

2024年度第1回・第2回 スチュワードシップ研究会 議事概要

開催日：第1回 2024年12月11日（水）

第2回 2024年12月25日（水）

➤ スチュワードシップ活動における運用会社の課題等

● スチュワードシップ活動の意義と目的

- ✓ 何を目的にしているかということ意識しながらスチュワードシップ活動を行うことが肝要。昨今、とにかくスチュワードシップ活動を行うこと自体が目的になってしまっている、すなわち、スチュワードシップ活動の独り歩きと、我が国のスチュワードシップ・コードが精緻化する一方なのを懸念している。一方、イギリスのスチュワードシップ・コードの見直し案では、精緻化からバランスを取ろうとしている。スチュワードシップ活動における ESG はあくまで手段だということを明確にするような方向性になっており、これはよいことだと考える。

従って、日本でもこれ以上精緻化するのではなく、あくまでもコードの基本は、企業価値の向上を通じた中長期的なリターンの拡大にあるということに関係者全員が再認識する必要があると考える。

- ✓ 企業の持続的成長につながるようなスチュワードシップ活動をしている運用会社が年金基金といったアセットオーナーからきちんと評価され、例えばその担当者が人事上も評価されるし、アセットオーナーにおける運用受託機関の選定においても評価されるという仕組みにしていかなければいけない。

- ✓ インデックス運用におけるスチュワードシップ活動の意義は、市場全体の底上げであり理解できる。一方で、インデックス運用では運用会社に銘柄選別の裁量がなく、スチュワードシップ活動を行った結果、対象企業に望ましい改善などが生じなくても当該銘柄を「売る自由」がないとの限界がある。こうしたことから、一部の企業から運用会社は、投資家ではなく単なるアドバイザーであるかのように誤解される可能性もある。

運用会社のスチュワードシップ活動は、銘柄選別の裁量があるアクティブ運用においてより有効であると考えられ、運用会社においては実効的なスチュワードシップ活動を通じたアクティブ運用力の向上、インデックス運用を超える超過収益の獲得により、アセットオーナーからのアクティブ運用への更なる委託

増加が望まれる。

- 多様なスチュワードシップ活動とその整理

- ✓ 世の中には小さくニッチで短期志向の投資家が多く存在し、そうした投資家のスチュワードシップは、資本市場全体の長期的成長の果実をリターンとしてとして享受していくユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家のスチュワードシップと異なり、場合によっては一緒くたになってしまうことが多いと考える。これは短期志向の投資家等が悪いと言っているわけではなく、物事を整理、議論するときにそれぞれの相違を十分認識して最初から区別したほうがいいと思っており、現状、我が国では、それがなかなかされていないのではないかと感じている。

- アナリストの役割と能力・質の向上

- ✓ 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた会社の考え方を会社側が出すようになると、実はアナリストたちがやってきたことを、半分、会社側がやってくれていることになるといえる。会社側は、これをもとに対話したいと言うが、そうするとアナリストにとって対話のネタが減ってきているということが起こっている。こうした状況は、企業に対する調査分析を、まずしっかりやることから始める人たちが、対象企業についていかに想像し、考えられるかといった能力を試されているということだと言える。
もはや調査分析だけでは、付加価値はたぶんないということで、そうすると、基本的な調査分析を行わなくてはならないが、それが仕事ではなく、対象企業について考え、企業の将来を想像して、企業と一緒に対応していくということはいかにアナリストができるかについて問われていると感じる。
- ✓ 運用会社のアナリストのクオリティをもっと引き上げないといけないと考えている。どうやって企業価値を上げることができるのかという対話ができないと、これからの運用会社のアナリスト、エンゲージメント担当者は存在意義がないということで、現在、社内で議論している。
企業の皆さんは、恐らく投資銀行や銀行、もしくはアクティビストから、いろいろな提案を受け、企業価値を高めることを提案されている中で、もし株主である我々がそれをできないのであれば、果たして機関投資家の存在意義とは何だろうということ、自問自答しながら、アナリストについてどのように育成、教育をすればいいのか、あるいは、投資銀行のような提案をする必要はあ

るのかなどについて考えている。ただ、それに近いことをしないと、企業のエンゲージメントに対する期待にも応えられないとなると、我々のアナリストにおける水準感、レベル感は、どこまで引き上げなくてはいけないのか。これが、いま我々が抱えている問題の一つである。

- ✓ アナリストは、あまりに上から目線で行くことではなく、横で併走しながら、企業の成長に対する取組を後押ししていくことが好ましい。これはいろいろな意識の改革もそうであるし、具体的に対話のレベルも勉強しながら上げていかなければならない。そこはしっかり謙虚に地に足をつけ行っていくが、ただ、企業に対して言うべきことは、中長期的な成長という時間軸の中で言っていきたい。

