



FSA Institute Discussion Paper Series

機関投資家の受託者責任と議決権行使の関係

春日 俊介

DP 2014-3
2014年7月

金融庁金融研究センター
Financial Research Center (FSA Institute)
Financial Services Agency
Government of Japan

金融庁金融研究センターが刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>

本ディスカッションペーパーの内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、金融庁あるいは金融研究センターの公式見解を示すものではありません。

機関投資家の受託者責任と議決権行使の関係*

春日 俊介†

概 要

欧米では 2008 年の金融危機を契機に、年金基金等の議決権行使をとりまく状況に変化がみられる。英国ではスチュワードシップ・コードの導入により機関投資家による投資先企業に対するエンゲージメント活動が活発化し、米国ではドッド＝フランク法の制定による金融機関や上場企業のコーポレート・ガバナンスの強化が図られている。一方、わが国では 2000 年前後に年金基金の株式投資の拡大や株式市場の低迷を背景にコーポレート・ガバナンス活動に対する関心が高まり、議決権行使体制が整えられた。その後も、運用機関を中心に情報開示強化などの取り組みが行われている。

本稿では、年金運用における受託者責任と議決権行使の関係を整理したうえで、議決権行使を中心としたコーポレート・ガバナンス活動について、日本、米国、英国の動向についてまとめた。3 国の中では英国の機関投資家が最も活発にコーポレート・ガバナンス活動に取り組んでいる。わが国では運用機関による議決権行使の情報開示に関する取り組みの強化はみられるが、年金基金のコーポレート・ガバナンス活動に対する意識は高いとはいえない状況である。ただし、運用面での変化の兆候として、一部ではリスク抑制を目的にガバナンスを重視した ESG 投資や、長期的な企業価値の向上を目指すエンゲージメント運用などの取り組みがみられる。

キーワード：受託者責任、機関投資家、年金運用、議決権行使、コーポレート・ガバナンス、スチュワードシップ・コード

* 本稿は、筆者の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究センターの公式見解ではない。なお、本稿は 2013 年 3 月に執筆されたものである。

†野村證券株式会社フィデューシャリー・マネジメント部 エグゼクティブ・コンサルタント、金融庁金融研究センター 特別研究員 (2012 年 4 月 1 日～2013 年 3 月 31 日)

1. はじめに

2000 年前後に日本の年金基金の間でコーポレート・ガバナンス活動に対する関心が高まった背景には、運用規制緩和に伴う株式投資の拡大とともに、IT バブル後の国内株式市場の低迷（2000～2002 年度の 3 年連続マイナスリターン）などがあった。株式リターンを高める取り組みとして、厚生年金基金連合会（現在の企業年金連合会）による厚生年金基金コーポレート・ガバナンス・フォーラムなどを通じて、議決権行使をはじめとしたコーポレート・ガバナンス活動が活発化した。その結果、2005 年頃までには主要な公的年金や運用機関では、議決権行使に対する一通りの体制がわが国でも整備された。

その後、2008 年に発生した金融危機の反省から、欧米では機関投資家の株主としての投資責任に対する問題意識が高まった。その結果、英国をはじめとして海外ではコーポレート・ガバナンスに関する規制の見直しや ESG 投資[‡]の取り組みが活発化している。一方、わが国では機関投資家の議決権行使や受託者責任に関する考え方の違いから、ESG 投資などの普及は進んでおらず、議決権行使に関する議論も活発とはいえない状況である。

このような背景から、本稿では国内外の機関投資家の議決権行使をはじめとしたコーポレート・ガバナンス活動及び受託者責任との関係について最近の状況をまとめ、考察を行う。まず、第 2 章で年金運用における受託者責任と議決権行使の関係を整理した後、第 3 章及び第 4 章で国内年金基金、運用機関の取り組みについてまとめる。第 5、6 章では積極的にコーポレート・ガバナンス活動に取り組んでいる米国、英国の状況を概観し、第 7 章でまとめる。

2. 年金運用における受託者責任と議決権行使の関係

2.1 米国における受託者責任と議決権行使の関係

米国では企業年金の加入者保護を図る包括的な連邦法として、1974 年にエリサ法[§]が制定された。当時、社会問題化していた年金資産の流用などの不正から加入者を守るために、エリサ法では受託者を広く定義し、受託者に対して強い義務を課した。

● エリサ法の受託者責任（1974 年）

1. 受託者の定義

- 企業年金制度（以下プランとよぶ）の運営に関して、裁量権を行使する者、資産の運営・処分について権限行使する者。
- 直接・間接を問わず、現金その他の資産に関して、手数料を得て、投資助言を行う者。

[‡] 企業の Environmental（環境）、Social（社会）、Governance（ガバナンス）への取り組みを考慮した投資手法。

[§] Employee Retirement Income Security Act（従業員退職所得保障法）の頭文字をとって ERISA（エリサ法）と呼ばれている。

受託者であるか否かは、その人の肩書ではなく、機能で判断する。

- プランの管理について、裁量的権限を有する者。
- ただし、1940 年投資会社法の登録投資会社の投資アドバイザーは、エリサ法以上に厳しい規制を受けているため受託者又は利害関係者とみなされない。

2. 受託者の義務

- 加入者及び受益者の利益のみのために行動すること（忠実義務）。
- 加入者及び受益者に給付を行い、合理的なプランの費用を支出する目的でのみ行動すること。このことを精通している人物が持つ注意、スキル、プルーデンスをもって行動すること（慎重人原則）。
- 分散投資を行うこと（分散投資義務）。
- プラン書類及びプランに関する取り決めに従い行動すること（文書遵守義務）。
- プラン規約に従い受託者の間で受託者責任を分配することが可能。
- なお、エリサ法 403 条 (c) 項により、プランの資産は雇用主の利益のために使われず、加入者及び受益者に給付を行う目的とプランの合理的な管理費用を支出するためのみに使われなければならない。

議決権行使については、米国労働省（United States Department of Labor）がエリサ法の解釈を示している。最初に年金運用における受託者責任と議決権行使を結びつけたのは 1988 年のエイボン・レターである。労働省はエイボン社企業年金からの質問に対して、年金資産の運用に関する受託者の行為には、投資先企業に対する議決権行使が含まれるとした。続いて 1990 年には、モンクス・レター（ISS を設立したモンクス氏への労働省回答）として、運用契約等により運用機関の議決権行使が明確に排除されている場合は、基金の理事会が議決権行使の責任を負うことが示された。1994 年には、労働省解釈通達として、エイボン・レター等で示された年金基金の議決権行使に関する見解を整理するとともに、議決権行使方針の作成やコーポレート・ガバナンスへの幅広い関与と、エリサ法の受託者責任との関係が示された。以下が 1994 年の労働省解釈通達の主な内容である。

● 労働省の議決権行使に関する解釈通達（1994 年）

1. 議決権行使の責任の所在

- 年金資産運用に関わる受託者の行為には、保有株式の議決権行使が含まれる。
- 投資マネージャーを採用する場合には、年金基金規程または契約で議決権行使権限を明示的に排除しない限り、投資マネージャーが議決権行使義務を負う。

2. 議決権行使の受託者基準

- 受託者は議決権行使にあたって、プランの資産価値に影響を与える要因を考慮し、加入者の退職所得に関する利益と無関係な目的を優先してはならない。

3. 議決権行使に関する文書化

- 投資マネージャーを含む受託者は、議決権行使に関する精緻な記録を維持しなければならない。指名受託者による投資マネージャー監視のためには、投資マネージャーの議決権行使手続及び個別の行使結果を把握できるような議決権行使記録が必要となる。
- 4. 外国企業株式
 - 外国企業に対する議決権行使についても国内企業と同様であるが、追加的な費用が発生する場合があるため、受託者は、単独または他の株主と共同での議決権行使がコストを上回る利益をもたらすか否かを考慮しなければならない。
- 5. 投資方針書
 - 投資方針書の策定は、受託者責任に則った行為である。運用の受託者責任に議決権行使が含まれる以上、議決権行使方針は、投資方針書の重要な一部分を成す。
- 6. 投資マネージャーの利益相反
 - 複数の年金基金が投資する合同運用の場合、年金基金によって異なる議決権行使方針を掲げることがありうる。投資マネージャーは可能な限りそれらの方針を調整し、必要があれば年金基金の保有割合に応じて、方針に則った議決権行使を行う（不統一行使）。
- 7. 株主アクティビズム
 - 投資対象企業の経営に対し影響を与えることを念頭に置いた投資方針は、単独または他の投資家と共同での企業経営のモニタリングやコミュニケーションが、コスト控除後に当該企業への投資価値を高めると合理的に考えられるのであれば、エリサ法の受託者責任と合致する。
 - アクティブなモニタリングやコミュニケーションの対象事項としては、企業取締役会の独立性と専門性、役員報酬の適切性、買収・合併に関する方針、負債調達限度と資本構成、長期事業計画の内容、従業員の研修等の投資、雇用慣行、企業パフォーマンスなどが含まれる。
 - アクティブなモニタリングやコミュニケーションには、法的な権限行使に加えて、経営陣との文書のやり取りや会合といった様々な方法があり得る。

2.2 英国における受託者責任と議決権行使の関係

英国では大部分の企業年金制度で信託制度を採用しており、信託法の適用を受ける。そのため、年金基金管理者は信託受託者として、年金受給者の利益のための義務と責任を負っている。企業年金についての包括的な法としては、1995年に年金受給者の保護・安全性確保の観点から年金法が制定されている。この95年年金法では、資産運用において注意義務に相当する慎重人原則が導入されるとともに、分散投資、投資原則ステートメントによる情報開示などが規定された。

議決権行使については、2000年7月の年金法改正において、投資に付随する権利（議決権を

含む) の行使に関して方針があれば、投資原則ステートメントに記載することが規定された。

その後、2008 年に発生した金融危機では、発生原因の一つとして大手金融機関のガバナンス構造の欠陥が指摘された。これらの金融機関に対して何ら行動をとらなかった投資家にも責任があったという反省から、英国ではコーポレート・ガバナンス活動の改革が行われた。取り組みの 1 つとして導入されたのが 2010 年のスチュワードシップ・コード^{**}であり、機関投資家の投資責任、議決権行使の方針について次の原則がまとめられた。

● スチュワードシップ・コードの七原則

1. 機関投資家はスチュワードシップの責任をどのように果たすか方針を公表すべき。
2. 機関投資家はスチュワードシップに関連する利害対立に対処する頑健な方針を持ち、これを公表すべき。
3. 機関投資家は投資先企業をモニタリングすべき。
4. 機関投資家は株主価値を守り強化するための活動をいつどのように発展させるかについて、明確なガイドラインを持つべき。
5. 機関投資家はもしそうすることが適切と考えれば他の投資家と共同で行動すべき。
6. 機関投資家は、議決権行使及びその情報開示について明確な方針を持つべき。
7. 機関投資家は、定期的に彼らのスチュワードシップの行動と議決権行使活動についてレポートイングすべき。

年金基金を含む英国の機関投資家は、このスチュワードシップ・コードに沿ったコーポレート・ガバナンス活動が求められるようになった。スチュワードシップ・コードの実施状況については第 6 章でまとめる。

2.3 日本における受託者責任と議決権行使の関係

わが国の年金基金の資産運用関係者（理事、代議員、事業主等）に対する受託者責任については、厚生労働省から通達として示されている「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」（1997 年 4 月）、及び「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」（2002 年 3 月）で整理されている。この 2 つのガイドラインは「受託者責任ガイドライン」とよばれ、年金基金関係者にとって受託者責任を果たすための具体的な規範となっている。

受託者責任（受託者の義務：fiduciary duty）の中心的な義務としては、忠実義務、注意義務、自己執行義務、分別管理義務の 4 つが挙げられる。この中で、年金資産運用の関係者にとって特に重要な義務は注意義務と忠実義務の 2 つである^{††}。

