



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

議決権行使助言会社（2）－利用者の実務－

2021年10月22日（金）15:00～16:58

オンライン開催

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	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
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
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
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教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

議決権行使助言会社（2）－利用者の実務－

「機関投資家における議決権行使・エンゲージメント活動について」

ブラックロック・ジャパン株式会社
インベストメント・スチュワードシップ部
部長 マネージング・ディレクター
江 良 明 嗣 氏
ディレクター 藤 木 彩 氏

目 次

- | | |
|---|---|
| <p>1. ブラックロックのステュワードシップ活動</p> <p>ブラックロックの概要
ブラックロックのステュワードシップ体制
日本における投資先企業の収益力の強化に向けたステュワードシップ活動の方針
日本における議決権行使の状況
サステナビリティ関連テーマについての対話を強化
日本におけるエンゲージメントの状況</p> <p>2. 議決権行使プロセス</p> <p>議決権行使の体制及びプロセス
議決権行使とエンゲージメントの一体的運用
株主総会の特定日の集中
電子行使プラットフォームの導入
議決権行使助言会社の活用</p> | <p>3. ブラックロックのエンゲージメント活動</p> <p>エンゲージメントの重点項目
日本における重点対話項目
エンゲージメントにおける優先度の決定プロセス
株主提案への対応</p> <p>4. 議決権行使方針の主な方針</p> <p>議決権行使ガイドラインの基本的な考え方
取締役選任議案（2022年1月以降）
社外取締役・社外監査役の当社の独立性基準
買収防衛策議案－3つの視点で検討
議決権行使ガイドラインの直近の主な改定
2021年の議決権行使における気候変動の取り組み
まとめ
討論</p> |
|---|---|

○川口 それでは、定刻になりましたので、JPX 金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、「議決権行使助言会社」の2回目として、「利用者の実務」について、ブラックロック・ジャパン株式会社のインベストメント・スチュワードシップ部の江良部長と藤木様からご報告

をいただきます。

それでは、どうぞよろしくお願いいいたします。

○江良 本日は貴重な機会にお招きいただきまして、ありがとうございます。改めまして、ブラックロックの江良と申します。

資料に基づいて、我々の活動内容、どのような考え方で議決権行使をしているのか、その中で議決権行使助言会社をどのように活用しているのか、ご説明させていただければと思っております。

全体では4つのパートをご用意しております。まずは活動の全体像、議決権行使のプロセスを紹介して、その後にエンゲージメントの実務、この3つを私の方から説明させていただきまして、最後に議決権行使の考え方と実際の議決権行使ガイドラインについて、藤木よりご説明をさせていただければと思います。

1. ブラックロックのステュワードシップ活動

ブラックロックの概要

ブラックロックは、米国NYSEに上場している運用会社として、世界中のお客様から資金をお預かりし、それを運用させていただいております。

運用資産残高は900兆円を超え、お預かりした資金を様々な資産に投資をさせていただいております。投資先資産の規模として大きいのは株式でして、半分ぐらいを全世界の株式に投資をしており、その内訳ではパッシブ投資戦略の規模が大きいという特徴がございます。また、アクティブのボトムアップで様々な投資判断をしているものについても、パッシブに比べて10分の1ではありますが、絶対額で見ると4,100億ドルということで、それなりの規模がございます。

ブラックロックというと、パッシブ投資家でしょうと言われることが非常に多いのですが、一歩引いて見ていただくと、確かにパッシブが大きいのはそのとおりですが、アクティブ投資もかなり積極的に展開しております。また、そのほかの資産、債券であったり、プライベートエクイティ投資であったり、ファンド・オブ・ファンズといった様々な運用戦略というものも提供してございまして、資産運用においてのデパートのようなラインナップをしているという会社でございます。

ブラックロックのステュワードシップ体制

その中で、私と藤木が属している部といいますかチームは、インベストメント・ステュワードシップ部です。ステュワードシップ活動は、議決権行使とそれに伴う対話・エンゲージメントの大きく2つがございます。

我々の特徴としては、世界中で各国市場ごとに、その市場に精通した人間を専任担当者として置くということがございます。例えば、日本企業についての議決権行使やエンゲージメントは、全てこの東京オフィスに拠点を置くチームで実施しています。

議決権行使と対話については我々が一括してステュワードシップ活動を担うことで、ブラックロックとして一つの声といいますか発信力を持つことが可能となります。

そのような同様の考え方で、ほかの拠点についても設計されているということがございます。したがって、アメリカ企業への議決権行使やエンゲージメントであれば、米国のチームが担当するという、そのような考え方に基づいて運用しております。

活動状況ですが、後ほど詳細はお話しますが、全体像をつかんでいただくために数字面で申し上げますと、全世界で年間16万5,000件、会社提案及び株主提案について議決権を行使しており、同期間、世界中で2,300社以上の企業と3,600回以上のエンゲージメントを実施しています。

日本における投資先企業の収益力の強化に向けたステュワードシップ活動についても少しお話しさせていただきます。

日本においてステュワードシップ活動を実施するにあたって、株主総会議案に議決権行使をするというのは当然ですが、そのテーマに限って対話を実施しているわけではありません。当然、議案として上程されるもの、例えば意思決定の仕組み（機関設計、取締役会構成、社外役員等）、執行を兼ねた取締役の選解任、買収・合併の承認、役員報酬などの総会議案について議決権行使でどのように判断するのかというのは非常に重要です。

一方、より広範なトピックにまたがる長期的な経営に関するテーマについて対話をすることも非常に重視しています。

例えば、個別企業とエンゲージメントをする際には、人事制度、経営者の育成など、長期的な経営に非常に重要だと考えられるテーマに基づいて対話をしますし、それに限らず市場全体に関わるような課題についても、積極的に議論します。したがって、我々のエンゲージメントは、個別企業に対して実施するものが主たるものですが、それに限らず、政府関係者や業界のイニシアチブ等を通じてよりよい市場設計のあり方についても投資家としての考えを申し上げ、市場としての価値が高まることも期待して実施しています。このようなかなり広範な活動を、総称してスチュワードシップ活動と呼んでいます。

日本における議決権行使の状況（2020年7月～2021年6月）

日本における議決権行使の状況ということでございます。2,400社ぐらいの日本企業に投資をさせていただいております。1社当たりの議案数は10いかないぐらいであるということですので、そうしてみると、日本だけで年間2万4,000件程度の議案判断を実施しているということでございます。こういったかなり多くの数の議案を、時間が限られる中で、議決権行使するという状況に置かれているチームであるということをご理解いただければ幸いです。

サステナビリティ関連テーマについての対話を強化

グローバル共通の動向ですが、近年ですと、サステナビリティのテーマについて議論することが増えています。

ESG すなわち環境、社会、ガバナンスのテーマについて対話することが多く、我々としては、特に環境面についても力を入れています。また依然としてガバナンスが対話の中心であるというこ

ろは変わらないという状況です。

日本におけるエンゲージメントの状況

去年はコロナの関係もありまして、対話社数は横ばいでしたが、ここ数年、毎年エンゲージメントの企業数も対話件数も右肩上がりになっているというのが一つ特徴的だと思います。