● 協働エンゲージメント

- ✓ 協働エンゲージメントもそれぞれ各社、考え方がいろいろあって、ただ、日本の場合、どうしてもみんながやらないといけないと思うと、なぜかやらなければいけないような雰囲気が出てしまう可能性もある。ここらへんがなかなか難しいと思って議論の展開を見ている。我々は外資系なので各社各様でよいと考えているが、事、日本という国を考えたときにはやはりみんな一緒にというのが強くあるので、本音で言うとなかなかそのへん、立ち居振る舞いがちょっと難しいと思っている。
- ✓ (GPIF) 例えば、ESG や情報開示など、テーマによって合意が取りやすいものと、そうでないものがあるだろう。効果的、効率的にエンゲージメントの成果が生まれると思うのであれば、ぜひ活用いただければよいと思う。
- ✓ 協働エンゲージメントについて、運用会社各社の多様性を確保するとか、企業に対して一方通行の行為になってはいけないとか、そのあたりはもちろん大前提で大切だと思う。その上で、資本市場共通の声を伝える手段として協働エンゲージメントは有効ではないか。例えば、企業におけるサステナビリティの情報開示について、日本やアメリカ、ヨーロッパ等の投資家に対しこういう形で情報開示するとマーケットから高く評価されるということに関して、運用会社間で共通の意見を持てる場合には、協働エンゲージメントを活用できるのではないか。あるいは株主総会開催時期の集中問題にしても、これが大部分の運用会社で共通の問題意識となっているのであれば、協働エンゲージメントが有効な手段となりうるのではないか。株主総会開催時期の集中が議決権行使助言会社の利用を

促している面があるかもしれず、資本市場の声として多くの投資家が共通の問題意識を持っている部分については、協働エンゲージメントを行う意義はあると考える。

- 株式運用部門と ESG 担当部門との連携

- ✓ (GPIF) 株式運用と ESG 担当者が別々に企業を訪問し逆のことを言うケースがあるようなので、これらの担当者はもっと緊密に連携すべきではないか。

- 東証業種分類によるアナリスト配置の再検討

- ✓ 現在、株式アナリストは東証 33 業種の分類に合わせて配置しているが、運用会社として注力すべき調査分野は、東証分類の枠を超えてもう少し詳しい業種割を考えていく必要があるのではないか。

- 議決権行使助言会社

- ✓ 企業と運用会社との対話やエンゲージメント活動の中で、議決権行使助言会社の役割が極めて大きくなっているが、体制面に課題があると思われ、人材不足が露呈しているようでもある。議決権行使助言会社の体制面やサービスの質の向上は、ひいては日本のコーポレートガバナンスの向上につながると考えられるので、例えば「経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル」のような場において関係者全員で課題などを議論することは意義がある。

- スチュワードシップ活動における企業の課題等

- 株主総会の集中

- ✓ 依然として株主総会の開催が 6 月に集中しており、この時期は企業と運用会社は超多忙で企業に十分なエンゲージメントを行えない。従って株主総会の開催時期を分散すべきである。

- 株主総会議案反対票への対応

- ✓ 株主総会議案に反対票が結構あった場合の企業の対応についてコーポレートガバナンス・コードに記載はあるものの日本は明確になっていない。英国の場合は

20%以上の反対票があった場合に企業がどのように対応するか公表すべきであるとされている。日本でもこうした措置を導入すべきではないか。

- 日本企業経営陣の起業家精神

- ✓ 日本企業の経営陣は起業家精神が劣化しており、リスクテイクできず、新たな事業に参入できないことが日本の成長率を引き下げている要因の一つではないか。運用会社を含めた株主全体として、企業がリスクテイクできるような、切り込んだ対話を経営陣と行う必要がある。

- 企業年金におけるアセットオーナー・プリンシプルの受け入れ

- ✓ アセットオーナー・プリンシプルを受け入れている企業年金は極めて少ない。2024年10月に始まった「経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル」に参加する企業は、スチュワードシップ活動や運用会社との対話について問題意識が高いと理解しているが、そうであれば、企業年金のスポンサーでもあるラウンドテーブル参加企業は、自らの企業年金も含めて、企業年金によるアセットオーナー・プリンシプルの受け入れ数が少ないことや受け入れの障害となっている理由についてこのラウンドテーブルで議論すべきではないか。

