

機関投資家と上場企業の関係を変えた「平成」時代

政策調査部 鈴木 裕

要 約

株式バブル崩壊とともに始まった「平成」時代は、日本株の投資リターンに年金基金等の機関投資家が不満を持ち続けた時期でもある。日本株への不満は、上場企業のガバナンスへの不信感を強くし、年金基金は投資先企業の経営をチェックすることに強い動機を持つようになった。

年金基金から積立金運用を受託する運用機関は、顧客である年金基金からの要望に応える中で、日本株に対する議決権を適正行使するとともに、その結果を開示するようになっていった。開示内容の拡充は急速に進み、集計開示から個別議案開示、さらには今後、賛否の理由開示も求められるかもしれない。

運用受託機関に議決権の適正行使を求めたことによって、アクティビスト・ファンドによる上場企業への働きかけに運用受託機関が賛同する例も見られるようになってきている。また、一連のコーポレート・ガバナンス改革でESGへの関心が喚起されたことによって、運用受託機関によるESG投資への取り組みが進んでいる。

拡充された開示情報が期待通りに利用されているか、疑問しいところもあり、今後も続くコーポレート・ガバナンス改革の中で検証が必要ではないか。

目 次

1. 株式バブル崩壊とともに始まった「平成」
2. 運用機関の議決権行使関連の開示
3. 政府が主導する企業統治改革
4. 機関投資家の変化
5. 国際的な動向から受ける影響と「令和」の日本

1. 株式バブル崩壊とともに始まった「平成」

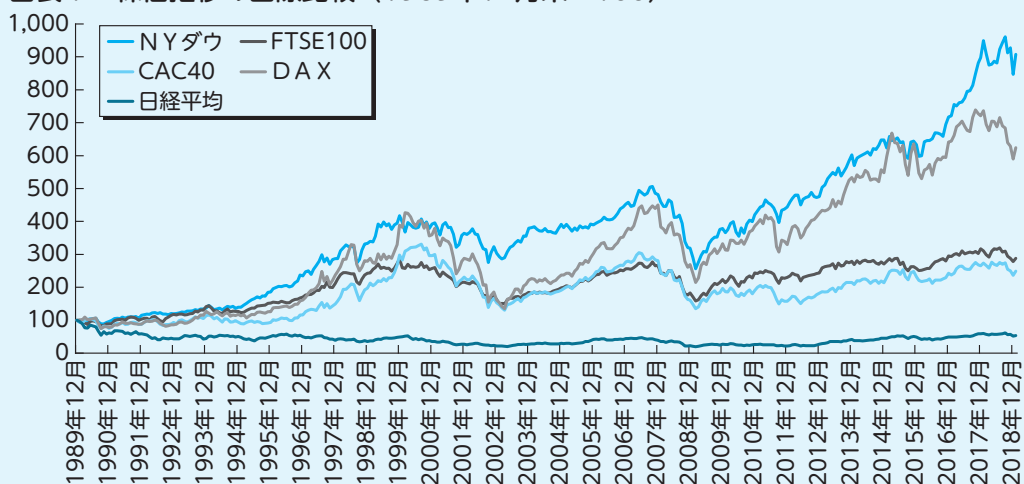
元号が「昭和」から「平成」に変わったのは1989年のことだが、その年末に最高値を付けた日経平均株価は、30年余り経過した今も、高値更新への道のりが相当険しそうだ。あまりにも高くなりすぎた株価が一時的に調整しているとする楽観的な見方もあったが、3年、4年と下落傾向が続く中で、日本株保有はリスクに見合ったりターンの得られているのか、疑問が広がっていった。しかし、日本株への投資に疑問が生じたとしても、その後の反騰の可能性を考えれば、持たざるリスクを避けるために日本株保有を続ける判断に傾きがちだった。結果的に保有継続が裏目になり続けた経験は、多くの日本株投資家が記憶しているのではないだろうか。

全体的な株価下落の中で、追い打ちをかけるように、個別企業のいわゆる不祥事による株価急落によって、年金基金の資産が毀損される例も多く見られたことから、年金基金の管理者の間で企業

経営を監視する必要性が自覚されるようになった。特に、1990年代後半には、誰もがその名を知っているような大企業で、様々な巨額損失事件や、意図的と思える製品不良の情報隠蔽などにより、日本株への投資リターンが一層押し下げられたように感じられた。そのようなリターンの低下を最終的に受け止めるのは、株主であり、年金基金も株主である以上、日本株の低迷に焦燥を覚えたのは当然だ。年金基金の積立金運用の成果が想定以下であれば、給付削減や保険料の引き上げにつながる。そこで、株主としての年金基金は、企業経営の監視に乗り出し、自らの利益を防衛するために、その権利を適切に行使するようになったのである。投資リターンの低迷に対する投資家としての不満感が、企業経営の監視行動に結びついたのだといえるだろう。

投資先企業の経営に不満を抱いているならば、通常は株式の売却という方法を取るだろう。だが、資金量が巨大な場合、インデックス連動のパッシブ運用を広く行うが故に、インデックス連動性の確保のため、売却という選択肢は取れなかったの

