

2023年12月8日（金）「スチュワードシップ研究会」における主な意見

テーマ：資産運用立国に向けて実効性あるスチュワードシップ活動の在り方について

➤ アセットオーナーに関して

- ✓ アセットオーナーを大まかに分類すると金融機関係アセットオーナーと年金基金等の2つになろう。金融機関係の方は、一定のプロがいて、運用部門に長くいる人間が運用しているケースが多いので、一定の専門性もあり、スチュワードシップ活動にも直接取り組んでいる場合も多い。最近では、スチュワードシップ活動専門のチームを置いてやっているところも増えている。
- ✓ アセットオーナーである年金基金等については、運用をずっとやっていた方が、年金の運用に関わる運用執行理事になっている基金もあるが、全体として見れば就任当初は運用の経験に乏しく、経験のない人もいる。コンサルをうまく使えばいいと思うが、そういう問題が年金のところでは依然として存在する。
- ✓ 欧米における多くのアセットオーナーでは、資産運用業の中で会社を替わりながら、ずっと資産運用業に関わっている人が年金の運用や運用執行理事をやり、それ以外の人やるということはほぼない。すなわち、専門家に任せ、その専門家をボードが監視する形になっている。こうした年金運用のガバナンス構造が、日本と欧米ではだいぶ異なり、こうしたことは、日本の年金基金といったアセットオーナーの課題と考えられる。
- ✓ 大学を含めたアセットオーナーの改革という点で言うと、専門性を備えたCFO などの選任と、あとは運用等に携わる役職員におけるインセンティブの仕組みをきちんと公表し、リターンの見せ方をきちんと工夫していくことが必要ではないかと考える。
- ✓ 欧米のアセットオーナーの多くは、資産運用等にかかる中長期のポリシーを有し、当該ポリシーに基づいて採用している運用会社に明確に指示を行っているが、日本にはこうしたアセットオーナーは少ないのではないかと。
- ✓ また、こうした欧米のアセットオーナーは、運用会社における多様なアプ

ローチを理解のうえ、受け入れる。多様なストラテジーを積極的にアセットオーナーが支持、応援すると、アセットマネジャーの役割も明確になる。

- ✓ 公務員年金や大きな生命保険会社などは、本来アセットオーナーとして、もう少しアクティブにリーダーシップを執れると思うが、アセットオーナーが資産運用等においてリーダーシップを執ってきたという歴史が日本にはあまりない中で、欧米流にアセットオーナーがリーダーシップを執るべきとだけ議論していても、正直詮ないと思っている部分もある。欧米はアセットオーナーが業界を育ててきたのでそれでいいが、そうでない日本は、日本的なアセットオーナーとアセットマネジャーの関係性をもう一度つくっていかないと難しいのではないかな。
- ✓ アセットオーナーが四半期報告にこだわっているが、本当にそれでいいのかどうかという問題はある。また、2~3年パフォーマンスがよくなければ、それで切っていくが、2~3年は短いと考える。こうしたアセットオーナーの行動が悪循環を繰り返しているのではないかな。短期的にパフォーマンスを上げないと採用してもらえないし、切られてしまうので、長期運用になっていない側面がある。年金基金に対する四半期報告や2-3年の運用成果で運用会社を評価し、入れ替えることは長期運用になっていないのではないかな。
- ✓ ある海外の政府系ファンドは、自分たちがパブリックに公表しているパフォーマンスのデータは、10年平均リターンを毎年ローリングしたものだけだと述べていた。このリターンがきちんと生まれていれば、あとはわれわれに運用は任されていると理解していて、これが一番、自分たちの運用を守ってくれているとしていた。
- ✓ パッシブ運用の比率が高い大手年金基金は、ベンチマークとして（構成銘柄数の多い）TOPIXを偏重し、その結果として運用会社のスチュワードシップ活動を困難にしているのではないかな。また、これらの年金基金は運用会社に対してパッシブ運用においてもエンゲージメントを含めたスチュワードシップ活動の実施を求めているが、当該活動に見合ったフィーを支払っているといえるのだろうか。
- ✓ 今秋、東京で開催されたPRI in Person 2023で、岸田総理が日本の代表的な公的年金基金が新たにPRIの署名に向けた作業を進めるとスピーチの

