

第2回「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」
投資顧問業界における取組みの状況等について

平成25年9月18日(水)

一般社団法人 日本投資顧問業協会

投資顧問業界における取組状況： ヒアリング先

- ヒアリング対象会社： 国内年金基金等からの日本株運用受託額が2,500億円以上(平成25年6月末)の投資一任業者8社(日系・外資系)
- ヒアリング対象者：
 - チーフ・インベストメント・オフィサー
 - 日本株ポートフォリオ・マネジャー
 - 日本株アナリスト
 - コーポレート・ガバナンス担当者
 - エンゲージメント担当者

投資先企業との対話の現状について

- 企業業績の見通し等
 - ✓ 常時、運用担当者、調査アナリストが企業との対話などを含む調査活動を行っている。原則として四半期に1回ミーティングが開催され、これら担当者が参加し、企業との意見交換が行われる。
 - ✓ その他、研究開発部門、工場等への訪問、現場担当者への調査活動も行われる。
- 会社の方向性
 - ✓ 年に1回程度、調査・運用部門の役員等が企業経営者と対話を行い、企業全体の戦略・方向性について意見交換を行う。
- コーポレート・ガバナンス関連
 - ✓ 年に1～2回、特に株主総会前に、総会の議案について企業側から説明のための訪問を受け、意見交換を行う。運用会社は、議決権行使・ガバナンス専任担当者等が対応し、「剰余金処分」、「取締役・監査役選任」、「定款一部変更」、「買収防衛策」等が主なテーマとなる。
- 委託者への報告等
 - ✓ 議決権行使結果について、一部委託者からレポートを求められ、また、ミーティングにおいて賛否の理由等に関して説明を求められることがある。
 - ✓ 特に海外の委託者から、投資先企業との対話の現状について、報告を求められることがある。

議決権行使にあたっての考え方・意思決定プロセス 1

➤ 「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」(平成14年4月24日理事会決議、平成25年6月14日最終改正、一部抜粋)

1. 投資一任契約書等における議決権等行使指図の取扱い
(3) 会員が顧客との投資一任契約書等により議決権等行使指図の委任を受けている場合には、以下の規定に従うものとする。
2. 議決権等行使指図のガイドラインの策定
会員は、議決権等行使指図の判断基準(以下「ガイドライン」という。)を設けるとともに意思決定プロセスを明確化し、議決権等行使指図に関する体制を整備する。
3. ガイドラインの基本的な考え方の公表
会員は、ガイドラインに関する基本的な考え方をホームページ等により公表する。
4. ガイドラインの顧客への提示及び調整
(1) 会員は、顧客から請求があった場合には、ガイドラインを顧客に提示する。
5. 議決権等行使指図のあり方
(1) 議決権等行使指図は、顧客の利益を図るためにのみこれを行うものとし、自己又は顧客以外の第三者の利益を図る目的で指図を行わないこととする。系列若しくは取引関係等を理由に議決権等行使指図の判断を歪めてはならない。
(3) 顧客の利益とは、企業価値(株式価値)の増大、又はその価値の毀損防止を意味するものとする。
6. 議決権等行使指図の集計結果の公表
(1) 会員は、原則として、5月及び6月に開催された株主総会における議決権等行使指図結果を集計し、当該集計結果をホームページ等により8月末までに公表する。
7. 事務手続き
(1) 意思決定、議案の判定・記録、報告
会員は意思決定プロセス及びガイドラインに従って、個々の議案を検討のうえ指図内容を決定する。問題となる議案があった場合、その議案が問題となる理由及び意思決定の理由を記録する。
顧客から請求があった場合には、議決権等行使指図の内容について報告するものとする。

議決権行使にあたっての考え方・意思決定プロセス 2

— ホームページ掲載例：DIAMアセットマネジメント株式会社（一部抜粋） —

1. 考え方

- ✓ 受託者責任の観点から、投資一任契約の委託者の利益のために行使。
- ✓ 目的は、投資先企業が企業倫理を遵守した上で株主利益の最大化に努めることと、そのための適切なガバナンス体制を構築することを促すことにある。
- ✓ 委託者の利益のみを考え、それ以外の第三者の利益を図るために行使することはない。

2. 体制・プロセス

- ✓ 取締役会から権限を委任された議決権行使委員会が行使の判断を行う。
- ✓ 本委員会は、運用部門担当取締役である委員長と、委員長の任命する運用部門所属の委員で構成され、全議案を個別に精査している。

3. 判断基準

(1) 会社提案

- ① 剰余金処分：株価パフォーマンスおよび配当性向の水準、財務体質等
- ② 取締役選任：株価パフォーマンスおよび業績動向（ROE、経常利益の水準等）、反社会的行為があった場合の関連の有無、社外取締役候補者における企業からの独立性の有無、取締役増員における合理的な理由の有無。
- ③ 監査役選任：反社会的行為があった場合の関連の有無、社外監査役候補者における企業からの独立性の有無、監査役減員における合理的な理由の有無。

(2) 株主提案：会社提案と同様に、株主利益の拡大に資するかどうかの観点から個別に判断。

英国スチュワードシップ・コード(7原則)について: 業界の現状との比較等 1

- 原則 1: スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を公に開示すべきである。

活動の具体例

- ✓ 現在、日本にスチュワードシップ・コードはないが、英国版コードの枢要な部分を占める「議決権行使」について方針を策定し、公表している。
- ✓ 議決権行使は、受託者責任の観点から、投資一任契約の委託者の利益のために行っており、スチュワードシップ責任を果たすことで、受託者責任の一部を果たしていると捉えられるのではないかと。