図表1 株価推移の国際比較 (1989年12月末=100)



(出所) 日本経済新聞社、Financial Times、各国証券取引所、Bloombergから大和総研作成

である。企業経営に満足していないとしても、売却できない事情があったので、企業経営への関与を志向せざるを得なかったということだ。

また、企業経営の規律向上は、年金基金等の機関投資家だけに任せておけるものではなく、法制度の改正もたびたび行われている。企業経営に対する外部の目によるチェックを働かせることや、多くの情報開示規定が設けられている。

本稿では、そうした様々な取り組みのうち、機関投資家と上場企業の関係が、機関投資家による議決権行使を中心に、どのように変わっていったかを概観する。ところで、機関投資家という用語は、平成の終盤になって、概念の整理が行われた。2017年の日本版スチュワードシップ・コード（以下、SSコード）改訂では、[資産保有者としての機関投資家＝アセットオーナー]、[資産運用者としての機関投資家＝運用機関]、両者を合わせて「機関投資家」と呼ぶことになっている。以下、本稿では、これに合わせて、年金基金から運用を受託する投資顧問業者、信託銀行等、および投資信託は運用機関と呼び、年金基金と運用機関を合わせて機関投資家と記すことにする。

2. 運用機関の議決権行使関連の開示

株価の低迷は、資産として保有する株式の価値を減じるのは当然だが、資産を将来の給付支出に充当することを約束している確定給付型年金の場合には、問題が深刻になる。確定給付型の企業年金では、事前に積み立てた資産を運用して将来の給付に備える事前積立方式を財政方式としている。事前積立方式の企業年金制度の現在の加入者が積み立てた資産は、その加入者が高齢になったときに生存していた者の間で配分されることになる。積立から給付までの期間はかなり長いので、

年金資産の実質価値を減ずることがないように、効率的な資産運用が必要になるが、株式バブルの崩壊と株価低迷の長期化によって、多くの年金基金の財政が危機に直面した。予定していた資産運用収益が得られないどころか、株価下落によって含み損を抱え、年金給付を実現するための年金資産に不足を生じることとなった。

こうした危機を乗り越えるための対応策としては、給付を下げるか、資産を積み増すか、という選択が考えられる。さらに、将来に向けては、給付額を約束しない企業年金制度、つまり確定拠出型年金への移行も考えられる。こうした対応策を実際に法制度化したのが、平成が始まって12年を過ぎた2001年に施行された「確定拠出年金法」と「確定給付企業年金法」の二法だ。年金基金の財政危機を契機として、従来の枠組みを大幅に変える企業年金制度改革が実現したことはよく知られるところだ。

年金基金の積立金を積み増すためには、加入者や母体企業から新しい掛け金（年金保険料）の払い込みを受けるだけが方法ではない。保有資産の運用パフォーマンスを向上させることも、積立金を増やすためには効果的だ。そこで、株主としての年金基金は、株価下落を招くような経営判断をけん制するために企業経営の監視に乗り出し、株主としての権利の適正な行使を目指すようになったのである。

しかし通常、年金基金は自ら投資判断を下して、株式ポートフォリオを組成しているわけではない。ほとんどの場合は、年金積立金の運用を投資顧問業者、信託銀行等の運用機関に委託している。そのため、企業経営の監視の役割も、委託先の運用機関に対して、適切に行うべきとの要求を示すことになる。

わが国の年金基金で、初めて株主としての行動の在り方を明示的な検討課題としたのは、厚生年金基金連合会（現・企業年金連合会）であろう。1997年3月に厚生年金基金連合会がまとめた「厚生年金基金の資産運用に係る受託者責任ガイドライン研究会報告書」では、「基金の株主議決権の行使については、本ガイドラインの趣旨に沿って、全体として整合性のとれた取扱いを体系的に確立する必要がある」と指摘されている。

厚生年金基金連合会自身の「年金資産運用の基本方針」でも1999年7月の改定で「受託機関は、専ら投資家たる連合会の利益増大のために株主議決権を行使するものとする。」とされ、厚生年金基金連合会から資産運用を受託する運用機関には、議決権の適正な行使が期待されるようになった。厚生年金基金連合会等の企業年金の資産運用は、既述の通り、通常は運用機関に委託して行われるため、それに付随する議決権の行使も運用機関の判断で行うとされていたのだが、厚生年金基金連合会は2002年4月から株式インハウス運用を開始しており、その翌年にはインハウス運用に関する「議決権行使ガイドライン」を策定した。

運用機関は、委託者である年金基金の要求に応える形で、投資先企業の株主総会議案に対して議決権を適切に行行使するための議決権行使ガイドラインを作るようになっていった。また、議決権行使の結果については、顧客の年金基金に説明するようにも求められていたが、リーマン・ショックとして知られる金融危機後の2009年ころを境にさらに強い要求が出されるようになった。金融審議会に設けられた「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」の報告（2009年6月17日）で、議決権行使結果を公表すべきの方針が打ち出されたのである。年金基金の積立

