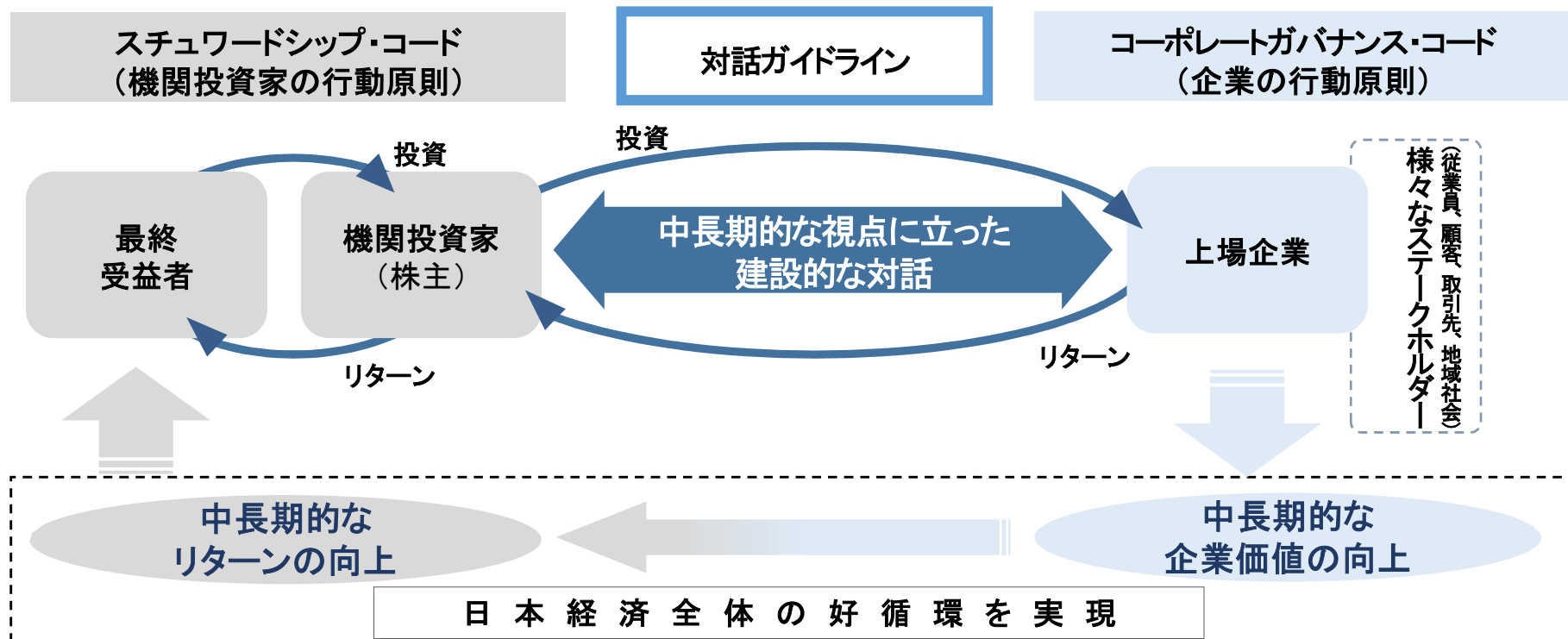


企業と投資家の対話の充実/ 企業年金受益者と母体企業の利益相反管理

令和3年2月15日
金融庁

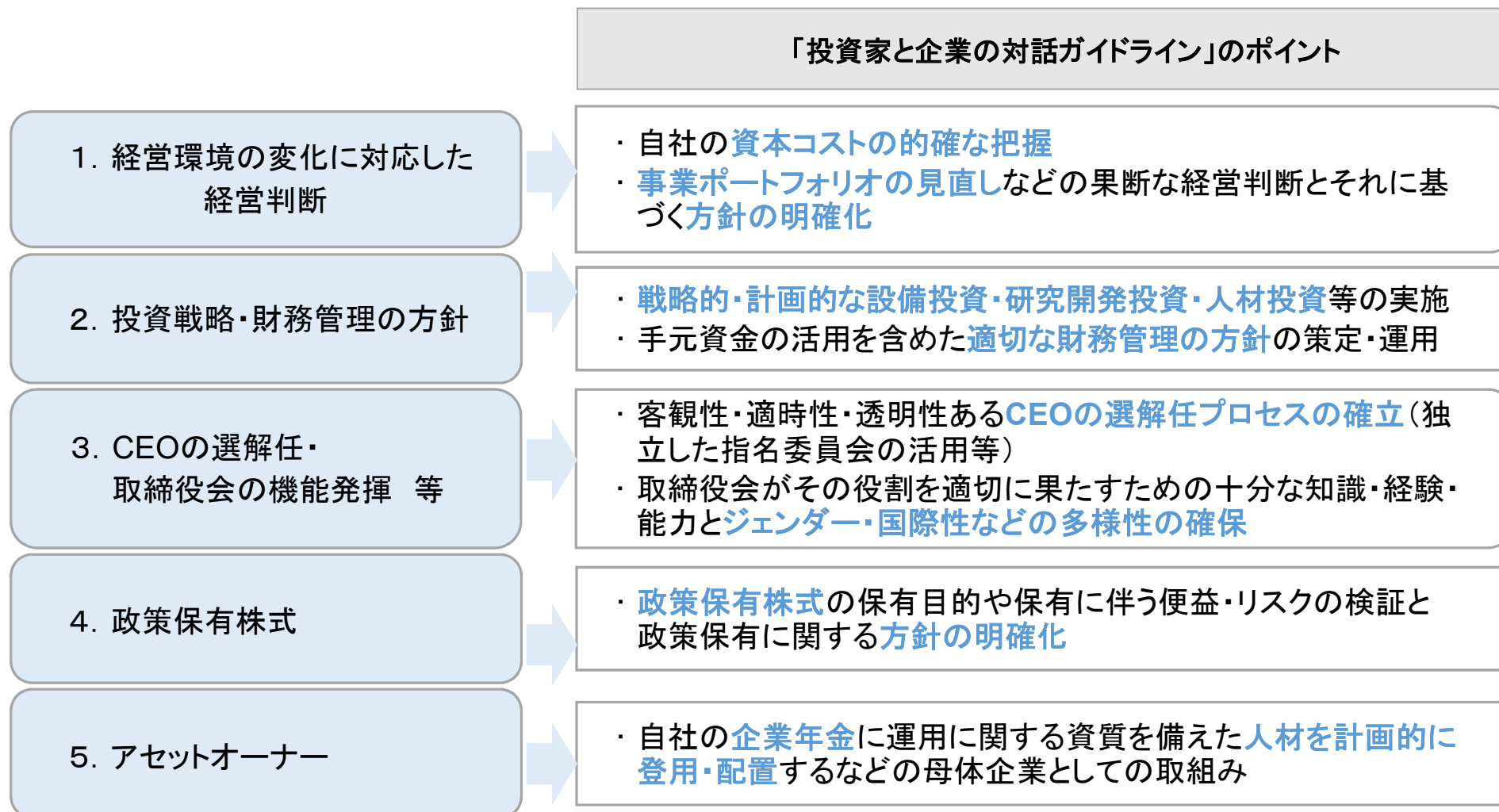
(1)コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取組み

- 成長戦略の一環として、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・コードを「車の両輪」として、中長期的な企業価値の向上を目的とし、コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取組みを実施。
- 2018年6月には、機関投資家と企業との間の対話の実効性を高めるため、両コードの附属文書として「投資家と企業の対話ガイドライン」を策定。



(1)「投資家と企業の対話ガイドライン」(2018年6月策定)の概要

□ 「投資家と企業の対話ガイドライン」の概要は以下のとおり。



(1)対話の充実の重要性に係る意見

- フォローアップ会議においては、資本効率等対話のガイドラインで掲げられた項目について、対話の充実の重要性に関するご意見が聞かれている。

対話の充実に関する主なご意見

【経営環境の変化に対応した経営判断】

- ホールディングスの取締役会ではグループ経営の最適化を考えるべきであり、そのためには投資家と取締役会（経営陣ではなく社外取締役）との対話が重要。粘り強く働きかけて、対話が進む環境づくりを進めることが重要。
- 資本効率をどのように図るかといった点は、個々の事情を踏まえて対話することがより重要となってくる。
- 資本効率の課題はコードより投資家との対話で解決すべき事項で、対話ガイドラインにぜひ書き込んでほしい。
- 企業の中長期的な戦略、リスク戦略、リスクアロケーションの戦略につき、より深掘りした対話が必要。

