運用機関各社で

は、スチュワードシップ活動に取り組む体制の強化を進めてきておられるということだと思います。私が認識しているところでは、1つ目は、スチュワードシップ活動の専任の担当部署を設置するとか、その部署の人員を増やすというようなことで、体制を強化しています。責任投資部、責任投資調査部、責任投資推進室、スチュワードシップ責任推進室、スチュワードシップ推進部といった名前の部署がこの1、2年の間に大手の運用機関のほとんどで設置されているのではないでしょうか。かつ、そういう部を設置することで担当の人数もかなり増やしてきておられるというのが1つ目の動きだと思います。

2つ目は、スチュワードシップ・コードでも指摘されていますが、運用機関自体のガバナンス体制や利益相反管理を強化しましょうということとして、社外取締役を採用するとか、議決権行使のプロセスについて第三者評価を入れるといった対策をとっています。

3つ目としては、スチュワードシップ活動に関する開示の充実ということでありますて、スチュワードシップ方針を策定し開示する、議決権行使基準や行使結果を開示する、あるいはスチュワードシップ活動に関するレポートを発行する等々、開示を非常に増やしてきています。

4つ目としては、先ほどから触っていますが、パッシブ運用におけるエンゲージメントにかなり取り組んできているというようなところが、大きな特徴なのではないかと考えています。

IX. 機関投資家の自主的活動グループの発足

従来の業界団体、例えば日本投資顧問業協会、投資信託協会、信託協会、生命保険協会といった団体さんとは別に、スチュワードシップ活動のための機関投資家の自主的な集まりといいますか、そういうものが幾つかつくりられてきています。手前みそで恐縮ですけれども、私がやっていますスチュワードシップ研究会ですか、似たような形のものとして投資家フォーラム、最近設立され

た機関投資家協働対話フォーラム、こういった機関投資家のスチュワードシップ活動をきちんとやるための集まりというものができているというのも、最近の特徴であると思っています。

X. 機関投資家は企業と何を対話しているか

では、実際に対話の内容はどうなっているのかということです。多分一言で言うと、従来から企業ミーティングというものはやってきているわけですけれども、その中身が、投資判断のための業績の取材から、まさに企業と認識を共有して経営の改善を働きかける対話へと、意識としてはこのように変わってきているということかと思います。

レジュメの11ページにありますのは、日本投資顧問業協会が毎年集計しているアンケート調査の結果です。企業とどのようなテーマで対話しているかというアンケートですけれども、「企業戦略」や「企業業績」が多いのは当然ですが、例えば「企業業績」というところはやや対話の頻度としては下がってきていて、逆に「ガバナンス体制」、「株主還元策」、「リスク要因」、「社外取締役の有無及び役割」、「企業買収」、「経営者の後継問題」などの、いわゆるガバナンス問題といいますか、こういったところの対話の頻度が上がってきてているというのが、こちらからも見てとれると思います。実は、このアンケート調査の今年の分が2日前に発表されており、まだこの資料の中には反映されていませんが、傾向としては同じような傾向になっています。

XI. 各種アンケート等の結果

1. 機関投資家による対話進展の評価①

ここからは、幾つかの機関からアンケート調査として公表されているものがありますので、そこから3件ほど簡単にご紹介させていただければと思います。

まず、GPIFさんの「スチュワードシップ活動報告」ということで、これはGPIFさんが各受託運用機関さんにヒアリングした結果をまとめたもので

す。受託運用機関では、スチュワードシップ活動の専門部署などを設置・強化するなど、かなり活動を深化しようとする意識が見られたというふうに一応前向きの評価はされているということです。ただ、ESG 課題については、課題の取組みは進んでいるけれどもまだ十分ではない状況だということ、企業向けのアンケート等では、アクティブ運用機関とのミーティングは参考になったけれどもパッシブのほうはまだまだかなというような評価があったことなどが、課題として挙げられています。

2. 機関投資家による対話進展の評価②

レジュメの 13 ページは、同じく GPIF さんが上場会社向けのアンケートを行った結果でして、2016 年と 2017 年の 2 回公表されています。2016 年のアンケートでは、全体に機関投資家に変化があったという評価が 61% ですが、そのうち「好ましい変化」が 3 分の 2、「好ましくない変化」が 3 分の 1 という結果になっています。

それが 2017 年の調査の結果では、さらに前回のアンケート以降に変化を感じるという回答が 56% あって、そのうち「全体または多数に好ましい変化」「一部に好ましい変化」というプラスの変化があったという評価が合計で 43.4%、逆に「好ましくない変化が増えた」という回答は 1.1% しかなかったということですので、全体としては企業さんもポジティブな変化を評価されているということろかと思います。

3. 機関投資家による対話進展の評価③

同じようなアンケートで、日本 IR 協議会さんが毎年行っている IR 活動の実態調査を見ても、例えばスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの導入により、1 年前に比べて投資家の行動・質問に変化が「見られる」という回答が 44.4% で、その変化が見られるという回答は前年、前々年に比べて少しづつ上がってきています。逆に、「見られない」という回答はだんだ

ん下がってきてています。また、両コードの導入によって、企業の持続的成長を目的とした対話が 1 年前に比べて促進されたかということに対しては、「促進された」という答えが 50.4% とちょうど半分あって、これも前々回、前回から徐々に上がってきてているというような形になってきています。

以上のようなことを踏まえますと、スチュワードシップ・コードの導入によって、機関投資家の行動には変化が見られて、その変化は、企業側から見ても総じて好ましい変化という評価になっているのではないかということです。

4. 今後の課題① 企業と投資家の意識ギャップ

そうした中で、残された課題といいますか、今後の課題として私が意識しているのは次のようなものでございます。

1 つ目は、企業と投資家の意識ギャップというものは、依然としてやはりまだ非常に大きいということです。

レジュメの 15 ページの表は生命保険協会が行っているアンケート調査ですけれども、例えば「中期経営計画で公表している指標／経営目標として重視すべき指標」という項目で見ますと、企業さんのほうは、最近は「ROE」を挙げるところも非常に増えているものの、引き続き売上げや利益の絶対額あるいは伸び率をかなり重視しているのに対して、投資家のほうでは、そちらはほとんど重視していない、圧倒的に「ROE」を重視しています。また、株主還元について見ると、企業のほうは「総還元性向」をあまり見ていないけれども、投資家のほうはむしろ「配当性向」と並んで「総還元性向」をかなり重視しています。「資本効率向上に向けて重視している取組み」では、投資家のほうは圧倒的に「事業の選択と集中」を挙げているわけですが、企業さんは「事業規模・シェアの拡大」や「コスト削減の推進」を挙げていますし、「投資の意思決定の判断基準」では、投資家のほうは圧倒的に「ROI」になっていますけれども、企業さんのほうでは「売上・利益の増加額」や「事

業投資資金の回収期間」というところにウエートがかかるているということで、このあたりの意識のギャップを埋めていかないと、対話もなかなか進んでいかないというのが1つ目の課題です。