金運用を行う運用機関に、受託者としての責任に基づく適切な議決権行使を求め、議決権行使を機関投資家の受託者責任の重要な要素であると明確化するとともに、運用機関による議決権行使ガイドラインの作成・公表、議決権行使集計結果の公表に係る業界ルール等の整備を進めるとの方向が示された。顧客の資産である株式についての権利行使であるから、顧客に説明することは当然としても、これを広く公表することまで求められるようになったのである。しかし、この当時はまだ、集計結果の開示までの求めであり、議案ごとの賛否を公表すべきとされたわけではなかった。この理由としては、「発行会社や各種外部団体等から投資会社等に対して、議決権行使に関する圧力がかかるリスクが増大し、議決権行使の自由がかえって阻害されるおそれがある等の懸念」（同報告）があるからということのようだ。

同報告を受けて、一般社団法人日本投資顧問業協会は、2010年1月に「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」の一部を改正し、また一般社団法人投資信託協会も、同年3月に「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項」の一部改正を行い、集計による公表の書式等を定めた。

その後、2014年のSSコードでは、同コードに参加表明した「機関投資家は、議決権の行使結果を、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべき」とされた。当初のSSコードは、既に実施されていた議決権行使結果の集計開示をそのまま受け継ぐものだったのである。SSコードに前後して、信託銀行や一部の保険会社が投資顧問業者や投資信託業者と同様の公表を行うようになった。また集計による公表を行わない場合でも、議決権行使状況を説明する資料を公表するといった

取り組みが保険会社を中心に広まっていた。

SSコード策定から3年後、集計結果の開示が定着した頃に、SSコード改訂が行われ、機関投資家による議決権行使結果の開示について大きな見直しを加えられることになった。機関投資家は、従来通り少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきであるが、さらに議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきであるとした。また、賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられるとの説明も付け加えられた。個別結果の開示を求める理由は、改訂されたSSコードの注書きで「我が国においては、金融グループ系列の運用機関が多く見られるところ、こうした運用機関において、議決権行使をめぐる利益相反への適切な対応がなされていない事

例が多いのではないかと懸念を払拭するためにも、個別の議決権行使結果を公表することが重要である。」と説明されている。

このように、平成の間、機関投資家の議決権行使の適正化や行使結果の開示に対する関心は、高まる一方であったと言えるだろう。

1) 議決権を適正に行使するための環境整備

運用機関に対して議決権行使の適正化を求める一連の政策対応の一方で、株主総会が短期間に集中的に開催されていた実態があった。6月下旬の特定の日には3月決算企業の多くが株主総会を開催するため、機関投資家は、議案を精査する時間を確保できないという問題が浮かび上がってきた。

株主総会の集中開催の緩和についても、多くの政策提言が出されてきたが、海外の機関投資家団

図表2 機関投資家の議決権行使関連の開示に関する主な動向

年月	説明
1997年3月	【厚生年金基金連合会】厚生年金基金の資産運用に係る受託者責任ガイドライン研究会報告書
1999年7月	【厚生年金基金連合会】年金資産運用の基本方針
2000年4月	【厚生年金基金連合会】受託者責任ハンドブック(運用機関編) 運用機関は、専ら委託者たる基金の利益の増大のために、株主議決権を行使すべきであるとした。
2001年4月	【年金資金運用基金】年金積立金の運用の基本方針 個別銘柄株の選択及び株主議決権の行使は、運用を委託した民間の運用機関の判断に委ねるとした。
2001年10月	【厚生年金基金連合会】株主議決権行使に関する実務ガイドライン 議決権行使の体制作り、議決権行使状況の報告を求める。
2003年2月	【厚生年金基金連合会】インハウス運用にかかる株式の議決権行使ガイドライン策定
2004年4月	【地方公務員共済組合連合会】「コーポレート・ガバナンス原則及び株主議決権行使ガイドライン」 運用受託機関に議決権行使ガイドラインに従った議決権行使とその報告を求めた
2009年6月	【金融審議会】我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告 機関投資家による議決権行使ガイドラインの作成・公表、議決権行使集計結果の公表に係る業界ルール等の整備を求めた。
2010年1、3月	【投資顧問業協会、投資信託協会】受託資産に関する株式の議決権行使結果を集計して開示することを決定。
2014年2月	【金融庁「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」】 機関投資家は、議決権行使について明確な方針を策定・公表するとともに、議決権の行使結果を、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきとした。
2017年5月	【金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」】機関投資家は、少なくとも議決権行使の集計結果を公表することに加え、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきであるとした。賛否の理由の説明も効果的であるとした。

(出所) 大和総研作成

体からも是正を求める声が強かったようだ。大手の国際的な機関投資家が参加しているとされるエイシアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション（Asian Corporate Governance Association）は、「日本のコーポレート・ガバナンス白書」（2008年5月）¹で、「年次株主総会の時期の集中は依然として株主権利の行使と、優れたコーポレート・ガバナンスの主たる障害となっており、かつ、不必要である。」と指摘した。こうした機関投資家の批判に応え集中日を避けて開催する動きが強まっていった。

