

各論点に対する意見の要約

令和元年11月8日
金融庁

1:建設的な対話の実質化に向けた取組みについて

フォローアップ会議の意見書(4)の指摘の概要

- 建設的な対話の実質化に向けて、アセットオーナーへの説明責任を果たすとともに企業との相互理解を深める観点から、① 個別の議決権行使に係る賛否の理由、② 企業との対話活動及びその結果、③ コードの各原則の実施状況の自己評価等に関する説明や情報提供の充実に運用機関に促すことが重要である。

本件に関する主な意見

<フォローアップ会議での意見>

- 運用機関は議決権行使の結果のみに留まらず、それに至るまでの企業との対話活動についての説明や情報提供を充実させるべき。
- 今のコードが求めている開示がまだ不十分だから、建設的な対話に進まない。

<その他の意見>

- 理由を公表すると、企業が機関投資家との対話に応じられなくなるのではないかという不安がある。
- 利益相反関係にある投資先に賛成の議決権行使をする場合は、その合理的な理由を開示すべき。

第1回有識者検討会での主な意見

- 行使結果の個別開示による影響として、投資家と企業双方の行動が変化して、双方が歩み寄ることによって対話の質がより高まり、現実には投資家と企業との対話にポジティブな影響を与えている。
- 議決権行使結果の個別開示は発展途上。賛否の理由の開示は70%が未実施。この実態からして、スチュワードシップ・コードの原則5に照らして改善の余地は大きい。利益相反が懸念される議案や世の中で注目されている議案に対し、賛否の理由を開示することが望ましいのではないか。
- 賛否理由の開示は、スチュワードシップ活動の透明性の観点から大変重要だが、具体的な対話内容の開示につながり得る個別詳細な開示を、一律に求めることは、企業との相互信頼の観点で、今後の対話活動に悪影響を及ぼす懸念が強く、慎重に検討すべき。
- 開示の充実は、各社が創意工夫を重ねて継続的に取組みを強化すべきポイントと考えているが、一方で各社の実力、体力等も踏まえて柔軟なものとなるよう検討されるべき。

2: サステナビリティについて

フォローアップ会議の意見書(4)の指摘の概要

- 運用機関がESG要素等を含むサステナビリティを巡る課題に関する対話を行う場合には、投資戦略と整合的で、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に結び付くものとなるよう意識することが期待される。

本件に関する主な意見

<フォローアップ会議での意見>

- ・ 企業評価において、環境、社会、ガバナンス等のESGの要素が、ますます重要な意味を持つようになっている。
- ・ スチュワードシップ活動において、ESGの要素をインテグレートすることが重要である。
- ・ ESGの議論や取組みは、総花的なものになりがちであり、注意が必要。
- ・ きちんと企業と対話をし、エンゲージメントしていくことが重要。企業側がESGに関して、どういう独自戦略を持っているのか探り出していく必要。
- ・ ESに特化して、Gが疎かになるようなことがないようにしなければならない。

<その他の意見>

- ・ せっかくの対話でも運用機関等の関心が目先の数字に偏っている。
- ・ 企業はESGに注力不足ではないか、と感じる。

第1回有識者検討会での主な意見

- ESG全般に関して、企業、投資家の間で変化が見られ、より深い対話ができるようになった、対話が増えた。
- 顧客からESG要素を考慮するマנדートを受けたことがないという運用会社は80%程度で、アクティブ運用において、ESG要素を考慮するとした運用会社は60%超であり、原則3に照らして、改善の余地が大きい。
- 長期的投資を考えれば、Gだけでなく環境や社会を配慮しない投資対象というのはリスクが大きいいため、あくまでも合理的な投資戦略の判断の中で、企業との対話でそういったエンゲージメントをしていくことがもっと広がっていくべきではないか。
- ESGの中で特にSの部分、労働、人権というところにもう少し着目した取組みというのが必要。
- ESGへの取組みのスタンスは個社ごとに差があり、建設的対話を通じて得たESG要素を投資プロセスに組み込む、いわゆるインテグレーションを、即時画一的にコードに入れることは、現段階では慎重であるべき。