中で表明した。海外のアセットマネジャーは、責任投資に対しアセットオーナーから強く要請されるので、ディシプリンに基づいた行動原則と投資原則の大枠をつくり、それを各運用戦略にどう落とししていくかを各自主体的に検討、実行する。一方で、我が国のこれら公的年金は、海外運用機関等へのヒアリングを通じて PRI に関する勉強を始めたようであるが、このことは、日本を代表する大規模な年金基金の本来あるべき姿から大きくかけ離れていることを示しているのではないか。

- ✓ 海外のアセットオーナーには責任投資等についてそれぞれ独自の異なるポリシーがあり、採用の一プロセスとして、運用会社の責任投資に対する考え方や投資行動等についてヒアリングを行うことが多い。実際の採用プロセスで、双方のポリシーが合わないので、採用されないケースもある。PRI への署名を求められた年金基金は、PRI について勉強した結果作成するポリシーは、横並びで似通ったものになることが予想されるが、本来はアセットオーナーごとに各事情を反映したポリシーがあるべきで、横並びである必要は全くないと考える。

➤ 上場企業、東京証券取引所に関して

- ✓ TOPIX はいわゆる投資理論でいうマーケットに近いと言われ、それ以外の指数と別格ではないかとする意見が多いが、そうは言ってもアメリカの代表的な株価指数 S&P 500、まさに 500 社である。また、今年の 3 月に問題になった PBR にしても、構成銘柄の半分以上が PBR の 1 倍を割る状況の中で、本当に TOPIX はマーケットといえるのかどうか。
- ✓ 投資理論の大きな前提、暗黙の前提として、企業もきちんと経済合理的に行動していることがあるわけだが、PBR の 1 倍割れが長年放置されていることは、企業が経済合理的に行動していない証拠ではないかと考えられる。
- ✓ 「資産運用立国」政策も「国際金融センター」構想も同じだと思うが、人は儲かれば集まってくるし、投資や運用をやろうと思うのだと考える。日本の上場市場が、企業が成長して株価を上げることをプライオリティのナンバーワンにしていない制度になっていることが、一番問題ではないか。その意味では東証がプライムを改革していくとか、PBR 改革を出していくのはとても重要である。日本は 100 年以上の長寿企業の数で言うと世界ナンバーワンで、日本企業は存続することにプライオリティが置かれていて、

成長することにプライオリティが置かれていないように感じる。

- ✓ 少なくとも欧米は、上場している限りは成長しなければいけないし、株価を上げなければいけない。株価を上げている限りは、CEO は長期政権にもなる、株価が上がらなかつたら短い期間で CEO が代えられてしまう。上場企業が、企業の成長あるいは株価を上げることにプライオリティを置いていなければ、退場を促す仕組みになっているのが大事だということである。
- ✓ 日本の資本市場の問題点として、退出制度が緩いことがあげられる。実際に東証が調べ、自分たちで報告しているが、IPO をした企業で初値を上回った企業はほとんどない、一桁パーセントだと思う。だから、政府が一生懸命スタートアップに力を入れているが、その EXIT で IPO を使われても投資家は出ていけないし、その人たちと対話もできない。
- ✓ マーケットが東証に集中してしまっていることにより、退出が死刑宣告にも等しくなってしまう、あるいは残存株主が取引の機会を大幅に制限されてしまう問題が日本のマーケットにはある。その意味で言うと、東証以外のマーケットも併せて充実させていく。非上場株式の取引市場も含め、その辺りを充実させていかないと、東証だけに退出制度を厳しくしろと言っても難しい部分はあるかと思う。そのようにマーケットが多様になってくれば、恐らく厳しいマーケットというか、ここは成長を目指すマーケットだということも、とても言いやすくなるのではないか。

➤ アセットマネジャーに関して

- ✓ アクティブと言いつつも、ファンドを構成する企業の数が非常に多い。かつ、ベンチマークからのトラッキングエラーが非常に小さく絞られているものがあり、それをアクティブと言うのか。下には大きく乖離しないけれど、上にも大きく乖離しないので、それは投資家にとって、あまり魅力的ではないのではないか。
- ✓ 日本企業に対してエンゲージメントを行う際に、対象企業の海外における同業他社がどのような状況であるかについて知見がないと、企業との対話に説得力がないので、日本の運用会社も海外企業と積極的に対話を行うべきである。