参考までに10年前は、年間約80社、件数にして約100件のエンゲージメントをしていれば、かなり多いという規模感でございました。

2. 議決権行使プロセス

ここから、少しプロセスのお話に入りたいと思います。

議決権行使の体制及びプロセス等

実際のプロセスはやや複雑ですので、概要だけをご紹介します。議決権行使は当然当社だけで完結するものではなくて、受託銀行（信託銀行）と、助言会社がパートナーとして我々と連携しながら、初めて成立します。したがって、受託銀行、助言会社が我々から見た場合の外部のキープレーヤーということでございます。

受託銀行については、我々の票を企業に届けてくださる主体という位置づけです。助言会社については、議決権行使の助言サービスも受けてはいるのですが、加えて、同社が提供する議決権行使の電子行使プラットフォームをインフラとして活用しています。具体的には、招集通知を集めて、これらを我々の判断に使います。また、我々の行使結果を同社が提供するプラットフォームに入力することによって、同社から受託銀行に対して伝達してもらえ、そういったシステムを導入しております。

次に、社内のガバナンス体制でございます。インベストメント・スチュワードシップ部が実際に議決権の個別の判断や対話を実行する部隊です。議決権行使に当たっての考え方や基準を定めるために、議決権行使ガイドラインを作成しておりま

す。このガイドラインは公表しております。

議決権行使ガイドラインの作成プロセスについては、我々インベストメント・スチュワードシップ部が原案を作成し、社内のインベストメント・スチュワードシップ委員会という組織体においてガイドラインの原案が妥当なのかどうか、あるいは改定が必要なのかを議論します。そのうえで、最終的に委員会に承認をいただくというプロセスになっております。

インベストメント・スチュワードシップ委員会構成メンバーは、様々な運用戦略における運用担当者、コンプライアンス・リーガル、我々インベストメント・スチュワードシップ部から代表者を出して、ブラックロックとしてこういった考え方でよいのかということを決めたうえでガイドラインを定めております。

そして、ガイドラインに基づいて議決権行使、エンゲージメントをした結果や、特徴的な議案やエンゲージメントについて定期的に委員会に報告しています。委員会では、議決権行使やエンゲージメントの考え方やアプローチ、実際の結果がガイドラインに整合的なものであったのか、あるいは整合的であったとしても、実務を経て改良点が見つかった場合には、次回の改定はどのようなことが考えられるのか、そのような議論をしております。

議決権行使とエンゲージメントの一体的運用

議決権行使とエンゲージメントをどういう流れで実際に業務として担当しているのかをご説明いたします。当然ながら、株主総会が起点となるわけですが、株主総会の3週間前ぐらいに招集通知が開示されるのが一般的でして、そこでまず議案を確認し、個別の議案の分析をしていきます。また、助言会社に我々の議決権行使ガイドラインを渡したうえで、1次判断を推奨として受けています。そういった推奨も参考にしながら、最終的には我々のチームで判断しております。

その判断に当たって、当然ながら、招集通知を

読み込む、あるいはそのほかの開示物を参考にするというのが基本にはなるのですが、それだけで、必要な情報が得られないケースが多々ございます。したがって、我々はエンゲージメントを非常に重視しております。議案内容を確認し、必要だと思えばその会社にコンタクトをとって話を聞いています。あるいは最近では、会社側としても議案、経営戦略について投資家に説明したいというミーティングも非常に多くございます。対話を通じて得た情報をなるべく活かしながら、実質的な判断をする、我々としては、議決権行使とエンゲージメントの一体的運用というのを心がけております。

株主総会の特定日の集中

ただ、やはり課題も多くございます。一つは、全ての会社とエンゲージメントできるわけではないことです。丁寧に招集通知を読み込んで判断をしていきたいという思いは変わらないのですが、ご存じのとおり、株主総会が5、6月に集中するという状況は依然として変わりありません。特定日の集中は緩和したのですが、我々の投資先企業への議決権の行使期限について、一定のピークがある中で、時間的制約が非常に大きい状況は続いています。

電子行使プラットフォームの導入

その時間的制約を緩和するために、ICJ 社が提供している電子行使プラットフォームを活用しております。これは、発行体企業が電子行使プラットフォームを導入していて、そのうえで投資家もこの電子行使プラットフォームを使うという双方の活用が必須条件となりますが、我々も導入いたしました。その結果、議案判断にかけられる日数が約2日程度延びたということで、電子行使プラットフォームについては実務的に非常に有益であると考えております。

ICJ 未対応の会社については、先ほどの信託銀行に議案を渡すというプロセスを通るので、総会

の5営業日前までに議決権行使をしなければいけないという制約が出てしまいます。電子行使プラットフォームを入ると、1日前まで判断する時間ができるので、追加的な余裕ができます。ですので、より多くの会社に電子行使プラットフォームを積極的に使っていただけますと、議案判断にかけられる時間がより多くなるので、大変ありがたいと考えております。

議決権行使助言会社の活用

既に少しお話しさせていただいたところもあるのですが、まず、我々として基本的にどのような形で議決権行使助言会社を活用させていただいているかご説明いたします。

1つは、先ほど申し上げたとおり、我々の議決権行使ガイドラインを助言会社に提供して、これに基づいて議案の一次判断をもらうというサービスを利用しております。

2つ目が、助言会社自身の調査レポート、基準に基づいて議案を分析しているレポートがあるのでありますが、そちらも購入をしています。

そして3つ目としては、先ほども少し申し上げましたとおり、彼らが提供する議決権のための電子行使プラットフォームというものも活用しております。

議決権行使助言会社を使っている理由というのは、先ほど来ご説明しているとおおり、議決権行使においては、とにかくたくさんの方の企業の議案をかなり短期間で判断しなければならないこと、そして、全てのリサーチを我々の体制で担当することは現実的には難しいということです。したがって、我々としては、重視すべき議案にきちんとフォーカスする形でエンゲージメントや調査にリソースを使いたいと考えております。そのため、助言会社を活用すると、非常に効率的に対応できます。

もう一つの助言会社の活用方法は、利益相反が考えられるような投資先企業、例えばブラックロック自身の議案に対して我々が行使をするというケースについては、我々のガイドラインを渡した

助言会社に判断を委ねるといった利用方法もございます。

なお、一般的には大手運用会社ですと、自社で我々のような担当者を採用し、社内でリサーチして議決権行使判断をしています。したがって、議決権行使助言会社の推奨をそのまま採用して行使をする場合もないわけではないと思いますが、判断内容や理由が異なることも多いと考えています。

3. ブラックロックのエンゲージメント活動

エンゲージメントの重点項目

議決権行使に付随する業務として、先ほど来ご紹介しております企業との対話・エンゲージメント活動というのを非常に重要しております。このセクションでは、我々はこういったテーマでエンゲージメントを実施しているのか、どのような点を重視しているのか簡単にご紹介いたします。

グローバル全体で我々が重点項目として、共通して重視している項目は、ガバナンス、長期的な経営戦略、気候変動、人的資本という4つに集約できるのと思います。

日本における重点対話項目

日本についても重点対話項目というのを定めております。

基本的には、長期経営戦略について我々の投資先企業にまず確認します。その中で、例えば、グローバル展開を一層進めたいという会社があった場合には、それができるような体制が整っているのか、例えば人的資本について、そういったビジネスを開拓していけるような人がいるのか、あるいはその市場に提供する商材をきちんと開発できる人がいるのか、などを重視します。

ガバナンスについては、経営戦略や長期的な方向性について取締役会できちんと議論しているのか、あるいは、これら長期戦略に基づく計画は妥当なものなのかどうか、また、そのとおりに執行がうまくいっているのかといった進捗管理について取締役会がきちんと役割を果たしているのか、