^{**} スチュワードシップとは、企業が長期の持続可能なパフォーマンスを達成できるよう、株主・取締役・他の利害関係者が、企業運営に影響を及ぼすプロセスを指す。

^{††} 「厚生年金基金 受託者責任ハンドブック（理事編）<改訂版>」より

注意義務とは、ある地位や職責にある者に求められる一般的な水準の知識に基づいて、十分な注意を職務遂行上払うことで、英米ではブルーデント・パーソン・ルール（慎重人原則）と呼ばれる。注意義務の根拠となる法令上の規定は以下のとおりである。

- ・ 民法第 644 条、受任者の注意義務
- ・ 信託法第 29 条、信託財産に係る行為準則（信託銀行）

忠実義務とは、第三者の利益を考慮に入れず、受益者の利益のみを考慮して義務を遂行することである。厚生年金保険法及び確定給付企業年金法では、忠実義務について次の規定がある。

- 厚生年金基金の理事及び運用機関の責任
 - ・ 厚生年金保険法第 120 条の 2、理事の義務及び損害賠償責任
 - ・ 同、第 120 条の 3、理事の禁止行為
 - ・ 同、第 121 条の 3、基金の役員及び職員の公務員たる性質
 - ・ 同、第 136 条の 5、基金が契約した運用機関の行為準則
- 確定給付企業年金の事業主、基金理事、運用機関の責任
 - ・ 確定給付企業年金法第 69 条、事業主の行為準則
 - ・ 同、第 70 条、基金の理事の禁止行為
 - ・ 同、第 71 条、資産運用管理機関の行為準則
 - ・ 同、第 72 条、基金が締結した基金資産運用契約の相手方の行為準則
 - ・ 同、第 73 条、業務概況の周知

以上が年金運用における受託者責任に関する法令及びガイドラインである。日本では米国や英国とは異なり、議決権行使に関する規程や解釈については示されていない。

受託者責任と議決権行使の関係について示している資料としては、2000 年 4 月に厚生年金基金連合会（現在の企業年金連合会）受託者責任研究会が発行した「厚生年金基金 受託者責任ハンドブック（運用機関編）」がある。このハンドブックには、年金資産を受託する運用機関に対する議決権行使の基本的な考え方が以下のようにまとめられている。

- 運用機関は、もっぱ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。株式は資産管理機関名義であるが、実質の所有者は、委託者である基金であり、受託者責任という観点からも、運用機関が株主議決権を適切に行使し株式の価値の増大を図ることが必要である。

当時の厚生年金基金連合会はコーポレート・ガバナンス活動を積極的に推進しており、2004 年には厚生年金基金コーポレート・ガバナンス・フォーラム報告書「企業年金とコーポレート・ガバナンス ー株主価値の最大化に向けてー」を発行している。報告書では、企業年金によるコーポレート・ガバナンス活動のあり方について次のようにまとめている。

- 企業年金によるコーポレート・ガバナンス活動は、各企業年金の実情に応じ、費用対効果等も考慮した取り組みが基本となると考えられるが、企業年金が加入者及び受給者に対する受託者責任を果たすためには、少なくとも次のような取り組みが望まれる。
- 実質的な株主である企業年金は、コーポレート・ガバナンス活動の第一歩として、運用機関に対し適切に株主議決権を行使するよう求めるとともに、年に一度、運用機関から議決権行使状況の報告を受ける必要がある。この場合、企業年金としての議決権行使に関する基本的な考え方を、運用の基本方針や運用指針（運用ガイドライン）に規定することが望ましい。

また、企業年金のより積極的な対応として、次のような対応を挙げている。

- 運用機関に対し、議決権行使に関するガイドライン及び具体的基準の提出を求める。
- 運用機関が基準等に沿って議決権を行使しているかどうか確認する。
- 企業年金自ら議決権行使に関する基準等を作成し、運用機関に提示する。
- 運用機関から議決権行使状況の報告を受け、運用機関が企業年金の基準等に沿って議決権を行使しているかどうか確認する。

検討課題としては、議決権行使にかかるコスト負担の問題や合同運用における受益権の口数に応じた行使、コーポレート・ガバナンス・ファンドなどを挙げている。

このように、わが国では年金基金における受託者責任と議決権行使の関係については法令上には規定がなく、厚生年金基金連合会が中心となって考え方の整理がなされてきた。

2.4 受託者責任の解釈の変化

ここまで米国、英国、日本の年金運用における受託者責任と議決権行使の関係についてみてきたが、受託者責任の解釈とそれに伴う規制は時間と共に変化している。最近の受託者責任に関する議論として、欧米では注意義務と忠実義務のバランスの問題が多く取り上げられているようである。以下では Hawley 他 (2011) の邦訳「バランスのとれた受託者責任の再生に向けて」に沿って、注意義務と忠実義務のバランスに関する最近の議論を紹介する。

近年の金融市場環境の変化、経済の変化、資産運用業界の変化を受け、受託者責任に対する理解と認識は急速に変化しようとしている。受託者責任の正確な表現は法域によって異なるが、その主たる概念は比較的一致している。

受託者は、一般に、

- (a) 専ら加入者及び受給者の利益のために、
- (b) 給付を行うことを唯一の目的として、
- (c) さまざまな加入者及び受給者の異なる利益を考慮に入れつつ、公平に、

- (d) 投資分散などについて、自分と同等の受託者が行使する注意、能力、慎重さを用いて、
 - (e) 適切かつ合理的な費用のみを負担して、
 - (f) 適用される法律及び文書に即して、
- 自らの責任を果たすことが要求される。

(a)から(c)は忠実義務、(d)は慎重義務または注意義務とよばれる。

問題とされているのは注意義務であるが、この義務は年金受託者に対して、自分と類似の機関投資家の行動に沿って実務を行うように促すことから、どうしても短期的な横並び行動になりやすい。この短期偏重の投資行動が長期的価値の破壊や市場効率性の低下、投資リターンの低下、コーポレート・ガバナンス強化に対する妨害につながっていると指摘されている。

一方、忠実義務の一部である公平義務は、受託者に対して短期と長期をバランスよく考慮するように求めている^{##}。受託者は意思決定のプロセスにおいて、短期的なニーズだけではなく、将来の受給者の利益も配慮しなくてはならない。複数世代にまたがって富の最大化を図るには、狭い金融的尺度を超えた幅広い要因を積極的に視野に入れる必要がある。

以上の議論から Hawley 他 (2011) では、現在の注意義務がもたらす横並びの短期重視の投資行動から、将来の受給者の利益まで公平に考慮するような投資行動に変えていくことで、注意義務と忠実義務のバランスを回復させる必要があると主張している。また、持続可能投資への取り組みとして、環境、社会、ガバナンスの要因を投資の意思決定に組み込む ESG 投資を挙げている。欧米では ESG 投資への取り組みが公的年金を中心に活発化しているが、投資プロセスに ESG 基準を効果的に組み込ませるインセンティブを与えるには、規制面でのリーダーシップが必要であることを指摘している。代表的な取り組みとして、機関投資家に対するスチュワードシップ・コードは英国だけでなく、南アフリカ、ヨーロッパ、カナダ、オーストラリアなどの国々で導入または検討されているとのことである。

3. 国内年金基金の議決権行使に関する動向

国内年金基金の議決権行使に関する取り組みについて、共済年金や企業年金連合会を含む公的系の年金（以下、公的年金とよぶ）と企業年金の最近の状況を確認する。

3.1 公的年金の取り組み

日本では、公的年金については、それぞれの年金の種類により法令が定められているが、受託者責任と議決権行使については具体的な規定はない。それぞれの基金が自主的に取り組んでいる。多くの公的年金はウェブサイト上で資産運用状況を開示しており、議決権行使に関する取

^{##} 米国連邦最高裁は *Varity v. Howe* 訴訟 (1996) において、「コモン・ローにおける信託法 (エリサ § § 404、409 に適用されている) は、現在のみならず将来の請求権に応じるための資産を維持することの必要性を認識するとともに、受託者に対して全ての受益者の利益を公平に考慮することを求めている」と述べている。

り組みも掲載されている。表 1 は開示情報をもとに主要な公的年金の議決権行使の取り組み状況についてまとめたものである。公的年金の資産運用は企業年金と比較すると保守的で株式への投資比率は相対的に低いものの、巨額の積立金を持つために株式市場における存在感は大きい。表にある公的年金の積立金を合計すると 2012 年 3 月末時点で 181 兆円となっており、そのうち 21.7 兆円を国内株式に投資している（年金積立金管理運用独立行政法人がその 65% を占める）。これは東証一部の時価総額 293.7 兆円の 7.4% に相当する。

公的年金の議決権行使の取り組みは、基本的に委託運用における議案の賛否判断を運用機関に委ねている点や、議決権行使状況の定期報告を運用機関に求めている点においては、各基金で共通している。ただし、取り組みの程度は基金によって異なることから、代表的な取り組みとして、次の 3 基金の事例を取り上げる。

1. 賛否判断を運用機関に委ねるだけでなく、自らも議決権行使を行う企業年金連合会のケース。
2. 基金としての議決権行使の考え方をガイドラインとして提示し、運用会社にそれに沿った行使を求める地方公務員共済組合連合会のケース。
3. 基金としての議決権行使の考え方は示さず、運用会社の作ったガイドラインに対して行使結果をモニタリングする年金積立金管理運用独立行政法人のケース。

表 1 主要公的年金の議決権行使状況

基金名	2011 年度末 運用資産額 (カッコ内は国内 株式の運用額)	議決権に関する 規程	概要
年金積立金 管理運用 独立行政法人 (GPIF)	113 兆 6,112 億円 (14 兆 1,992 億円)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 中期計画 ・ 管理運用方針 等 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 長期的な株主価値の向上を目的として行使する方針だが、企業経営への直接的な関与を避けるため、判断は全て運用機関に任せている ・ 「長期的な株主価値の向上のため行使を行う」こと以外に、コーポレート・ガバナンスに対する考え方や判断基準等は明示していない ・ 運用機関の定性評価の 1 項目としている ・ ウェブサイト上で議決権行使結果を開示
企業年金連合会	9 兆 7,545 億円 (1 兆 3,363 億円)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 株主議決権行使基準 ・ 年金資産運用に関する実務ガイドライン 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 自家運用の議決権行使について、議案種別毎の賛否判断基準を「株主議決権行使基準」において定める ・ 受託運用機関に対して「年金資産運用に関する実務ガイドライン」を提示。ただし、基本的な考え方の提示に留め、議案に対する賛否判断は運用機関の判断に委ねる ・ 株主議決権行使に関する取組みを定性評価の一要素として考慮 ・ 行使指図に係る業務の一部を外部委託し、業務の効率化を図る