集中開催がピークにあった1995年と比べれば、3月決算上場企業の定時株主総会の開催日は、かなり分散されるようになってきたが、それでも2,000社を超える上場会社が短い間に集中的に総会を開催していることに変わりない。現在でも、第五集中日までの集中度は8割を超えている。運用機関の議決権行使事務は、若干軽減されているだろうが、それでも相当な労力を短期間に投入しなければならない。さらなる分散化を望む声は根強い。

経済産業省の「株主総会のあり方検討分科会」では、2015年1月に「これまでの意見整理」を取りまとめており²、その中では、「なお、機関投資家からは、1週間でも株主総会開催日が後ろ倒しになれば有益との意見や7月や8月ぐらいが負担軽減や他の影響からも望ましいとの見方が示された。」「株主総会を延ばす方向だけでなく、企業努力によって早期に総会を開くという考え方もある。」との意見が紹介されている。同省の「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」

からも2015年4月23日に、「基準日を決算日以降の日に定め、その3ヶ月以内に株主総会を開催。例えば、4月末に基準日を設定した場合は7月末まで、5月末に基準日を設定した場合は8月末までに株主総会を開催すればよい。」との考え方を示す報告書が出されている³。2015年6月に策定されたコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）でも、「株主総会開催日をはじめとする株主総会関連の日程の適切な設定を行うべき」とされており、同年3月の原案の時点では、「7月（3月期決算の会社の場合）にすることも検討されることが考えられる…」との背景説明も付けられていた。

このように、株主総会の一層の分散化を望む声は今も上がっているが、解決すべき課題が運用機関の議決権行使の事務処理の時間確保にあるとすれば、総会日の分散化だけが答えではない。総会に関連する情報を早めに公表するような取り組みが考えられる。実際、早期公表に踏み切る企業も増えつつある。かつては、株主の手元に株主総会招集通知が届く前に、これを広く公表することは株主軽視ではないかと疑われ、ほとんどの企業は早期の公表をしていなかった。しかし、現在は、招集通知の発送日前から各社のウェブサイトやTDnet上で開示することが当たり前になるほど様変わりした。また、招集通知の発送日も会社法が定める2週間前よりも前倒して、3週間前とする企業が多くなっている。運用機関の議決権行使に関する検討期間は相当長くなってきたということだろう。

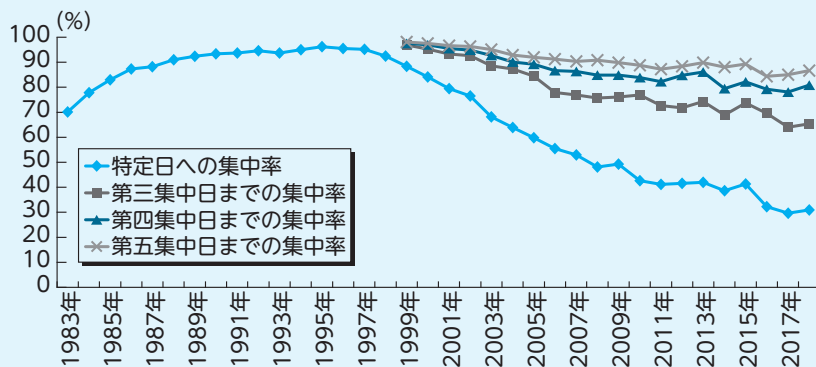
1) https://www.acga-asia.org/upload/files/advocacy/20170402191458_70.pdf

2) 経済産業省「株主総会のあり方検討分科会（第7回） - 配布資料」

http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushi_soukai/007_haifu.html

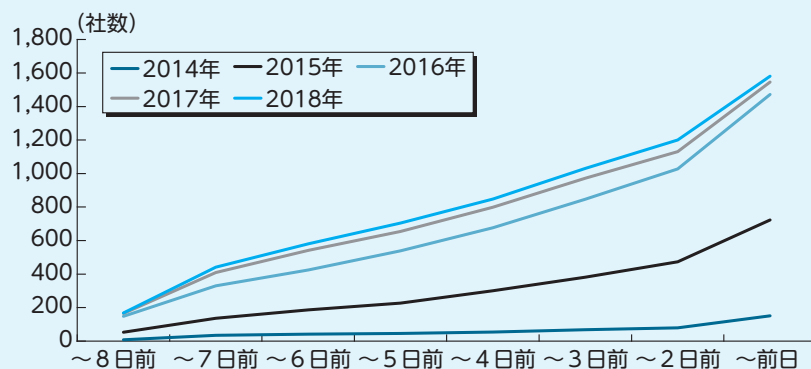
3) <http://www.meti.go.jp/press/2015/04/20150423002/20150423002.html>

図表3 株主総会集中率の推移



(出所) 日本取引所グループ資料⁴を基に大和総研作成

図表4 株主総会招集通知の早期ウェブサイト開示実施企業数



(出所) 商事法務研究会「株主総会白書」各年版を基に大和総研作成

3. 政府が主導する企業統治改革

ここまで、機関投資家の議決権行使に絞って、平成の時代にどのような変化があったかを概観してきた。平成の終盤になって、その動きが加速しているように感じられないだろうか。実際、安倍政権が企業のガバナンス改革に並々ならぬ関心を示し、一応の成果を見せつつあることは多くの人が認めるだろう。