【投資戦略・財務管理の方針】

- コロナ後の展望の大きな枠組みとして対話の材料とすべきことは、グリーン、デジタル、ヘルスケア。資源は有限なのでいかに効率を上げるかが重要であり、企業と投資家の建設的な対話の促進が重要。

【CEOの選解任・取締役会の機能発揮 等】

- 投資家の観点から言えば、たとえば、独立社外取締役について、3社以上に就任されている方がいるが、その是非や、独立性の問題、さらに言うに必要な能力を持っているのかどうかを対話する必要がある。同時に業績も対話の対象になる。
- 投資家も対話などを通じて女性役員を鍛えて育ててほしい。また、本人たちも自ら進んで批判にさらされ自らを鍛えてほしい。

【政策保有株式(ほか株式保有構造)】

- 政策保有株式は、経済合理性に基づかない判断がなされることを危惧している。投資家も対話で取締役会での独立社外取締役による厳正な検討を促してほしい。
- 企業が上場子会社の保有にどのような理屈を有しているかについて対話で探るべき。
- 独立社外取締役と投資家との対話を通じて、少数株主からの付託に答えられているかを投資家が直接確認できることが望ましい。
- 無批判の下で政策保有株式を保有するというのも資本の効率としておかしい。政策保有についても対話の対象として考えるべき。

【その他】

(対話の相手)

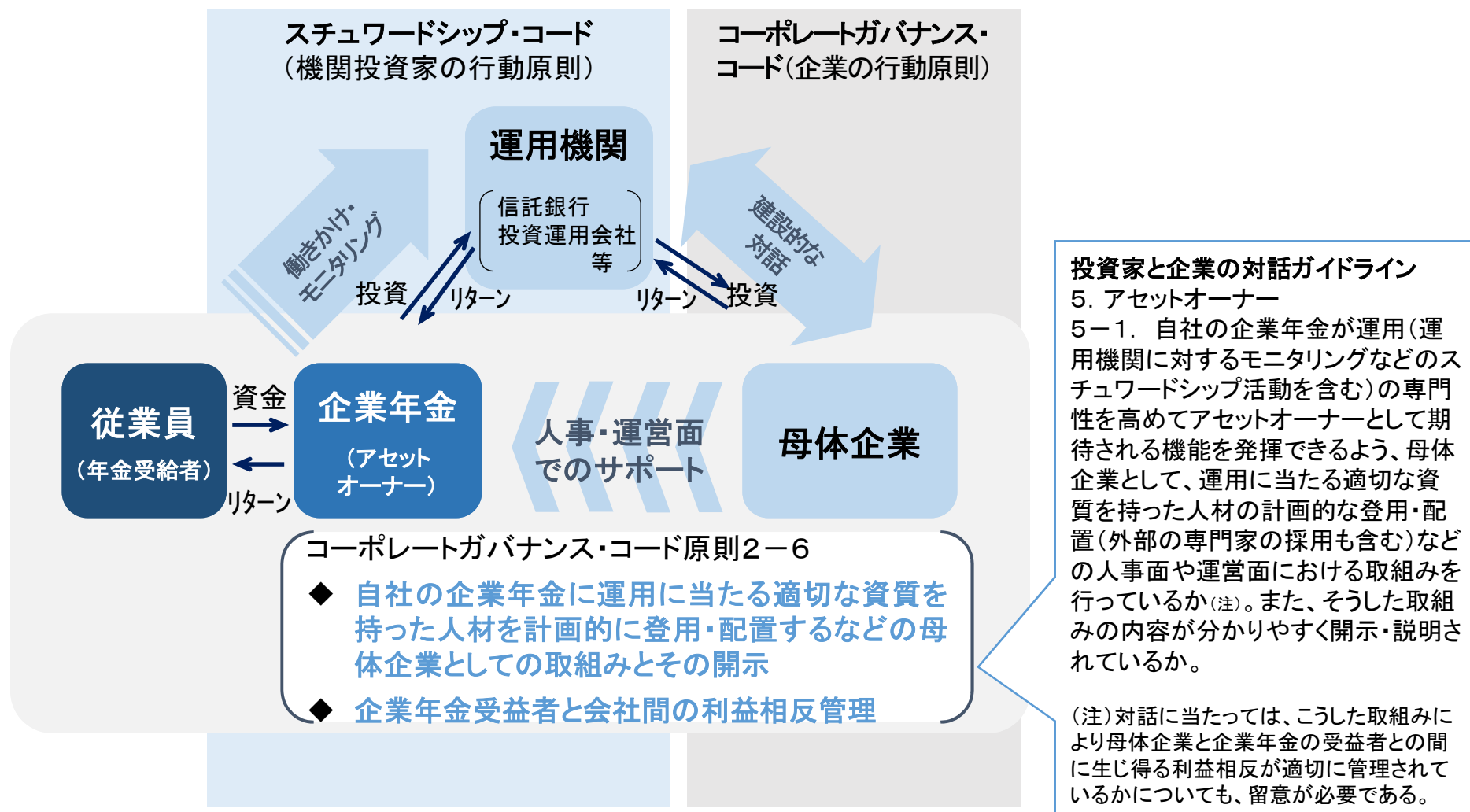
- 今の日本の状況からすると、投資家と独立社外取締役の対話はできるだけ多くの方とやり取りをすることが広がっていくべき。
- 株主との対話については、独立社外取締役に加え、独立社外監査役も応じるべきではないか。
- 独立社外取締役を含めて、やはり株主との対話をもっと明示的にフリクエントにやるべき。不祥事など危機の渦中にある会社の独立社外取締役を務めた経験を元に言えば、独立社外取締役も含めてやはり株主とできる限り対話をするということによって、執行もすごく勉強し、機関投資家も含めた相手からの信頼感もそれなりに出てくる。

