

**「企業と機関投資家との建設的な対話」
に関する海外機関投資家の意見の概要**

平成28年9月23日

本資料は、これまでに会議で示された「企業と機関投資家の建設的な対話」に関する論点について、日本株に投資する海外機関投資家に対して意見照会を行った結果等を取りまとめたもの。

目次

1. 運用機関のガバナンス・利益相反管理	P3
2. 議決権行使の結果の開示	P4
3. パッシブ運用におけるエンゲージメント	P5
4. アセットオーナーの役割	P6

1. 運用機関のガバナンス・利益相反管理

ポイント

- 実効的なスチュワードシップ活動のため、**独立した監督などの堅固なガバナンス体制や利益相反管理が重要。**
- **明確な議決権行使基準を設定し、議決権行使判断を行う独立委員会を設置すべき**との意見があったほか、運用機関の利益相反管理のため、運用機関に親会社が存在する場合に**独立した取締役会**を設置している例などが紹介された。

主な回答

- ICGNスチュワードシップ原則は、実効的なスチュワードシップ活動の第一歩は運用機関のガバナンスであると規定している。また、利益相反はガバナンスにおける主要な考慮要素である。この他、投資期間、独立した監督、能力、報酬もガバナンスの要素である。利益相反が存在しうる場合、独立した監督等のガバナンス構造は実効的なスチュワードシップ活動の基礎である。(ICGN、国際機関投資家団体)
- 機関投資家の利益相反の問題や、それがスチュワードシップ責任を果たす上でどのように影響するかについて、より議論をすべき。(ACGA、国際機関投資家団体)
- 当社は、オランダのスチュワードシップ・コードの下で、毎年、どのような事例が利益相反として想定され、そうした事例をどのように適切に扱っているかを明確に開示することが求められている。日本の運用機関において、利益相反に該当すると考えられるあらゆる問題を管理するための独立委員会(または類似のもの)を設置することは優れたアイデアである。(APG Asset Management、オランダ)
- 日本の運用機関はほとんどが有力な銀行や生命保険会社の傘下であり、親会社の利益は運用資産の委託者の利益と必ずしも一致していない。親会社と運用機関の間の「チャイニーズ・ウォール」は現実には極めて脆弱である可能性。(Legal & General Investment Management、英国)
- 親会社を有する運用機関は、議決権行使のための明確な定量基準とガイドラインを設定し、更に議決権行使判断を行うための独立委員会を設置すべき。(Oasis Management、香港)
- スウェーデンの銀行傘下にある運用機関は、独立した取締役会(Independent Board)を有している。また、投資先である系列銀行との取引関係について報告をしなければならない。(AP4、スウェーデン)
- 運用機関とその親会社の間の潜在的な利益相反を適切に管理するため、利益相反を生じうる議案について、独立委員会がレビューすることや、独立委員会による意思決定を開示することによって透明性を確保することを提案する。(北米大手基金)
- 当社の顧客が議決権行使勧誘を行う等、利益相反の可能性がある場合には、議決権行使検証チームが組成され、行使方針に沿った行使か確認が行われ、必要に応じ変更が加えられる。(英国運用機関)

2. 議決権行使結果の開示

ポイント

- 受託者としての説明責任を果たす観点から、議決権行使結果の透明性を確保すべき。
- 議決権行使賛否の集計結果のみの開示は、説明責任や利益相反管理の観点から不十分との指摘。
- 回答運用機関においては、個別企業の議決権行使結果について、一般に公表している例が多く、その他の場合も、顧客への報告を行っている。

主な回答

- ICGNスチュワードシップ原則では議決権行使結果の開示を求めており、一般的には、投資家は個別企業ベースの議決権行使結果を開示すべき。理想的には賛否の理由の概要を示すべき。(ICGN、国際機関投資家団体)
- 集計開示は説明責任や利益相反管理の観点から不十分。当社は議決権行使結果を全て開示している。(Aberdeen Asset Management、英国)
- 日本の機関投資家による累計ベースでの議決権行使結果開示はステークホルダーにとって限られた価値しかない。当行は、ホームページで全ての投資先企業の議決権行使結果を開示している。(Norges Bank、ノルウェー)
- 日本の機関投資家は、委託者の要請により議決権行使ガイドライン及び議決権行使結果を最大限開示すべき。(Oasis Management、香港)
- 当社の顧客には通常個別の議決権行使結果を提出する。顧客への提供を最優先し、一般への開示は行わない。(英国運用機関)
- 当社では、株主総会前に、個別企業レベルの議決権行使結果を公に開示している。(British Columbia Investment、カナダ)
- 透明性は、利益相反の懸念に対処するための最善の解決策である。議決権行使結果の開示は、可能な限り透明であるべきで、集計開示では不十分である。議決権行使結果は、企業毎・議案毎に、また、利益相反を生じうる議案や利益相反が明らかである議案については、その詳細な理由付けとともに示されるべきである。(北米大手基金)
- 運用機関は議決権行使方針及び議案毎の議決権行使結果を開示すべき。当社はウェブサイトですべて開示している。(APG Asset Management、オランダ)

