

日本版スチュワードシップ・コード(1) ～ 導入から 1 年 機関投資家の開示状況に関する調査 ～	Short Review 2015 年 9 月
	社会システム研究所 アナリスト 呂 潔

■ 日本版スチュワードシップ・コード（以下、JSC）が昨年 2 月に金融庁より公表されて以降、国内外の機関投資家が続々と受け入れを表明した。金融庁が 3 ヶ月毎に公表している、受け入れ表明をした機関投資家リストによると、今年 6 月時点で、年金基金（23 基金）、生命保険・損害保険会社（21 社）、信託銀行等（7 社）、投信・投資顧問会社等（133 社）、議決権行使助言会社他（7 社）、合わせて 191 機関となる。この 1 年間の推移をみると、投信・投資顧問会社や、年金基金などで機関投資家による受け入れ表明数が着実に増加していることが分かる（図表 1）。

図表 1 受け入れを表明した機関投資家数の推移

機関投資家	(第1回)	(第2回)	(第3回)	(第4回)	(第5回)
	2014年 6月	2014年 9月	2014年 12月	2015年 3月	2015年 6月
アセット・オーナー					
年金基金	12	17	19	21	23
生命保険・損害保険会社	19	21	21	21	21
アセット・マネージャー					
信託銀行等	6	6	6	6	7
投信・投資顧問会社等	86	109	122	129	133
サービス・プロバイダー					
議決権行使助言会社他	4	7	7	7	7
計	127	160	175	184	191

(出所) 金融庁ウェブサイトより当社作成

受け入れ表明以外に、JSC の各原則に基づく公表項目として、機関投資家は自社のウェブサイトで以下の項目に関する開示が求められている¹。なお、これらの項目は、毎年、見直し・更新を行うことも望まれる。

- (1) 【原則 1 関係】スチュワードシップ責任を果たすための方針
- (2) 【原則 2 関係】スチュワードシップ責任を果たすに当たり管理すべき利益相反についての方針
- (3) 【原則 5 関係】議決権行使についての方針（議決権に係る権利確定日をまたぐ貸株取引を行うことを想定している場合、当該貸株取引についての方針もあわせて記載。）
- (4) 【原則 5 関係】議決権行使結果（議決権行使助言会社のサービスを利用している場合、その旨及び当該サービスをどのように活用したのかについても、あわせて記載。）

¹ 金融庁「『責任ある機関投資家』の諸原則」<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html#02>

JSC の主な対象者は、アセット・オーナー（資産保有者としての機関投資家）、アセット・マネージャー（資産運用者としての機関投資家）といった日本の上場株式に投資する機関投資家である。但し、直接日本株式に投資しなくても、JSC に賛同し受け入れ表明しているケースもある。各機関投資家が自らの状況に応じて情報開示を行うと想定される中、現時点でどのような開示が進んでいるか、アセット・オーナー、アセット・マネージャーである国内の機関投資家（153 機関）を対象に²、それぞれのウェブサイトで公表された情報を基に、各社の開示状況を調べた。

図表 2 は機関投資家別にみた公表項目の開示状況である。各公表項目について、①開示あり（詳細説明）、②開示あり（基本説明）、③開示なしの 3 段階に分けて各機関投資家の開示状況を示した。開示の有無という観点から、調査対象の 9 割以上の機関投資家が(1)「スチュワードシップ責任を果たすための方針」（以下、JSC 取り組み方針）を説明しているのに対して、(2)「スチュワードシップ責任を果たすに当たり管理すべき利益相反についての方針」（以下、利益相反管理方針）、(3)「議決権行使についての方針」（以下、議決権行使基本方針）、(4)「議決権行使結果」については、開示しないケースがまだ多く見られる。

図表 2 公表項目についての開示状況（機関投資家別）

公表項目	開示度合い	アセット・オーナー		アセット・マネージャー	
		年金基金 (21基金)	生命保険・損 害保険会社 (21社)	信託銀行 (7社)	投信・投資 顧問会社 (104社)
JSC 取 組み方 針	① 自社の考え方、適用範囲、対話（エンゲージメント） 方針および体制等について説明を行っている	9.5%	23.8%	28.6%	18.3%
	② JSC 原則に沿った基本的な説明がある	90.5%	76.2%	71.4%	80.8%
	③ 開示なし	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%
	合計(①+②)	100.0%	100.0%	100.0%	99.0%
利益相 反管理 方針	① あらかじめ想定する利益相反の主な類型、自社で 発生しうる業務や部署で具体的な対応策について 明確な方針を策定し、説明を行っている	4.8%	76.2%	71.4%	22.1%
	② 利益相反管理のポリシーについて説明がある	61.9%	19.0%	28.6%	64.4%
	③ 開示なし	33.3%	4.8%	0.0%	13.5%
	合計(①+②)	66.7%	95.2%	100.0%	86.5%
議決権 行使基 本方 針	① 自社の考え方、意思決定プロセス、体制などに ついてガイドラインを作成し説明を行っている	47.6%	47.6%	57.1%	61.5%
	② 議決権行使の基本方針について説明がある	19.0%	33.3%	28.6%	28.8%
	③ 開示なし	33.3%	19.0%	14.3%	9.6%
	合計(①+②)	66.7%	81.0%	85.7%	90.4%
議決権 行使結 果	① 議案の種類ごとに開示がある	57.1%	9.5%	71.4%	59.6%
	② 全体の賛成・反対比率の開示がある	4.8%	19.0%	0.0%	1.0%
	③ 開示なし	38.1%	71.4%	28.6%	39.4%
	合計(①+②)	61.9%	28.6%	71.4%	60.6%

