

2016年11月8日

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（第10回）への意見書

西山 賢吾

今回、都合により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（第10回）に参加することができませんので、当日議論予定の「機関投資家の実効的なスチュワードシップ活動のあり方」に関し、多少のコメントをさせていただきます。なお、コメントは私の所属する組織の意見ではなく、あくまで個人のものでございます。

・運用機関による実効的なスチュワードシップ活動、特に利益相反管理につきまして

運用機関側では利益相反の回避、対応方針を定めているという認識を持っているにもかかわらず、アセットオーナー等から利益相反が疑われることが少なくないように思われます。その理由の一つとしては、アセットオーナーが求めている利益相反の「レベル」と、運用機関が考えている利益相反の「レベル」に差があるためと思われます。アセットオーナーと運用機関との間での議論を深め、そのレベルの差を埋めていくことが肝要と考えます。また、運用機関側からの利益相反管理方針の開示が必ずしも十分ではないこともその対応が不十分ではないかと思われる要因の一つと考えますので、形式的ではない、実質的内容が明確にわかるような積極的、かつ明快な開示が求められるかと思えます。

また、運用会社が利益相反を回避、管理していく上では、日本の運用会社の多くが金融機関(持ち株会社)のグループであることを考えると、運用機関だけの対応では不十分です。第8回会議で示していただいた「議決権行使をめぐる利益相反（ケーススタディ）」のような状況が疑われるということであれば、金融グループ全体として利益相反の回避・管理の重要性を改めて認識し、必要な対応をとること、また、発行体企業側も、ケースに示されたようなことを行うこと自体が利益相反に該当するということを強く認識していただくことが重要と考えます。

前者につきましては金融グループ全体としての利益相反対応方針の見直しと積極的な開示が、後者につきましては、例えばコーポレートガバナンス・コードに、上記ケースに示されたようなことを行わないことを書き加えることなどが必要と考えます。現在でも運用機関がこれらにより議決権行使が「歪められる」ことはほぼない状況かと思えます。しかし、議決権行使担当者が「このような議決権行使を行ったらどこからか何か言われるので

はないか」との懸念を抱く状況からは完全に自由になっていないこともまた事実かと思  
います。こうした懸念を意識することなく議決権行使ができる環境を整えることが最も重要  
と考えます。

#### ・議決権行使結果の公表の充実につきまして

まず、主要議案ごとの集計開示については、最低限全ての機関投資家は行うべきではな  
いかと考えます。数字が独り歩きをすることを懸念することがあるのかもしれませんが、  
機関投資家の議決権行使の概要を知り、その結果の分析調査を行うことは非常に重要だ  
と思われま。また、今や多くの機関投資家が主要議案ごとの結果開示を行い、定着するな  
か、数字が独り歩きする懸念はかなり小さくなっていると思われま。もしそれを懸念  
するのであれば、開示をしないのではなく、開示した上でその理由や背景に関する説明を  
拡充することの方がより重要と考えます。これは、プリンシパルベースよりむしろルール  
ベースに近づけたほうがよいかと思いま。ただ、現状、一部議案でその開示にばらつき  
がある（例えば、取締役、監査役選任議案について、一人一人で集計しているところと  
これを一議案と考え、中の一人に反対すれば同議案に反対したとして集計しているところ  
がある）ので、それについては統一していただくことも必要と考えま。

その上で、「個別企業・議案ごとの開示」につきましては、現状ではやや慎重に考えま。  
前述した「議決権行使をめぐる利益相反（ケーススタディ）」のような状況が疑われる状況  
でこれを行うと、却って議決権行使担当者に対し、議案の賛否に圧力がかかってしまう  
という状況が生じる可能性があると考えるためです。運用機関だけではなく、金融機関グル  
ープ全体、また、発行体企業の利益相反に対する認識、意識を高め、対応方針等を充実さ  
せる必要の方が、現状では優先度が高いと考えま。

ただし、自発的に個別企業・議案ごとの開示を行うことを妨げるということはなく、そ  
れができる機関投資家は積極的に行うべきではないかと思いま。また、発行体企業から  
議決権結果に関し開示を求められた場合は、現状でも開示、説明を行うべきと思いま（そ  
の際、開示に当たってはアセットオーナーの理解も必要と思いま）。

#### ・パッシブ活動におけるエンゲージメント等につきまして

現在の TOPIX を運用対象とすることが多いと思いますが、TOPIX の構成が 2000 銘柄に  
達しようとする中、エンゲージメントについては、たとえ銘柄を絞るにしても議決権行使  
は行わなくてはならず、形式的になってしまう可能性も否定できません。また、企業側も  
東証 1 部に上場すれば年金等の運用対象となるため、「コーポレートガバナンスの拡充、エ  
ンゲージメント活動をして、その効果が分かりづらい」といことにつながっていると思  
われま。

例えばJPX400等、パッシブの運用対象銘柄を絞れば、議決権行使の効率化と、一件あたりにかける時間が増えることでより実効的な行使につながるでしょうし、企業側も「コーポレートガバナンスの拡充、エンゲージメント活動を行う」ことの具体的効果が見えてくるのではないかと思います。

・**運用機関の自己評価と運用機関に対するモニタリングにつきまして**

運用機関の自己評価は必要と考えます。その評価について、金融庁等が行うべきという意見もあるかと思いますが、これについては自己評価と、その評価の開示内容につきをアセットオーナー等が評価、判断するという形が望ましいと考えます。

・**アセットオーナーが運用機関に求める事項の明示につきまして**

これも非常に重要と考えます。特に利害関係者の多いアセットオーナーにつきましては、これを運用機関に示すだけでなく、積極的な開示を通じ広く利害関係者に対し周知してもらうことも非常に大切と感じます。

・**その他（企業年金基金のステュワードシップ活動につきまして）**

企業年金基金のステュワードシップ活動につきまして、その規模や人員などで難しいケースも多いと思いますが、「企業年金基金版ステュワードシップコード」の策定など、彼らが可能な範囲で活動を行いやすい環境を整備していくことが肝要と考えます。

今回議論される「意見書」の公表はコーポレートガバナンス、ステュワードシップ活動を行う上で非常に有意義と考えますので、議論を深め、より良い意見書を作成することが何より大切と考えます。

以上