3:アセットオーナーのステュワードシップ活動について

フォローアップ会議の意見書(4)の指摘の概要

- 経済界をはじめとする幅広いステークホルダーとも連携しながら、企業年金のステュワードシップ活動を後押しするための取組みを推進することが重要である。

本件に関する主な意見

<フォローアップ会議での意見>

- インベストメント・チェーンの機能発揮を促すため、最終受益者の最も近くに位置し、企業との対話の直接の相手方となる運用機関に対して働きかけやモニタリングを行うアセットオーナーの役割が極めて重要。
- 依然として、ステュワードシップ・コードの受入れを行う企業年金は少数。
- 企業年金の意義や責任に関する認識不足からステュワードシップ活動の範囲や程度が十分に理解されていない。

<その他の意見>

(アセットオーナー)

- 受託フィーが低いとの指摘を踏まえ、企業との対話を含む新たな手数料体系を提案した。
- ステュワードシップ・コードを採択すると、企業と直接対話をしたり、議決権行使をしたりしなければならないものと、ステュワードシップ活動の範囲を過大に誤解していた。

(運用機関等)

- アセットオーナーの興味関心が薄く、活動報告が本当に求められているのか疑問に思うことがある。
- アセットオーナーにとっても、運用機関にとっても、活動報告のフォーマットが統一されておらず、不便。

第1回有識者検討会での主な意見

- 相対的に規模の小さい企業年金が受託者責任を果たす上では、母体企業のサポートが重要である。
- 企業年金は、運用委託先に、ステュワードシップ責任に対する考え方、判断基準を明確に示すことが重要。
- 運用機関が建設的対話をしているのであれば、ある程度その運用機関の裁量に任せるという対応も、ステュワードシップ・コードの受入れを表明したアセットオーナーの対応としてあり得るのではないか。

4: 議決権行使助言会社について

フォローアップ会議の意見書(4)の指摘の概要

- 個々の企業に関する正確な情報を前提とした助言が運用機関に提供されることが重要。
- 十分かつ適切な人的・組織的体制の整備と、それを含む助言策定プロセスの具体的な公表が行われることが期待される。
- 企業の開示情報のみに基づくばかりではなく、必要に応じ自ら企業と積極的に意見交換しつつ助言を行うことが期待される。
- 運用機関についても、議決権行使助言会社の活用の状況について、利用する議決権行使助言会社名や運用機関における助言内容の確認の体制、具体的な活用方法等に関する説明や情報提供を促すことが重要。

本件に関する主な意見

<フォローアップ会議での意見>

- 助言策定プロセスが依然として不透明であり、取締役選任議案等について個々の企業の状況を実質的に判断するために必要な人的・組織的体制が備わっていないのではないか。
- やや画一的な推奨がなされており企業の個別の事情を聞いてくれない、との指摘がある。
- 議決権行使助言会社は、議決権行使の実質化の点において、とても重要な役割を担っている。

<その他の意見>

- 議決権行使助言会社の判断の前提となる事実に誤認がある場合もある。
- 推奨レポートを企業が事前に確認できる機会や企業の意見が掲載される機会が充実するとよい。

第1回有識者検討会で主な意見

- 自社(助言会社)では、利益相反は、ファイアーウォールの設置や情報開示の充実等によって適切に管理されている。現在は世界中の拠点からリサーチが可能であり、日本拠点のスタッフだけではなく、1年を通じて日本以外のオフィスからもサポートを受けている。
- 助言は正確な情報を前提として発信される必要があり、人的、組織的な体制の充実が大事である。
- 説明責任への対応を気にして、助言会社が形式的な助言に走ってしまうことは、適切ではない。
- 助言会社は重要なゲートキーパー。コードにサインアップする以上、建設的対話の機能も担うべきである。

5: 年金運用コンサルタントについて

フォローアップ会議の意見書(4)の指摘の概要

- 運用コンサルタントが、自らが企業年金等のスチュワードシップ活動をサポートする重要な主体の一つであることを明確化した上で、自らの利益相反管理体制の整備やその取組状況についての説明等を行い、こうした取組みを通じて、インベストメント・チェーン全体の機能向上を図ることが重要である。

本件に関する主な意見

<フォローアップ会議での意見>

- 年金運用コンサルタントが、顧客に対するその影響力を背景として、コンサルタント業務と併せて自らの投資商品の購入の勧誘を行う例が見られる。
- 年金運用コンサルタントが運用機関のスチュワードシップ活動を適切に評価していないのではないかと懸念がある。