といった点に非常に関心があり、エンゲージメントを通じて確認しております。

また、近年ですと、サステナビリティ、特に気候変動リスクについての事業リスクと機会について、長期戦略においてどのような位置付けで議論しているのか、気候変動に関する情報開示についても強く求めており、そういったテーマに基づくエンゲージメントも実施しています。

エンゲージメントにおける優先度の決定プロセス

このような考え方・テーマに基づいて、我々として約 2,300 社の投資先企業の全てと対話するのは現実的に難しいため、対話にきちんと向きあう姿勢があり、企業価値を最も上げられそうである企業に対して重点的にエンゲージメントをしています。どういうプロセスでそのエンゲージメントの優先順位をつけているのかということをお示ししております。

先ほど申し上げた 4 つの大きなテーマに基づいて、我々として様々な指標を活用しながら企業をリストアップし、ウォッチリストを作成し、これに基づいて 400 社ぐらいまで絞り込んでいます。

我々のアプローチがどの程度の影響があるのかということで、保有比率の高い会社、あるいは、我々が関わった結果、その会社の企業価値が上がるといった変化の可能性が高いと考えられる企業や、改善の余地が見出せるような企業について重点的にエンゲージメントを行っております。

株主提案への対応

私からは最後のご説明になりますが、近年、特に株主提案を行った株主との対話も増えています。

例えばアクティビストのアプローチが、昔は 30%とか 40%、場合によっては 100%という支配権を取りにいくような戦略が、日本のみならず、世界的にも非常に顕著でした。しかし、近年は、どちらかという说我々と同程度の保有率、あるいは場合によっては我々よりも低い保有率でいわゆる同じ少数株主として株主提案をする戦略が増え

ているというのが一つ特徴としてございます。

そうなりますと、提案者からすると、当然自分の力だけでは提案を通すことはできないので、ほかの株主から賛同を得られないと提案自体は成功しないという構図になります。したがって、提案者には我々に対して自らの考え方・提案内容を説明するというインセンティブもありますし、我々としては、会社側と提案株主側の双方とエンゲージメントをいたします。そして両者の考え方、背景等も確認したうえで、長期的な投資家の観点から実質的な判断を実施していくということを非常に重視しております。

もう一つ特徴としてあるのが、客観的な視点を得るために、社外役員の方々との対話も非常に重視している点です。したがって、こういった局面になると、かなり広範なステークホルダーの方から実際に話をお伺いしたうえで、実質的な判断をしていくということでございます。

ただ、これをやるに当たっても、先ほど来申し上げているとおり、こういった案件が 6 月総会中に何十件も来てしまうと、リソースの制約が非常に大きくなってまいります。当然我々としては、こういった状況になった場合は、必要なリソースを手当てして調査をするのですが、やはり 6 月の総会集中期には時間的な制約が大きいというのが、現実問題としてかなり厳しいと考えております。

私の担当としては以上でございます。この後は藤木の方からご説明させていただきます。

4. 議決権行使方針の主な方針

○藤木 私の方からは、実際の弊社の議決権行使ガイドラインの中身の方を少しご紹介させていただければと思います。

議決権行使ガイドラインの基本的な考え方

具体的な中身に入る前に、まず基本的な考え方についてご説明させていただきます。

当社では、株主価値に基づくガバナンスのあり

方を経営に浸透させていく手段の一つとして、議決権行使を位置付けております。その中で、基本的な考え方として次の3つが挙げられます。

- － 内部統治に関する内発性尊重のアプローチ
- － インセンティブ報酬の重視
- － 投資家にとっての透明性の重視

まず、内部統治に関する内発性尊重アプローチは、個々の企業が置かれている状況によって望ましいコーポレート・ガバナンスの形態は異なるといった見方から来ております。ただ、これで現状を全て認めるというわけではなくて、企業において株主全体の利益と一致した経営規律が働いていないと判断される場合は、経営規律を高める内部統治上の施策をとるよう、議決権行使の範囲内で会社に促していきます。

また、企業に法令違反などの経営上の不祥事が生じて、株主価値が棄損しているような場合には、経営者の責任を明確にして、適法性維持が図れるように議決権を行使します。

次に、インセンティブ報酬の重視ですが、これは中長期的な株主価値増大を経営者が株主と共に享受する報酬制度を肯定的に評価し、また、投資家の利益にかなう積極的な情報開示・説明責任を企業に求めていく、経営者が投資家と同じ方向を見ていくことを重視しています。

最後に、投資家にとっての透明性の重視ですが、やはり企業価値が資本市場で正しく高く評価されていくためには、財務、非財務共に透明性が重要になってきております。リスク管理態勢や、非財務の分野では特に、重要なサステナビリティ課題の情報開示も重要性を増しており、企業による適切な情報開示を対話や議決権を通じて要請しているという状況です。

また、これらの基本的な考え方の背景として、議決権とエンゲージメントの一体的な運用があります。対話を通じて投資先企業の状況をきちんと把握できる前提で、個別の状況に応じた、実質的な議決権判断を行うことができます。ここが、議決権行使助言会社との違いではないかと考えてお

ります。

取締役選任議案（2022年1月以降）

ここからは具体的な議決権行使基準の例をご紹介します。

一番多い議案として、取締役選任議案があります。コーポレートガバナンス・コードの改定や東証市場区分再編等を勘案しまして、投資先企業の取締役会の独立性に関する当社からの要請を引き上げることが妥当だと判断しまして、2021年2月に改定いたしました。ただし、こういった要請というのは、周知徹底していくことが必要ですし、企業側の対応のための準備期間も考慮しまして、この基準は、2021年2月に改定したのですが、2022年1月からの適用となります。

具体的に変更点を見ていきますと、まず、監査役設置会社につきましては、少数株主との利益相反の懸念が大きい企業及び東証プライム上場企業については、独立社外取締役3分の1以上を求め、不在の場合には、有責性のある取締役の選任に反対します。また、こういった場合については、社外取締役の独立性を精査し、独立と認められない候補者の選任に反対します。

ここで言う利益相反の懸念が大きい企業というのは、具体的には、買収防衛策を導入済み、またはこれから導入する予定の会社、または支配力を有する大株主が存在する企業と定義しています。

逆にこういった利益相反の懸念が大きい企業については、独立社外取締役2名を求めて、不在の場合には、有責性のある取締役の選任に反対しています。

一方、監査等委員会設置会社につきましては、独立社外取締役3分の1以上を求め、不在の場合には有責性のある取締役の選任に反対しています。社外取締役の選任については、監査等委員であるかどうかにかかわらず、独立と認められない候補者の選任には反対します。

さらに、指名委員会等設置会社になりますと、制度設計の趣旨も考慮し、独立社外取締役半数以

上を求め、不在の場合には、有責性のある取締役の選任に反対しています。社外取締役の選任については、こちらも独立と見られない取締役の候補者の選任には反対をしています。

ただ、形式的な議決権行使にならないように、基準の適用に当たっては、企業のコーポレート・ガバナンスの充実を図るための取組み、具体的には、指名委員会及びそれに準ずる委員会の状況等を勘案しまして、実質的な議決権行使判断を行っております。

社外取締役・社外監査役の当社の独立基準

今回の改定において、当社の独立性に係る定量基準開示を向上させました。

具体的には、大株主が10%以上、取引関係は2%程度を目途、弁護士の顧問契約がないこと、会計監査人が監査法人の代表社員の経験者でないこと、その他として主幹事証券会社、取締役の相互派遣等、独立性基準を明示しました。

