

## 2021 年度第 1 回 スチュワードシップ研究会

日 時： 2021 年 4 月 15 日（木）14:00-16:00

場 所： 日本投資顧問業協会 8 階会議室

テーマ： 「資産運用会社に対するアセットオーナーの期待」

ゲストスピーカー：

企業年金連合会 理事 中村 明弘 様

年金積立金管理運用独立行政法人 理事長 宮園 雅敬 様

メンバー：

川北 英隆（座長） 京都大学 名誉教授

柳川 範之 東京大学大学院経済学研究科 教授

河村 賢治 立教大学法学部 教授

松尾 直彦 松尾国際法律事務所 弁護士

大場 昭義 日本投資顧問業協会 会長

専門メンバー：

大越 昇一 J P モルガン・アセット・マネジメント株式会社 代表取締役社長

小池 広靖 野村アセットマネジメント株式会社 CEO 兼代表取締役社長

後藤 俊夫 東京海上アセットマネジメント株式会社 代表取締役社長

小林 悦子 ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社

専務取締役営業本部長

阪口 和子 アライアンス・バーンスタイン株式会社 代表取締役社長

菅野 暁 アセットマネジメント One 株式会社 代表取締役社長

菱田 賀夫 三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社 代表取締役社長

三木 桂一 UBS アセット・マネジメント株式会社 代表取締役社長

議論の概要等：

### I. スチュワードシップ活動について

#### 1. 運用手法（アクティブ運用・パッシブ運用）から見たスチュワードシップ活動について

- 市場全体の底上げの観点から、2017 年のスチュワードシップ・コード改訂でパッシブ運用にも企業との対話が求められるようになったが、東証一部上場企業は 2,000 社以上あり、その全てと対話することは困難なことから、形式的な対応とならざるをえないのではないか。（アセットオーナー）
- 投資家とエンゲージメントしている企業は、時価総額上位数百社程度であり、投資家とエンゲージメントしたことのない企業も多いのではないか。（アセットオーナー）

一)

- パッシブ運用のメリットはコスト低減であることから、協働エンゲージメントはパッシブ運用にとって効率的で有効な手段といえる。(アセットオーナー)
- スチュワードシップ・コードの適用対象となる機関投資家が保有する日本の上場株式における割合は20%弱であり、コーポレートガバナンス・コードとの車の両輪と言うには、ほど遠い状況で、適用対象となっていないその他の金融機関、事業会社、日本銀行なども対象とすべきだし、株式を保有している以上、スチュワードシップ責任を果たすべきである。(アセットオーナー)
- 運用スタイルによって、スチュワードシップ活動の具体的な内容は異なると考えており、一律に評価できるものではない。(アセットオーナー)
- 資産運用会社の役割は、企業の成長をしっかりとサポートすることである。企業と対話し、改善を促し、企業にそれが出来ないならば投資しないと明確に意思表示できるのはアクティブ運用であり、(アセットオーナーから) それに対するサポートがもっとあってもよいのではないか。(アセットマネジャー)
- ここ数年の資産運用会社のスチュワードシップ活動によって、企業も変わりつつあるので、さらなる改善に向けて、もう一步踏み込んだスチュワードシップ活動が必要であると考えます。(アセットマネジャー)

## 2. ESG について

- 資産運用会社に対しては、全資産について ESG を考慮した投資を期待する。(アセットオーナー)
- ESG で最も重要視すべきは、コーポレートガバナンスに関する課題で、ガバナンスがしっかりしていれば E や S の課題にも対応できる。我々の様な超長期投資家は、従前からあらゆる課題を考慮して投資しているので、ESG が最近出てきた新しいテーマだとは考えていない。(アセットオーナー)
- ESG については、欧州がイニシアチブを取っているが、日本がイニシアチブを取れないものなのか。「E」は欧州が先行しているが、金融庁で「S」の議論を始めており、期待したい。(アセットマネジャー)
- 日本の地方では、「S」の問題が高齢化、病院経営、商店街などで顕在化しており、危機的な状況にあるといえる。(研究会メンバー)
- 「E」については、温室効果ガスの排出量が多い企業を選別し、対話することで、開示を促す取り組みを行っている。(アセットマネジャー)
- ESG は企業の経営マターであると考えます。(アセットマネジャー)
- ESG スコアとリターンとの関係が明確に説明できないと、ESG 要因をアルファの源泉とするアクティブ運用を採用できない。(アセットオーナー)