5. 今後の課題② 依然高い安定株主比率

2つ目の課題としては、依然としていわゆる安定株主比率が非常に高いということです。商事法務が行っているアンケート調査によると、安定株主比率が「50～60%台」という会社が全体の43.4%を占めています。実際の株主総会での行使率等を考えて安定株主比率が30%ぐらいあれば相当安泰かなというところで考えると、「30～40%台」の数字と「50～60%台」というところを足しますと、全体の76.3%は安泰だということになっています。資本金「300億円以下」と「300億円超」で分けているのですが、前者のほうでは圧倒的に安定株主が多いということで、投資家が一生懸命に物を言ってもなかなか企業さんに届かないのではないか、聞いてもらえないのではないか。このあたりは、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」でも課題として挙がってきているところでして、これが2つ目の大きな課題だと思っています。

6. 今後の課題③ 「対話」をめぐる制度面の課題

これ以外にも、例えば「フェアディスクロージャー・ルール」の運用の問題や、「重要提案行為」の定義——日本ではかなり厳しいなという感じがするのですが——の問題、あるいは、今いろいろと見直しが行われていますけれども、「財務情報の開示の見直しの行方」、「株主総会の日程」、「コーポレートガバナンス報告書」の記載の内容、「監査」の問題といったあたりが、やはり今後の課題ということで、一つ一つ改善していくば、さらに対話の進めやすさも改善してくるのではない

かと期待しているところです。

大変駆け足で恐縮でございますが、私からの全体の概要の説明は、以上で終わらせていただきます。

【報告 2】

機関投資家によるスチュワードシップ・コード受入れの現状と課題

三井住友信託銀行株式会社
スチュワードシップ推進部長兼
チーフ・スチュワードシップ・オフィサー
堀 井 浩 之

目 次

- I. スチュワードシップ活動の推進体制
- II. エンゲージメントの活動内容
- III. ESG 投資への取組み
- IV. 議決権行使について

- V. お客様であるアセットオーナーへの報告
- VI. 非財務情報評価「MBIS」（エムビス）について
討論

○堀井 三井住友信託銀行スチュワードシップ推進部長の堀井と申します。今日はこのような時間をいただき、ありがとうございます。

本日は、つい最近完成した当社の「STEWARDSHIP REPORT 2017」を元に、当社のスチュワードシップ活動についてお話しします。このレポートは、スチュワードシップ・コードの原則 6 にある、いわゆる「お客様への報告」への対応も兼ねて作成したものです。レポートの前半は、スチュワードシップ・コードへの対応方針、取組み、自己評価をまとめたもので、後半は当社の ESG 投資の取組みとして、具体的な ESG インテグレーションの手法やさまざまな国際機関・国際的な枠組みを活用した ESG の活動をご報告しています。

I. スチュワードシップ活動の推進体制

レポートの 5 ページに当社のスチュワードシップ活動の推進体制を記載しております。当社では、エンゲージメントと議決権行使をスチュワードシップ活動のメインと考えています。活動自体はリサーチ運用部のアナリストとスチュワードシップ

推進部の専任担当者が行いますが、スチュワードシップ推進部では、活動に関する企画・推進・モニタリングを行うほか、スチュワードシップ会議・スチュワードシップ活動諮問委員会の 2 つの会議体の事務局機能も担っています。スチュワードシップ会議は社内メンバーによる会議体で、エンゲージメントに係る活動の報告や承認、議決権行使に係るさまざまな方針の決定、ESG や PRI 関連の対応のモニタリングを行います。

2016 年末までは、最終意思決定権者である受託事業統括役員とスチュワードシップ会議で執行をしていたのですが、2017 年 1 月に第三者機関である「スチュワードシップ活動諮問委員会」を設置しました。委員長を含めて独立した外部有識者の方が 3 名、社内では私がメンバーとして入っています。こちらでは、特に議決権行使プロセスの透明性に関するモニタリングを目的の一つとしています。

スチュワードシップ活動諮問委員会における審議内容は、議決権行使の判断基準（議決権行使ガイドライン）の適切性、2017 年 5 月の日本版スチ

ュワードシップ・コード改訂版への賛同内容、さらには、個別開示の内容等が主なものです。議決権行使ガイドラインについては 2017 年 10 月にも厳格化しましたが、委員の皆様に内容をご審議いただいて、さらに適切なガイドラインへと改定しています。

なお、利益相反管理についてはレポートの 7 ページに記載しています。対応方針、具体的な取組み内容、自己評価等を挙げています。利益相反管理については、現時点ではおおむね適切な対応をしていると考えていますが、必要に応じてさらに強化を図っていく所存です。

II. エンゲージメントの活動内容

次に、エンゲージメントについてご紹介いたします。レポートの 12 ページを御覧ください。

当社のエンゲージメントの特徴は、エンゲージメントで企業とお会いする際に、必ず宣誓書という書面をお渡ししている点です。この宣誓書には、当社からは重要提案行為は行わないこと、また、企業にはインサイダー情報を出さないようにしてほしいことを記載しています。インサイダー情報を受け取ってしまった場合の社内管理体制はもちろんありますが、まずは出さないように留意いただきたいとお願いしているということです。

なお、当社における企業との接触件数は年間 9,000 件ほどありますが、しっかりとしたエンゲージメントプロセスに則って行ったものは 569 件で、全体の 6 %程度が企業価値の向上を促すために意見を申し上げたエンゲージメントとしてカウントされています。

レポートの 14、15 ページでは具体的な事例を紹介しています。Case 1 の A 社をご覧ください。「対話の概要」「投資先企業の反応」「その後の行動」と記載がありますが、エンゲージメントの際は、この「対話の概要」を部長クラスが事前にチェックし、これをベースに担当アナリストが企業に意見を述べていきます。これに対して、エンゲージメントの場での企業からの発信等を「投資先企業

の反応」とし、この 2 つをエンゲージメント時の記録事項として残しています。

「その後の行動」というのは、「対話の概要」に書いてある内容に沿って企業側が行動を起こした時に記載するものです。当社では、この「その後の行動」を以てエンゲージメントが結実したと整理しています。なお、エンゲージメントの成果を ROE や株価で計測すべきという意見もありますが、ROE や株価はエンゲージメント成果以外の要素による変動が大きいという問題があります。現時点では企業アクションを以てエンゲージメント結実としていますが、ROE 等を用いた成果計測は検討課題と考えています。

一方で、エンゲージメント後に「その後の行動」が起こらないケースもあります。特に事業ポートフォリオ改革などは時間がかかるので、何回もエンゲージメントを繰り返して改善を促すという活動をしています。それでもなかなか変化が見られないケースに対応するため、レポートの 13 ページのようなエンゲージメントの多様化、集団的エンゲージメントが必要と考えています。エンゲージメントは原則単独で行いますが、さらに効果的に推進する手法として集団的エンゲージメントを活用するという整理です。こちらは、先ほど木村さんの話にもありましたが、集団的エンゲージメントの活用事例として「機関投資家協働対話フォーラム」を挙げています。当社も設立時からメンバーとして入っていますが、ここで参加メンバーが認識する共通の中期的テーマや企業の課題をエンゲージメントしていくプログラムになります。

III. ESG 投資への取組み

レポートの 40 ページを御覧ください。当社では「グローバルな企業行動指針などへの参加と活動」として、PRI や国連グローバル・コンパクト、Ceres、CDP などの国際的な枠組みを活用したエンゲージメントにも取り組んでおります。PRI では、主に 3 つのワーキング・グループ（パームオイル、水資源、森林資源）が活動していますが、例えばパ