助言会社の基準との主な相違点は、借入先（メインバンク）出身であるかを独立性の判断要件とはしていないことや、クーリングオフ制度として、関係機関退職後5年を過ぎている場合については、独立性があるとみなすことなどが挙げられます。また、買収防衛議案と有事に関わる議案のときには、より厳密に独立性基準を精査する場合があります。

また、それ以外にも、出席率や在任年数の目安も明確にしました。近年新たに導入した基準として、自社を含む5社以上の上場企業の取締役・監査役を兼務している場合、過度な兼職として反対行使を検討しています。ただ、これは前年度の有価証券報告書に基づくデータベースしか存在しないため、直近の招集通知等で確認する必要があり、事前準備が難しい議決権行使基準となっております。

買収防衛策議案－3つの視点で検討

我々は主に3つの視点で検討しております。1

つ目が、買収防衛策の内容・スキームの正当性と取締役会の構成の関係、もう一つが特別委員会の要件、そして最後に、その他の買収防衛があるかどうかといったところを見ています。

まず、1つ目の取締役会構成ですが、まず、買収防衛策のスキームとして発動要件が限定的か、つまり、経営陣による恣意的な運用が排除されているかという観点でまず評価します。基本的に、高裁四類型及び強圧的二段階買収など発動条件が限定され、経営陣の恣意性が働く余地が小さいことが望ましいと考えております。

したがって、発動における取締役会の裁量が大きい場合、例えば、その他の発動要件の条項として、根源的な企業価値、ステークホルダー全体の利益等の解釈の余地が大きい文言が含まれている場合には、取締役会の独立性50%以上と、高い透明性がある取締役会の構成を求めます。

2つ目の特別委員会の構成ですが、こちらは、独立した社外役員で構成されている委員会を設置しているかどうかというところを見ております。社外有識者ではなく、買収防衛策の是非を判断するうえで、平時より取締役会に参加して、企業の経営戦略や置かれている事業環境をよく理解したうえで、独立した立場で判断して頂きたいと考えているためです。

そして最後に、その他の防衛的な仕組みがないかというところで、例えば、大株主の存在、追加選任余地のない取締役会の員数、取締役の任期が2年、こういった防衛的効果となりうるものがあるかどうかといったところを見ております。

なお、買収防衛策の判断においては、こういった外形的なスキームに関わらず、実態面も重要と考えておりまして、日頃から対話を通じて取締役会の実効性や、社外取締役の独立性だけでなく、最近スキルマトリックスの開示とかも始まっておりますので、専門分野の多様性・バランス等、多面的な視点から、本当に買収防衛策が長期的な企業価値に資するものかどうかといったところの視点をもって対話を行っております。

議決権行使ガイドラインの直近の主な改定

直近の主な改定点について簡単にご紹介します。最近の動きとしては、サステナビリティに関する基準（気候変動に関連する基準）の追加、ジェンダー・ダイバーシティの基準の導入が挙げられます。ジェンダー・ダイバーシティの基準では、TOPIX100 構成銘柄をまずは対象としており、女性の取締役または監査役がひとりも選任されていないなど、取締役会のジェンダー・ダイバーシティの取組みが著しく不十分な場合、責任を負う取締役の選任議案に反対を検討します。

最後に、ROE 基準を厳格化しました。従前は ROE が低下傾向にあり、かつ直近が低位の場合といったことを見ていたのですが、長く低迷しているような企業、ROE 3%未満が継続しているような企業についても反対行使の対象という形で追加しました。（2022 年 1 月に改定し、同基準を ROE 3%から 5%に引き上げました。）

2021 年の議決権行使における気候変動の取組み

2021 年議決権行使シーズンで今回一番大きく変更した部分なので、具体的な取組みについて少し詳しくご紹介させていただければと思います。

ブラックロックのスチュワードシップ活動としては、従前から気候変動リスクを重点課題としてきましたが、2021 年には従来の取組みをさらに加速しまして、具体的には、気候変動リスクの影響が大きいと考えられる企業を世界中で約 1,000 社超選定し、情報開示を初めとした着実な対応を求める活動を強化しました。その前の年は 200 社程度で、少し小さいユニバースで始めたのですが、今年度はかなり拡大したという状況です。

具体的にどういった企業が対象になるかという点、やはり排出量の大きいセクターが中心になっておりまして、素材・エネルギーセクターの企業が最も多く含まれておりますが、一部大手の金融機関も含めています。地域別ですと、APAC が一番多く、約 40%、次に Americas で約 34%、

あと EMEA 地域で約 26%という内訳になっております。

このように取組みを強化していく中で、結果として、多くの会社で取組みの進展が見られました。2020 年に気候変動ユニバースに選定された約 200 社の中で、約 65%の企業の気候変動に関する取組みや、特に TCFD を中心とする気候変動の情報開示の改善が実現しました。

一方で、取組みや情報開示が不十分と判断した企業も、約 1,000 社中 319 社あり、こうした会社においては、取締役選任議案への反対、又は気候変動に関する適切な対応を求める株主提案への賛成も通じて懸念を表明しました。

まとめ

議決権行使プロセス、エンゲージメント、最後に議決権行使の具体的な基準についてご説明しましたが、改めて個別企業の特長、経営環境などを十分考慮したうえで、形式的でなく、実質的に判断を行うことが最も重要だと考えております。一方で、特に日本の株主総会は 6 月に集中しており、時間的制約もある中、議案判断を効率的に行う必要もあります。このような中、議決権行使とエンゲージメントを一体的に運用して、長期的な企業価値向上に資する、スチュワードシップ活動を最大限工夫しながら実施しています。