(その他)

- 独立社外取締役の質の向上の方法として対話が重要。投資家側から見ても、最初の段階では手探りのやり取りがあるが、1時間のミーティングが終わる頃には意気投合して、独立社外取締役の方が株主・投資家の期待を明確に把握するということがある。
- 任期の長い取締役に関しては、開示や対話によってその点は緊張感を維持するという方向性があるかと思う。
- 機関投資家の問題意識が対話の中から取り出され、経営者において議論されることが望まれる。

(2) アセットオーナーと母体企業の役割に関するコード等の記載

- コーポレートガバナンス・コードの原則2-6や投資家と企業の対話ガイドラインにおいては、自社の企業年金に運用に当たる適切な資質を持った人材を計画的に登用・配置するなどの母体企業としての取組みの重要性や、企業年金受益者と会社間の利益相反管理に言及。



(2) 母体企業と企業年金の関係性(利益相反管理)

- アセットオーナーに関しては、企業年金と母体企業の関係性について、特に、利益相反管理に努めることが重要との指摘がスチュワードシップ・コードの再改訂時等に示されているところ。

「スチュワードシップ・コードの再改訂に当たって」(2020年3月24日公表)における指摘

パブリックコメントでは…(中略)…企業年金の実効的なスチュワードシップ活動のためには、母体企業において利益相反管理に努めることが重要…(中略)…などのご意見が寄せられたところである。