＜金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー DP2014-3 (2014 年 7 月)＞

			<ul style="list-style-type: none"> ウェブサイト上で議決権行使結果を開示
地方公務員 共済組合連合会	15 兆 8,545 億円 (2 兆 4,398 億円)	<ul style="list-style-type: none"> コーポレート・ガバナンス原則 株主議決権行使ガイドライン 敵対的買収防衛策議案に対する地方公務員共済組合連合会の考え方 	<ul style="list-style-type: none"> 長期的な株式価値の向上に必要な企業統治の在り方(原則)を定め、その考えに基づき議決権行使ガイドラインを制定 議案種別毎に具体的な判断基準を示しており、運用機関にはガイドラインの趣旨に従って判断するように要請 受託者の評価の 1 項目として考慮 ウェブサイト上で議決権行使結果を開示
日本私立学校振興・共済事業団	3 兆 4,056 億円 (3,300 億円)	<ul style="list-style-type: none"> 株主議決権行使に関する実務ガイドライン(一部公開) 	<ul style="list-style-type: none"> 運用機関には、ガイドラインに定める判断基準を勘案した上で、具体的判断基準を定めて行使するように要請 ウェブサイト上で議決権行使結果を開示
国家公務員 共済組合連合会	7 兆 9,128 億円 (5,327 億円)	<ul style="list-style-type: none"> 株主議決権行使について(運用委員会意見書) コーポレート・ガバナンス原則 ガイドライン(非公開) 	<ul style="list-style-type: none"> 本来は個々の議決権行使は連合会で直接行うべきであるが、体制が十分でないことから運用機関に委託としている 運用機関には、連合会が定めるガイドラインの趣旨に従って、具体的な運用基準を定めるよう要請 ウェブサイト上で議決権行使結果を開示
独立行政法人 中小企業基盤 整備機構 (小規模企業 共済)	7 兆 7,849 億円 (3,741 億円)	<ul style="list-style-type: none"> 小規模企業共済資産運用の基本方針 	<ul style="list-style-type: none"> 小規模企業共済資産の価値を維持し、より高い運用収益を確保するために、適正に株主議決権を行使する 受託機関に対し株主議決権の行使状況の報告を求められることとしている ウェブサイト上で議決権行使結果を開示
独立行政法人 勤労者退職金 共済機構 (中退共、建退 共、清退共、林退 共)	4 兆 6,559 億円 (3,273 億円)	<ul style="list-style-type: none"> 運用の基本方針 	<ul style="list-style-type: none"> 受託運用機関は、中退共(建退共、清退共、林退共)資産の価値を維持し、より高い運用収益を確保するために、必要に応じて株主議決権を行使するものとする 中退共(建退共、清退共、林退共)本部は、受託運用機関に対し、株主議決権の行使状況の報告を求められることとしている
全国市町村職員 共済組合連合会	9 兆 2,890 億円 (1 兆 1,665 億円)	<ul style="list-style-type: none"> 運用の基本方針 株主議決権行使ガイドライン 	<ul style="list-style-type: none"> 株主議決権行使ガイドラインは 2010 年 5 月制定 ウェブサイト上で議決権行使結果を開示
公立学校 共済組合	5 兆 7,364 億円 (6,412 億円)	<ul style="list-style-type: none"> 運用の基本方針 	<ul style="list-style-type: none"> 運用基本方針において、受託機関による行使を義務付け
警察共済組合	2 兆 4,447 億円 (2,795 億円)	<ul style="list-style-type: none"> 運用の基本方針 	<ul style="list-style-type: none"> 運用基本方針において、受託機関による行使を義務付け
地方職員 共済組合	8,874 億円 (939 億円)	<ul style="list-style-type: none"> 運用の基本方針 コーポレート・ガバナンス原則 株主議決権行使ガイドライン 敵対的買収防衛策議案に対する考え方 	<ul style="list-style-type: none"> 運用基本方針において、受託機関による行使を義務付け 地方公務員共済組合連合会と同一の設定 ウェブサイト上で議決権行使結果を開示

(資料) 各基金の開示資料

3.1.1 企業年金連合会

企業年金連合会は厚生年金基金の中途脱退者等の年金給付や積立金の運用を行うほか、年金通算事業や会員となっている企業年金の支援、企業年金に関する提言を行う組織である。早くから株主議決権行使基準の策定やコーポレート・ガバナンス・フォーラムの開催、コーポレート・ガバナンス・ファンドへの投資などに取り組んでおり、年金基金のコーポレート・ガバナンス活動において中心的な役割を果たしてきた。

企業年金連合会では、2001 年に「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」を定め、受託運用機関に対して積極的な議決権行使への取り組みを求めている。このガイドラインは議決権行使体制の整備や行使基準の策定等についての基本的な考え方を示す内容であり、具体的な賛否判断は受託運用機関に委任している。また、受託運用機関には毎年 8 月末までに議決権行使の状況を連合会に提出することを求めており、議決権行使の取り組みを運用機関定性評価の一要素として考慮するとしている。なお、現在では当ガイドラインは「年金資産運用に関する実務ガイドライン」に統合されている。

企業年金連合会は株式の自家運用（インハウス運用）を 2002 年に開始し、インハウスの議決権行使も同年から行っている。インハウスの議決権行使基準を定める「株主議決権行使基準」は 2003 年 2 月に策定され、その後必要に応じて改訂されている。また、「買収防衛策に対する株主議決権行使基準」も 2006 年に策定された。行使基準には株主総会の議案種別毎に判断基準が詳細に記載されており、ROE や配当等に関する定量基準も具体的に記載されていた。例えば ROE 基準については、過去 3 期連続で 8% を下回る企業は、その原因や対応策を含め納得できる説明がない場合には取締役再任議案に反対する基準を導入していた。しかし、2010 年 11 月の改定により数値基準が廃止されるとともに、「買収防衛策に対する株主議決権行使基準」も廃止され、基準が大幅に簡素化されている。また、2011 年 4 月からは一部の行使指図に係る業務を外部委託し、業務の効率化を図っている。

その他の取り組みとして、2004 年に国内企業のコーポレート・ガバナンスの改善を促すためにコーポレート・ガバナンス・ファンドを創設した。創設した背景には、ファンドへの銘柄組み入れ基準を明確にしてガバナンスの良い企業に選別投資することで、投資対象外となる企業についてもガバナンスの向上を促すことができるとの考えがあった。ファンド創設後、運用資産額は拡大して数百億円にまで成長していた。しかし、2009 年に国内株式の委託先見直しの一環で、アクティブ運用に期待するリターンが得られなかったとして解約となっている。

2008 年の金融危機以降の企業年金連合会のコーポレート・ガバナンス活動に関する取り組みをみると、かつての「モノ言う投資家」としての積極的な取り組みや問題提起はみられなくなっている。企業年金連合会はその変化の理由を「企業側のコーポレート・ガバナンスに関する意識も変化し対応が進んだ結果、声高に反対をいう必要がなくなったため」としている⁸⁸。

⁸⁸ 年金情報 2009.11.2 「企年連のコーポレート・ガバナンス活動 投資先企業との「対話」を重視、環境変化に対応」より。

3.1.2 地方公務員共済組合連合会

地方公務員共済組合連合会は地方公務員の年金制度の運営を行う組織であり、傘下の地方公務員共済組合から預託された積立金は 2012 年 3 月末時点で 15.9 兆円に達している。

地方公務員共済組合連合会の「長期給付積立金に関する基本運用方針」では、議決権行使について次のように定められている。

- ・ 株主議決権は、企業が長期的に株主の利益を最大にするような企業経営を行うよう、行使するものとする。
- ・ 連合会が個別に行使の指図を行う場合には、受託者は、当該指図に従い行使するものとし、個別に行使の指図を行わない場合には、受託者は、連合会が提示した株主議決権行使ガイドラインに則り行使するものとする。
- ・ 連合会は、受託者に対し株主議決権の行使状況の報告を求めるものとする。

議決権行使の取り組みとしては、まず 2002 年 3 月にコーポレート・ガバナンスの考え方を「コーポレート・ガバナンス原則 (案)」にまとめ、受託運用機関に対してこの原則の趣旨に則って各社の議決権行使ガイドラインに基づき議決権を行使することを求めた。続いて 2004 年 4 月には正式な「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」を制定し、これに沿って議決権行使を行う仕組みが整備された。2005 年には、買収防衛策議案の考え方や判断基準を記載した「敵対的買収防衛策議案に対する地方公務員共済組合連合会の考え方」を定めている。

「コーポレート・ガバナンス原則」では、コーポレート・ガバナンスにおける基本的視点及び手法について、以下のように定めている。

● 連合会の基本的視点

連合会は、地方公務員共済制度の中で長期給付積立金を運用するという役割を担っており、他の公的年金と同様に忠実義務及び注意義務から成る受託者責任を負っていると考えられる。

連合会が株式を保有する目的は、株式保有を通じて長期的にその財産価値を増殖し、組合員の利益に資することに他ならない。このため、連合会は、他の多くの株主と同様に、長期的に価値が増大すると見込まれる企業の株式に投資し、かつ、その企業が長期的な株主価値の増大に資する経営を行うことを期待するものであり、万が一、株主価値の増大が見込まれない場合には、受託者責任を果たすために株主価値増大に必要な経営を求めていく。

即ち、連合会は長期的に株主価値が十分に増大すると見込まれない場合に行動するものであり、その際の視点は、企業経営に株主としての連合会の意見が十分に反映されるようにすることである。

さらに、連合会は公的年金の一つとして社会的責任を果たしていくことが求められていると考えられ、この意味においてもコーポレート・ガバナンスの向上に積極的に取り組むことが必

要である。

● 連合会によるコーポレート・ガバナンスの手法

連合会がコーポレート・ガバナンスの向上に取り組むと言っても、連合会が詳細に亘って個々の企業の経営判断に是非の判断を下すことは極めて困難である。このため、連合会としては、適正な経営判断が担保されるよう、それらの経営判断を生み出す装置たる企業の体制に注目することとなる。なお、この場合、株主の意見を反映させるには、株主提案・議決権行使に限らず、企業と株主とのミーティング等株主から情報を発信するためには様々な局面・手法が想定されるところであり、連合会としては、公正かつ効率的な手法を選択し、目的の実現を図っていくものとする。

「議決権行使ガイドライン」では、株主総会の議案種別毎に、比較的細かに判断基準が具体的行使基準として記載されている。運用については原則として賛否判断は運用機関が行うが、統一的に行使すべき事案と判断する場合には、個別企業の議決権行使の指示・指図を行うとしている。また、議決権行使状況等の報告を求め、次年度以降の指示・指図や受託者の評価の一つとして考慮するとしている。

その他の取り組みとしては、2010年に国内株式を対象とした ESG 要因に着目した社会的責任投資を開始した。2011年3月には「コーポレート・ガバナンス原則」に「企業の社会的責任」の項目を追加している。

3.1.3 年金積立金管理運用独立行政法人

年金積立金管理運用独立行政法人（以下 GPIF : Government Pension Investment Fund とよぶ）は、国民年金と厚生年金の積立金を運用しており、2012年3月末時点で113.6兆円を運用する世界最大の積立金を持つ年金基金である。GPIFは2001年度から議決権行使に取り組んでいるが、企業年金連合会や地方公務員共済組合連合会とは異なり、自らコーポレート・ガバナンスに対する考え方や判断基準等は示さず、運用機関の判断に委ねている。

厚生労働大臣によって定められる GPIF の「運用において達成すべき目標」（中期目標）では、議決権行使について次のように定められている。

- ・ 民間企業の経営に対して影響を及ぼさないよう配慮するとともに、企業経営等に与える影響を考慮しつつ、長期的な株主等の利益の最大化を目指す観点から、株主議決権の行使などの適切な対応を行うこと。

これを踏まえ、GPIFは中期計画の中で議決権行使について次のように定めている。

- ・ 企業経営に直接影響を与えるとの懸念を生じさせないよう株主議決権の行使は直接行わず、運用を委託した民間運用機関の判断に委ねる。ただし、運用受託機関への委託に際し、コーポレート・ガバナンスの重要性を認識し、議決権行使の目的が長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを示すとともに、運用受託機関における議決権行使の方針や

行使状況等について報告を求める。

図 1 が GPIF の議決権行使の管理・評価プロセスである。GPIF も企業年金連合会や地方公務員共済組合連合会と同様に、株主議決権行使の取り組みを運用機関評価の一項目に位置づけており、議決権行使の判断ルールの整備状況が不十分であると判断した場合は、委託先の評価を減点するとしている。