2013年6月14日の「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」で、「コーポレートガバナンスを見直し、公的資金等の運用の在り方を検討する」とされて以来、政府の成長戦略がコーポレート・ガバ

ナンス改革に言及しなかったためではない。2016年6月2日の「日本再興戦略2016—第4次産業革命に向けて—」には、「『企業と投資家の建設的な対話』、その実効性を上げていくことが求められている。魔法の杖があるわけではない」「投資家と上場企業との『建設的な対話』を実現していくため、機関投資家に対し、個別企業やその事業環境等に関する理解に基づき、企業側に『気づき』を与える対話を行うことを促す」とガバナンス改革への強い思い入れを感じさせる言い回しも見られた。

2017年6月9日の「未来投資戦略2017—Society 5.0の実現に向けた改革—」では、「アベノミクスのトップアジェンダであるコーポレートガバナンス改革を『形式』から『実質』へと深化させていく」とした。最も新しい2018年6月15日の「未来投資戦略2018—『Society 5.0』『データ駆動型社会』への変革—」では、「経営戦略やガバナンス情報等を含む企業と投資家の建設的な対話に資する上場企業の情報開示について、来年前半までを目途に、金融審議会での結論を踏まえた取組を実施するとともに、引き続き、開示の在り方について総合的な検討を行う。」と企業と投資家の対話の充実のために、ディスクロージャー制度の改正が具体的

4) 3月期決算会社株主総会情報

課題として挙げられた。これについては、既に関係規則の改正が行われ、着々と実施されている。

2014年2月策定のS Sコード、2015年3月策定のCGコードは、言うまでもなく、企業と機関投資家の建設的な対話を促すことを目的として設けられた。二つのコードが作られたことで、企業と機関投資家の対話を活性化しようとする動きが力強さを増しているように見える。

S Sコードでは、これに参加表明した機関投資家が取るべき行動として、「議決権の行使は重要な要素ではあるものの」と、まずは議決権行使を挙げていることから分かる通り、機関投資家の適正な議決権行使を重視している。その上で、「当該企業と建設的な『目的を持った対話』（エンゲージメント）を行うことなどを含む、幅広い活動」を求めている。

つまり、ガバナンス改革の狙いは、上場企業と投資家（特に機関投資家）の対話を促進することであり、それを実現する手段の一つが、対話の材料となる情報開示の充実にあることが、これまでの取り組みと今後の検討の方向性からも分かる。実りある対話をするために相手方のことをよく知る必要があるとすれば、情報開示の充実は手段として有効性を期待できそうである。運用機関は、そうした様々な情報を考慮して、投資先企業の株主総会議案への議決権を行使すべきということだ。

4. 機関投資家の変化

しかし、そもそも企業と機関投資家は対話を望んでいるのであろうか。上場企業が機関投資家と対話するに当たり、業績向上や企業価値の増大のための新たな視点の提示を期待しているとは考えにくい。運用機関が「企業側に『気づき』を与え

る」ことができると考えている企業経営者がどれほどいるだろうか。機関投資家側でも、投資先企業の株主総会議案に厳しい議決権行使をしたとして、何かを得られると確信しているわけでもないだろう。そのような期待や確信があれば、一連のガバナンス改革を待つまでもなく、対話充実への取り組みは既に行われていたはずだからだ。

投資対象となる上場企業は、東京証券取引所だけでも約3,500社に上る。どの企業に投資をするもしないも投資家の自由だ。いったんある企業の株式に投資をしたとしても、気に入らなければ売却できるのだから、わざわざ対話に取り組む動機は生まれにくい。投資先企業に経営上の問題があるとなれば、売却してしまうという選択肢もある。売却すれば株主ではなくなるのだから、議決権行使を考える必要はなくなる。こうした売却という投資行動をEXIT（退出）という。投資先企業との関わりを絶つという意味だ。

とはいえ、投資先企業に何らかの改善余地があり、その改善が実現すれば株式のバリュエーションが変わるといえるのであれば、コストとベネフィットを考慮した後に、対話に取り組もうとする場合はあり得る。対話によって企業経営を変えられることができ、それが投資家にとって利益を生み出すと確信するのであれば、投資先企業に声を上げることは理にかなった行動だ。こうした投資家の行動をVOICE（発言）という。

投資収益が不振な企業の株式でも売却（EXIT）できないから、経営に「物言う」（VOICE）ことによって、収益向上を図ることが、機関投資家の選択になる。年金基金やその運用を受託する運用機関は保有株式の収益が上がらない場合であっても、インデックス連動性を確保するためには、インデックス構成銘柄の株式を売却するという選択

もできないので、やむを得ず「物言う」ことになる。このようにやむを得ず (reluctant)、積極的行動を取る者 (activist) であるので、年金基金は時に reluctant activist と言われることがある⁵⁾。

この reluctant activist であった年金基金やその資産運用を受託する運用機関が近年、機関投資家として投資先企業に前向きに関わっていく姿勢を見せようとしている。