これらの課題については、今後実態も踏まえながら、フォローアップ会議や金融庁を含む関係者において更に検討を進めることが期待される。

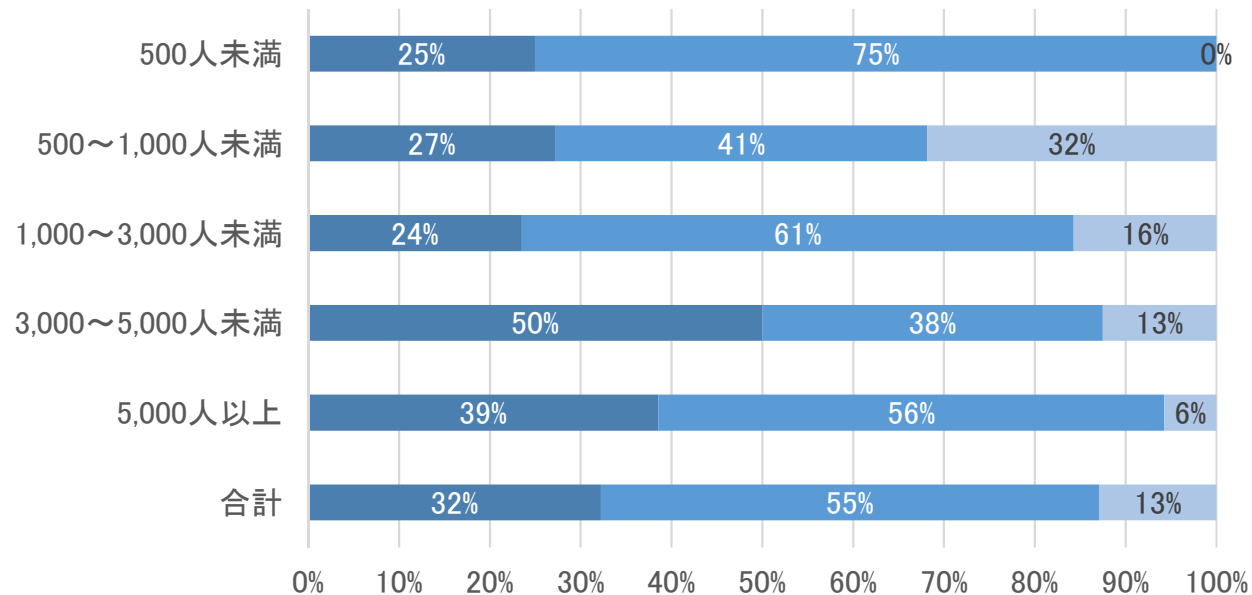
本件に関連して聞かれた主な意見

- 多くの母体企業は、スチュワードシップ活動の浸透がガバナンスの強化等に向けた圧力となることを懸念し、傘下の企業年金もそれに同調する風潮がある。母体のバランスシートの一部である企業年金にとっては、母体企業の制度・財政面でのサポートが不可欠であり、「専ら年金基金の利益のために振る舞う」ことが実践できているか確信を持ってない企業年金関係者も多いと考える。
- 企業年金がスチュワードシップ・コードを受け入れることの意義など、母体企業から基金を自立させるような文言が加わることが、よりスチュワードシップ活動の普及を促進するのではないか。
- 利益相反については、運用能力だけで委託先を決定しているのは全体の3割、母体企業との取引関係を重視している企業もある。意識が薄いという実態がある。

(2) 利益相反の管理の状況

- 年金受益者と会社間に生じ得る利益相反の管理について、母体企業との取引関係を重視して運用委託先を決めているとする企業年金も存在。

年金受益者と会社間に生じ得る利益相反の管理について



- 運用委託先は、母体企業との取引関係(融資・持株等)と無関係に、運用成績や能力を重視して決めている
- 運用委託先は、運用成績や能力に加え、母体企業との取引関係も勘案し総合的に決めている
- 運用委託先は、母体企業との取引関係を重視して決めている

(注)回答は企業年金の運用実務担当者155名

(出所)有限責任あずさ監査法人「年金運用ガバナンスに関する実態調査2020」(2020年11月)より金融庁作成

本会合でご議論頂きたい事項

- 資本効率に関する課題等についての企業と投資家の対話をはじめとして、対話の充実の重要性に関するご意見がこれまで聞かれている。こうした中、
 - 企業のガバナンス向上に向けて企業と投資家との対話をより実効的なものとするためには、いかなる取組みが必要か。
 - 対話の更なる充実に向け、「投資家と企業の対話ガイドライン」で記載すべき事項は何か。
- また、アセットオーナーたる企業年金と母体企業の関係性(利益相反管理)については、どのように考えるか。