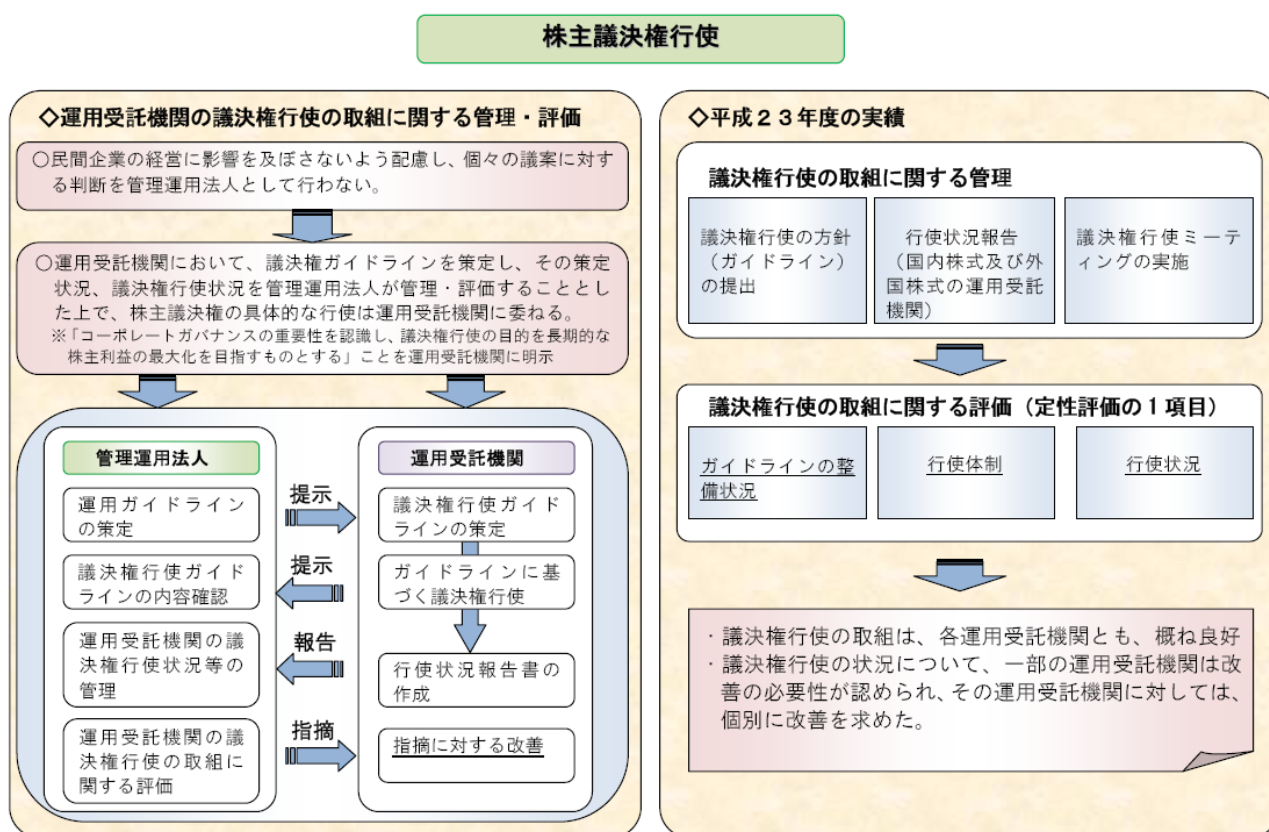


図 1 GPIF の議決権行使

（出所）年金積立金管理運用独立行政法人「平成 23 年度業務概況書」

最近の状況については、2010 年に「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会」が厚生労働省によって設置され、運用目標や運用手法を含む広範な議論がなされた。検討会の報告書をみると、本文中には議決権行使に関する記述はみられないが、最後に「検討会で出された主な意見」として、3 つの意見が併記されている。

- ・ 株主議決権については、行使ガイドラインを作るべき。地方公務員共済組合連合会はガイドラインを作成しており、こういうことを通じて社会的価値を創造していくことも必要。
- ・ 株主議決権のガイドラインを作ることが、どれだけ効果があるか疑問で、優先順位の低い課題である。

- ・ 国内株式市場が過去 20 年にわたって価値を生み出してこなかったのは大きな問題。公的年金も企業年金も国内の株式への投資が報われてこなかったという事実を共有して、今後の投資やコーポレート・ガバナンスの議論に活かしていく必要がある。

GPIF では株主議決権行使状況の概要を毎年公表している。2012 年 4 月～6 月の議決権行使状況を 2012 年 12 月に開示しており、国内株式の運用受託機関 13 社及び外国株式の運用受託機関 16 社全てが株主議決権を行使したとして、議案別の行使状況を集計して報告している^{***}。運用機関により挙げられた課題として、国内株式については株主総会集中時の対応、企業とのコミュニケーションの向上など、外国株式については各国の法制度・慣習等の把握などを報告している。

また、GPIF では毎年度テーマを決めて調査研究を外部に委託している。2011 年度はエマージング株式投資を開始するにあたり、「MSCI のエマージング諸国における議決権行使にかかる制度上の制約についての調査・研究」を実施した。調査研究の主なインプリケーションとして、「国際投資の活発化に伴い、機関投資家が国境を越えて議決権行使をする制度も整ってきたが、実際にはシェアブロッキング制度、パワーオブアトニー制度、預託証券のような制約がある」と報告している。

3.2 企業年金の取り組み

企業年金の議決権行使状況については、取り組み状況が一般公開されないために動向を把握することは難しい。実態としては、以下のような理由により議決権行使をはじめとしたコーポレート・ガバナンスへの意識は高まっていないと考えられる。

- ・ 受託者責任を果たすための具体的な内容が整理されている「受託者責任ガイドライン」に議決権行使が盛り込まれていないこと
- ・ 合同運用が中心の委託運用であるため、基本的には議決権行使を含むコーポレート・ガバナンス活動は運用機関に任せていること
- ・ 投資環境の悪化や投資対象・運用商品の多様化を背景に、議決権行使以外に運用に関して取り組むべき課題が多いこと

企業年金によるコーポレート・ガバナンス活動の選択肢の 1 つに欧米で活発化している ESG 投資が考えられる。企業年金の ESG 投資に対する意識については、年金シニアプラン総合研究

^{***} 一部の投資対象国について議決権を行使していない運用受託機関が 1 社 2 ファンドあるが、この運用機関は行使していない理由としてシェアブロッキング制度（株主総会が終了するまでの一定期間、議決権を行使する株主の株式売却が凍結される制度）による規制を挙げている。残りの 15 社は全ての投資対象国で行使していると回答している。

機構が 2011 年秋にアンケート調査を実施している^{†††}。その結果をみると、アンケートに回答した 250 基金のうち実際に ESG 投資を行っているのは 8 基金 (3.2%) だけであった。ただし、「未実施だが検討中」及び「未実施だがいずれ検討したい」という基金が 96 基金 (38.4%) あり、「未実施であり興味もない」とした 84 基金 (33.6%) を上回っていることから、今後 ESG 投資が国内でも広まる可能性はあると考えられる。

次に、今後日本の年金基金・制度における ESG 投資が進展するために必要な条件については、「他の運用手法に対してパフォーマンス上の優位性が明確になること」(38.0%)、「検討に値する十分な機関の運用実績ができること」(37.2%)、「社会的な関心や要請が高まり、無理なく採用できる環境が整うこと」(31.2%)、「委託先の運用会社が情報提供を充実させること」(28.0%) を挙げる基金が多かった。

一方、株式のエンゲージメントに関しては、図 2 に示すように「必要だ」、「確かにではないが、必要だと思う」と回答したのは 71 基金 (28.4%) であったのに対し、「必ずしも必要ではない」、「必要ではない」と回答した基金は 95 (38%) となっており、否定的な意見の方が多かった。また、「わからない」とした基金も 81 (32.4%) あり、今のところ国内年金基金のエンゲージメント活動への意識は高くないことがわかる。

【問】運用（パッシブ運用を含む）している株式に関して、ポートフォリオの価値を高めるとい
う目的から、株式所有者として企業にESGについて働きかけを行う活動（エンゲージメント）に
ついて、どのように思われますか。（単一回答）

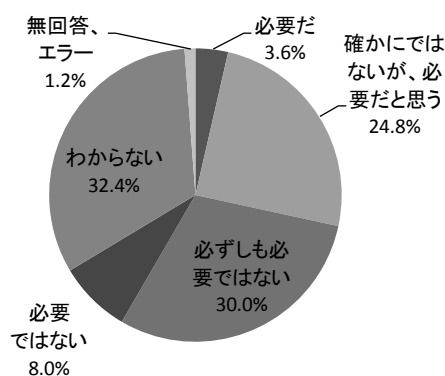


図 2 エンゲージメントについての年金基金のアンケート調査結果

(出所) 年金シニアプラン総合研究機構 ESG 研究チーム (2012) 「年金基金に対する「ESG 投資に関するアンケート調査」～アンケート調査 結果概要」『年金と経済』, Vol. 30 No.4

アンケート調査の結果は、エンゲージメントよりも ESG 投資の方が年金基金には受け入れられやすいことを表している。

^{†††} アンケート送付先は 1,430 基金 (厚生年金基金、確定給付企業年金、適格年金、国民年金基金、共済その他) で実施時期は 2011 年 9 月～11 月。調査対象には国民年金基金や共済も含まれるが、回答した 250 基金のうち、厚生年金基金及び確定給付企業年金が 242 基金と大部分を占めることから、集計結果は企業年金の動向に近いと考えられる。

1つの事例として、実際に ESG 投資を行っている企業年金にヒアリングを行ったところ、この基金では次のような考え方で ESG 投資を開始したとのことである。

- 受託者責任を果たすために、高い運用利回りを追求するのではなく、制度の持続性を一定水準に保つことを第一に考えている。
- 厳しい運用環境が続くなか、安定的な運用を実現するためには株式そのもののリスクを抑制することが必要だとして運用手法を検討した結果、ESG 投資を行うこととした。
- 採用したファンドは、ガバナンス評価の高い企業を中心に集中投資を行うファンドである。ガバナンスの優れた企業の株価はボラティリティが小さく、高い配当政策を打ち出す傾向があり、当基金の安定運用志向に合致する。

また、議決権行使については以下の取り組みを行っている。

- 議決権行使は運用機関の判断に任せており、行使結果の報告を定期的に受けてモニタリングしている。議決権行使状況を運用会社の評価材料とはしていないが、もし行き過ぎているものがあつたら運用機関に言うようにしている。
- 以前、議決権行使のポリシーを基金で定めることを検討したが、多種多様な議案に対して画一的に適用可能なポリシーの作成は困難と判断した。また、スタッフやインフラも必要なので、経済的な合理性を考えると企業年金が議決権行使に直接関与していくことは難しいと考えている。

この基金の考え方にもあるように、金融危機後の年金運用の方向性として、リターン追求からリスク抑制への変化がみられる。従来、年金基金が取り組んできたコーポレート・ガバナンス活動は株主利益の向上やファンドのパフォーマンス向上を主目的としていたが、今後はガバナンスの悪い企業への対応や投資対象からの排除などによる下方リスク抑制といったリスク管理の視点がより重視されていくと考えられる。

4. 国内運用機関の動向

4.1 運用機関の取り組み

国内年金基金の資産運用を受託する運用機関では、2000 年前後になると受託者責任ハンドブックの対応や厚生年金基金連合会をはじめとした年金基金の議決権行使ガイドライン対応から、議決権行使の体制が整備されていった。図 3 は日本証券投資顧問業協会（現在の日本投資顧問業協会）が行ったアンケート調査による、投資一任会社の議決権行使指図体制の整備状況である。日本証券投資顧問業協会では、2002 年に「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」を業界ルールとして制定している。調査結果をみると、2002 年以降、体制整備をしていない会社は減っており、2005 年には 10%を下回った。2006 年以降も体制整備をしていない会社が数%存在するが、これは新規に投資顧問業協会の会員となった会社であり、「今後整備する予定」と回答していることから、実質的には全ての会社で体制の準備が整っていると

考えられる。

また、国内運用機関の中には海外の年金基金等の資産を受託している会社も見られる。欧米の年金基金ではコーポレート・ガバナンスに関してより積極的な取り組みを求めることも多く、運用機関では責任投資原則 (PRI) への署名などの対応が広がっている。