投資先企業に関わっていく投資家として真っ先に思い浮かぶのは、株主の利益を向上させるために自ら積極的に経営陣と対話し要求を突きつけていくアクティビスト・ファンドの姿だろう。少数の会社に集中的に投資して保有比率を高めた後に、経営者と対話しつつ株価重視の経営政策の実現を迫る様子は、時に大きな関心を集めることもある。ポートフォリオに組み込んだ株式の価値を引き上げるために株主権を積極的に活用していくこのようなファンドの行動を Hedge Fund Activism という。

アクティビスト・ファンドは、投資先企業の経営陣と対話し、企業に変革を促し株価上昇を実現する経営を実行させようとする。その手段として株主提案権を使ったり、委任状争奪を実施したりする場合もある。この点で、株主総会に提出された議案に対して賛否を表示する行動を主とする年金基金などとは異なる。

こうしたアクティビスト・ファンドは、経営者からは毛嫌いされていたし、大手の機関投資家からは煙たがられる存在だった。しかし、機関投資家の積極的な株主行動を期待する近年の変化は、証券市場におけるアクティビスト・ファンドの行動を結果的に円滑に、そして容易にしているよう

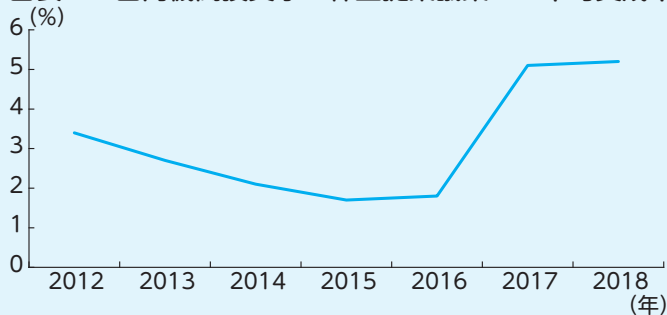
だ。アクティビスト・ファンドが大株主として大量保有報告書を出すと、そのプレッシャーによって経営改革が進むと期待して、他の投資家もいわゆる「ちょうちんをつける」形で買いが膨らみ、株価が上昇する。また、議決権の適正行使が求められている結果として、アクティビスト・ファンドなどが提起する株主提案議案への賛成票を増やしている。今でも株主提案の中には、かなり風変わりなものが多いのだが、アクティビスト・ファンドが提案する議案は、増配や自社株取得といった財務的なものや、情報開示の充実等ガバナンスに関わる提案が多い。かつての機関投資家はアクティビスト・ファンドからの株主提案というだけで、内容にかかわらず、反対票を投じる傾向が強かったようだが、今は議案を精査して、株主共通の利益にかなうものかを考慮の上、賛否を決している。誰が提案したかではなく、何を提案したかをみるようになってきているのである。その結果、株主提案議案への平均的な賛成率は、ここ2年で増加傾向を示している。2018年はほとんど賛成票を得られない議案が多くを占める中で平均5.2%であるから、議案によっては3割~4割の賛成を得ることもあるということだ。

わが国における株主提案議案への賛成票の増加は、アクティビスト・ファンドの影響力拡大の証拠ではないだろうか。これは、議決権の適正行使や、投資先企業との対話を求められた機関投資家の自律的な行動ではあるものの、上場企業側にとっては、機関投資家からの経営への関与と映るかもしれない。そうした変化を生んだのが、近年の企業ガバナンス改革である。

平成の企業ガバナンス改革が、機関投資家の行

5) 一例として、Robert C. Pozen “Institutional Investors: The Reluctant Activists” Harvard Business Review (JANUARY-FEBRUARY 1994)

図表5 国内機関投資家の株主提案議案への平均賛成率



(出所) 株式会社ICJ「6月総会概況」を基に大和総研作成

動にもたらしたもう一つの大きな変化は、いわゆるESG投資の拡大だ。ESG投資というのは、機関投資家が環境要因や社会問題、企業のガバナンス構造を考慮して株式や債券に投資をすることで、運用の成果を上げるだけでなく、付帯的に社会全体の利益も達成し得るという考え方だ。わが国のESG投資の残高は、3年ほど前まではおよそ1兆円以下との数字が示され、欧米に比べると数百分の1であるとの認識を与えてきた。しかし、調査集計の方法を変えたところ、「サステナブル投資合計額は26兆6,872億5,600万円」⁶と、従来の認識とは桁数が2つ違う数値が公表されることとなった。サステナブル投資というのは、ESG投資の数多くある別な呼び名の一つだ。同時期の別の調査もあり、2016年3月に公表された内閣府委嘱調査「『平成27年度資本市場における女性活躍状況の見える化と女性活躍情報を中心とした非財務情報の投資における活用状況に関する調査』報告書」⁷（委嘱先は日興リサーチセンター

株式会社）では、「日本の2015年時点のESG投資資産規模は48.6兆円となっている」とJSIFのデータの2倍近い数値が示されている⁸。最近のJSIFの公表によると日本のESG投資残高は232兆円になったという⁹。ESG投資の残高は、どうやら急増しているようである。