ームオイルであれば世界の機関投資家 40 社強が参加し、この中の 5~6 社がリードマネージャーになって、ワーキング・グループの意見を取り纏めて問題のある企業にグローバルでエンゲージメントをしています。ちなみに、当社は各々のワーキング・グループでリードマネージャー若しくはこれに類する役割を担っており、日本の運用機関の中ではほぼ唯一の活動を行っていると自負しています。

パームオイルにおける問題は、乱開発による森林伐採やそれに伴う先住民への迫害、さらには児童労働や不法労働などが行われているケースがあります。バリューチェーンの企業がこうした問題のあるパームオイルを使用していないか、これをしっかりとチェックした上で、問題のあるパームオイルを使用しない等の改善を促しています。

具体的な事例については、レポートの 37 ページの Case C で挙げています。実際に現地を取材したり、関連する企業に直接往訪したりして、我々の意見を述べ、改善を促しています。同時に、パームオイルに関する適切なデータをモニタリングして、企業の改善度合いを確かめながら活動しています。

ESG エンゲージメントについては以上のような活動をしていますが、今後は気候変動への取り組みをより一層強化していくこととしています。2017 年 12 月の気候変動サミット (One Planet Summit) において、PRI と世界 4 地域の機関投資家団体の主導する新たなイニシアチブ「Climate Action 100+」に世界の 225 の機関投資家が参加し、5 年間に亘って温室効果ガスの削減に向けたエンゲージメントを共同で行うことが発表されました。対象となるのはグローバル企業 100 社で、日本企業も 10 社ほど選定されています。機関投資家として、日本からは当社ともう 1 社しか参加していませんが、当社は主にアジア太平洋地域を担当し、日本企業を中心にエンゲージメントを行う方針です。

当社は気候変動に関する PRI の各種ワーキン

グ・グループでリードマネージャーを務めてきた豊富な経験・ノウハウがあります。また、国内においてはパリ協定後の 2016 年より経験豊富なアナリストによる温室効果ガスに関するエンゲージメントも独自で行ってきました。こうした国内外での経験・知見をフルに活用して、気候変動に関するグローバルな ESG エンゲージメントを積極的に推進してまいります。

1 つ目のポイントであるエンゲージメントについては、以上です。

IV. 議決権行使について

次に、議決権行使についてお話しします。レポートの 5 ページのとおり、議決権行使ではプロセス全体の透明性向上が極めて大切だと考えています。議決権行使は、判断基準となるガイドラインがあり、そのガイドラインに則って行使判断をし、その行使結果をお客様に報告する、という 3 つがプロセスになりますが、それについて透明性を向上させる施策を行ってきました。

まず、先ほどご説明しましたスチュワードシップ活動諮問委員会を、この一連のプロセスをチェックする機関として 2017 年 1 月に設置しました。また、2 月には詳細な議決権行使ガイドラインの開示を行いました。このガイドラインには、議決権の行使判断の基本的な考え方や原則のほか、社内で使用していた具体的な数値基準を開示し、さらに過去の定性判断事例を全て類型化して諮問委員会でご審議いただいた上で例外規定として盛り込んであります。7 月に行使結果の個別開示をしましたが、個別開示では賛否のみならず、その理由、特に反対の理由が非常に重要です。この反対理由を理解していただくためにも、しっかりと詳細に書き込まれたガイドラインが必要であり、そのため、行使の原則、それに対する具体的な数値基準、その数値基準の例外規定に至るまで詳細に書き込んだガイドラインを開示しました。

個別開示では、当社は 2 つの特徴的な記載をしています。一つは、先ほどお話しした個別の賛否理

由の開示、もう一つは、当社の取引先に対して「取引先フラッグ」を付与したことです。取引先フラッグは社外の一般情報に基づいたもので、当社が主たる借入先である場合、もしくは当グループが株主名簿管理人である場合に付与しています。実際の反対比率を比較すると、当社全体の 12.1% に対して、取引先フラッグ付与先においては 12.3% になっており、取引の有無に関わらず、議決権行使ガイドラインに則ってしっかりと行使していることを数値的にお示しできたと思っています。なお、個別開示後の反応ですが、どこをどう解釈して反対になっているのか等の問い合わせがあつたほか、先進的な企業からは「基準がわかりやすくなつたので、どういう説明をしたら良いのか、どこに投資家と自分たちの論点の差があるのかというのがわかりやすくなつた」というコメントも頂いています。

V. お客様であるアセットオーナーへの報告

次にお客様であるアセットオーナーへの報告についてお話しします。お客様からはスチュワードシップ活動の体制やスチュワードシップ・コードへの取組み状況、エンゲージメントに向けた取引先企業の実態把握などの質問を多く頂きます。当社は、こうした質問に対して FAQ のような形で当レポートの中に全て織り込み、まずはお客様にご一読いただいた上で、必要であれば、さらに当社から往訪してディスカッションさせていただくこととしています。

VI. 非財務情報評価「MBIS」（エムビス）について

レポートの 26 ページをお開きください。次に非財務情報分析についてお話しします。私自身は入社以来 30 年弱、アナリスト業務に携わってきましたが、実は非財務情報や ESG 情報というものは、昔からアナリストが頭の中で意識して分析してきたことだと強く感じています。

アナリストというと、どうしても四半期や年間

の業績数値を追っていると思われるがちですが、中長期投資を行うために、企業価値が醸成されていく仕組み、投資等の企業アクションが中長期的に収益として結実していくプロセス、そしてこれを推進する経営力（ガバナンス）等、こうした要素を見極め、強み・課題を認識して、その改善のための仮説を構築して、その検証を行いながら改善を促していくことがアナリストの役割だと思っています。

また、企業活動が中長期的に環境・社会に好影響を与えるのか悪影響を及ぼすのか、こうした観点も非常に重要です。例えば海水の淡水化プラントや介護支援ロボットなどは ESG の E と S でプラスに貢献しており、かつビジネスとしても成立しているものです。したがって、ESG 要因の中でもこれらのように「経済価値が測定可能」および「具現化の時間軸が特定可能」なものについては、中長期的な要素として業績予想数値に織り込むことが可能と整理しています。しかし、中長期的に企業価値を左右する要素には、経済価値測定・時間軸特定が困難な要素も山ほどあるので、こうした定量化が難しい部分を定性的に評価する手法として、当社では非財務情報評価ツール「MBIS（エムビス）」を独自開発しました。

MBIS は Management（経営）、Business Franchise（事業基盤）、Industry（市場動向）、Strategy（事業戦略）の頭文字をとったもので、シニアアナリストの経験、頭の中にある仮説構築のプロセスを 51 の評価項目に落とし込んだ非財務情報評価ツールです。この 51 項目以外の項目で評価してはいけないというルールにしていますが、これは、各アナリストが勝手に項目を設定すると、業種特性や企業特性がどうしても出てしまうためです。項目を限定することで、業種横断の比較や利用者であるファンドマネージャーとのディスカッションをしやすくすることを意図しています。また、MBIS は企業の強みと同時に企業の課題抽出にも用いることができるので、この課題についての仮説を構築し、その仮説をエンゲージメントに用いる