- 社外取締役

- ✓ 社外取締役を巻き込んだ形のスチュワードシップ活動は質の向上という意味で非常に重要であり進めるべきだと考える。これは社外取締役に関連する別の課題のひとつでもある、多くの企業の社外取締役を担うことで懸念される企業・事業内容に関する十分な理解の解決にもつながると考えている。なお、金融庁の企業ヒアリングでも社外取締役との意見交換は活用されている。
- ✓ (GPIF) 社外取がアセットマネジメント会社の方と対話するときには、たぶん社内の方が社外取に対しいろいろレクチャーする、もしくは意見を聞くはずなので、社外取の役割がより深まるような気がする。なので、社外取との対話は非常に重要だと思う。
- ✓ 社外取締役を対話の相手にするという話があり、社内におけるレクチャーの大切さについて指摘があった。社外取締役がモニタリング機能を含めてその役割を適切に果たしていく上では、その独立性やスキル(資格・能力・知識・経験等)

に加え、適時適切に必要な情報を社外取締役に伝達する社内の仕組みや、社外取締役が期待される役割を適切に果たすよう後押しするインセンティブの仕組みが大切になってくると思われるので、その辺りがきちんと整えられていることが前提として必要と考える。

- ✓ 社外取締役とのエンゲージメント、コミュニケーションは非常に重要であると考え。それは社外取締役の方々が、本来期待されている社外取締役の役割をしっかりとやっているかどうか。あるいはやっていただくための助言であるとか、こういうところで非常に重要だと思う。

ただ、次のステップだが、あまり社外取締役とだけのエンゲージメントが主流になってしまうと、ある意味で経営陣は、エンゲージメントは社外取締役に任せればいいという話になり、極端にやると、IR 専門の社外取締役というようになってくると、これはまずいと思う。社外取締役も大事だが、それプラス経営層がきちんとエンゲージメントに出てきて、投資家の方々とコミュニケーションをとる。こういう方向に持っていくことが大事だと思う。

➤ スチュワードシップ活動におけるアセットオーナーの課題等

● 運用フィーとレポートニングに対する要求水準

- ✓ 日本のアセットオーナーのレポートニングに対する要求水準は、非定形化のものが多く欧米に比べて突出しており、その割に運用フィーの水準は極めて低い。少なくともレポートニングについては各アセットオーナー間でフォーマットを統一して、業界全体として効率化を図るべきではないか。
- ✓ アセットオーナーが運用会社に支払うフィーは、エンゲージメント活動を行う前後で変わらないケースが多く、従って、エンゲージメント活動にかかる労力を適切に反映していないと考えられる。このようなケースを変えるべくアセットオーナーと運用会社とで解決策を見出していく必要がある。
- ✓ 日本の運用サービスに対する報酬のバランスがガラパゴス化しているのではないかと指摘がある。例えばエンゲージメント活動については、欧米のほうが進んでいる部分があるが、関連するレポートニングの中身、量については、日本の要求水準が突出している。そうすると、情報提供を運用会社に求めることは重要だが、そのどこが正しいバランスなのかは、今後業界全体で、全てのステークホルダーが考えていかなくてはならないと考える。

そうした状況下、各公的年金におけるレポーティングの統一化が今後非常に重要であると考えている。その理由は、現在、海外の運用者が例えば公的年金のマンデートを受けるかどうかという判断をする際の基準は、運用の中身、ガイドラインというよりは、どれぐらいのサービシングなのかということである。それがそのフィーに見合うかどうかという、まさに経営判断になってきている。従って、サービシングの大半を占めるレポーティングが仮に公的年金で統一化されれば、海外の運用者からしても、一つのサービシングのレバレッジが全てにもたらされることになる。

- スチュワードシップ・コード、アセットオーナー・プリンシプルへの対応
 - ✓ 日本版スチュワードシップ・コードは、そもそも「責任ある機関投資家」の諸原則」となっているが、多くの大規模年金基金は「責任ある機関投資家」として、どういう方向で、どういうものを狙って、どういう行動をするのかということが不明確だと思っている。アセットオーナー別にスチュワードシップ活動方針があるべきで、そうすることで運用会社としても受託者責任を果たすという意味で受益者に対し、どういう活動をして、その責任を果たすかということをそれぞれ明示できる。それは運用会社ごとに別で構わないと考える。
 - ✓ 現在、アセットオーナー・プリンシプルの受け入れを表明している企業年金はごくわずかで、大きな問題であると考えている。アセットオーナー・プリンシプルを受け入れることに対する実効性というか、もう少し何か仕組みが必要ではないか。大手企業は企業年金を持っているので、プランスポンサーである企業サイドへの働きかけなどによって意識の変化などを促すのも一つの方策である。
 - ✓ アセットオーナーと言ってもいろいろなタイプに分かれ、ユニバーサル・オーナーである GPIF を中心とした方と、ユニバーサル・オーナーでも必ずしもない人たちとの間には、投資やエンゲージメントに対する考え方で大きな差があると考えている。ユニバーサル・オーナーは広くあまねく長期で、マーケット全体を底上げしなければいけない。
そうしたユニバーサル・オーナーに期待したいのは、中間的にあるというか、企業年金でも大手になるとかなりユニバーサル・オーナーに近い感覚を持っている。この人たちに圧倒的な存在感とその方向性を示すことで、アセットオーナー・プリンシプルを受け入れるべきかどうか迷っている中間的にあるような人たちを大いにインフルエンスして、ユニバーサル・オーナーに近い考えを持つようにする役割を期待している。