この背景には、ガバナンス改革におけるESG投資の実質的な奨励があるように思える。ガバナンス改革の成果物であるSSコードとCGコードの双方で、ESGへの関心を喚起している。2014年のSSコードでは、機関投資家は投資先企業の状況を的確に把握すべきとした上で、「把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのステュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。」¹⁰と、ESGという用語を念頭に置いたと思われる投資手法に言及した。これを2017年の改訂では、「例えば」以下を「投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、事業におけるリスク・収益機会（社会・環境問題

6) NPO法人日本サステナブル投資フォーラム(JSIF)「JSIFは日本の機関投資家によるサステナブル投資の初のアンケート調査を実施 回答24機関によるサステナブル投資残高は26兆6千億円に！」(2016年1月15日)

7) <http://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/27mierukachosa.html>

8) ESG投資促進策とESG投資に関する現状認識の関連については、拙稿「ESG投資促進策は必要か？一政策立案当局における情報リテラシーの問題」(時事通信社『金融財政ビジネス』2016年6月20日)

9) NPO法人日本サステナブル投資フォーラム「第4回サステナブル投資残高アンケート調査結果—日本のサステナブル投資残高は前年比約1.7倍の232兆円」(2018年12月27日)

10) <http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>

に関連するもの〔原注7〕を含む〕及びそうしたリスク・収益機会への対応など〕に改め、原注7として「ガバナンスと共にESG要素と呼ばれる。」と付け加えた。ESGという用語を明示した上で、ESG要素はリスクだけではなく、収益機会でもあると記したのである。

2015年のCGコードでも企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成するための様々な対応として、「近時のグローバルな社会・環境問題等に対する関心の高まりを踏まえれば、いわゆるESG（環境、社会、統治）問題への積極的・能動的な対応をこれらに含めることも考えられる。」（【基本原則2】の「考え方」）とされている。2018年のCGコード改訂では、上場企業における非財務情報開示を拡充すべきとの説明の中で、「会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆるESG要素）などについて」と記しており、ESG情報の開示の充実を求めている。

上場企業と機関投資家の対話促進を目的としているSSコードとCGコードの双方で、ESGへの取り組みの充実を求めているのだから、ESG投資残高が急増したのは、目論見通りというところだろう。

5. 国際的な動向から受ける影響と「令和」の日本

1) 影響を受けつつ変化する日本

これまで、わが国における上場企業と機関投資家の関係の変化を概観してきたが、こうした変化は平成の時代の日本にだけ生じているわけではない。むしろ諸外国での変化を日本に輸入する形で

起こったともいえる。

本稿が中心的なテーマとしている機関投資家による議決権行使が初めて注目されたのは、1980年代の米国でのことだ。このころ米国では、経営者が自社の年金基金の保有株式の議決権を、自社や他社で買収防衛策を維持するために行使するよう圧力をかけることがよくあったようだ。年金基金が保有する株式の議決権を経営者自身の保身のために流用したことになるが、これに対して、米国労働省は1988年に企業年金基金の受託者に対して、経営者からの圧力行使を警告する書簡（エイボン・レター）を出した。年金基金が保有する株式の議決権行使は、専ら年金基金の加入者・受給者の利益を考慮して行使すべきとされた。

その後、エンロン事件などの企業スキャンダルによって、機関投資家による投資先企業への働きかけが機能していないのではないかと疑われるようになると、機関投資家の行動を可視化して、真に効果的な投資家として行動を取っていることを明示させようとする政策が導入された。SEC（米国証券取引委員会）が策定した登録投資会社の議決権行使方針及び結果の開示規定（Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies）だ。米国の投資信託に対して、保有株式の議決権行使に関する方針や行使結果を開示することが義務化されたのである。

金融危機後の英国では、2010年に策定されたスチュワードシップ・コードによって、機関投資家に対して議決権行使の方針と結果の開示を強く促している¹¹。欧州でも、機関投資家の議決権行使とその可視化に対する関心は高まりを見せてい

11) 英国における企業ガバナンス改革について、拙稿「お手本の国の企業統治—英国の何を学ぶ？」（時事通信社『金融財政ビジネス』2017年1月19日）

る。2012年にEUが公表した会社法制に関するアクションプランでは、機関投資家行動として投資先企業との対話の状況や議決権行使の方針・結果の開示を求めていくとされていた。

2) 機関投資家行動の同質化

機関投資家とアクティビスト・ファンドの協調も、海外で顕著に表れている。アクティビスト・ファンドによる投資先企業への働きかけを効果あるものにするには、企業に対する影響力の裏付けとして多くの株式を持たなければならないため、時価総額の大きな企業は標的になりにくかった。時価総額が大きな企業だと影響力を発揮するために十分な株式を保有するには、投資額が莫大になるからだ。金融危機前には、アクティビスト・ファンドが好んで標的にする企業は、おおむね時価総額10億ドル程度の中堅規模のところが多かった。しかし、最近は時価総額の大きなところも頻りに標的にされるようになってきている。アクティビスト・ファンド自身の保有比率が小さくとも、年金基金や保険といった、大きな資金量を持つ他の機関投資家の賛同を得れば、企業に対する影響力を強められる。今では、米国の州公務員年金基金がアクティビスト・ファンドのキャンペーンに相乗りして、投資先企業へプレッシャーをかけるようになってきている。