3. パッシブ運用におけるエンゲージメント

ポイント

- パッシブ運用においては、株式を売却できず、中長期的な企業価値の向上が必要であることなどから、エンゲージメントが重要。
- ポートフォリオの中に多くの企業が含まれるパッシブ運用の投資先との対話は、運用機関のリソースに応じ、時価総額が大きく問題がある企業と対話する等の工夫が必要と指摘。
- 日本のパッシブファンドはこれまで対話に積極的でなかったとの指摘。

主な回答

- パッシブファンドは、投資先企業のパフォーマンスが良くない場合であっても株式を売却できない。このため、パッシブファンドは投資先企業の中長期的な価値を対話によって向上させる必要がある。しかし、日本のパッシブファンドはこれまで対話に積極的でなかった。(Oasis Management、香港)
- 機関投資家は受益者の長期的利益のために対話すべきで、企業と長期的な価値の認識を共有することが重要。経営リソースに限られる中、ポートフォリオの中に多くの企業が含まれるパッシブファンドは、対話すべき会社を絞り込む手法を開発すべきである。(ICGN、国際機関投資家団体)
- パッシブファンドとしては、時価総額の大きな問題企業が対象となる。パッシブファンドはアクティブファンドより対話頻度は少なく不定期である。投資額と潜在的リスクの大きさの比較考量から、対話すべき対象先が選別される。活動のレベルは、リソースに応じて決まる。(Aberdeen Asset Management、英国)
- パッシブ投資先との対話は問題企業、特別の事情がある等の企業が対象。当社では、どの業界、会社が問題か年2回ポートフォリオをスクリーニングし、対話すべき先を決定。問題発生時には毎週状況をフォローする。問題の重大性、投資額等から対話すべきか否かを決定。(AP4、スウェーデン)
- パッシブファンドにおける対話の対象は、ガバナンス上の問題の重大さ、取締役会の実績、株式の保有比率、他の企業への波及効果などにより決定する。(北米大手基金)

4. アセットオーナーの役割

ポイント

- アセットオーナーには、運用機関の活動をモニターする責任。
- アセットオーナーは運用機関との委託契約にスチュワードシップ活動に関する規定を設けるべきとの指摘や、運用機関に対して対話の方針を明確に指示し、定期的に結果をフォローすべきとの指摘。
- 企業年金について、リソースがないことを前提としつつ、運用機関に対してのスチュワードシップ活動の説明を求め、監督を行うなど、可能な活動を行うべきとの指摘。

主な回答

- 日本のアセットオーナーは運用機関により実施されるスチュワードシップ活動を積極的に監督し、委託者、受益者に報告すべき。日本のアセットオーナーは、運用機関との投資顧問契約にスチュワードシップ活動に関する規定を置くことが望ましい。(ICGN、国際機関投資家団体)
- 日本のアセットオーナーは運用機関に対して、どのように対話に臨むべきか明確に指示し、定期的にその結果をフォローすべき。(AP4、スウェーデン)
- アセットオーナーは、運用機関の選定に当たって、スチュワードシップ責任を果たすための能力、リソース等を評価し、選定後は運用機関がどのように自らの責任を果たしているのかについて定期的にモニターすべきである。(APG Asset Management、オランダ)
- GPIFが運用機関と投資先企業が対話をするよう促している努力は評価される。(Oasis Management、香港)
- 運用機関はアセットオーナーに投資先企業との対話に関する指示を求めることをルール化してはどうか。これによりアセットオーナーも、対話の重要性をより認識すると考える。(Oasis Management、香港)
- 企業年金は対話のリソースを持たないことを懸念する必要はなく、むしろ企業年金の役割は、アセットマネジャーに対話活動につき説明をさせることである。(Aberdeen Asset、英国)