第1回有識者検討会での主な意見

- 自社(年金運用コンサルタント)では、顧客に対して、どこに委託するかを選定の助言をする。助言だけでなく選定して執行もしてくださいという形で委託を受けることもあり、これが年金運用コンサルタントの運用と言われるもの。株式や債券を実際に売り買いする運用そのものを行っているというわけではなく、あくまでゲートキーパーとして、委託する運用機関の選定の執行まで行うもの。生じ得る利益相反については、コンサルタントとしても、ゲートキーパーとしても管理している。
- 運用コンサルタントから日本版スチュワードシップ・コードに係る活動について質問を受けた、あるいは質問状が送付されてきた運用会社は40%弱であり、これがもう少し高くなるよう課題として挙げる必要がある。
- 運用コンサルタントから運用機関への質問が増えてきているが、例えば、EとSとGと分解して、それぞれ数を数えたいというような質問があったりして、質が今ひとつだという印象を受ける。最終的なゴールというのは持続的な企業価値の向上だが、このような傾向はそこにたどり着くのだろうかという心配がある。

6-(1): 第1回有識者検討会でのその他の議論について(運用機関の利益相反管理関連)

第1回有識者検討会での主な意見

- 大手金融グループで年金基金の母体に何らかの形で働きかける、結果として、実際に年金基金の人たちが財務とか営業の方と相談しないと、とてもじゃないけれども委託先の入替えはもちろんのこと、シェアを変更することもままならないという例も見聞きする。日本の企業年金の場合、リソースが非常に限定的で、必ずしも専門家ではない方々が苦勞しながらやっている中で、総幹事や、場合によっては母体のメインバンク、融資先、あるいは取引関係、こういったものに縛られていたら、スチュワードシップ・コードの受入れどころか、受託者責任もなかなか果たせない、果たすことが困難な状態が多々あるのではないか。
- 総幹事業務は企業年金制度の運営や管理等の事務が内容であり、運用に関するものではないが、総幹事は、非幹事と比較すると顧客との接触頻度が高くなる傾向にあるため、その結果、顧客のニーズを聞いたり、制度の提案や運用提案の機会が多くなるということはある。一方で、総幹事の受託先でも、総幹事の運用商品を解約し、他社の運用商品が採用されるケースは日常的であり、アセットオーナーが自ら運用商品の内容の精査、その上で採用するということが増えてきている。大手金融グループでは優越的地位の濫用にならないよう、グループベースで優越的な地位の濫用を防止するための手続きを踏んだ上で全ての業務を厳格に行っている。
- 資産運用会社の立場として運用に関するアドバイスを提案することはあるが、これは自社の運用商品の採用に向けたものであって、他社運用商品の比較推奨を行う運用コンサルティング業務とは一線を画したものの。
- 日本の運用機関には金融系列が多く、利益相反管理については長らく議論されており、改善が見られないのであれば、更なる措置を検討する余地もあるのではないか。

6-(2): 第1回有識者検討会でのその他の議論について(その他)

第1回有識者検討会でメンバーからのその他の主な意見等

- コードは企業の持続的成長と中長期的な投資リターンの拡大を目的として作られたのであるから、コードをの受入れをしている主体が自らの立場で知恵を絞って、こういうステュワードシップ活動をしていますという中に、アウトカムへの意識を入れ込んで、公表していくという視点が要るのではないか。
- 投資家には、非業務執行役員に対してインタビューをもっとしていただきたい。社外取締役に対し、執行側からの説明や資料の提出はあるかとか、適時適切に報告がなされているかとか、あるいは経営会議には希望すれば出席させてもらえるのかなどを聞けば、その会社の執行サイドのガバナンス意識及び社外役員自らが報告を要求しているかの姿勢もかなり分かる。また、非業務執行役員が、どれだけガバナンス等に対して知見を有し、実質的に貢献出来る人たちかということを確認される。
- ステュワードシップ活動、エンゲージメント活動の高度化ということでの議論が更に進んでいくように期待をしたいと思うが、決して厳格化という方向にならないようお願いしたい。厳格化という形で宿題が多くなると対応が形式的になる。
- 金融庁が公表している「法的論点に係る考え方の整理」だけでは、行うことができる行動の範囲が明確でなく、対話において萎縮してしまうという声を聞く。大量保有報告規制上の重要提案行為の範囲、共同保有者の概念ともに広すぎるのではないかとすることも含めて検討する必要があるのではないか。
- 日本の事業法人株主は、全体の25%近くを占めるにもかかわらず、ステュワードシップ・コードの対象に含まれていないため、コーポレートガバナンス・コードに比べてインパクトが弱いと感じる。持ち合い株を所持している事業法人株主もステュワードシップ・コードの対象にするなどコードの適用対象を拡張することも検討の切り口も考えられる。