- 原則 2: スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表すべきである。

活動の具体例

- ✓ 「議決権行使」の方針に、利益相反の管理に係る規定があり、公表している。
- ✓ グループ会社として利益相反の管理に係る規定がある。

英国スチュワードシップ・コード(7原則)について: 業界の現状との比較等 2

- 原則 3: 投資先企業をモニタリングすべきである。

活動の具体例

- ✓ 日常的にモニタリングを行っている。(→ 3頁 「投資先企業との対話の現状について」参照)

- 原則 4: スチュワードシップ活動を強化するタイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべきである。

活動の具体例

- ✓ 企業のモニタリングは、日常的に行われているため、投資先企業で不祥事等が発生した場合に適宜対応している。
- ✓ ROE等の収益指標において数値基準を設け、本基準を継続的に下回った場合に、当該企業に対して警告を発するといった対応を行っている。

英国スチュワードシップ・コード(7原則)について: 業界の現状との比較等 3

- 原則 5: 適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。
 - ✓ 協調した行動はとっていない。
 - ✓ 協調した行動をとるとしても「大量保有報告」、「重要提案行為」といった法制度との関係の整理が必要である。

- 原則 6: 議決権行使および議決権行使結果の公表について、明確な方針を持つべきである。

活動の具体例

- ✓ 既に、これらについて、明確な方針を策定し、公表している。(→ 4~5頁「議決権行使にあたっての考え方・意思決定プロセス」参照。)
- ✓ 議決権行使は、委託者のために行っており、行使結果、その判断理由は要請に応じて委託者に個別に開示している。従って、議決権行使結果を個別に公表する必要はなく、また、委託者との守秘義務契約上行えない。

英国スチュワードシップ・コード(7原則)について: 業界の現状との比較等 4

- 原則 7: スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。

活動の具体例

- ✓ 委託者の要請に応じて、適宜これらについて報告を行っている。
- ✓ 一部の委託者に対しては、要請に基づき、定期的に報告を行っている。
- ✓ 例えば、企業不祥事等の案件によっては、その対応について、要請がなくても積極的に委託者に報告している。

ヒアリング結果のまとめ・その他の意見

➤ まとめ

- ✓ 年金基金等の委託者に対する受託者責任を果たすため、また、投資先企業の中・長期的な株式価値を向上させることを目的として、企業との建設的な対話はこれまでも行っている。
- ✓ こうしたことを背景として、英国スチュワードシップ・コードの7原則については、一部を除き対応しているものと考えられる。
- ✓ 他の投資家との協働については、「大量保有報告」、「重要提案行為」といった法制度との関係の整理が必要である。
- ✓ 議決権行使結果の公表は、現行の集計値の開示が適切である。

➤ その他の意見

✓ 顧客(受益者)によるコスト負担

エンゲージメント・議決権行使等の体制が強化される中、また、顧客ガイドラインに基づく議決権の行使を求められる場合がある中、これらに係るコストは、原則として受益者である顧客が負担すべきである。

✓ 議決権電子行使プラットフォームの稼働促進

株主総会議案の内容を十分に精査し、効率的な議決権行使が行えるよう、全ての上場会社が当該プラットフォームに参加することを強く希望する。

✓ 株主総会開催日の更なる分散化、招集通知の早期発送

株主総会議案の内容を十分に精査できるよう、株主総会開催日が更に分散され、招集通知が早期に発送されるよう強く希望する。

英国出張報告 1：訪問先

- University Superannuation Scheme (USS) Investment Management
- Railpen Investments
- Norges Bank Investment Management
- National Association of Pension Funds
- Royal London Asset Management (Chair of Investment Committee, Association of British Insurers)
- Investment Management Association
- Financial Reporting Council

英国出張報告 2: 主な意見

- ✓ “Comply or explain” アプローチは適切である。コードの内容が過大で、強制すると、項目毎に機械的なチェックに終始し、実効性を伴ったものにならない。
- ✓ コード導入の結果として、(1)運用会社は、自らの運用スタイルにとって、どのようにコードを実践することが適切であるか、また、いかにしてパフォーマンスに付加価値をつけるかを考えるようになり、投資家はそれを見極めながら運用会社を選択できるようになった、(2)運用会社は、コード実践の内容を顧客に対して分かり易く報告しなければならなくなったので、年金基金等は、コードの内容、委託先の実践状況について利害を意識し、興味をもつようになった。
- ✓ 長期的視点に立つ株主(投資家)は、投資先企業の経営陣との緊張感をもった、良好な関係の構築を心掛け、経営陣とゴールを共有するようになった。
- ✓ 年次株主総会のかなり前に、運用会社と企業が、議案について議論することが多くなった。
- ✓ コードの導入によって、運用会社、年金基金等が投資先企業の社会的責任、例えば、当該企業が発展途上国の子供を低賃金で働かせていないか等について、よりモニターするようになればよいと考える。こうしたことは、企業経営にとってリスク・マネジメントの一環であり、リスク・マネジメントがうまく機能していれば企業価値は上がる。(逆にうまくいかなければ企業価値は毀損する。)
- ✓ エンゲージメントの実施に当たっては、投資先企業の経営陣が貴重な時間を費やしてくれるので、慎重に企業にコンタクトし、時間の浪費とならず、極めて生産的なミーティングとなるよう心掛けている。