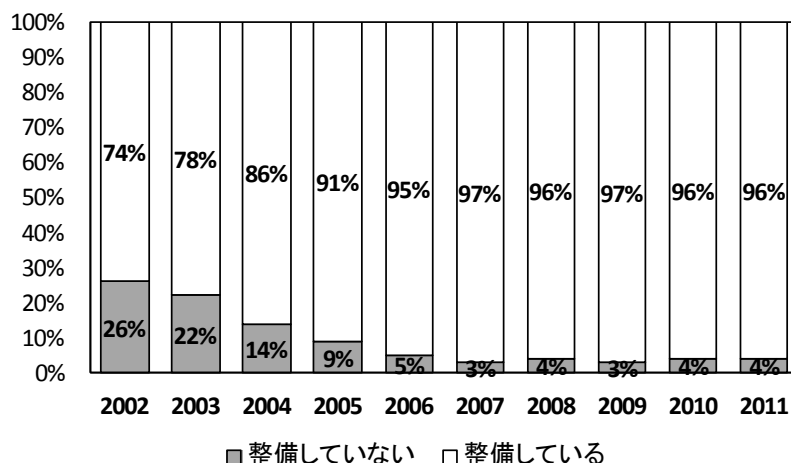


図3 議決権等行使指図体制を整備しているか

(出所) 日本証券投資顧問業協会「投資一任会社における議決権行使 10 年間の推移について～日本証券投資顧問業協会の議決権行使アンケート分析～」

次に、議決権行使に関する最近の取り組みとしては、金融審議会金融分科会から 2009 年 6 月に出された「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報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」(以下、SG 報告とよぶ) への対応が挙げられる。SG 報告では、機関投資家の受託者責任に基づく適切な議決権行使のために次の提言を行っている。

- ・ 議決権行使は機関投資家の受託者責任の重要な要素を構成することの明確化
- ・ 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

SG 報告に対応するため、日本投資顧問業協会及び投資信託協会では業界ルールを改訂し、議決権行使ガイドライン等に加えて議決権行使結果も公表すべきことを定めた。また、信託協会は、主要行に対して議決権行使ガイドラインと行使結果を公表することを要請する協会通達を発出した。一方で、生命保険業界では、国内主要生命保険会社が議決権行使についての基本的考え方と議決権行使結果の特徴を各社のウェブサイトに掲載することとしたが、議決権行使

ガイドラインと行使結果の公表についてのルール化は行われていない^{***}。年金資産を受託する運用機関である信託、投資顧問、生保のうち、生保の取り組みがやや積極的でないことから、次節では生保の取り組みについて最近の状況をまとめる。

4.2 生命保険会社の取り組みについて

年金基金が生命保険会社に運用を委託する場合、保険契約を締結することになる。保険業法では保険会社の注意義務に関する規程がないこと、及び年金基金向けの主力商品である一般勘定の商品性から、受託者責任に関する考え方は信託銀行や投資顧問とはやや異なる。厚生年金基金連合会の「受託者責任ハンドブック」では生命保険会社の受託者責任について、「特別勘定については運用リスクを基金が負っており受託者責任を排斥すべきでない」と指摘しているが、一般勘定のような利率保証型商品については「受託者責任と全く無関係とまでは言い切れない」という表現をしており、主要な論点を表2の通りまとめている。

表2 生命保険契約（一般勘定）と受託者責任に関する主な論点

項目	受託者責任になじまないとする主張	左の主張に対する反論
生命保険会社によるリスク負担	<ul style="list-style-type: none"> 一般勘定の団体年金保険契約は、「保険会社が一定額の保険金を支払うことを約し、保険料はその対価として保険会社の固有の資産に組入れられる」生命保険契約の一種であり、保険会社が元本や利率を保証している。したがって、他人の資産を他人のリスクにおいて運用することに伴い受託者責任が課せられると考えられる年金信託契約や投資一任契約とは、法形式が異なる。特に、一般勘定については保険会社が元本及び利率を保証している点に基本的な特性があり、この点からみても受託者責任になじまない。 	<ul style="list-style-type: none"> 生命保険会社は元本のほか利率の保証があると言うが、保証利率の保証期間の定めがなく、多くの生命保険会社では6年間に3回も保証利率が引き下げられた。したがって、生命保険会社の運用内容について基金が関心をもつのは当然であり、生命保険会社も、一般勘定の区分經理の規程が設けられた趣旨等も踏まえ、団体年金保険に係る資産の運用にあたっては、基金をはじめとする顧客の利益を考慮した最善の運用を行う義務がある。
忠実義務と一般勘定との整合性	<ul style="list-style-type: none"> 忠実義務は、他人の財産を自己財産と区分して管理し専らその他人の利益のために運用することを想定（他人によるリスク負担を前提） 一般勘定においては、多数の契約者が拠出した保険料は保険会社の自己財産と混合され、また運用に際しては、多数の契約者等の公正・衡平な取扱いが要請される。したがって、忠実義務と一般勘定の仕組みとは両立が困難。 	<ul style="list-style-type: none"> 一般勘定について受託者責任（特に忠実義務）を課すことにより特段の不都合があるとすれば、（個々の運用プロセスに沿って個別に検討した上で）部分的に排除すれば足り、全く受託者責任が無関係であるとは言えない。 多数の契約者等の公平・衡平な取扱いが必要であることについては、例えば信託銀行の合同口の場合と異なるものではない。
米国のエリサ法における取扱い	<ul style="list-style-type: none"> 米国では、一般勘定の仕組みと受託者責任、特に忠実義務が両立困難であることが広く認識されている。こ 	<ul style="list-style-type: none"> 米国における左の最高裁判決は、一般勘定はすべて「給付が保証された保険」に該当

^{***} 木村祐基「コーポレート・ガバナンスに係る情報開示充実の検証〔下〕」商事法務 No.1932 より

	<p>の点も踏まえて、エリサ法は、「給付が保証された保険」には受託者責任が課せられないと定めている。なお、労働省の、一般勘定商品はすべて「給付が保証された保険」に該当するとの解釈は 93 年の最高裁判決(注記)により一部否定され、合理的な利率の保証等が必要とされたが、保険会社による運用リスクの負担が受託者責任を排除することには変わりはない。</p> <p>注：John Hancock v.Harris Trust の最高裁判決を指す。</p>	<p>するという労働省の解釈が覆され、一般勘定といえども、合理的な利率の保証等を欠く場合には「給付が保証された保険」には該当せず、受託者責任を排斥しないことがあり得るということが判示されたことに重きを置くべきである。</p>
--	---	--

(資料) 企業年金連合会「受託者責任ハンドブック (運用機関編)」より

このような背景もあり、これまで生命保険会社は具体的な判断基準や行使結果の開示を行っておらず、「モノ言わぬ機関投資家」と見られていた。

しかし、最近では生保各社が議決権行使の基本的な考え方等を自社ウェブサイト上に公開している。主要な生保についてウェブサイトが開示されている内容をまとめたのが表 3 である。各社は独自に基準を定めて賛否を判断していることがわかる。ただし、具体的な判断基準や行使結果は開示されていない。また、全ての保有銘柄の議案について個別に検討するのではなく、スクリーニングにより特定の銘柄のみについて審議するケースが多いため、投資顧問会社や信託銀行に比べると反対票を投じるケースは少ないと推測される。

議決権行使に積極的に取り組んでいる生命保険会社として、2010 年に株式会社に転換した第一生命が挙げられる。株式上場後、株主利益を重視する姿勢を打ち出しており、議決権行使を通じて投資先企業に経営改善を促す取り組みを進めている。^{§§§}2012 年には議決権行使の基準を厳しい方向に一部見直している。第一生命保険の議決権行使に係る基本的な考え方は次のとおりである。

- 当社では、国内株式運用のリターン向上に寄与すべく、株主義決権行使における判断基準を定めております。議決権の行使にあたっては、株式価値の維持・向上の視点にて賛否の判断を行うことにより、保険会社として負うべき合理的な注意及び配慮をもって業務を遂行するという責務を果たし、あわせて機関投資家としての社会的責任 (CSR) の観点を重視し、株式を保有する企業のガバナンスの向上を図ってまいります。

(「第一生命の議決権行使について」より)

表 3 生保の議決権行使状況

社名	基準・ガイドライン	スクリーニング	代表的な反対議案	備考
日本生命	議決権行使精査要領	あり	<ul style="list-style-type: none"> ・ 退職慰労金 (業績不振) ・ 剰余金処分 (低配当) ・ 買収防衛策 (金品付与) 	

^{§§§} 日経新聞記事「第一生命、議決権行使の基準厳しく 上場で透明化」2012 年 4 月 24 日より

第一生命	議決権行使規程 議決権行使ガイドライン	<ul style="list-style-type: none"> 株価・財務 不祥事 重要議案 	<ul style="list-style-type: none"> ストックオプション (監査役) 剰余金処分 (低配当) 買収防衛策 (業績不振) 	<ul style="list-style-type: none"> 2013 年以降も厳格化を予定 (長期在籍の監査役)
明治安田生命	社内ルールを整備	あり	<ul style="list-style-type: none"> ストックオプション (社外者) 退職慰労金 (業績不振) 	
住友生命	議決権行使ガイドライン	業績・財務 資本政策、利益還元 コンプライアンス体制		
大同生命	議決権行使要領 議決権行使ガイドライン		<ul style="list-style-type: none"> 取締役選任 (利益還元姿勢) 退職慰労金 (業績不振) 	
太陽生命	行使基準		<ul style="list-style-type: none"> 退職慰労金 (無配当) 増資 (希薄化) 事業譲渡 (株主利益) 	<ul style="list-style-type: none"> PRI 署名機関として ESG に配慮した議決権行使
富国生命	議決権行使基準	<ul style="list-style-type: none"> 業績・財務 利益還元 法令違反 	<ul style="list-style-type: none"> 退職慰労金 (業績不振) 剰余金処分 (低配当) ストックオプション (希薄化) 	

(出所) 生保各社のウェブサイトより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

4.3 エンゲージメント運用などの新しい投資商品

最近、国内株式の年金向けファンドとしてエンゲージメントによる企業価値向上を付加価値とする投資戦略が一部でみられるようになった。エンゲージメント戦略とは投資先企業との対話を通して経営改善を働きかけ、株価の上昇を狙う投資戦略である。議決権行使もエンゲージメント手段の 1 つとして含まれる。かつて話題になったアクティビスト・ファンドは、短期的な収益を追求し、企業に対して敵対的な行動をとることがあったことから、最近のエンゲージメント運用とは全く方向性が異なる。

ファンドによって具体的なエンゲージメントの手法は異なるが、1 つの例として、2012 年に運用を開始したファンドでは、次のようなエンゲージメント手法をとっている。

- このファンドは、ガバナンスの悪い企業に経営改善を働きかけて良くするのではなく、優良なコアビジネスを持っていて成長余力があり、経営陣がオープンな企業 10~20 銘柄に集中投資してさらにバリューを出していくアプローチをとっている。
- エンゲージメントは企業の経営陣の信頼を得た上で長期的な視点に立って行う。欧米で普及しているエンゲージメント手法の考えをそのまま日本に持ち込んでも企業風土が異なるために機能しない。どちらかというと過去メインバンクが行っていたようなアプローチに近い。

また、最近では株式市場の低迷から、TOPIX などの株式インデックスに連動しない絶対リター

ン型のファンドも広がってきている。中でも集中投資ファンドが注目されているが、このようなファンドでは保有銘柄数が少ない分、個別銘柄のリスクが高まる。投資先企業の経営や事業内容に対する関心度合いは従来の運用より高くなることから、コーポレート・ガバナンスの視点がより重要となってくる。

一方、従来のパッシブ運用については、主として TOPIX がベンチマークとして利用されており、構成銘柄数は 2012 年末時点で 1,694 銘柄と非常に多い。投資先企業のモニタリングという観点からは銘柄数が少ない程、より詳細なモニタリングが可能となる。最近では ESG インデックスを含め、様々なインデックスが提案されていることから、効果的なコーポレート・ガバナンスを行うためには、パッシブ運用においても銘柄数を絞ったベンチマークの採用は検討に値しよう。