という活用も可能です。

当社のアナリストの業務経験年数は平均 12 年程度ですが、私のように四半世紀以上やっている人間もいれば、まだ数年しか経験していない者もいます。一方で、スチュワードシップ・コード導入後は、エンゲージメントの場で、数年の経験者といえども一定のクオリティで意見を表明できるように組織的なレベルアップを進めていく必要があります。スチュワードシップ・コードの原則 7 というのは、実はこうした組織全体としてのクオリティ向上を求めているのだと私は理解しています。こうした中で、MBIS は人材育成ツールであり、企業の非財務情報を評価するツールであり、エンゲージメントの課題抽出ツールでもあると言えます。

私からのお話は以上とさせていただきます。

~~~~~

## 【討 論】

○山下 ありがとうございました。それでは、ただいまのご報告につきまして、どの点からでも結構かと思いますので、ご発言をお願いいたします。

【フェアディスクロージャー・ルールの適切な運用／エンゲージメントが「重要提案行為」に該当する可能性】

○川口 木村さんのご報告レジュメの 17 ページにある「今後の課題③」ですけれども、時間の関係で手短にお話をされたと思うのですが、2 つの点についてお伺いします。

まず、フェアディスクロージャー・ルールの適切な運用において課題があるのではないかという点です。フェアディスクロージャー・ルールがあるということで、特定の者に情報を伝えることができないから、情報提供をしない言い訳にされたり、あるいは、提供する情報が非常に少なくなったりしてしまうのではないかというようなことは、

前から言われていることだと思うのですけれども、実際にそういうことが起きるという認識なのでしょうか。アメリカではいろいろ実証研究が行われているようですが、実務をされている中においてどういう感触をお持ちなのか、というのが第 1 点です。

第 2 点は、「重要提案行為」の定義に係る法的論点の明確化が必要だという点です。これももう少し詳しく教えていただきたいと思います。後半の堀井さんからは、エンゲージメントをする際に重要提案行為にならないように配慮しているというご報告がありました。これに関連して、政令が定めている重要提案行為の中に、そのエンゲージメントにおいてどの部分が引っかかる可能性があるとお考えなのか、具体的に補足としてご説明いただければと思います。

○木村 まず、フェアディスクロージャー・ルールについては、実際の適用は 2018 年度からになると思いますので、具体的な事例としてどうかというところはまだあまり出ていないと思います。今、企業さんのほうでも、どこまで話せばいいのか、今まで個別のアナリストとのミーティングでいろいろと話をしてきたことの中でこれに該当するものとしてどういうものが出てくるのか、ということを勉強されているところだというふうに理解しております。そういう中で機関投資家として一番心配しているのは、いわゆる個別ミーティングというものに対して、企業が極端に制限的といいますか、心配するようなことになるのではないか、ならないようにしてほしいなという、そういったところでございます。

今は、機関投資家側と企業側のそれぞれが、いろいろな研究会や勉強会の場で、こういった形の運用ならばいいのではないかということを研究されているという段階だと理解しております。

それから、重要提案行為につきましては、ご存じのように、個々の企業とのエンゲージメントやミーティングということになると、特に日本の場合は、例えば、資本効率が非常に悪い、ROE が低

い、配当性向がどうだというようなことが話題になってくる。その中で、法律の文言を厳密に見ていくと、例えば、今は配当が非常に少ないし、キャッシュも非常に余っているので、もっと配当を増やしたらいかがですかと言えば、これは重要提案行為になるのですかという、具体的にはそういうところです。非常に多くのものが重要提案行為に該当する項目として列挙されていますので、実際にミーティングをする運用機関のアナリストの皆さんには多分、非常に気を遣って話をされていると思います。

今のところ、そういう個別のミーティングの中で、普通の機関投資家さんが何かお話をされた中で、企業から「これは重要提案行為でしょう」と指摘されたというような話は聞いたことはないのですが、実際に対話をするアナリストの立場から言うと、かなり気を遣って話をされているだろうということでございます。

○堀井 重要提案行為に関するリスクは、完全に排除することは難しいと考えています。当社が意見として述べた場合でも、企業側に「それは提案でしょう」と言わになってしまう可能性があるからです。したがって、どういう項目が重要提案行為に該当するか等、当然ですが社内勉強会等により周知させています。ただ、エンゲージメントにおける話の流れや問い合わせ方、こちらの真意の伝え方によって、同じ内容をアプローチしても、企業側に重要提案行為とは取られず、建設的な意見として受け入れられる場合もあると思います。

機関投資家は、企業に改善してもらいたいと考えて仮説を構築し、その仮説の実現可能性を検証するためにエンゲージメントをしています。その際に「〇〇しなければならない」と求めてしまうと提案と取られるだろうと思います。しかし、例えば「我々の考え方としてこういった選択肢がある」とか「ライバル企業においてはこういった形の対応をしているところもあるが、貴社はその点についてどのような考え方をお持ちなのか」という言い方をすれば、問うている内容が同じでも、提

案と取られる可能性は低くなると思います。まずは断定的に何かを求めたり言ったりしないことが、入り口として大事だと思っています。

#### 【スチュワードシップ活動に伴うコスト】

○前田 ご報告の中でご紹介くださいましたさまざまなスチュワードシップ活動には、相当大きなコストがかかるのではないかと思います。そして、機関投資家のスチュワードシップ活動によって、スチュワードシップ・コードの狙いどおりにうまく投資先企業の企業価値が増加することになっても、機関投資家にとっては、トータルでは費用倒れになることがあるのではないかと思います。つまり、費用だけ考えれば、何もしないか、あるいは株式を売却してしまうのが合理的だという場合があり得るのではないかと思うのですけれども、他方で、費用倒れになることだけでエクスプレインできる理由になってしまふと、スチュワードシップ・コードの目的は実現しないことになるのではないかと思います。こういうスチュワードシップ活動に伴うコストに対してはどういうスタンスをとっておられるのか、お聞かせいただければ幸いです。

○堀井 非常に難しい質問だと思います。パッシブ運用は、コストをできるだけ抑制して運用するというのが、一般的な認識だと思います。また、アクティブ運用には売却という選択肢がありますが、パッシブ運用はインデックスに含まれる銘柄を継続的に保有して売却の選択肢がないという特徴もあります。

当社はパッシブとアクティブの両方を受託している運用機関ですが、リサーチやスチュワードシップ活動のコストは「当社全体の共通基盤として必要なコスト」と認識しています。これは、エンゲージメントは保有・非保有の区別無く、時価総額カバー率等を考慮した一定のユニバースに対して網羅的に行うべきものと考えているからです。

当社では、エンゲージメントによる市場全体の底上げとともに、企業の「変化の兆し」をいち早

く捉えて超過収益の獲得に繋げる努力をしています。そのためにアクティブの保有・非保有を問わず一定のユニバースに対して先ほどご説明したMBISを付与してエンゲージメントを行い、企業に価値改善を促す活動をしています。これはパッシブ運用の観点であれば市場全体の底上げにつながる活動ですが、アクティブ運用の観点でも「変化の兆し」がある銘柄の発掘につながる活動と捉えています。こうした理由から「エンゲージメントコストは共通基盤」という考え方になるのです。