- ✓ 現在、国内外の協働エンゲージメントに相当参画している。海外の場合は、海外企業へのエンゲージメントを行うとともに、海外の投資家と一緒に日本の企業に対するエンゲージメントも行っている。こうした活動を通じて、海外の企業の behavior をきちんと知り、日本のインダストリーの方に伝えることや、逆に日本の企業の behavior を海外の投資家、企業に伝えることもできる。
- ✓ 企業に対する運用会社のスチュワードシップ活動は、パッシブ運用であれば企業価値を毀損させない、いわゆるディフェンシブなもので、アクティブ運用であれば企業価値を向上させるオフエンシブなものであるといえる。この企業価値を向上させるオフエンシブなスチュワードシップ活動に基づくエンゲージメントがアルファの源泉である。エンゲージメントがESG 的項目の tick box にならないために、どうやって投資先企業とかみ合わせを持たせるかは、企業にとっての重要課題、すなわちマテリアリティについて企業と事前にすりあわせ、合意のうえ、当該マテリアリティを中心に対話を行うことが極めて重要であると考え。実効性のあるスチュワードシップのキーワードは、マテリアリティのすり合わせだと考える。
- ✓ アセットマネジャーが、企業価値が上がることを前提に提案をしている中で、われわれが果たしてその企業の人たちに「おっ」と思うようなものや、何でも提案できる状態になったときに、バイサイドとしてのわれわれのエンゲージメントクオリティ、アナリストのスキルセットが本当に投資先企業に刺さるのかどうかは、少し考えなければいけないのかもしれない。もし運用会社として、投資先企業の事業構造にまで深く切り込むような提案を行うといったような、そういう進化を遂げるのであれば、そこまで考える必要がある。
- ✓ 全上場企業にという話とも絡み、スチュワードシップ活動数が多ければいいとは全く思わない。費用対効果の観点から、企業価値を最大化させていくところに絞り込み、エンゲージメントをしていけばいいと考える。その意味で、対象となる企業数が少なくても問題なく、むしろ企業のガバナンスがしっかりしていて、企業価値を向上させていくような経営資源の適切な配分をしている企業であれば、経営陣にお任せしてもいいと考えている。
- ✓ アセットマネジャーにとっては、費用対効果の観点から、本当に企業価値を向上させていくようなエンゲージメントが投資先企業にできているか

どうか問題である。そうした観点からは、パッシブ運用に協働エンゲージメントを活用すべきではないか。

▶ インベストメント・チェーンに関して

- ✓ アセットオーナーは責任ある投資家という意味で、中長期の企業の価値創造に重点を置いていない投資家が増えている。それはなぜかという、パッシブが非常に増えてきたり、短期的なものが増えてきたりしているからである。なぜそうなっているかという、コストを払いたくないというか、コスト負担をアセットオーナーサイドがきちんとしていないからではないか。
- ✓ 一方、発行体企業の中には上場自体が目的になっていて、上場後の自分たちの価値向上や説明責任を果たしていないケースもある。また、東証はTOPIXの選定などそうした現状に対する施策、対応を十分に行っていない。その結果、アセットオーナー側がマーケット全体に投資するような低コストのパッシブが増えていると思う。
- ✓ このような現状からは、インベストメント・チェーンが少し負のサイクルに入ってしまったので、どこかだけに手を打つというよりも、全体をセットで考えて、いかに好循環を生み出していくかを議論していく必要があると考えている。責任ある投資家は、各種コードにサインして終わるのではなく、どの程度アクションを伴っているかが重要になってくると思う。
- ✓ 企業・東証とアセマネ会社、アセットオーナーの関係を、食材を提供している企業、どんな料理を食べたいかリクエストするアセットオーナー、アセマネ会社を料理人に例えると、アセットオーナーのリクエストが3分でつくれるカップ麺なのか、個別素材に拘った料理なのかによって、アセマネ会社の役割は大きく異なってくる。アセマネ会社はアセットオーナーのリクエストに応えるべく、各素材を吟味し、腕を振るうことになる。
- ✓ 金融庁からアセマネ会社に対して、企業＝食材について、オーガニックか化学肥料を使ったものかといった品質の説明責任など、様々なリクエストがあるが、そもそも上場企業＝素材としての説明責任の質や量、カップ麺を多くリクエストするアセットオーナーにも課題があると思う。

- ✓ 今の責任ある投資家というところで、先ほど来、アセットオーナーのリテラシーのような話にも聞こえるが、要はアセットオーナーがインベスターになるのではなく、アセットオーナーがステークホルダーになる点においてのリテラシーだと思う。したがって、例えばステークホルダーとなるのであれば、投資先企業に対し長期的な企業行動への示唆を提示することは当たり前であり、同じ船に乗っていることをアセットオーナーサイドが深く理解するかどうか、ここに尽きるだろうと思う。

以上