投資先企業に対してより厳しいガバナンスのチェックを行うファンドが増えることで、投資先企業へのモニタリングが強化され、経営規律が今以上に働くことが期待される。

5. 米国の議決権行使に関する動向

5.1 コーポレート・ガバナンス活動の経緯

米国では 1980 年代以降、企業買収が活発になる一方で自らの保身のために買収防衛策（ポイズンピル、ゴールデンパラシュート等）を講じる企業経営陣が増加した。過剰な防衛行為については、長期的な企業価値の向上が阻害される懸念が機関投資家に広がっていった。

そのような状況の中、1984 年にテキサコ社を対象としたグリーンメール事件^{****}が発生し、この事件を契機に、カルパースが中心となり機関投資家協議会（Council of Institutional Investors, CII）が設立された。

1988 年には労働省より公表されたエイボン・レターにより、議決権の行使は年金資産の運用に伴う受託者責任の一部であることが明確になった。

1990 年代に入ると、役員報酬に関する情報開示の充実化、株主間のコミュニケーションを促進させる規制の導入、さらに株式投資の拡大により株式市場における機関投資家の存在感が増大し、機関投資家によるコーポレート・ガバナンス活動の影響力・重要性が増していった。規制緩和の影響等から、より積極的な経営への介入により株式価値の向上を狙うヘッジファンド・アクティビストも同時期に増加していった。

2000 年に入ると、エンロン、ワールドコム事件を受けて、企業の内部統制強化を図るためにサーベンス・オクスリー法（SOX 法）が 2003 年に制定された。同法では、機関投資家による経営監視能力を高めることを目的に、ミューチュアル・ファンドや投資顧問業者に対して、保

^{****} Texaco 社は、同社株式 9.8%を保有する Bass Brothers 社からのグリーンメール（市場価格以上のプレミアムによる買戻し要求）に対して、経営陣が自らの失職を恐れて応じた。この事件を契機とし、カルパースは自らのコーポレート・ガバナンス活動を活発化させるとともに、他の公務員年金等と協働して全米機関投資家協議会（CII）を設立した。

有株式の議決権行使に関する方針及び行使結果等の開示規制が強化された。

2008年の金融危機では、金融規制改革の一環として金融規制改革法（ウォールストリート改革、及び消費者保護に関する法律：ドッド=フランク法）が成立した。同法により役員報酬に関して、株主総会において株主が拘束力のない決議を行うセイオンペイ（Say-on-Pay）制度が導入された。会社が作成する議決権委任状に株主が指名する取締役候補者の情報を記載することを可能とするプロキシアクセス（Proxy Access）制度も提案されたが、企業サイドの抵抗もあり導入は見送られた。この他、議決権行使助言会社への規制導入についても現在検討中されている。

5.2 ドッド=フランク法の制定

2010年に金融規制改革の一環として制定されたドッド=フランク法は、金融機関や上場企業のコーポレート・ガバナンスの強化に向けた様々な規制強化を促す内容となっている。具体的な規則制定権限はSEC（米国証券取引委員会）をはじめとして、多くの規制官庁に分散しており、規則策定の遅延がみられる項目も多い。機関投資家による議決権行使に関連する主要な内容として、ここでは3項目を取り上げる。

1. 役員報酬に関する株主の発言権強化

企業経営者に対する報酬に関して株主に賛否を問う制度を「セイオンペイ」という。セイオンペイは英国ではすでに導入されていたが、米国でも金融危機において経営者報酬の高額化に批判が集まり、経営者が自分自身の報酬を独断的に決めないようにドッド=フランク法により導入された。上場企業は、2011年1月以降の最初の株主総会において、セイオンペイの実施頻度（1年～3年）を定める議案を決議し、以降の株主総会から実施となる。

2. 取締役の選任に関する規制強化

従来、会社提案とは異なる候補者を株主提案により擁立する場合、提案する株主の負担により委任状争奪戦を行う必要があったが、「プロキシアクセス」が導入されると、会社が作成する議決権委任状に株主が指名する取締役候補者の情報を記載することが可能となる。

ドッド=フランク法では、プロキシアクセスの問題に取り組む権限をSECに明示的に与えたことにより、SECは2010年8月、株主による取締役選任の促進のための規則を採択した。しかし、この規則については、米国商工会議所とビジネス・ラウンドテーブルが、SECの権限を超えていること、及び資本形成へのインパクトとルール化のコストについて十分に検討を行っていないことを理由に提訴し、連邦特別行政高等裁判所もSECの検討不足を認め、同規則は無効であると判断したことから、導入は見送りとなった。

3. 議決権行使助言機関に対する規制

SECは議決権行使助言会社に発生しうる利益相反、分析レポートの品質、所有と議決権行使

の実態の分離がもたらす弊害を問題視しており、規制を検討している。利益相反として考えられるのは、助言会社が投資家向けに議案分析、推奨判断等のサービスを提供する一方で、発行体に対してガバナンスに関するコンサルティングやガバナンスの格付けといったサービスを提供する場合である。「議決権助言会社により提供されるサービスは投資助言に該当するため登録を義務付けるべき」、「議決権助言会社も受託者責任を負う」といった議論がある。議決権助言会社が SEC の登録機関とされた場合には、情報開示、利益相反状態の開示、法令遵守プログラムの策定、内部者情報の管理等が規制対象となる。

5.3 年金基金による株主アクティビズム

米国年金基金における議決権行使や株主提案、企業との対話などのコーポレート・ガバナンス活動は大規模な積立金を持つ公務員年金が中心となっている。企業年金については取り組み状況を把握することは難しいが、取引先等とのビジネスの関係などからエリサ法で求められる議決権行使への取り組み以上の積極的な活動はしていないと考えられる。次節で紹介するコーポレート・ガバナンス活動に関する枠組みを提供している責任投資原則 (PRI) に署名する米企業年金がないことからその様子が窺える。

積極的にコーポレート・ガバナンスに取り組む代表的な基金として、米国ではカルパース (CalPERS) が有名である。カルパースは米国カリフォルニア州の公務員年金で、株式運用を中心とした運用を行っている。カルパースは 80~90 年代にかけてコーポレート・ガバナンス活動に関する様々な経験を積みながら、コーポレート・ガバナンス・プログラムを整備していった。カルパースの理事会は、コーポレート・ガバナンスの基本的なフレームワークを定めるために以下に紹介するグローバル・ガバナンス原則を採択している。

● グローバル・ガバナンス原則 (Global Principles of Accountable Corporate Governance)

グローバル原則の根底には、完全に説明責任を果たすことができるようなガバナンス構造が長期的に最良のリターンを株主にもたらす、というカルパースの考え方がある。

グローバル原則はカルパースが議決権行使責任を遂行するためのフレームワークであり、4 つのパートー「コア」、「米国株式」、「外国株式」、「エマージング株式」の原則から成り立っている。これらの原則は持続可能な長期リターンを達成するためのエンゲージメントやガバナンス活動の基礎となる。

コア原則は 8 項目 (株主価値の最大化、説明責任、透明性、1 株 1 議決権、委任状資料、最良行動規範の採用、長期戦略ビジョン、株主の取締役指名へのアクセス) で構成され、このコア原則については全ての市場の企業に採用されるべきであるとしている。

カルパースでは、他の株主がカルパースと同様の投票行動を取ることを促す目的で、カルパースの行使方針及び結果を銘柄・議案別に一般に開示している。また、エンゲージメントの対象企業を毎年選定してフォーカスリストとして作成している。選定では、投資収益率やガバナ

ンス評価を軸にガバナンスの悪い対象企業を選ぶ。最近の変化としては、2010年に選定プロセスが見直されるとともに、これまで公表されていたフォーカスリストが非開示となった。新しい選定プロセスでは、カルパースが保有する株式上位銘柄をユニバースとして、投資収益率による1次スクリーニングが追加された。このスクリーニングについては、ガバナンスに問題があってもパフォーマンスが良ければ問題視しないととれるが、株主エンゲージメントは投資パフォーマンスの改善手法である、という姿勢がより明確になったとも言える。

カルパースでは、コーポレート・ガバナンス活動の効果についての分析を行っている^{†††}。分析結果から、過去10年間にエンゲージメントを行った155企業のパフォーマンスは市場を上回っていたことが確認された。ただし、フォーカスリストとして公表した59企業のパフォーマンスよりも公表せずにエンゲージメントを行った96企業の方がよりパフォーマンスが良いという結果となった。この結果はカルパースがコーポレート・ガバナンス活動を継続するための根拠になっているが、一方でフォーカスリスト非開示の根拠にもなっていると考えられる。

5.4 責任投資原則 (PRI) への取り組み

議決権行使を含むコーポレート・ガバナンス活動の1つにESG投資が欧米で広がっている。ESGを考慮する枠組みを提供することを目的に、2006年に国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP-FI) と国連グローバル・コンパクト (UN Global Compact) が中心となって世界の主要な機関投資家とともに「責任投資原則 (Principles for Responsible Investment, PRI)」を策定した。PRIに署名した機関は、ESGが運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすことが可能であると考え、以下の責任投資原則について受託者責任に反しない範囲でコミットする。

● 責任投資のための六原則

1. ESGの課題を投資分析と意思決定プロセスに組み込みます。
2. 活動的な株式所有者になり、株式の所有方針と所有慣習にESGの課題を組み込みます。
3. 投資対象の主体にESGの課題の適切な開示を求めます。
4. 投資運用業界の中で、当原則が受け入れられ実行されることを促進します。
5. 当原則を実行する際の効果を高めるために協働します。
6. 当原則の実行に関して、活動や進捗の状況を報告します。

この趣旨に賛同して署名する機関投資家は増加しており、グローバルでは2013年1月時点で1144機関となっている。署名機関の内訳は、運用機関が最も多く696機関、年金基金等のアセットオーナーが272機関、サービスパートナーが176機関となっている。

^{†††} 投資委員会資料”Wilshire Report: Corporate Governance Engagement Analysis – October 15, 2010”より

表 4 は 2013 年 1 月時点の米国、英国、日本のアセットオーナーの署名機関である。米国では 161 の機関投資家が署名しているが、そのうちアセットオーナーは 21 機関である。表 4 をみると年金基金も多く署名しているが、公務員年金や労働組合年金が中心であり、企業年金は署名していないことがわかる。日本は署名している 24 機関のうち、アセットオーナーは 6 機関である。6 機関のうち年金基金はキックマン、セコム、フジ厚生年金の 3 基金で、残りの 3 機関は生損保なので、日本で PRI に署名しているのは金融機関以外では企業年金だけである。日本では公的年金ではなく企業年金が署名している点が米国とは対照的である。ただし、公的年金の 1 つである全国市町村職員共済組合連合会では、2012 年に MSCI ジャパン ESG インデックスをベンチマークとする ESG パッシブファンドを公募により採用しており、公募における応募資格として PRI に署名していることを条件としていた。このように公的年金についても、PRI を考慮した取り組みが始まっている。

英国については、署名している 93 機関のうちアセットオーナーの署名は 29 機関あり、日本及び米国より多い。また、公的系年金と企業年金双方の参加がみられ、日米より ESG 投資が広がっていることが視える。

表 4 米国、英国、日本の PRI 署名機関（アセットオーナー）

米国	
1	AFL-CIO Reserve Fund
2	CalPERS
3	CalSTRS
4	Calvert Foundation
5	Connecticut Retirement Plans and Trust Funds (CRPTF)
6	Illinois State Board of Investments
7	International Finance Corporation (IFC)
8	Los Angeles County Employees Retirement Association (LACERA)
9	Maryland State Retirement and Pension System
10	Middletown Works Hourly and Salaried Union Retirees Health Care Fund
11	Multi-Employer Property Trust
12	Nathan Cummings Foundation
13	New York City Employees Retirement System
14	New York State Local Retirement System
15	SEIU Pension Plans Master Trust
16	State Universities Retirement System of Illinois
17	UAW Retiree Medical Benefits Trust
18	UFCW International Union Pension Plan for Employees
19	United Church Foundation
20	Universal Health Care Foundation of Connecticut
21	Wespath Investment Management (General Board of Pension and Health Benefits of the United Methodist Church)
英国	
1	Alliance Trust PLC
2	BBC Pension Trust Limited
3	BP Pension Fund
4	BT Pension Scheme

5	CDC Group plc
6	Environment Agency Pension Fund
7	Joseph Rowntree Charitable Trust
8	Lloyds Banking Group
9	London Borough of Haringey Pensions Committee
10	London Pensions Fund Authority (LPFA)
11	Lothian Pension Fund
12	Marks & Spencer Pension Scheme
13	Merseyside Pension Fund
14	National Employment Savings Trust (NEST)
15	North East Scotland Pension Fund
16	Northern Ireland Local Government Officers' Superannuation Committee
17	Old Mutual plc
18	Pension Protection Fund
19	Polden Puckham Charitable Foundation
20	Railways Pension Trustee Company Limited
21	Royal Mail Pension Plan
22	Shell Contributory Pension Fund
23	Strathclyde Pension Fund
24	The Church of England National Investing Bodies
25	The LankellyChase Foundation
26	The Pensions Trust
27	UNISON Staff Pension Scheme
28	Universities Superannuation Scheme - USS
29	West Midlands Pension Fund

日本

1	Fuji Pension Fund
2	Kikkoman Corporation Pension Scheme
3	Secom Pension Fund
4	SOMPO JAPAN INSURANCE INC
5	Taiyo Life Insurance Company
6	Tokio Marine & Nichido Fire Insurance Co.,Ltd.