また、企業に価値改善を促す「エンゲージメント」というのは、アナリスト活動の中で昔から行っていたもので（昔はそのような言葉はありませんでしたが）、当社は1990年代末よりリサーチ強化に力を注いで相応の陣容維持、活動内容の高度化をしてきました。したがって、エンゲージメントコストが新たに発生したコストという意識や、スチュワードシップ活動のコストが重くなっているという認識はありません。

○加藤 関連した質問をさせていただきたいと思います。今のお話ですと、スチュワードシップ活動のコストというのは、決してパッシブ運用とアクティブ運用で分けられているわけではなくて、いわば機関投資家に運用を委託する投資家が全体として共通して負担しているということですね。

○堀井 はい。

○加藤 しかし、スチュワードシップ活動によって得られる利益というのは、明らかにアクティブ運用のほうが多いような気がするのです。たとえば、スチュワードシップ活動の対象となった投資先について、アクティブ運用を委託している投資家のために保有している割合の方が多いように思うのです。このことを、パッシブ運用を委託している投資家の立場から見ると、アクティブ運用を委託している投資家の利益になるようなスチュワードシップ活動のコストを負担させられているということになるのでしょうか。要は、コストの負担が厳密にパッシブ運用とアクティブ運用で分

けられていないということについて、それは一種の何か不公平のような気もしてしまうのですけれども。

○堀井 でも、それは私の場合は考え方方が違いまして、組織体の共通基盤という考え方です。

○加藤 運用を機関投資家に委託する際の必要経費ということでしょうか。

○堀井 必要経費と言ってしまえばそうかもしれません。当社においては、リサーチ機能は運用の共通基盤なのであえて分ける必要もないだろうという考え方から、先ほどのような説明になります。

#### 【スチュワードシップ・コードの策定が機関投資家にもたらした変化】

○加藤 もう一点お伺いしたいのですが、スチュワードシップ・コードが何を変えたのかということです。これまでに、スチュワードシップ・コードが策定される前から、個々のアナリストの方々がESGなどのことについても考慮されていろいろとレポートを書かれてきたということをご説明いただきました。そこで質問なのですが、例えばスチュワードシップ活動の内容や程度ということについて、スチュワードシップ・コードの策定の前後で、三井住友信託銀行の中でも変化があったのでしょうか。

イギリスでスチュワードシップ・コードが策定されたときに相当議論されたようですが、機関投資家がスチュワードシップ活動に積極的ではなかったのは、特に分散投資を行う機関投資家にとって、そもそもそのような活動をすることが経済合理性に反していたからではないか、といった見解もあったようです。三井住友信託銀行としては、スチュワードシップ・コードの策定前から、パッシブ運用とアクティブ運用の両方を受託している機関投資家として、いわば共通する基盤としてスチュワードシップ活動というものを現在とほぼ同じ程度で行ってきたという、そういう理解でよろしいですか。

○堀井 スチュワードシップ・コードの導入前

後で当社の活動がまったく同じである、ということではありません。導入前後での最大の差は、個々人で異なる活動のクオリティを、組織レベルで高度化・均質化する必要が出てきたことと認識しています。先ほどお話をしたとおり、当然ですが、組織としては経験の豊富なアナリストと研鑽中のアナリストが存在します。スチュワードシップ・コード導入後は、経験の如何を問わず企業に意見を述べて改善を促すことが求められるようになったので、経験豊富なアナリストの知見・ノウハウを組織全体に共有化して、全体の均質化を図ることが必要になりました。そのためにMBISを導入し、エンゲージメントプロセスを確立したということです。

また、スチュワードシップ・コード導入前は、機関投資家は企業の情報発信に対して受動的で良かったのですが、導入後は能動的に対話をしていくなければいけなくなりました。能動と受動は全く異なり、受動は一定程度の能力があれば誰でもできますが、能動はできる人間が限定されるので、それを組織的にアプローチするにはどのように高度化していくのか、ここへの対応が決定的に違うということです。

○加藤 わかりました。ありがとうございます。

#### 【パッシブ運用におけるスチュワードシップ活動の内容】

○船津 引き続きパッシブの話をちょっとお聞かせいただきたいのですが、改訂履歴付きの日本版スチュワードシップ・コードの13ページにある、全文赤字の——すなわち今回の改訂で新設された——指針4-2の中に、パッシブ運用について書いてあります。ここでは、パッシブ運用については「より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである」と書いてあるわけですけれども、私自身、パッシブでどういうことが目的を持った対話になり、議決権行使になるのか、いま一つイメージできておりません。それで、三井住友信託銀行さんのイメージでも結構で

すし、あるいは一般的な機関投資家としてはどのような認識で現在取り組まれようとしているのかということについて、個別であれば堀井さんに、一般的な傾向であれば木村さんにお聞かせいただければと思います。

○堀井 先ほどご説明したとおりで、まずは「当社ではアクティブ・パッシブの区別無く、エンゲージメントを行っている」という回答になります。

ただ、海外で行われている手法としてご紹介しますが、ESGリスクを徹底的に分析して投資対象から除外する「ダイベストメント」という手法があります。例えば、石炭火力発電の会社は気候変動に悪影響を与えており、パッシブ運用とは言えこののような会社に投資すべきではない、もしくはアセットオーナーとして自らの資金をこうした企業の株に投資してほしくない、という考え方に基づいて、お客様の合意のもとで除外するケースが存在します。また、中長期的視点でEやSに悪影響を与える、社会の価値を毀損するような会社に対して、まずエンゲージメントによって当該企業に改善を促し、それでも動かない場合は議決権行使で経営者に反対をしていくという手法もあります。

○木村 私は今は実務から離れておりますが、パッシブのエンゲージメントについて、2つくらい加えさせていただこうかと思います。

一つは、三井住友信託銀行さんのようにアクティブ運用とパッシブ運用の両方の部門を持っていて、もともとアナリストがいる機関投資家については、そういうことをうまく活用すればいいということだと思います。一方、パッシブ・オンリーデやっている機関投資家の場合でも——例えばアメリカのバンガードやブラックロックには一部アクティブ運用もあると思いますけれども、それでもパッシブがとても巨大になっていれば、エンゲージメントのコストといつても、恐らく全体のコストの中で完全に吸収されてしまう、例えば専門のエンゲージメントチームを20~30人ほど抱えても、全体の中で完全に吸収されてしまうという

ことになると思います。

それでは、パッシブなのになぜエンゲージメントをやらなければいけないのかとなると、それは、20年前や30年前のようにパッシブ運用の比率が全体の中で非常に小さいときは、いわばただ乗りと言うと言葉は悪いのですが、要するに市場全体に乗つかっているのが一番効率的ですよということだったと思いますけれども、今やもうパッシブ運用者の動きがマーケットを動かすようになってきているとすると、やはり積極的に全体の市場をよりよくするように努めていき、それによって市場が改善すれば、自分たちの運用の成績といいますか、顧客が潤うことによって、さらに自分たちの事業も拡大していくというような、そういうつながりになってくるということだと思いますので、そういう形でパッシブ運用の大手さんは努力をされているのかなというのが一つです。