### 3. その他

- ▶ 企業の資産運用会社に対する期待が、はっきりと示されるようになってきた。資産運用会社が企業の成長をサポートすることは必要条件に過ぎず、自らの考え方やどのような形で企業をリードしていくのかを資産運用会社が明確に示すことで、その存在感を高めていく段階にきている。(アセットマネジャー)
- ▶ 対話先である企業から、資産運用会社の存在感は残念ながらそれほど高くないので、企業などに対して主体的に考え方を表明するなどの前向きな取り組みを強化する必要があるのではないか、といった助言や激励があった。(アセットマネジャー)
- ▶ 我が国のスチュワードシップ活動に対する評価は、改善してきているという見方と、まだまだ遅れているという見方が混在している。このような評価は「女性活躍に関する評価」と似ている。最近の取り組みで日本も改善してきているが、世界はさらに進化しているので、世界におけるランキングが下がるという事態が起きている。(研究会メンバー)

## II. 資産運用会社のビジネスモデル、収益状況について

- ▶ 金融庁の資料では、資産運用会社による外部委託が、残高に占める割合に比べ収益に占める割合が高く、国内市場で自ら運用するより海外市場の運用を委託した方が割りの良いビジネスになっている。これでは、スチュワードシップ・コードが目指す国内市場のリターン向上に対して、運用会社のインセンティブが働かないのではないか。(アセットオーナー)
- ▶ 資産運用会社が儲からない→運用力向上等にリソースを割けられない→結果としてリターンが上がらない、という悪循環、負のスパイラルに日本の資産運用業界は陥っているのではないか。(アセットマネジャー)
- ▶ (日本の運用会社にとって、)全体としてフィーが増えていかないという課題がある。例えば、ブラックロック社などは数千億円の単位で純利益を上げているが、日本の運用会社はその10分の1以下ぐらいであり収益額に大きな差がある。こうした状況下で、ESG 対応などを本格的にやろうとすると、コストが増加していき、収益の低い日本の運用会社は顧客からの要求全部に応えられなくなってくる。例えば、日本でも金融グループをまたいでの(運用会社の)再編が起こることによって、ある程度のコストカット等によるリソースを ESG 対応などに使えるようになるのではないか。(アセットマネジャー)
- ▶ 日本の資産運用会社には、金融グループに属し守られていることで、少しガラパゴス的なところがあって、他の国では見ないような形態をとっている。その特徴のひとつが外部委託であるといえる。日本の運用会社が本当に勝負して勝てるどころ

は日本株式と日本債券であり、それ以外のところはなかなか勝てない。勝てない分野について、例えば外資系は、そこにもある程度投資して能力を高めていくのであるが、日本の運用会社は外部委託を行った。自らはモニタリングやレポーティングをすることで、収益的には下支えになったと思われるが、その分野における能力について、本当にリスクを取って、金を張って強くしようというインセンティブが削がれてしまったのではないか。(アセットマネジャー)

- 日本では運用会社は、他の産業に比べると残念ながら立場が弱いのではないか。そのような状況を全体的に底上げしていくためには、公的な機関である GPIF が、運用会社の後押し自体が目的ではないとしても、結果的には ESG が重要である等といったいろいろなメッセージを産業界に発信していき、(企業と対話を行う) 運用会社の活動を少しでも下支えしていけば、日本の運用業界のさらなる健全な発展につながるのではないか。(研究会メンバー)
- 国内市場だけで30年という長い期間運用しても2%程度のリターンしか得られず、株式にいたってはマイナスである。このような状況は他の国では見られず、他の先進国では8%前後のリターンが得られる。このような中で、高い運用報酬が得られるはずはなく、貯蓄から投資と言ってみても一向に進まない。国内の運用会社はビジネスとして成り立つのだろうか。(アセットオーナー)

以上