(注) 色のついている機関は年金ファンドであることを表す。

(出所) PRI のウェブサイトより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

6. 英国のステュワードシップ・コードをめぐる状況

6.1 コーポレート・ガバナンス活動の経緯

英国の企業年金制度は伝統的な信託制度により運営されていたが、1991年のマクスウェル事件^{****}をはじめ、1990年前後の一連の企業不祥事が年金基金の受託者責任及びコーポレート・ガバナンス改革の契機となった。

企業不祥事の対応として、英国ではキャドバリー委員会を設置してコーポレート・ガバナンスのあり方について議論を行い、1992年にキャドバリー報告書が出された。報告書では、機関

^{****} 実業家であるロバート・マクスウェルが1991年11月に死亡した後、マクスウェル・グループにおける年金資産の流用など様々な経営の不正行為が明らかになった事件。

投資家は会社経営陣との対話や議決権行使を通して会社のコーポレート・ガバナンスに関心を持つべきであると指摘された。キャドバリー報告書以降も、1995 年グリーンブリー報告書、1998 年ハンペル報告書と続き、1998 年の統合規範（通称コンバインド・コード）と呼ばれる上場会社向けのガバナンス原則の策定につながった。

一方、年金運用については 2.2 節で触れたように、年金受給者の保護・安全性確保の観点から 95 年年金法が定められ、慎重人原則や投資原則ステートメントによる情報開示などが規定された。また、議決権行使については 2000 年 7 月の年金法改正で投資方針の一部として記載することが規定されている。

年金運用における具体的なコーポレート・ガバナンス活動の 1 つとして、1998 年に積極的なコーポレート・ガバナンス活動で知られるハーミーズ社が UK フォーカスファンドを設定している。UK フォーカスファンドは、企業のファンダメンタルズは良いがガバナンスに問題がある企業に投資するコーポレート・ガバナンス・ファンドである。ハーミーズが投資先企業に接触して必要と考えられる改革を促すことで、企業価値を高めて投資リターンを向上させることを目的としている。

2000 年以降の動きとしては、機関投資家の運用に関する問題点を調査したマイナーズ報告書（英国における機関投資）が 2001 年に出された。報告書では、コーポレート・ガバナンスに関してファンドマネージャーが意を払わなければならないのは年金基金のパフォーマンスであり、そのためにはガバナンスへの積極関与が不可欠であると主張している。続いて 2002 年には、ISC（機関株主委員会）が機関株主とエージェントの責任原則を公表しており、その中にはエンゲージメント活動に関する原則が含まれている。

その後、2008 年に発生した金融危機は、機関投資家の投資責任を見直す契機となった。金融危機を引き起こした要因として大手金融機関のガバナンス構造の欠陥が指摘され、機能不全に陥っていた経営陣に対して監督責任を果たさなかった機関投資家の投資責任問題が議論された。2009 年にはコーポレート・ガバナンスのあり方について検討したウォーカー・レビュー（英国の銀行及び金融機関のコーポレート・ガバナンスのレビュー）が出され、機関投資家による投資先企業に対するエンゲージメントを強化するため、これまで統合規範に含まれていた機関投資家に対する規範をスチュワードシップ・コードとして切り離して策定することを求めた。この報告を受け、FRC（財務報告委員会）^{§§§§}が機関投資家を対象とするスチュワードシップ・コードを 2010 年に策定した。

2012 年には、ケイ・レビュー（英国株式市場と長期の意思決定）が出され、英国株式市場の問題は短期主義（short-termism）であるとして、長期投資実現のための提案を行っている。機関投資家のコーポレート・ガバナンス活動については、共同エンゲージメントを行う投資家フォーラムの設置や、より包括的なスチュワードシップ・コードの提案がなされている。また、

^{§§§§} FRC（Financial Reporting Council、財務報告委員会）はコーポレート・ガバナンス向上を責務の 1 つとする独立した規制機関。

2011 年から 2012 年にかけてスチュワードシップ・コードが一部見直されている。次節ではこのスチュワードシップ・コードについて、内容と実施状況についてまとめる。

6.2 スチュワードシップ・コードの状況

スチュワードシップ・コードは、機関投資家の投資先企業へのエンゲージメントを強化し、長期リターンの改善の助けとなることを目的として、2010 年 7 月に FRC により策定された。それ以前はコンバインド・コードの一部に機関投資家のガバナンス原則としてまとめられていた。スチュワードシップ・コードへの署名は任意であるが、コンバインド・コードと同様に原則 (Principle) を示した上で、それに対して遵守もしくは遵守していない理由の説明 (comply or explain) を求める、という形式になっている。

スチュワードシップとは、企業の長期的な成功を働きかけるような取り組みで、具体的には企業の戦略、パフォーマンス、リスク、報酬、コーポレート・ガバナンスに関するモニタリング及びエンゲージメント、議決権行使といった取り組みを指す。スチュワードシップ・コードは表 5 に示す 7 つの原則及びそのガイダンスからなる。コードの目的は企業の長期的なリターンの改善に寄与することであり、機関投資家には議決権行使だけでなく、企業との対話によるエンゲージメントを求めている。また、原則では方針の公表や共同エンゲージメントなどの取り組みを求めている。

表 5 スチュワードシップ・コードの七原則

	原則	ガイダンスの概要
1	機関投資家はスチュワードシップの責任をどのように果たすか方針を公表すべき	方針では、機関投資家が受益者のための価値の向上、保護のためにどのようにスチュワードシップを適用するかについて開示すべき。
2	機関投資家はスチュワードシップに関連する利害対立に対処する頑健な方針を持ち、これを公表すべき	親会社や顧客に関係する議決権行使など、利益相反は不可避免的に生じる。機関投資家は顧客、受益者の利益を最優先に行動するための利益相反対応の方針を整備・維持するとともに公表すべきである。
3	機関投資家は投資先企業をモニタリングすべき	投資先企業のモニタリングは不可欠であり、定期的を実施するとともに、効果のチェックも定期的に行うべき。企業のパフォーマンス、企業内外の動き、リーダーシップが機能しているか、コーポレートガバナンスコードの遵守などをモニタリングする
4	機関投資家は株主価値を守り強化するための活動をいつどのように発展させるかについて、明確なガイドラインを持つべき	企業の反応が前向きでない場合には必要に応じて、経営者との追加的な会議の設定、アドバイザーへの経営上の懸念点の表明、株主総会前に議案に対する態度表明、議案の提出、取締役変更の株主提案などを検討すべき。
5	機関投資家はもしそうすることが適切と考えれば他の投資家と共同で行動すべき	他の投資家と共にエンゲージメントを行うのはどのような時でも効果的である。機関投資家は共同エンゲージメントの方針を開示すべき。
6	機関投資家は、議決権行使及びその情報開示について明確な方針を持つべき	全ての保有株式について議決権を行使すべき。議案に反対する場合は株主総会前にその理由を伝えるべき。また、議決権の行使結果については公表すべき。
7	機関投資家は、定期的に彼らのスチュワードシップの行動と議決権行使活動についてレポートイングすべき	アセットマネージャーは顧客、受益者に対してどのように責任を果たしたかについて定期的に説明すべき。アセットオーナーは年に 1 度はスチュワードシップの方針と実行内容について説明責任を果たすべき。

(出所) FRC より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

2011 年末に FRC から出されたスチュワードシップ・コードの実施状況に関するレポート^{*****}によると、コードの導入から 1 年半で 234 の機関投資家が署名し、反応は良好だったとしている。署名した 234 機関のうち、アセットマネージャーが 175 機関と 75%を占めており、続いてアセットオーナー48 機関（ほとんどは年金基金）、サービスプロバイダー12 機関（1 機関はアセットマネージャーを兼ねる）となっている。運用機関の署名が促されたのは、FSA (Financial Services Authority) が 2010 年 12 月以降、全ての運用受託機関に対してスチュワードシップ・コードを適用しているかどうかの提示を求めたことが要因の 1 つとされる。

2012 年 4 月には、スチュワードシップ・コードの見直し案が出され、そのコンサルテーション（意見聴取）が行われた。コンサルテーションで出された様々な意見を受けて、9 月にスチュワードシップ・コードが改訂された。コーポレートガバナンスコードも同時に見直されており、2012 年 10 月 1 日以降の報告について新しいコードが適用される。

今回の見直しでは七原則についての変更はないが、表 6 に示す項目の見直しが行われた。これまで機関投資家のなかでアセットオーナーとアセットマネージャーの区別はなかったが、今回の改訂で、年金基金をはじめとしたアセットオーナーの役割として、アセットオーナーがスチュワードシップの基調を定めることで、アセットマネージャーと企業とによるスチュワードシップに良い影響を及ぼし得る、とされた。

表 6 スチュワードシップ・コード改訂における主な検討項目

項目	内容
スチュワードシップの定義の明確化	スチュワードシップ活動には企業の戦略、パフォーマンス、リスク、報酬、コーポレート・ガバナンスに関するモニタリング及びエンゲージメント、議決権行使が含まれる。エンゲージメントとは企業のこれらの項目及び議決権行使に関する目的を持った対話である。
アセットオーナーとアセットマネージャーの役割の明確化	機関投資家という記述から、「アセットオーナー」、「アセットマネージャー」という記述に変えて両者の違いを明確にしている。アセットオーナーとは年金基金、保険会社、投資信託、共同投資ビークルを含む。アセットオーナーがスチュワードシップの基調を定めることで、アセットマネージャーと企業とによるスチュワードシップに良い影響を及ぼし得る。
利害対立のポリシー	利害対立の扱いについては、顧客・受益者を第一に考えた対応、及び顧客・受益者の利益が異なる場合にどう取り扱うかについて効果的な方針を策定し公開する。
共同エンゲージメント	共同エンゲージメントについて方針を示すとともに、目的を達成するために共同エンゲージメントの必要があれば行う準備ができていることを示す。
議決権行使アドバイザーの利用	議決権行使において、アドバイザーを利用しているかを開示すべきである。また、アドバイザーの推奨をどの程度利用しているのかについても開示する。
ストックレンディング	機関投資家はストックレンディング及び議決権行使のための貸株の返還に関する方針について開示する。

***** “DEVELOPMENTS IN CORPORATE GOVERNANCE 2011, THE IMPACT AND IMPLEMENTATION OF THE UK CORPORATE GOVERNANCE AND STEWARDSHIP CODES, DECEMBER 2011”, FRC