日本ではあまりないのですけれども、パッシブ・オンリーの機関投資家さんで、しかも例えばアナリストのようなチームも全く抱えていない、個別の企業の評価をしていない場合は、例えば議決権行使についてもかなり外部のリソースを利用するとか、エンゲージメントについても外部の専門のサービスを利用するとか、そういう形で取り組んでいます。その場合に、もし新規にそういうことを始めるなりますと、先ほどご質問があったように、やはりその分は新規のコストアップということにはなるのだろうと思いますが、それを会社全体の中でどのように考えていくのかというのは、単純にエンゲージメントをしたからコストが増えたので、そのコストの分だけ利益が減りました、といった話でも必ずしもないだらうとは思います。

日本では、繰り返しますが、パッシブ・オンリーでやっている金融機関さんは、私は記憶がないのですが、多分ないのではないでしょうか。ただ1つだけ、企業年金連合会さんの自家運用の部分については、パッシブ・オンリーです。したがって、企業年金連合会さんは、もともと議決権行使

などでも外部のリソースをかなり利用されていると思いますし、エンゲージメントについてもそのような形をとっておられるかと思います。

○船津 素的な質問をさせていただきたいのですが、パッシブと言った場合にどこまでが含まれるのかということについて、ちょっとよくわからないところがありまして、私にとってパッシブとして一番わかりやすいTOPIX連動について考えた場合、それでネガティブ・スクリーニングなどが効くのだろうかということを思ったりするわけです。スチュワードシップ・コードの指針4-2としてパッシブ運用への言及が加わったのだという理解をした場合、これはあくまでも、その会社がやっている特徴的なパッシブについてどのようなことをしていますかということを述べる、そういう指針なのだというふうに理解がされているということなのでしょうか。

○堀井 一般的にパッシブ運用というと、2,000銘柄を超えるTOPIXにぴったりと連動させる方式が主流ですが、先ほどご説明したとおり、海外には一定の条件に基づいたダイベストメントもあります。悪影響を及ぼす企業を除外するというこの手法には、一定の成果があるとされており、日本においても徐々に普及する可能性はあるのではないかでしょうか。また、その時のスクリーニング基準としてESGを用いることも普及が進むのではないかと思います。

○船津 ありがとうございます。

【アセットオーナーによる運用機関のモニタリング等】

○森田 私は昔、機関投資家の勉強をしたことがあって、そのときには、機関投資家は、アメリカの労働省がエイボンレターというもので語ったような、企業年金の運用では受益者の利益のため行動すべきだ、というフィデューシャリー的な観点から議決権行使もきちんとしなさいよ、というような法的な枠組みがあったと思うのですけれども、今お聞きしていると、うちに任せてくれた

らスチュワードシップ活動でよそよりもたくさんもうかりますよと、ご説明いただいたスチュワードシップ活動の位置づけについては、このように捉えればいいのでしょうか。

○堀井 申しぐめありません。ご質問の趣旨が良く理解できておりませんので、もう一度お願ひでありますか。

○森田 要するに、今の企業年金連合会さんがおっしゃっているように、労働者の方々のお金がそこに集まってきていて、それを効率的に運用してほしいというときに、例えば、お金について主に言われるけれども、女性差別をしているような会社には投資するなよとか、子供・未成年を酷使しているような会社には投資するなよとか、例えばそのような労働者の株主様が怒るようなことも含めて、要するに、実質持主の意向を忖度して行動しなさいということではないのかなと。それが法的義務にまでなっているのがアメリカの労働省のエイボンレターだと思うのですが、そういう考え方方は機関投資家の方々からはあまり感じられないのですけれども、いかがでしょうか。

○堀井 当然ですが、運用は受益者のために行っているのであり、先ほどの児童労働や女性差別の問題については、違法性を検証の上で投資対象にすべきではない等の行動が必要になると思います。

○森田 すべきではないというのは、どこから来ていますでしょうか。

○堀井 スチュワードシップ・コードの受託者責任に基づいています。

○森田 それは投資ということについての倫理から来ているのでしょうか、あるいは機関投資家側から要望として出てくるのでしょうか。

○木村 ご質問の趣旨は、アセットオーナーさん、つまり年金基金さんとその資金を運用している受託運用機関の関係ということかと思うのですけれども、それでよろしいですか。

○森田 そうです。

○木村 年金基金さんの立場から言いますと、

直接自分で株式に投資をしていない、運用機関さんに運用を委託しておられるという場合は、当然ながら、運用機関をきちんとモニターするというのが年金基金さんの責任という形になっていると思います。ですから、基金によっては、例えば企業年金連合会さんですと自家運用の部分もあるので、独自の議決権行使の基準とかも示しておられるということもご説明しましたけれども、運用機関さんを選定するときに、それぞれの運用機関がどういう活動をしていて、例えば議決権行使の基準はどうなっていて、運用の体制がどうなっている、といったことを十分に審査した上で運用機関に委託をされるという形になっていると思います。したがって、必ずしも年金基金さんが何か直接にご自分で企業に対して活動をするということではなくても、それを委託しているところはきちんとモニターをするという流れかと思います。

ついでながら、例えば海外の大手の年金基金さんの中には、自分で直接運用している部分もかなりたくさん持っておられる基金さんが多いのですね。日本では、企業年金連合会さん以外に自分で運用している年金さんはなくて、全て外部の運用機関に委託されていますので、繰り返しになりますが、まさに運用機関をモニターするという形になっているかと思いますし、GPIFさんのスチュワードシップ活動の方針でも、運用機関をきちんとモニターするというふうに方針として出されていると思います。

○森田 わかりました。多分そうだと思うのですけれども、そのときのスチュワードシップ・コードの位置づけがどうなのかということです。つまり、スチュワードシップ・コードが言っているようなことを守っているような受託機関こそが望ましい機関であるというふうに、スチュワードシップ・コードが役立っているのかどうかということです。

○堀井 それはおっしゃるとおりです。スチュワードシップ・コードでは受託者責任を全うすることが求められており、それに反する行動をすれ

ばお客様が資金を引き揚げられ、運用者として運用ができなくなるということになるでしょう。

○森田 わかりました。

#### 【機関投資家との対話に対する発行会社の姿勢】

○森田 それからもう一つ質問させてもらいたいのは、昔、私が習ったものの中にIRというのがあったのです。今でもインベスター・リレイションズとして、発行会社が証券会社等を通じてIR活動をしているというようなことをよく聞くのですけれども、そのIR活動と、このスチュワードシップ活動におけるエンゲージメントとどこが違うのか、私はもう一つよくわからないのですけれども、それを説明してもらえませんか。

○堀井 IRは主語が企業であり、企業が情報開示をして自分たちをより深く知ってもらうという活動になります。一方、スチュワードシップ活動のエンゲージメントは主語が機関投資家であり、機関投資家が仮説を持ち込んで企業に変化を促していくという能動的な活動になります。

○森田 そのときに気になるのですが、発行会社のほうで、例えばあなた方が電話してお会いしたいと言ったら、必ず会ってきますか。

○堀井 当社の場合は比較的お会いいただけますが、全部がそうとは言い切れません。

○森田 それは、あなたのところでは、あなたのところだけが個別的に行かれるわけですね。

○堀井 はい。お会いする際は当社の仮説を持ち込むことになりますので、原則として他の機関投資家と一緒にには行きません。