以上が、ブラックロックの議決権行使及びエンゲージメント活動のご紹介でした。

~~~~~

## 【討 論】

○川口 どうもありがとうございました。

それでは、質疑応答に移ります。どこからでも結構ですので、挙手のうえご発言をいただければと思います。いかがでしょうか。

## 【資金の供給者との関係】

○久保 本日は非常に興味深いお話を伺えて感謝しております。ありがとうございます。

私からの質問は、例えば議決権行使であるとかエンゲージメントを行う際に、インベストメント・スチュワードシップ委員会を通じて決定するというようなご説明をいただきましたが、このときに外部からのインプットがどれくらいあるのかということに関するものです。

先ほどのご説明の中では、voting choice という制度を今度導入するのだということで、資金供給元の方のご意見をいろいろ取り入れる手段というものもあるかというふうに伺ったのですが、そうは言っても、お任せという場合も多分あるのだらうと思います。そういったときに、例えば出資者というか、御社に資金をお預けになっている方とのミーティングであるとか、あるいは外部の意見団体みたいなどころからのインプットがあるのか。あるとして、アクティブ運用の場合とパッシブ運用の場合で違うような影響というのがあるのか。

アクティブ運用なんかの場合ですと、投資する人、資金を出す人が例えばSDGsであるとかESGであるとかに興味があって、そういうところに熱心な会社に投資してくださいということで、より議決権行使といったところにアクティブに動いてくるという可能性があるかと思うのですが、パッシブの場合には、どういうふうになっているのか。そういった御社の投資先とのエンゲージメントのほかに、資金供給面との間のエンゲージメントというか交流というのがどういう感じで行われているのかということをお教えいただくと、非常にありがたく思います。

すみません、ちょっと分かりづらい質問かと思いますが、よろしく願いいたします。

○江良 いえ、大変重要なポイントかと思いません。

我々のお客様、資金提供者の方々との接点には大きく2つございます。

まず、我々がこのような方針で議決権行使および対話を実施していきますという方針の説明をさ

せていただき、そちらの内容についてフィードバックをいただきます。その方針に基づき、我々がお客様から委託を受けて、実際に方針どおりに実行していきます。

二つ目としては、当然、活動結果、実績について、代表的な事例などもご紹介する形で、我々のお客様にご報告します。もう少し具体的に申し上げますと、四半期ごとに議決権行使結果とその個別の行使理由についても公表しています。

したがって、事前に方針の共有、活動に関する事後のご報告ということで、議決権行使と対話について共有し、インプットも頂戴しています。

我々の議決権行使ガイドライン、スチュワードシップ活動の原則についても、全体的に公表している状態ですので、このような方針で実施していきますということと、実際の活動結果についての透明性を重視しています。これが1つ目のご回答かと思えます。

続くご質問は、委員会においてこういった形で実際に議案判断をしているのか、その中でアクティブとパッシブという運用戦略ごとに差異があるのかという点だったかと思えます。

こちらについては、説明では割愛いたしました。資料の31ページにインベストメント・スチュワードシップ委員会の構成メンバーを記載しております。株式インデックス運用部長というのはいわゆるパッシブと言われているものを代表する者、ファンダメンタル株式運用部長（中小型株）とファンダメンタル株式運用部長（大型株）、中小と大型株でそれぞれ運用戦略があるのですが、これがいわゆるアクティブと言われているものを代表するメンバーとして入っております。また、この委員会については、議長はCIO（Chief Investment Officer）で、運用周りを統括する人間が議長を務めております。

このインベストメント・スチュワードシップ委員会において、議決権行使ガイドラインとスチュワードシップ原則、活動実績などについて議論して、最終的にこの会議体で方針の改廃についても

決議します。

したがって、我々は同委員会からスチュワードシップ活動に関する執行権限を受ける形で実務をしています。そして、結果を委員会に報告して、方針と結果が整合的になっているか、チェックを受けるような体制になっています。こちらには現在、社外の間人は入れていない状況でございます。

このように、アクティブとパッシブについて、方針レベルで見解をすり合わせることによって、個別の議案で判断になるべく差異が出ないような仕組みを採用しています。ただ、例えば、M&Aに関連する買収防衛策等、運用戦略の時間軸や考え方によって判断が分かれるケースというのも当然あります。その場合は、アクティブ運用の担当者については、自分たちが運用しているファンド分の議決権行使については、最終的に自分たちが判断する権限があります。したがって、非常に稀なケースになりますが、ブラックロック内でアクティブ運用とパッシブが異なる判断をするケースもございます。

○久保 ありがとうございます。

資金提供元の方とも結構やりとりをしているというのは、今のお答えでよく分かったのですけれども、これは肌感覚でお答えいただければいいのかなと思いますが、その資金提供元がこういう議決権行使であるとかエンゲージメントについてどれほどの関心を抱いているのか。あるいは、こういう資金受託に関して、資金受託市場のようなところで競争の要素というものになっているのかというところについては、どのような感覚をお持ちですか。

○江良 お客様からの関心の度合いということでも申し上げますと、年々強くなってきているというのが実態でございます。その一つの背景は、スチュワードシップ・コードの存在が非常に大きいと思います。お客様自身が機関投資家としてスチュワードシップ・コードに署名しており、議決権行使と対話について運用会社に対するモニタリングすることを重視されています。ですので、我々

がお客様に活動についてご報告する機会も年々増えている状況でございます。

資金受託における差別化要因となっているかというご質問ですが、お客様によって評価軸が異なりますが、スチュワードシップのクォリティーによって実際に加点・減点するというようなお客様もおられます。また、多くのお客様が運用方針を検討されるにあたって、スチュワードシップ活動についてもヒアリングされることが一般的になっております。

ただ、評価が難しい点はあるかと思えます。定量化するのが非常に難しい部分がございます。例えば議決権行使の結果についても、反対票が高ければ高いほどよいのかというと、我々としてはむしろ、建設的な対話をすればするほど、株主総会前に我々として本来反対するような内容の議案が適切に修正され、実際の株主総会の議案については賛成ということがあります。したがって、対話がうまくいけばいくほど反対比率は下がる構造にあります。ただし、議決権行使の反対比率のみで判断されるケースもございまして、活動方針と議決権の行使結果について、丁寧にご説明することの重要性を認識しております。

○久保 大変詳しくお答えいただきまして、ありがとうございます。

#### 【投資先の株式の売却について】

○前田 本日は大変貴重なご報告をいただきまして、どうもありがとうございます。

議決権行使、それからエンゲージメントについてよく理解できたのですけれども、投資先企業によっては、幾らコストをかけてエンゲージメントをしても、企業価値向上の見込みが全くない、コストをかけても仕方がないという企業もあると思います。そういう企業については、エンゲージメントの優先度が低くなるのだと思うのですけれども、さらに進んで、コスト面から考えて、スチュワードシップのご担当者としても、そのような企業の株式は手放してしまっていて、もうその企業とは

手を切りたいということがあると思うのです。確かにパッシブ運用では、銘柄の入れ換えがそう簡単にはできないのかもしれませんが、その問題も含めて、スチュワードシップご担当者の立場から、株式の売却についてどのようなスタンスといたしますか考え方を持っておられるかについて、お教えをいただけますでしょうか。

○江良 聞く耳を持っていただけない、あるいはそもそも投資家との対話に関心がないという会社もあります。このような会社にスチュワードシップとしてコストをかける意義が低いと思うことも多々ございますので、対話ができない場合は、議決権行使で反対します。

さらなる手段として、今ご指摘のとおり、その会社の株を手放すということができれば、我々としてはそういったアクションも検討しますが、そもそもそのような会社はアクティブ投資では選択されていないことが多いため、基本はパッシブ運用での保有となります。パッシブでは売却に運用戦略上制約がかかっている部分がありますので、これらについては議決権で対応していくしか、現実的な手段としてははないのかなと思います。