(出所) FRC より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

6.2.1 NAPF の年金基金エンゲージメント調査

英国年金基金協会 (NAPF : National Association of Pension Funds) では、年金基金の投資先企業に対するエンゲージメント活動に関する年次調査を行っている。以下に紹介するのは 2011 年 12 月の調査結果である⁺⁺⁺⁺。調査対象は NAPF 会員のうち、資産額 10 億ポンド以上の年金基金で、回答のあった 40 基金の集計結果をまとめている。

- エンゲージメント活動は年金基金に付加価値をもたらすか？
 - 過半数 (52%) の基金が投資先企業に対するエンゲージメント活動は付加価値をもたらすと回答している。付加価値をもたらさないと回答したのは 8%。
- 投資先企業との対話は効果があるか？
 - 投資先企業との対話について、非常に効果があると回答したのは 54% (very effective + quite effective)。全く効果がない (Completely ineffective) と回答した基金は 0% であった。
- スチュワードシップ・コードの義務を理解しているか？
 - スチュワードシップ・コードにおける年金基金の義務についてはよく理解されている。60% が「完全に理解している」と回答しており、「全く理解していない」もしくは「知らない」という回答は 0% であった。
- スチュワードシップ・コードに署名しているか？
 - スチュワードシップ・コードに署名している、近く署名すると表明した年金基金は 75% であった。(NAPF では今回の調査対象となっていない中小年金基金向けにはサポートのために「Made Simple」というガイドを用意している)
- 主なエンゲージメント手法は何か？
 - 年金基金の多くは運用機関などにエンゲージメントを委託しており、直接エンゲージメント活動を行っているのは 12% であった。
- マネージャー選定においてスチュワードシップ・コードを考慮するか？
 - マネージャー選定においてスチュワードシップ・コードを考慮する年金基金の割合は約半数の 48% であった。将来は考慮すると回答した年金基金を含めると 75% となった。
- 昨年のエンゲージメントで取り上げた主な項目は何か？
 - エンゲージメントで取り上げる項目については、様々な項目を取り上げるという回答が 42% で最も多かった。個別の項目で多かったのは報酬 (17%)、企業戦略 (12%) である。

⁺⁺⁺⁺ “NAPF Engagement Survey: pensions funds’ engagement with investee companies”, NAPF Research Report, December 2011

- エンゲージメントで障害となりうるファクターは何か？
 - エンゲージメントで障害となるファクターとしては、「他に優先事項がある」、「コスト」、「スキル不足」、「企業がエンゲージメントを望まない」、「規制」、「利害対立」の順に大きいという結果になった。

以上の集計結果をみると、調査対象となった大手年金基金ではスチュワードシップ・コードは広く理解されているようである。また、エンゲージメント活動への理解もかなり進んでいると考えられる。一方、マネージャー選定にスチュワードシップ・コードを考慮する基金が半数程度に留まっていることや、エンゲージメントの障害要因としてスキル不足や取り組む優先事項といった課題もあることがわかった。

6.2.2 IMA のスチュワードシップ・コード実施状況調査

IMA (Invest Management Association : 英国投資運用協会) では、運用機関を中心とする機関投資家に対して、エンゲージメントに関する年次調査を行っている。スチュワードシップ・コード導入後の状況は 2010 年と 2011 年に調査をしており、ここで取り上げるのは 2011 年調査の集計結果である。報告書の構成に沿って集計結果の概要をまとめたのが表 7 である。

表 7 スチュワードシップ・コード実施状況調査

	構成	概要
1	序	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2010 年のスチュワードシップ・コード導入後の状況について、前年に引き続き IMA が調査を行った。今回は 2011 年 9 月までの期間についての状況を調査している。
2	回答機関	<ul style="list-style-type: none"> ・ 83 の機関投資家から回答があり、そのうちアセットマネージャーが 58、アセットオーナーが 20、サービスプロバイダーが 5 機関であった。 ・ そのうち 40 機関では株式だけでなく債券やプライベート・エクイティ、不動産等の資産クラスについてもエンゲージメント活動を行っている。
3	方針	<ul style="list-style-type: none"> ・ 回答した全てのアセットマネージャー、アセットオーナーがポリシーステートメントを持っている。 ・ スチュワードシップ・コードでは毎年の見直しを求めているが、この 1 年で実際に方針を更新したのは 6 機関であった。
4	体制	<ul style="list-style-type: none"> ・ スチュワードシップ・コードの実施方法には外部委託及びインハウスがある。インハウスの場合にはポートフォリオマネージャーが主要なメンバーとなっている。
5	モニタリング	<ul style="list-style-type: none"> ・ 企業のモニタリングについては、64 機関のうち 45 機関が全投資先企業をモニタリングしている、もしくはエンゲージメントを投資プロセスに組み込んでいるとの回答だった。 ・ 11 機関は保有量に応じて優先順位をつけ、モニタリングを行っている。
6	活動事例	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2011 年に注目された企業 (Tesco、Prudential、BP 等) への対応事例紹介
7	議決権行使	<ul style="list-style-type: none"> ・ 多くの機関投資家は英国株式では全権行使しているが、海外株式の行使の割合は相対的に低い状況である。

		<ul style="list-style-type: none"> 行使結果を一般に開示にしている機関は 73%であった。
8	報告	<ul style="list-style-type: none"> スチュワードシップと議決権行使の両方を開示している機関は 53%であった。どちらか一方を開示している機関を含めると約 80%であった。
9	その他のスチュワードシップ活動	<ul style="list-style-type: none"> 多くの機関投資家は国内及び国際的にガバナンスを改善させる活動に参加している (PRI 等)。

(資料) “Adherence to the FRC’s Stewardship Code At 30 September 2011”, IMA より

スチュワードシップ・コードに関する全体としての取り組み状況は 2010 年調査の時より広がっていた。主な課題として、効果的なモニタリングとエンゲージメントには時間とコストがかかること、株式保有量が少ないとエンゲージメントの影響力が限定的であることなどが挙げられている。対応策として共同エンゲージメントがあるが、これはアセットマネージャーではなくアセットオーナーによって取り組まれるべきであるとした意見があった。

7. まとめ

本稿では、年金基金等の機関投資家の議決権行使をはじめとしたコーポレート・ガバナンス活動について、日本、米国、英国の最近の動向をまとめた。金融危機以降の取り組みとして、規制面では英国のスチュワードシップ・コードの導入による機関投資家のエンゲージメント活動の強化、米国のドッド＝フランク法の制定による金融機関や上場企業のコーポレート・ガバナンスの強化、日本の SG 報告に伴う運用機関の議決権行使に関する情報開示強化などが挙げられる。一方、運用面ではこれまでのリターン追求からリスク重視への変化がみられる中で、国内でも一部ではあるがガバナンスを重視した ESG 投資事例や、長期的な企業価値の向上を目指したエンゲージメント投資戦略などの取り組みがみられた。最後に、運用機関と年金基金について今後考えられる取り組みをまとめる。

運用機関では自主的な業界ルールの取り組みなどもあり、一通りの議決権行使体制が整備されていることを踏まえると、今後は次のような取り組みが考えられるであろう。

- ・ 投資先企業の価値向上及び価値の毀損防止に関する取り組みの継続・強化。
- ・ 年金基金に対する情報開示の取り組み（議決権行使結果の定期報告だけでなく、コーポレート・ガバナンス活動に対する基金の理解度を高めるような取り組み）。
- ・ エンゲージメント戦略等のコーポレート・ガバナンスを投資プロセスに組み込んだ投資商品の開発。例えば、最近のリスク抑制及び絶対リターンという年金基金のニーズに沿った商品など。

一方、年金基金については主に以下の要因から、コーポレート・ガバナンスへの意識はあまり高いとはいえない状況である。

- ・ 年金基金の国内株式投資比率の低下傾向、年金財政の悪化。
- ・ 自家運用ではなく、合同運用中心の委託運用であること。
- ・ 「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」などのガイド

ラインに議決権行使が盛り込まれていないこと。

このような状況のなか、今後の方向性としては次のような取り組みが考えられる。

- ・ 現実的な対応として、運用機関選定の際に議決権行使手法を確認することや、議決権行使状況を定期的にモニタリングすること。
- ・ より積極的な対応としては、運用機関の議決権行使やエンゲージメント活動を運用機関の評価項目とすることや、ESG ファンドへの投資、ESG ベンチマークの採用など、ESG の考えを投資プロセスに組み込むこと。

これらの議決権行使の取り組みにはコスト負担の問題があることに留意する必要がある。現在は全議決権の行使を求める傾向がみられるが、限られた運用機関のリソースを有効活用するには、スクリーニングの利用や保有比率などを考慮した議決権行使の実効性を高める工夫も考えられる。保有銘柄数が多くなるパッシブ運用では、構成銘柄数を絞ったベンチマークの利用なども考えられる。また、このような取り組みにおいて大切なことは、英国のスチュワードシップ・コードにもあるように、アセットオーナーとして議決権行使に対する考え方を整理し、それを運用機関に伝えることで双方の認識を共有することである。そのような取り組みが、より活発なコーポレート・ガバナンス活動へとつながっていくと考えられる。

参考文献

- ・ 上田亮子 (2010) 「上場会社のコーポレート・ガバナンス向上における機関投資家の役割と責任～英国における制度改革からの考察～」『資本市場リサーチ』, 2010 年秋季 Vol.17, pp.125-138
- ・ 木村祐基 (2011) 「コーポレート・ガバナンスに係る情報開示充実の検証 [下]」, 商事法務 No.1932, pp16-23
- ・ 金融審議会 金融分科会 (2009) 「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～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」
- ・ 厚生年金基金コーポレート・ガバナンス・フォーラム (2004) 「企業年金とコーポレート・ガバナンスー株主価値の最大化に向けてー」, 厚生年金基金連合会
- ・ 厚生年金基金連合会 (2005) 『厚生年金基金 受託者責任ハンドブック (理事編) <改訂版>』
- ・ 厚生年金基金連合会 受託者責任研究会 (2000) 『厚生年金基金 受託者責任ハンドブック (運用機関編)』
- ・ 関孝哉 (2008) 『コーポレート・ガバナンスとアカウンタビリティ論』 商事法務
- ・ 日本証券投資顧問業協会 (2011) 「投資一任会社における議決権行使 10 年間の推移について～日本証券投資顧問業協会の議決権行使アンケート分析～」
- ・ 年金シニアプラン総合研究機構 ESG 研究チーム (2012) 「年金基金に対する「ESG 投資に

関するアンケート調査」～アンケート調査 結果概要』『年金と経済』, Vol. 30, No.4, pp106-124

- ・ 野村亜紀子 (2008) 「コーポレート・ガバナンス ～議決権行使～ について考える」 企業年金連絡協議会 資産運用研究会・受託者税制委員会共催セミナー資料
- ・ 堀江貞之 (2010) 「金融危機後の機関投資家の投資責任は何かー長期の企業価値向上における投資家責任の重要性の高まりー」 『NRI 国際年金研究シリーズ』, Vol.3, pp4-13
- ・ 堀江貞之 (2010) 「日本株運用に分散投資は必要か?ー絶対リターンを目指す長期集中投資の必要性ー」 『NRI 国際年金研究シリーズ』, Vol.4, pp4-10
- ・ IMA(2012), “Adherence to the FRC’s Stewardship Code At 30 September 2011”
- ・ James Hawley, Keith Johnson and Ed Waitzer(2011), “Reclaiming Fiduciary Duty Balance”, *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol.4, Issue.2, pp4-16
(邦訳) 「バランスのとれた受託者責任の再生に向けて」 『NRI 国際年金研究シリーズ』, Vol.7, pp14-27
- ・ NAPF(2011), “NAPF Engagement Survey: pension funds’ engagement with investee companies”, NAPF Research Report, December 2011



金融庁金融研究センター

〒100-8967 東京都千代田区霞ヶ関 3-2-1
中央合同庁舎 7号館 金融庁 15階

TEL: 03-3506-6000(内線 3293)

FAX: 03-3506-6716

URL: <http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>