○森田 面会を求めて意見を聞いていくという感じで、そのときに相手方には、多分、答える義務とか何か法的なものは全くないという状況ですよね。

○堀井 法的なものはないのではないかと思います。

○森田 ないでしょうね。そうすると、うそをつくかもしれませんね。

○加藤 発行会社の機関投資家との対話に対す

る姿勢についてですが、コーポレートガバナンス・コードをあわせて読む必要があると思います。コーポレートガバナンス・コードでは、機関投資家と対話をすることがベストプラクティスとされています。

○森田 コードレベルではそうなっていますね。はい、わかりました。

#### 【スチュワードシップ活動の評価機関】

○梅本 スチュワードシップ・コードの受入れ状況について、木村さんは大部分の機関投資家が受入れを表明したというふうにおっしゃいました。ところで、このスチュワードシップ活動というのは、先ほどコストとパフォーマンスのお話が出ましたが、公共財的なものとみることができます。つまり、個々の機関投資家にとってはほかの機関投資家がやってくれて、その利益に自分たちがフリーライドできれば、費用対効果的には最もありがたいものですよね。例えばイギリスは、それゆえかどうかわからないのですけれども、Financial Conduct Authority (FRC) がティアリング、つまり、きちんとやっているところとやっていないところを、Tier 1、Tier 2という形でアセットオーナー、運用者、それから助言機関の区分ごとにランク付けして去年あたりから公表しています。日本では、受入れはしたけれども、どの程度まじめにやっているかという評価をやっているところがあるのかどうか。あるいは、これからそういった取組みというのはあり得るのかどうなのか、教えていただければ幸いです。

○木村 恐らく今、運用機関がきちんと活動しているかどうかを評価されているのは、例えばGPIFさんのような運用を委託されている機関ということになるだろうと思います。それを総合的にというか、全産業を見回して、ここはきちんとやっているとか、やっていないとかを評価している機関というのは、現状では、私の知る限りでは無いのではないかと思います。

先ほどのイギリスの場合は、ご指摘のようにFRC、

日本で言えば金融庁がスチュワードシップ・コードにサインしましたという会社を実際に調べて、Tier 1、Tier 2などに分けたということだと思いますが、将来、金融庁さんがそういうことをされるかどうかちょっとわかりませんけれども、現状では、各運用機関さんは、それぞれの運用を受託している年金基金さんとかアセットオーナーさんの評価を受けているということかと思います。堀井さん、それでよろしいですか。

○堀井 はい。そのように認識しております。

○梅本 ありがとうございます。

#### 【会社に意見を受け入れてもらえないケース／スチュワードシップ研究会の活動内容等】

○飯田 木村さんのご報告のレジュメの16ページで、安定株主比率が高いとのことでしたが、エンゲージメントや対話という中で、ある意味敵対的な意見というか、会社側が必ずしも賛同してくれない意見を発したときに、意見の内容をどうやって実現していこうと一般的に考えられているのでしょうか。これが1点目です。

2点目は、スチュワードシップ研究会はどういう組織なのですかという質問です。勉強会、意見交換、研鑽の場と書かれているのですが、広い意味では、協働エンゲージメントや集団エンゲージメントの第一歩のようなことなのかなというふうに思いました。それとの絡みで、イギリスであれば、集団エンゲージメントや協働エンゲージメントというのはかなり言われて、実際に行われていると思いますし、シティ・コードなどのルールでもいろいろと考慮されていると思いますが、日本ではほとんどそういう考慮がないというか、大量保有報告の共同保有などの極めて広い概念になっていると思うのですけれども、そのあたりに何か問題をお感じではないかなということを教えていただければと思います。

○木村 どう実現するかは……。そうですね、今、例えば国内あるいは海外の多くの機関投資家が反対だというような株主総会の議決権行使の結

果について見ても、反対比率がかなり高いケースはあっても、50%以上の反対が集まるようなケースはめったにない。実際に、例えば経営トップの選任で30%ぐらい反対があるようなケース——何か特殊な要因、大株主と対立するといったことはちょっと置いておいても、普通の機関投資家が普通に行使してかなりの反対が集まっているようなケースでも、必ずしも会社側から十分な説明や対応策の実施というようなことはないのが現状ですので、機関投資家としては、今のところは、とりあえずは、粘り強く、まさにそういうことについて企業さんとの対話を進めていくということしかないのかなと思っています。

一方で、今のスチュワードシップ・コード等の議論の中では、政策保有株式等については、政策的にもいろいろな議題としてはかなり挙がってきており、前向きに考えていただいている企業では、政策保有株式についても、かなり動きが変わっているのかなというふうには思っています。

ですので、安定株主でがっちりと固まっているともしないという会社さんを動かすのはなかなか大変だという、正直なところ、そういう感じです。

○堀井 あくまでも印象論ですが、今は、議決権行使の賛成比率は90%台が普通で、90%を切ると良くは見られていない、80%を切るような水準では否決に等しいと考えるようになってきていると思います。企業は以前よりも行使結果に敏感になっているとともに意識も変化しており、80%台の結果が出た場合は、何か対応をしなければならないと認識される経営者が増えているようですので、意思表示は大事だと思っています。

○木村 2番目のスチュワードシップ研究会についてのご質問について、本日の資料の中では、特に会の紹介をしていなかったと思いますが、原則として、機関投資家の皆さん個人としての会員組織という形になっています。実際には議決権行使の担当者とか、スチュワードシップの担当者

とか、そういった方に多く参加していただいて、個人として知見を広げるというか、いろいろなテーマについて勉強会や意見交換会を行っています。

それから、そういった勉強会などでの意見を踏まえて、例えば金融庁とか東京証券取引所とかでパブリックコメント等がありますので、そういったものにはできるだけ投資家としての意見を出していったりとか、別にパブコメでなくても、金融庁、東京証券取引所さんとのミーティングもさせていただいたりということで、当局等への意見の提案などをしていくということが2つ目です。

3つ目は、ささやかですけれども、ホームページにはブログがあって、我々の意見などをそこで発信しようということで、意見発信などをやっています。

それで、先ほどご質問にありました、それが集団エンゲージメント的なことになっていくかというと、この会 자체ではそれは考えていないということです。機関投資家の皆さんに横のつながりができますので、そういう方たちが自主的に集まって、まとまって何か活動しようというふうになることもないとは言えないのですが、現状では、少なくともスチュワードシップ研究会については、それはないだろうというふうに思っています。

そこで、まさに協働対話を進めるためのフォーラムということで、今回5社が参加されていますけれども、5社で協働対話の活動を始めてみようということで、機関投資家協働対話フォーラムをスタートしたというところです。まだこちらも、具体的に企業とどういうアジェンダでやっていくかというようなことについては今まさに協議中のところなので、これからなのですけれども、そういうものは今スタートしたところという形です。

○堀井 最終的な投資判断や議決権行使は機関投資家が個別独自に行うとしても、判断の手前の段階として、自らの問題認識や事象の捉え方が正しいのかどうかを様々な意見を聞きながら微調整をしていくために、こうした場は非常に有意義だと思います。