ただ、我々としてここ数年強化している活動として、我々が対話をした企業の経営力、ガバナンス力の評価、評点をつけています。評価については、運用担当者に共有しています。それが投資判断に結びつくようなケースも実際にごございます。

○前田 よく分かりました。どうもありがとうございました。

○川口 売却という判断をする前に、まずは、議決権行使で対応するということですが、その場合、取締役の選任議案に反対するということになるのでしょうか。

○江良 おっしゃるとおりです。その要因によって異なるのですけれども、例えば業績が長期低迷しているような場合であれば、これは執行のトップということで、通常ですと社長・会長、CEOといったトップに反対票を入れるという対応になります。

○川口 会社としてエンゲージメントに十分に対応してくれないという場合にも、責任者であるトップの取締役選任にバツをつけるという話になるということでしょうか。

○江良 重要な課題があり、それについて十分な説明責任が果たされていないというケースではそのようになります。日本もこれからどんどん増えていくと思いますが、海外ですと、取締役会議長が社外である場合も珍しくありません。このような場合、その議長の責任ということで、議長に反対票を入れます。議長が社外の場合ですと社外取締役になるので、社外取締役に反対票を入れるということになります。

#### 【コモン・オーナーシップについて】

○梅本 今日はどうもありがとうございました。

2点質問させていただきます。1点目はちょっとやじ馬根性なお話ですけれども、アメリカでは、ブラックロックを初め大手の資産運用者が多くの上場企業の株式を保有するようになって、実は同業者の間で競争が制限的になっているのではないかというコモン・オーナーシップの問題が時々新聞なんかで報道されています。スチュワードシップ活動、エンゲージメントというのも、重要提案行為に至らなくても、やりようによっては、そういった方向に誘導できるような気もしないではない。私自身はコモン・オーナーシップというのは事実と反するのではないかという考え方ですけれども、それについて確認させていただければ、というのが1点目です。

○江良 コモン・オーナーシップの前提条件となっている論文も分析しまして、我々としての見解をペーパーにまとめたものもございまして（BlackRock Viewpoint Mar 2017 『Index Investing and Common Ownership Theories』）、後ほどご参照いただければと思いますが、結論から申し上げますと、ご指摘のとおり、事実ではないと考えております。コモン・オーナーシップに関する事実認定や因果関係についての分析に欠陥が

ありますし、また実態と全く反していると思います。

#### 【企業買収の事例について】

○梅本 ありがとうございます。2点目は、これは思いつきでうまくご質問できるかどうか自信がないのですが、先ほど前田先生がおっしゃった、パッシブ運用の場合は売却のオプションがないですよねという話と関わるのですけれども、資料で言うと24ページの買収防衛策との関係です。

企業買収との関係では、パッシブ運用は公開買付けには応募しないという話を私は聞いたことがあるのですが、そうでない、アクティブ運用者であれば、敵対的買収にせよ、そうでないものにせよ、条件が合えば公開買付けに応募するはずで、買収防衛策に賛成するか、反対するかについても、エグジットを意識した考え方というのがあると思うのです。他方、パッシブ運用の場合に公開買付けに応募しないということを前提として、例えば最近の有事発動型で、買収防衛策を発動するか否かを問う株主総会において、賛否を決めるに当たってどういうところを考慮されるのでしょうか。

例えば全部買付けであれば、公開買付けに応募しなくても、ほぼ確実にスクイーズアウトに移りますから、その段階でエグジットするということになりますよね。それに対して部分買付けであれば、そのまま、例えば敵対的買収が成功したとして、子会社となった会社の株式をずっと保有するということになると思うのです。先ほどご説明になったのは、株主総会で買収防衛策が事前に諮られた場合のお話だったと思うのですが、発動するかどうかという場合の賛否判断において、どのような材料を判断要素にされるのか、例えば部分買付けかどうか、全部買付けかどうかというあたりのことは考慮されるのでしょうか。

そもそも議論の前提として、私の事実認識が間違っているのかもしれませんが、パッシブ運用の場合は公開買付けには全く応じないという認識で正しいのかどうかということもご教示いただけ

ればと思います。

以上です。

○江良 パッシブ投資について TOB に応じないという点については、当社の場合ですと、異なりまして、個別判断をして応じるケースもございます。

有事発動型買収防衛策など、公開買付けに対して何か対案がある場合、どのように検討比較するのかというご質問かと思いますが、我々としては、運用戦略の違いはありますが、基本的には長期投資家目線の観点から、その会社の長期的な企業価値にとってどちらがプラスなのかを重視しております。

ですので、買収者がさらなる関与をすることがその会社にとってプラスなのかどうか、それに対して現経営陣はそれを上回るような対案を出しているのかどうか、そういったことを考慮しながら、そして提示されている価格の評価を行い、最終的に決断しています。

部分買付けか全部買付けかも非常に重要な要素ですが、それだけで賛否を決めるのではなく、企業価値の観点からどちらの主張がより価値が上がるのか、あるいは妥当な評価が得られるのか、総合的に判断して決めています。

○梅本 よく分かりました。どうもありがとうございました。

○飯田 今の点は非常に興味深い点で、理論的に言うと、例えば MBO のときのキャッシュアウトについては、長期的な投資家の目線で考えてどちらの方が会社にプラスになるのかという視点もあり得るのかもしれませんが、キャッシュアウトされてしまうから、もう買取価格の値段だけを考えることになるように思いますので、いろいろ考えると難しい問題もあるのかなと思いました。もし何かそういうキャッシュアウトの場面に特有のお話があればご教示いただけますでしょうか、というのが1点目です。いかがでしょうか。

○江良 キャッシュアウトの場合、当然価格が最も重要となります。提示価格が本質的な価値と

照らし合わせて妥当なものなのか、判断は簡単ではありませんが、丁寧に分析します。

その評価にあたって、どのようなプロセスで価格が決められたのが重要となります。私も参加させていただいたのですが、経産省様のほうでMBO指針（公正なM&Aの在り方に関する指針）をまとめていただいております、特に利益相反が強いような局面において、少数株主利益をどのように保護するのかという観点から、例えば社外取締役によって構成される独立委員会の充実、あるいは他の利益相反対応措置について検討したか否か、価格の算定基準の根拠、価格交渉の有無も含めた価格決定プロセスについても重視します。

ただ、現実的にはこのあたりの情報開示はどうしても不足することも多く、また、マネジメント側から出てきている数字を前提条件としていることはあるので、あらゆる要素を勘案しながら総合評価しているのが実態です。

#### 【議決権行使助言会社との関係】

○飯田 ありがとうございます。

別の点ですけれども、議決権行使助言会社の意見をどのくらい参考にしているかというところで、今日のお話を伺っていると、あまり参考にされていないというような感触で伺いました。しかし、一応読んではいらるし、参考にもしているとおっしゃったと思います。それは特定の案件において参考にしているというよりは、どちらかというブラックロック社としての議決権行使の基準を定めるとき、例えば来年度の基準をどうしようかといったときに、大きな方向性を見直すときのものとして参照されているのでしょうか。それとも個別ベースで、議決権行使助言会社が反対だと言っているからここは議決権行使を変えようというかたちで参照されているのでしょうか。あるいはそういう個別ベースで参照されるというのは極めて例外的なのでしょうか。その辺の参考のされ方というのをもう少し教えていただければと思いますが、いかがでしょうか。

○江良 助言会社自身の考え方に基づく助言レポートを購入はしておりますが、参照する場合としない場合、はっきりしています。

参照する場合は、判断が分かれる余地がありうる場合、例えばMBOの案件、株主提案など、我々として判断をより丁寧に多面的にすべきであろうという場合です。