公的年金を中心として年金基金が運用委託先である運用機関へESG投資への取り組みを求める結果、ESG投資残高が増加しているのも世界的な傾向だ。近年の動向としては、パッシブ運用の大手運用機関が、ESG要素を投資判断に組み込む姿勢を示している。顧客の関心がESGにあるならば、これを取り込むことによって、より多く

の顧客を誘引できるとの期待もあるだろう。かつてはreluctantであった運用機関が、投資先企業にESG要素への配慮を求めるレターを送るようになっている。

3) 情報開示を中心としたガバナンス改革への疑問

「令和」の世となってもわが国では、「コーポレートガバナンス改革を『形式』から『実質の充実』へ」の掛け声の下で、これまで以上に様々な取り組みが求められそうだ。2018年11月から再開された金融庁の「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」では、既に機関投資家による議決権行使結果の開示を一層充実させる方向が打ち出されている。これまでは、賛否の理由まで開示する運用機関は少なかったのだが、これを増やすためか、理由開示の有無を一覧で公表する取り組みが検討されている。金融庁は、SSコードに参加表明した機関投資家のリストを議決権行使情報等へのURLリンクとともに公表している。この公表事項に理由開示の有無を付け加える案が示されている¹²。SSコードで求められた様々な行動に関する情報の開示など、さらに多くの取り組みが求められそうだ。

SSコードとCGコードによって開示される情報は、機関投資家と上場企業との対話に役立つと想定されている。しかし、企業側からの主要な開示情報であるコーポレート・ガバナンス報告書でさえ、読まれ、活用されているかは疑わしい。GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が2017年5月に公表した「第2回機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアン

12) 金融庁企画市場局「コーポレートガバナンス改革について」（平成30年11月27日）

ケート集計結果¹³で、「コーポレート・ガバナンス報告書の機関投資家による活用」の状況を上場企業に問うたところ、「活用されていないように感じる」が7.0%、「大きな変化は見られない」が75.4%であったという。このアンケート調査は、J P X 日経インデックス400 構成銘柄の企業に向けた調査（回収率68%）であり、これにはガバナンスや情報開示の取り組みが優れている企業が選ばれているはずなのだが、そうした企業にしても、コーポレート・ガバナンス報告書が読まれているという実感は薄そうなのだ。同じ質問は2018年4月公表の「第3回機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果¹⁴」でも問われたが、「活用されていないように感じる」が8.9%と、「大きな変化

は見られない」の76.7%を合わせれば、85%以上がコーポレート・ガバナンス報告書の情報は、さほど利用されていないと考えているようだ。この第3回調査の方は、東証1部上場企業2,052社を対象に行われ、回収率は30.2%だった。

一層の充実が進められそうなS Sコードに関する機関投資家からの情報開示資料は、まず顧客・受益者に向けたものであるはずだが、果たしてどれほど読まれるかは、はなはだ疑問である。G P I Fの調査では、コーポレート・ガバナンス報告書が対話の材料になっていないのではないかとも思える結果だった。S Sコード対応の開示情報の方でも、現在行われている議決権行使結果の公表に関して顧客・受益者からの問い合わせは、一部の年金基金からの数件を除けばほとんどないよう



13) <https://www.gpif.go.jp/operation/committee/pdf/kanri02iinkai1186.pdf>

14) https://www.gpif.go.jp/operation/board/pdf/keieiiinkai_1002.pdf

15) 情報開示の充実に関する懸念について、拙稿「ガバナンス改革の憂うつ—情報開示負担で企業活動萎縮の懸念」（時事通信社『金融財政ビジネス』2016年2月15日）

なのである。もちろん問い合わせがないからと言って、直ちに顧客・受益者が無関心というわけではないかもしれないが、多くの顧客・受益者が高い関心を持っているということではないだろう。上場企業にとっては、機関投資家のうち、自社の株主総会議案に反対票を投じたのはどこかが、分かるようにはなったのは進展とっていいかもしれないが、不満を覚えることはあっても、建設的な対話に結びつけていくことなどできるだろうか。

様々な開示情報を作成し、開示するには、それなりのコスト・時間を要する。開示情報が利用されていないとすれば、開示する企業側の徒労感は強くなる。利用者が少なくとも使われている以上は、開示すべきとの考え方もあるかもしれないが、コストに見合った利用のされ方であるか見極めるべきだ。読む人がいなくても、企業側が自社の取り組みを振り返る機会になるのだから、開示に効果はあるとの指摘もあるが、納得はしにくい。

企業のスキャンダルの際にガバナンスの強化が唱えられ、スキャンダルに関わっていない多数の企業にも様々な対応が求められる。最近では、経営者報酬に関する決定プロセスや開示が強い関心を集めている。綻びを繕うようなガバナンス規制が真に効果を上げているか、厚みを増すばかりの企業の情報開示は有効に利用されているのか、あらためて検証することを考えてもいいのではないだろうか¹⁵。

[著者]

鈴木 裕 (すずき ゆたか)



政策調査部
社会システム調査グループ
主任研究員
担当は、企業ガバナンス、
投資家行動