#### 【環境保護団体等から機関投資家への働きかけの有無】

○松尾 今ちょっと個人的に関心を持っていることとの関係ですけれども、アメリカやイギリスを見ていますと、投資先のESG評価が重要になっていることとの関係で、従来社会的な提案をやっていた環境保護団体などといったところが、機関投資家に働きかけて、議案作成に協力してもらうなどして、実際に提案が通っているケースも幾つか見たことがあるのですが、日本でも、そういう団体から何かアプローチがあつたりするのでしょうか。

○堀井 日本ではまだ具体的にはありません。

○松尾 ありそうなこともないですか。（笑）

○堀井 当社は国際的な枠組みを活用して海外活動を行っていますが、こうした団体の方と接触する機会は、当然ですが多くあります。彼らは、当社も含めて日本の投資家のESGへの意識はまだまだ低いので、何を言っても駄目と思っているのかもしれません。

しかし、ここ1～2年で日本の投資家のESGへの取組みの度合いはかなり高くなっています、今後はおっしゃったようなアプローチが増えてくるのではないかと思います。

○松尾 ありがとうございます。

#### 【議決権行使助言会社】

○森田 ちょっとそれに関連するのですけれども、議決権行使のアドバイス会社みたいなものがありますて、この議案には賛成しますとか、賛成しませんとか、何かそのようなことを機関投資家に提案するような機関があるやに聞いておりますが、皆さん方のところではそのようなものもご利用になっているということでしょうか。

○堀井 いわゆる議決権行使助言会社のことだと思いますが、当社は、国内では基本的に使っておりません。ただ、利益相反管理の観点から、自社株の議決権の行使については、議決権行使助言会

社を使用しています。

したがって、一般的な話になってしまいますが、議決権行使助言会社については、自社の行使判断のチェックツールとしての使い方、または、パッシブ運用者として低コスト化のために丸々委託するという使い方があると思います。投資家ごとの考え方とは思いますが、議決権行使の判断責任は受託者にあるので、個人的には丸投げはどうかと考えています。一方、チェックツールとしての活用はコストダウン面でも有用ですが、現状は議決権行使ガイドラインの高度化を進めるためにも、一定程度は自らが行ったほうが良いとの考えから助言会社は使用していません。これは未来永劫使わないということではなくて、将来的には、コストダウンの観点から使用もあり得るとご理解ください。

○森田 今のところは、自分達ができるということですね。

○堀井 そのようにご理解ください。

○森田 ありがとうございました。

#### 【アセットオーナーの評価に占める ESG 要素の度合い／重視すべき ESG 課題の選定基準】

○久保 先ほどの松尾先生のご質問ともちょっと関連することになろうかと思いますが、ESG 活動に関して、先ほど松尾先生は、NGO などといったところからのアプローチがあるかというような質問をされたかと思うのですけれども、今後、運用を委託する側からのアプローチというのは、そういう点に関してどの程度あるのかというのが第1点です。つまり、運用を委託してくる側の企業が、例えば ESG の内容をどれほど重視して委託先を選定するのか、あるいは委託するときに、運用の際にこういうことをこれくらい重視してくださいというようなことを言ってくるのか。運用先の選定に ESG というものが実際どれくらい効いていているのかというのがまず第1点。

第2点として、各運用機関がそれぞれ ESG の内容としてどういったものを重視するのかというこ

とがあるのだろうと思いますが、それを決める際にどういった要素を考慮して決定しているのか。例えば、先ほどはパームオイルに関して一生懸命にやっていますというようなご説明もあったかと思うのですけれども、ESG 活動というのはほかにもいろいろあるわけですよね。いろいろある中で、うちの会社はここを重視しますといったことをどのように選定されていくのか。そこに例えば ESG をめぐる市場原理のようなものがあるのかどうかというようなことにちょっと興味があって質問をしているのですけれども、どういった形でそういうものが選定されているのか、それに対して運用を委託する会社がどれほどそれを重視しているのかということについてご感触があれば、お聞かせ願いたいと思います。

○堀井 これもお話しできる範囲になりますが、明らかに ESG 要素への取組みが重要度を増していると思います。アセットオーナー側の評価基準の中で ESG の要素が高まっていることは我々もひしひしと感じるところです。

アセットオーナーとの面談時間の増加とともに、ESG 活動に関する質問をするアセットオーナーの数も非常に増えています。こうした報告を求められているという背景もあって、今回スチュワードシップ・レポートを纏めました。

2つ目の質問ですが、ESG のテーマは多岐にわたるというのは、全くおっしゃるとおりです。当社の場合、ESG 課題への対応としては、PRI に最初に署名する等、早めにスタートしており、その PRI で最初に取り組んだテーマがパームオイルでしたので、事例としてご紹介しました。実際は水資源や森林資源、家畜の抗生物質の問題、漁業資源の問題等々、ESG 課題は山ほどあり、その中でどういった活動テーマがより多くの投資先企業の改善に結びつくかが、大きなポイントだと思います。

また、当社単独で取り組んでも、当然ですが世界全体への影響力は限定的なので、国際機関や国際的枠組みを活用することが最も効果的と考えて、PRI や Ceres へのアプローチを積極的に行ってき

ました。したがって、ESG 課題の一つ一つの重要度ではなく、インパクトの有無や大きさという意味で重要度があると思います。

一方、ESG 関連では、先ほどのご質問の児童労働等の社会課題に関しては、議決権行使での対応が可能な部分も多いと思っています。環境問題に議決権行使で対応するのは難しい部分も多いのですが、労働問題は社会的規範に違反しているケースなので、経営として責任があるという投資家行動が取れるということです。この部分は我々独自でも十分に対応可能であると整理しています。

○木村 今のご説明の補足ですけれども、私のレジュメの8ページで、GPIF さんのスチュワードシップ活動原則を紹介しています。先ほどのご質問とも関連するのですが、これは、GPIF ではなく運用受託機関がこれらの記載事項を実施すること、という原則です。この中の4番目として、ESG 課題に取り組むことというものが示されています。そして、定性評価に ESG を反映しますということを出されています。やはり GPIF さんというのは、多くの年金基金さんの一つのスタンダードになりますので、そういう意味では、今後多くの年金基金さんでもこういった考え方を取り入れられてくるのかなというふうに予想しているというところでございます。

それから、どういうテーマが、ということについては、E とか S というのは、結局世の中の活動全部といったようなところがあつて、最近は多分、企業さんとのディスカッションの中では、統合報告的な考え方方が非常に広がってきていて、その中で「マテリアリティ」という単語がブームになっています。要するに、E とか S のいろいろな課題がある中で、企業の長期的な成長という観点から非常に重要な影響を与えるテーマはどれだと。それは、パームオイルの問題が非常に重要な会社もあるでしょうし、CO<sub>2</sub> の排出が非常に重要な問題の会社もあるでしょうし、いろいろと会社ごとにあって違うので、それぞれの会社ごとの重要度というものを、会社にも出してほしいし、機関投資

家のほうでもそれを評価していきたいというのが、一つの流れであるというように考えています。

○山下 予定の時間が参りました。まだご質問があろうかと思いますが、今日はこれぐらいにしたいと思います。

木村さんと堀井さんには大変貴重なお話を伺いまして、まことにありがとうございます。御礼申し上げます。

それでは、本日の研究会は以上で終了いたします。