その場合の利用方法ですが、まずは我々が集めた情報の正確性を検証するために、違うソースの情報として活用するというのが1つ目でございます。

2つ目は、我々が見落としている情報がないか、追加的な情報を取得するために利用しているということもございます。

3つ目としては、彼らがどういう根拠で判断に至っているかを参考にしますが、最終的な賛否は我々が必ず決めます。なぜなら、我々は企業と対話をしているためです。先ほども少しご説明したとおり、企業の経営者だけではなくて、社外取締役との議論も含めて、あらゆるステークホルダーにヒアリングをし、形式面だけではなくて実質的な評価も重視します。したがって、結果として助言会社と考え方や判断が異なることは珍しくありません（参考：BlackRock Viewpoint July 2018『The Investment Stewardship Ecosystem』Exhibit 8）。

○飯田 ありがとうございます。

○川口 投資家とのエンゲージメントはあるということですが、議決権行使助言会社とのエンゲージメント、対話というのはないのですか。

○江良 日常的に対話しています。ただ、我々だけが彼らの顧客ではないので、投資家の意見も人によって様々あるということかと思います。

○川口 ありがとうございます。

#### 【スチュワードシップ活動へのインセンティブ】

○松尾 本日はどうもありがとうございました。

アメリカの論文等を見ていると、パッシブファン（インデックスファンド）の運用者というの

は、スチュワードシップ活動が過少になるとされています。それはパッシブの場合は、投資先の企業価値を一生懸命上げて、それで株価が上がったとしても、他の同じ構成のインデックスファンドを利することになってしまって、スチュワードシップ活動に費用をかければかけるだけ、自分たちは他のインデックスファンドと比べると競争上不利になってしまう。だから、そもそもスチュワードシップ活動をするインセンティブを持たないのではないかとっている論文が割とあると思うのですね。

それと比べると、今日お話しいただいたことは、随分積極的にスチュワードシップ活動をやっておられるなという印象ですけれども、それはなぜなのか。

投資家としてやはりこういうことをした方がトータルのリターンは高くなることがあるかと思えますし、スチュワードシップ・コードができて、義務的かというと、やっておられるのかもしれない。あるいは、冒頭の久保先生のお話にもありましたけれども、アセットオーナーから選ばれるためには、スチュワードシップ活動に注力した方がいいのだというようなこともあるのかもしれません。

もう一つ、アメリカの論文等でパッシブファンドのスチュワードシップ活動が過少になる問題を解決するための一つの方策として、アクティブ運用のファンドと共通してスチュワードシップ活動をやればいいのかといわれています。アクティブの方は、個別の企業に働きかけるというのは投資家として合理的だという前提です。今日のお話を伺っていると、そこはまさにそのようにやっておられるのかなと思いました。アクティブ運用のファンドの投資先とパッシブの投資先と特に区別することなく、スチュワードシップ活動の内容を決めておられるように拝聴しましたので、そういうこともひょっとしたら積極的なスチュワードシップ活動の要因になっているのかなと思いました。

それで、もし今のようにアクティブの投資先とパッシブの投資先で区別せずにスチュワードシップ活動を行っているとしたら、スチュワードシップ活動にかかる費用というのは最終的にどのようにアセットオーナーに賦課されているのか、どういう割付けをしていらっしゃるのかということをお尋ねしたいです。

アクティブの方からすると、すごくいいことをやってくれていて得をしているとなる一方で、パッシブからすると、余計なことをしてやめてほしいということになるのかもしれないので、どういう割付けをされているのかということをお伺いしたいと思います。よろしくお願いします。

○江良 スチュワードシップ活動のインセンティブ、活動に注力する理由でございますが、我々の場合ですと、スチュワードシップ・コードができる前からスチュワードシップ活動を実施しております。少なくとも 1999 年ぐらいから展開しています。もともとのきっかけは、パッシブ運用は売却ができないので、長期的な観点から企業と向き合って、企業価値を上げるインセンティブがあり、極めて重要な活動であるという認識でした。加えて、市場全体に投資するという観点から、市場自体をよくすることについて、きちんとリーダーシップを発揮できる投資家としての責任を強く感じています。

ご指摘のとおりスチュワードシップ・コードが日本においても正式に制定されて、また特にアジアの国々でも非常に広がってきているという状況がございます。社会の要請としても非常に高まってきている、そしてそれに対する責任を果たすという意味でも非常に重要性が上がってきましたし、また、先ほどもご説明したとおり、スチュワードシップ・コードに我々のお客様が署名することも増えてきております。

ですので、我々としてはもともと重要な活動だと考え、責任感を持ってやってきたというところで、スチュワードシップ・コードの制定等の外部環境が進展し、お客様からも評価される項目の一



つとして位置づけされることも増えてきたため、差別化要因にもつながってきているというのが実態と感じています。

アクティブと一緒にやっているというところは、まさにそのとおりです。ただ、アクティブは、調査対象とする企業数（カバレッジ）は、限定的です。選別して集中して投資するというスタイルですので、どうしてもカバーできる会社の数とは、狭くなります。一方で、パッシブ運用は広く、浅くという、という運用手法でございますので、我々としては、この中間、良いところどりをする発想を持っているのが実態です。

アクティブと比べて四半期報告を分析しながら判断するという定点観測することはできないかもしれませんが、会社のビジネスモデル、経営陣、その目指す経営の方向性というのを理解したうえで、実質的な判断する。そういった中間的な組み合わせを意識して、スチュワードシップ活動に従事しています。

コスト、主に人件費ですが、かなりのリソースがかかっています。ただ、特定の運用戦略のお客様を背負っているというよりは、むしろ全てのお客様を代弁しているという意識ですし、そのように活動するほうが企業に対する交渉力、影響力という部分にもつながるメリットもあります。そのため、個別の運用戦略ごとに活動内容もコストもわけてというアプローチも非常に難しいので、現時点では、スチュワードシップにかかるコスト負担は運用会社が負担していますので、特に小規模の運用会社にとっては重い負担かと思います。したがって、スチュワードシップ活動にかけられるコスト、人員、リソースは、どうしても運用会社の規模、あるいは運用戦略との整合性、例えば投資先企業のバリューアップを付加価値とする運用戦略などに依存すると思います。

○松尾 大変よく分かりました。ありがとうございます。

#### 【対話のアプローチおよびFDルールの影響】

○片木 本日はありがとうございます。

私はこういう方面は専門ではございませんので、基本的なところの質問になりますけれども、8ページで、近年エンゲージメントとしての対話先の企業が非常に増えてきているとお話しいただきました。この増えてきたというのは、ブラックロックさんから会社に対して働きかけて、その結果として伸びているのか、逆に会社の方からぜひ話を聞いてほしいという感じでアプローチしてきて、その結果として伸びているのか、どちらなのでしょうかとというのが1つ目の質問です。

3年ほど前の本研究会で、金商法に新たに取り入れられたフェア・ディスクロージャー・ルールについてお話を聞かせていただきました。そのときにも、このルールによって機関投資家と会社との間のまさにエンゲージメントと申しましうか、あるいは対話がどの程度の影響を受けるのかというのが注目されると伺ったのですけれども、実際のところ、こういうルールの導入によって、企業とのエンゲージメントというものについてどのような影響があったのでしょうかとというのが2つ目の質問です。よろしく願いいたします。

○江良 明確な区分けも難しいのですが、企業様からお声がけをいただくという方が割合としては多くて、6割程度。ただ、そのきっかけが、例えばですけれども、こういった研究会やセミナーで発信した結果、それだったらブラックロックの話をちょっと聞いてみようと思っていただいた会社さんからお声がけをいただくというパターンも含まれているので、こういった場合、我々から働きかけているのか、相手から来ているのかというのは分類としてなかなか難しいというところはあります。