(出所) 各社ウェブサイトを基に当社作成。2015 年 7 月末現在。

²日本に拠点を置き、直接日本株式を運用している海外の投信・投資顧問会社も含まれる。

開示された公表項目の中でも、機関投資家の属性によって開示内容が大きく異なるケースが見られる。議決権行使はスチュワードシップ活動の重要な要素の一つである。(4)「議決権行使結果」の公表では、アセット・オーナーを例にとると、年金基金（主に公的年金基金）の場合、資産クラス（国内・海外株式）、運用スタイル（アクティブ・パッシブ）に応じて、運用委託機関または議決権行使助言会社を通じて得た議決権行使結果を、年度別・議案別の賛成・反対・棄権比率を詳細に開示している。一方、生命保険・損害保険会社の場合、ウェブサイトでの情報開示がほとんど見られず、開示のあるケースでも全体の賛成・反対比率のみ開示するケースが多い。

上記4つの公表項目とは別に、スチュワードシップ活動の一環として、投資先企業と目的を持った対話（エンゲージメント）の内容や状況を開示する機関投資家も今回の調査で見られた。特徴として以下の3点が挙げられる。

◆ <対話を行った事例紹介>

特定のテーマについて、投資先企業に対して問題点を指摘した上で、自社の考え方を伝える。中には対話を行った結果、投資先企業側から前向きな回答を得て、自社の要望が受け入れられたケースが紹介されている。

具体例：「中期経営計画などに資本効率や株主還元に関する目標が提示されていない食料品メーカーA社に対して、CEOと継続的に企業価値向上策、事業戦略について対話を重ねた。その結果、中期経営計画の公表においてROE、及び、総還元性向の目標が盛り込まれた。」（地方公務員共済組合連合会より）

◆ <企業とのコンタクト状況>

年間で投資先企業と行った個別対話の件数やテーマを示し、または企業名をリストアップする。特に経営陣との個別対話やガバナンスにテーマを絞ったミーティングを行うなど、内容ごとに分けて紹介するケースが見られる。

具体例：「当社内において単独で行われる企業とのミーティング（約1,900件、2013年度）は、十分な時間をとることができ、比較的高度な対話ができる機会と言えます。中でも、約260件のトップ・ミーティング（専務以上の方が相手となるミーティング）は、経営戦略や資本政策に関わる議論を中心に行われることが多く、エンゲージメントの性格が強いミーティングと言えます。また、年間約90件のガバナンス・ミーティング（議決権行使などのガバナンスにテーマを絞ったミーティング）も、取締役選任や配当政策などに関わる議論が中心であり、同様にエンゲージメントの性格が強いと考えられます。」（野村アセットマネジメントより）

◆ <企業への書面による提案>

経営トップに株主としての要望事項とその経緯、並びにその根拠を書簡で送付し、投資先企業に働きかけるケースがある。

具体例：「電気機器メーカー」社の代表取締役社長あてに「社長宛の送付状」及び「コーポレートガバ

ナンス・コードの適用」を送付した。また、その送付書面は自社のウェブサイトでも公表している。」(株式会社ストラテジックキャピタルより)

JSC 導入の1年目の今、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るため、機関投資家による企業との対話、議決権行使といった取り組みが既に始まっている。JSC 公表項目に関する具体的な開示方針や内容等が表明機関の裁量に委ねられる状況の中で、アセット・オーナーでは年金基金（主に公的年金基金）、アセット・マネージャーでは信託銀行や投資・投信顧問会社の一部で積極的に情報開示を行うケースはあるが、開示される内容が形式的文言に留まっている例がまだ多くみられる³。スチュワードシップ活動の一環として、機関投資家自身による取り組みに関する情報開示も不可欠であるので、スチュワードシップ活動についてどこまで情報開示すべきか、社内規定のあり方を含め、より明確な情報開示に対する方針を示すことを期待する。(END)

³ 投信・投資顧問会社や信託銀行は、業界団体に加盟している場合、自主規制ルールに基づく開示が義務付けられているため、議決権行使結果等に関する開示は比較的進んでいる。