

第4回 新時代の株主総会プロセスの在り方研究会

議事要旨

■日時：令和元年12月19日（木）14:00-16:00

■場所：経済産業省本館17階 第1特別会議室

■出席者：尾崎座長、市川委員、井上委員、猪越委員、江良委員、清水代理（佐々木委員代理）、澤口委員、高野委員、武井委員、塚本委員、寺沢委員、弥永委員、小林オブザーバー、中川オブザーバー、坂東オブザーバー、井上オブザーバー、若林オブザーバー

■議事要旨：

事務局から、資料3事務局資料1ページに基づき、本研究会での今後の検討事項について説明、確認。その後、市川委員より資料4に基づき日本生命のステュワードシップ活動について説明があり、その後討議。次に江良委員から資料5に基づいてブラックロックにおける、エンゲージメントと議決権行使について説明があり、その後討議。次に、高野委員より、資料6に基づいて、三井物産における、投資家との対話を通じた情報開示の充実について説明があり、その後討議。最後に、資料3（2ページ以降）に基づき、事務局から説明を行い、その後討議。それぞれの主なご意見は以下のとおり。

【日本生命市川委員プレゼンテーション】

- ご説明頂いた対話の流れについては、特別勘定についても同様な枠組みで進めているか。
 - 特別勘定も同様の取組をしており、ステュワードシップ諮問委員会には、一般勘定と特別勘定の両方の銘柄について諮っている。

- 対話の相手方には極力役員クラス以上の方を希望されているとのことだったが、社外取締役との対話を要望することもあるか。
 - 会社の状況に応じては、社外取締役との対話を要望することもある。

- 非常によく整理された形でシステマチックに対話をされており、議決権行使を受ける立場からすると、非常にエンゲージメントの仕方が明確で分かりやすいと感じた。
- 企業サイドで機関投資家と対話をしていると、特に取締役の独立性に関してはかなり杓子定規な判断をされる方が多いとの印象があるが、日本生命さんの場合、基準に達していない場合でも、まずは企業側に考えを伝えて対応を求めるといったことか。
- 例えば、独立取締役が3分の1以上欲しいといったときに、まだ足りないけれど25%であって、業績はいいし、対話の回答から見ても状況がいいのであれば、当面はそれで賛成するということか。
 - 独立性のある取締役を入れる意思があるものの、様々な事情により足元では見つけられないということであれば、杓子定規に反対することはない。
 - 基準に達していない企業については、改善の意思が全くない場合は反対する可能性が高いが、改善の方向性や意思が確認できれば、基本的には賛成することの方が多い。
- 企業の成長段階に応じたスチュワードシップ活動をするとのこと説明があったが、企業の歴史としては成熟期だが、新しい事業に参入している場合などについては、経営や財務など、内実を見て判断しているということでのよいのか。
 - ご理解の通り、創業年数だけでなく、事業内容に応じた必要資本などを踏まえて判断している。
- 要望事項について、改善が期待できない場合には反対ということについては、議案すべてに反対か。それとも問題がある議案だけか。
 - 問題があるところに関連した議案についてのみ反対ということである。
- スチュワードシップ推進チームには対話専管人材が6名ということだが、どういったメンバーがどのような構成で入っているのか。例えば、ESG 専門人材などが必ず入るといったことで

あれば、それによってどういったポイントに興味を持たれているかが企業サイドにもわかるので教えていただきたい。

→ 業種や地域で役割を分けているので、必ずしも ESG に強みを持っている者が ESG について対話するという事ではない。多少得意分野にばらつきはあるが、メンバーは企業分析や株式投資業務経験者であり、大概の企業とは一定水準レベルの対話ができる。

- 議決権行使とエンゲージメントを一体運用するにあたり、運用担当のファンドマネージャーやアナリストとの協調関係はどのように実施しているか。

→ 最終的な議決権行使はアナリストが実施し、対話チームとアナリストチームは別という体制だが、対話チームが企業に対話に行く前にはアナリストと情報連携を行って、企業の足元の状況をアップデートし、その情報を持って対話を行うことにしている。

→ また、アナリストとトレーディング担当者も、定期的に情報交換を行う場があり、必要に応じて議決権行使の情報を売買に反映させる。

→ 更に、対話結果のレポートについては、関連するメンバー全員が見られるようになっている。

【ブラックロック・ジャパン江良委員プレゼンテーション】

- 課題と認識する対話項目がある場合、マイルストーンを置いて進捗率を管理されているとの話があったが、例えば、社外取締役の数や比率についての進捗率を対話先の会社毎に管理されているという趣旨か。

→ 課題設定は会社毎に異なるものであり、その課題が社外取締役の数というケースもあるが、例えば海外の M&A を促進していくという戦略がある一方で、実際には海外 M&A 経験のある人の手当てがあまりないといった場合、その後再度話を聞いた際に、手当てが進んでいるかといった、中長期の戦略やその実行にあたって重要と考えられる項目について、定量、定性両面での進捗状況を注視している。