また、我々の方から働きかける場合ですと、何か具体的な課題がある場合など深いエンゲージメントをする必要があると判断したケースが多くなりますので、社数を増やすというよりは、その同じ会社に何回も働きかけるというような傾向があります。したがって、会社数は増えにくいという

傾向があります。

また、セミナーだけではなくて、我々の創業者でもあるのですが、米国本社の CEO のラリー・フィンクが投資先企業に対して毎年お手紙をお送りしている状況でございます。この活動はもう 10 年近く継続していますが、投資先企業の CEO に対して、その時々、基本的には長期的な目線で経営してほしいというような、長期的な投資家としての期待値を示すようなレターの内容になっているのですけれども、それを毎年お送りしております。

その中に、我々としては長期目線で中長期的な経営を期待しているのだということを述べて、そういったことについてぜひ対話をしたいということも呼びかけているので、そういった活動に応じただけでなく、CEO、トップの方も多々いらっしゃるということがあります。

2 点目、フェア・ディスクロージャー・ルールの影響ですが、実際に日本においてフェア・ディスクロージャー・ルールが議論されていたときも、私も議論に実際に関わらせていただいた立場でありましたので、ご指摘の点を心配している部分もありました。フェア・ディスクロージャー・ルールを会社側が対話を拒否する理由として使われることになってはいけないこと、投資家と企業の対話の機運といいますか、よい方向にあるモメンタムを停滞させてしまうような結果になってはいけないという観点から、議論をさせていただいたことがございました。その結果、基本的には、長期的な目線についての対話については、フェア・ディスクロージャー・ルールに抵触するような可能性は限りなく低いという目線をきちんとお示しいただけたのかなと思いますので、結論としては、現時点ではあまり影響は出ていない状況です。

我々が対話するテーマは、非常に長期のテーマが多いということもあります。したがって、四半期の業績がどうなるかとか、その年度の決算の着地がどうなるかというような、短期的な業績についての議論はむしろ少ない状況です。

どのような考え方で経営しているか、重視する経営目標指標は何か、ROE なのかとか、売上の成長率とか、あるいは事業ポートフォリオの考え方とか、そういった基本的な考え方について議論します。これらは多くの形で公表されていますし、それらをベースに、それでは実際にそれをどのように実現していくのか、どのような課題があるのか、対話の中身は、実は極めて定性的な要素が多いことも要因としてあると思います。

○片木 ありがとうございます。

○川口 今の話に関連して、エンゲージメントを深めていくと、インサイダー情報にも接する機会が増え、それによってインサイダー取引規制の適用を受ける可能性があるというようなことが言われていました。この点は、いかかですか。

○江良 大半のエンゲージメントではそういった心配はありません。ただ、まれにそういったケースもあります。ですので、そのような場合は、情報管理に加えて、株式の売買を止める等の、インサイダー情報を取得してしまった場合の対応を我々の社内の手続に沿って、コンプライアンス部と相談しながら、適切に対応していくということになります。ただ、数としてはかなり限定的です。

#### 【株主提案権の行使】

○行澤 今日は本当に興味深いお話をありがとうございます。

実はあまり分かっていないのかもしれませんが、一つ伺いたいのが、先ほど前田先生のお話だったかと思いますが、随分努力して何回もエンゲージメントをやったけれども、なかなか会社が言うことを聞こうとしないというときに、売却してしまうことも考えなくはないということでした。その際、逆に少数株主権行使ということで例えば株主提案するということは、戦略の中には入っていないのでしょうか。

特に ESG の観点からしましても、場合によっては定款変更などを積極的に提案して、力でそれを動かした方が企業価値も高まるという判断ができ

る場合に、株主提案権の行使ということも視野に入ってくるのでしょうか。もちろんコスト・ベネフィットを分析してベネフィットが上回ると判断した場合の話ですけれども。それとも、そういうアクティビストみたいなことはやらないということをお前提にしておられるのでしょうか。また、実際にそういう少数株主権を行使したことがあるのでしょうか。ちょっとその辺、もし的外れでしたら恐縮ですけれども、お教えいただきたいと思えます。よろしくお願ひします。

○江良 結論から申し上げますと、我々として株主提案を実施したことはありません。ただ、選択肢として排除しているというわけではありません。

ただ、実務においては手続面での課題というのもございますし、また提案を出して、それによって企業行動が変わるといふ側面も場合によってはあるかと思ひますが、それよりも、我々としては株主総会前に対話を通じて変化を促したほうが成功確率が高いといふのが、正直な実感としてあります。

企業側としても、総会の直前に株主提案が来て、それに応じて軌道修正するといふのもなかなか難しいといふのが現実としてございますので、例えば我々の場合ですと、1年とか2年ぐらひかけて一つのアジェンダについて改善を要求するといふこともよくやっています。少し時間はかかるのですが、本質的变化の実現可能性を考えると、対話の方が実効性があると思ひています。

○行澤 ありがとうございます。

○川口 機関投資家同士で相談して、共同するといふような動きはないのでしょうか。株主提案も一つでしょうし、いろいろプレッシャーをかけていくうえにおいて、機関投資家同士で協調するといふ動きといふのはないのでしょうか。

○江良 個別企業については、大量保有報告制度との関係で、現実には実施することは難しい状況です。共同保有者になってしまうと、投資業務に関連して実務的な制約が非常に大きくなります。なお、これは米国においても全く同じ状況です。

ただ、個別企業ではなくて、テーマごと、例えばジェンダー・ダイバーシティ、気候変動についての情報開示についてどのように考えるべきなのか、このような目線合わせについては、業界団体等を通じて横の連携を強化するといふのはございます。

○川口 ありがとうございます。

もう少し時間がありますが、ほかにいかがでしょうか。

#### 【社会的に関心の高いテーマ】

○久保 今ちょうどジェンダーの問題とかダイバーシティの問題が出てきたので、1点質問いたします。前回ISSの方にお伺ひしたところと照らし合わせるような質問ということになるかと思ひますが、前回ISSの方に伺ったときに、そういった社会的イシューのテーマを議決権行使助言会社がどのように取り上げるのかといった場合に、基本的には顧客の関心に従って取り上げるのだといふような形の回答があったかと記憶しています。

そうすると、同じことは御社のような運用会社の中でも出てくるわけで、そういう社会的なテーマといふものに関してより積極的に取り上げていくのだといふのはどういう形で出てくるのか、やはり顧客がそういうところに関心を抱くようになるから、それについて積極的に見ていこうといふ形なのか、それとも、御社の哲学とか考え方、そういったところでこれは積極的に取り上げるのだといふ取り上げ方をなさるのか、どちらの方が強いのかといふところをお教へ願ひすると幸いです。

○江良 両方だと思います。我々もお客様の関心については耳を真摯に傾け、様々な方がどういふ意見をお持ちなのか、どのような部分に強い関心をお持ちなのか、きちんと理解するように努めています。

当然、いろんなお客様がいらっしゃるんで、いろんな意見がありますが、共通項を見出し、それについては当社のプロセスに反映することを心がけています。

一方でそのようなテーマは、もともと我々も重要だと考えるテーマも多いです。例えばジェンダー・ダイバーシティの話であれば、イノベーションをどう促していくのか、あるいは従業員の活性化ということも含めて非常に重要なテーマです。気候変動についても、これはお客様からどういう対応をしているのかということも近年最も聞かれるテーマの一つになっており、我々としては、さらに活動のペースを加速させる部分は当然ございますが、もともと重要だと考えて取り組んでいる分野です。

○久保 分かりました。ありがとうございます。

○川口 もう少し時間がありますが、よろしいでしょうか。

それでは、大体時間になりましたので、本日の研究会はこれで終わりたいと思います。

本日は、本当に貴重なお話をありがとうございました。議決権行使とエンゲージメントが一体で運用されているということがよく分かりましたし、特に議決権行使助言会社との関係について貴重な情報を与えていただいたかと思えます。どうもありがとうございました。