- アセットオーナーの運用会社に対する評価の傾向
 - ✓ 一般的にアセットオーナーの方々の運用会社に対する評価が極めて定量的になる傾向がある。例えば「過去3年間5%のROEを達成していない会社にどうして○を投票したのですか」と問われる。我々の立場からすると本当のエンゲージメントをしていこうと思えば、10%だったROEが5%になっている経営者よりも、0%のROEが4.9%になっている経営者の方に○を付けたくなる。それが実質的な実効性のあるエンゲージメントだと思う。
アセットオーナーの方々は、多くの案件を処理するので、ある部分、定量的にバーを引かなければいけないという事情は分かる。しかし、それで評価されると4.9%と5%だったら、4.9に×を付け、5%に○を付けておこうかということになりがちなので、本当に実効性のあるエンゲージメントをしていくのであれば、運用会社の話聞いてもらい、事情をもう少し加味してもらいたい。

- 小規模なアセットオーナー
 - ✓ 小規模なアセットオーナーの中には、なかなか思うような対応ができないところがある。中長期で資産運用していきたいという小規模なアセットオーナーもある中で、例えば大学の資産運用の担当者と話をしていても、専門人材が不足していたり、学ぶ機会が限られているなどの課題もある。アセットオーナー・プリシンプルの内容やサステナビリティ投資の動向、スチュワードシップ活動の意義やコスト、運用会社の評価の仕方などに関する理解や、複数のアセットオーナーによる協働モニタリングの可能性など、そのあたりの話を含めて学べるような機会をつくってもらえると有益ではないか。

- 日本株パッシブ運用のベンチマークと運用会社のレーダーにかからない企業群
 - ✓ 日本のアセットオーナーにおける日本株パッシブ運用のベンチマークは大部分がTOPIXであり、その構成銘柄数は2000銘柄を超える。運用会社にはパッシブ運用でもエンゲージメントが求められており、これだけの数の企業にエンゲージメントを行うのはほぼ不可能である。アセットオーナーは日本株パッシブ運用においてTOPIX以外の多様なベンチマークを積極的に採用すべきではないか。
また、構成銘柄数が極めて多数であることが、運用会社のレーダーにかからない

銘柄群の存在につながっているのではないか。

- ✓ 「経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル」に積極的に参加している企業は、ありがたいし、重点先を決めてフォーカスして、しっかりと企業に対してエンゲージメントを行っているが、そういういろいろな輪に、なかなかレーダーに引っかけられない上場会社が、たぶんそれなりの数あるはずである。小粒上場問題などいろいろな議論はもちろんあるが、上場して、幅広い株主を抱え、機関投資家も投資をするユニバースに入っている上場会社で、まさに超長期でマーケット全体の底上げをしていくのが我々の果たすべき役割だとすると、各運用会社のレーダーにかかりにくい企業の人たちにこそ、エンゲージメントをして、いろいろなことを本当はやらないといけないと考える。そういう仕組みに、逆にラウンドテーブルとかが使えれば、より良いのではないか。言葉を換えると、問題意識をもってグローバルに展開している、ないしは先進的な企業は、運用会社もどんどんエンゲージメントなどを行うし、皆さん自主的に考えていくので、どんどん全体を引っ張ってもらえばいい。しかし、全体の底上げをする意味では、運用会社のレーダーにかからない企業をラウンドテーブルに呼ぶことができればよいと考える。
- ✓ 運用会社のレーダーにかからないということは、我々の立場からすると、すごく乱暴な言い方をすると投資の対象にならないので、エンゲージメントはできなくなってしまう。アクティブ運用という考え方からするとですね。ただ、こういう会社がたくさん存在しているのは、まず日本の株式市場の明らかな非効率なので、これはエンゲージメントとは別として、業界として運用会社、アセットオーナー、企業、皆さんを含めた上で、考えていかなければいけないポイントではないか。

以上