→ またガバナンスの観点から、社外取締役の人数や比率などの外形的な部分も大事だが、それだけでなく、例えば取締役会のスキルセットについて、戦略と一貫性があるか、この点について企業がどのように考えているかという点を重視している。

- 議決権行使とエンゲージメントを一体運用するにあたり、運用担当のファンドマネージャーやアナリストとの協調関係はどのように実施しているか。

→ まず、議決権行使の方針について、主要な運用チームのヘッドクラスも参加し、運用の観点からの知見は方針レベルに組み込む。

→ それに加えて、最低月一程度のペースで意見交換をし、情報共有を図るとともに、問題意識の共有を行う。

→ 年間を通じて実施した対話に関する情報は、すべてデータベースに記録し、世界中の運用担当者と共有している。

- スキルセットと言われる場合、要は社外取締役のスキルセットということも多いが、海外と違い、日本企業では社外取締役が一人しかいないようなことも多いが、そのような場合、こういった視点で見ているのか。

→ 海外、特にアメリカでは9割が社外取締役という世界なので少し違う世界だとは思いますが、やはり重視している点としては、社内取締役も含めた取締役会メンバーのスキルセットと企業戦略との一貫性、整合性というところ。多様性という意味では、様々な観点からのダイバーシティも重視するものの、企業戦略を遂行するにあたって個人個人の知見をどのように活かそうとしているのかについて考え方が明確で、さらに、その考え方に基いてきちんと社外役員も含めて確保できているのかという点に非常に関心がある。

→ 一つの考え方を押し付けるのではなく、企業としてどういう体制が望ましいと思っているかという考え方をお伺いすることを重視している。

- 気候変動リスクの対応について、機関投資家は、企業とのエンゲージメントの中での視点と、ファンドマネージャーが投資判断するときの視点では違うような気がするが、こういった違いがあるか。

→ 気候変動リスクに関する対応方法については、お客様の投資哲学や価値観によって投資戦略が変わる。例えば、石炭火力には全く投資しないでくれというお客様もあり、そういったお客様からお預かりする資産運用においては、当然投資対象から外すということもある。一方で、大多数のお客様は、長期的に低炭素社会に移行する中で、投資先企業にも、持続的な成長の観点からビジネスモデルも含めてきちんと移行して行ってほしいというニーズが強い。したがって、その場合は特定の業種を除外するのではなく投資をする。対話も重視しており、短中期の現実的なキャッシュフローをマネジメントしながら、一方で、長期的に新しい時代に向けてどのように転換していくかという観点から対話を行っている。

- 議決権行使とエンゲージメントの一体的運用については、エンゲージメントプロセスがあって、その結果が議決権行使に反映されるということだと思うが、企業へのフィードバックはどのように実施しているか。

→ 考え方や方針については、ガイドラインに記載しているので、それを見ていただければ賛成反対の予見ができる状況にある。これに加えて、例えば重点的に対話を実施した企業や、昨年と考え方を変えたような場合については丁寧に説明するケースもあり、ケースバイケースで対応している状況。

【三井物産高野委員プレゼンテーション】

- ESG をテーマにした対話において、G については法務部の方が同席されるとの話があったが、わが社でも、通常、機関投資家との対話は IR で担当しているが、ESG がテーマの場合には、CSR の担当部署が同席することが多い。E と S の対話が増えていく中で、対応するために組織を変えるような考えはあるか。

→ テーマに応じて色々工夫をしている。基本的には IR 部で説明をしつつ、社外取締役や他部署が説明することもある。

【事務局資料説明（議決権電子行使プラットフォームの利用促進について）】

- 現行の契約では、アセットマネージャーが信託銀行に指図をし、指図に基づいて信託銀行が行使するという形になっている。具体的には、アセットマネージャーが Excel に入力した指図を信託銀行がメールで受け取り、信託銀行は、それを発行会社の PF 参加の状況に応じて書面かプラットフォームへの入力という形で行っている状況である。アセットマネージャーが PF を利用する場合と、アセットマネージャーの指図結果が直接発行体に行くようになる。
- したがって、信託銀行としては、従前の契約の形とは異なる変化が生じるので、予めアセットオーナーに説明し、同意を得るといような取扱いをしている。
- 同意取得の方法については、なるべく負荷の少ない形で行うことが望ましいと考える。
- しかし、現行の契約内において、そのようなフローの変化について個別の説明や同意が不要という共通認識がアセットオーナーも含めてなされるのであれば、個々の同意取得にこだわるものではない。

- 議決権行使に関して、ICJ は議決権行使に関する履行補助者という位置づけ。
- プラットフォームの始動当初は、実績がない中でシステムへの不安が大きかったと思われるが、15 年経った今ではシステムの稼働の障害に対する指摘というのは少なくなっている。
- 現在の委託者同意に関する枠組みは、実績がなかった開始当初に必要とされたもの。
- 関係者間の役割分担の変化について、これまで見えなかったものを情報共有するなどして、参加しやすい枠組みづくりに取り組んでいく。

(以上)