

「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」資料

平成29年1月31日

スチュワードシップ・コードの見直しに関連して

- 機関投資家の共同エンゲージメント(対話)体制の必要性について
- 議決権行使結果の個別開示(一般公表)について
- 企業年金のコード受入れについて
- 株式市場の構造改革(政策保有株式の削減)の必要性について

企業年金連合会 運用執行理事 濱口大輔

(これは飽くまで濱口の個人的見解で、企業年金連合会の組織としての意見ではない)

機関投資家の共同エンゲージメント(対話)体制の必要性について

- 多くの機関投資家が別々に企業と対話をするのは、企業側の対応の面でも効率が悪い。
- 特に投資先が多いパッシブ運用においては、機関投資家共通のマクロな問題や特に重要な事案への対応が中心となるので、機関投資家が共同で対話に取り組むのが合理的。
- 日本では政策保有株主の比率が大きいので、機関投資家の影響力を確保するためにも、共同対話の体制をつくるのが特に必要。
- 左様な共同体制は機関投資家各社個別のエンゲージメント活動を補完、補強する役割を負う。
- 共同エンゲージメントはスチュワードシップ活動の実効性を高めるために必要不可欠なので、国際的にも広く採用されており、例えば英国版コード、ICGNスチュワードシップ原則、国連責任投資原則などでも重要な行動原則のひとつとして「投資家は共同して取り組むべきである」と明記されている。
- よって今回の見直しに際し、日本版コードにも同様の原則を取り入れることが重要ではないか。

議決権行使結果の個別開示(一般公表)について

下記の事情、環境から判断して、スチュワードシップ活動がまだ緒に就いたばかりの日本で個別開示・公表を原則とすることは時期尚早で、必ずしも投資家と企業の建設的な対話につながらず、却って活動の実効性を損なう懸念があるのではないか。

-日本の株主総会開催日はいまだに一定の時期に集中しており、機関投資家の議決権行使業務はその精度をある程度犠牲にしてでも機械的に実施せざるを得ない、という実務上の実態がある。

-国内機関投資家の2倍～3倍近い議決権を支配している政策保有株主の行使状況は開示されず不透明な中で、一般機関投資家にのみ多大なコストがかかる過剰な開示を求め、その妥当性を問う意義は少ないのではないか。

-投資家にとって議決権による影響力行使は最終的な手段であって、それ以前に企業との建設的な対話によって問題を解決していくのが本来取るべき行動である。個別開示・公表によって議決権行使を殊更に重視することで、形式主義を助長し、却って活動の質を低下させる懸念がないか、慎重に考える必要はないのか。

企業年金のコード受入れについて

- 日本の企業年金は数こそ多いが、大半は運用担当者は1名のみなどと小規模でリソースが限定されている中で、運用機関の活動を適切に把握し、監督を行っていくことはかなりの負担になり、事務コストも増大する。
- その中で企業年金に幅広くコードの受入れを求めていくと、形式だけの受入れ表明になってしまう可能性がある。
- よって当初は組織・人員や費用負担の体制が整っている一定規模以上の企業年金から受入れを推進し、その後、体制が整った基金へ順次受入れを拡げていくことが現実的ではないか。
- 企業年金の日本株への投資規模が比較的小さいことから、そのような段階的な対応が費用対効果の面からも妥当。
- なお、企業年金連合会と厚生労働省は、企業年金の受入れを推進すべく、検討会やセミナーを開催し、受入れ環境の整備に努めている。

株式市場の構造改革(政策保有株式の削減)の必要性について

- 日本の株式市場は次ページに表す通り、いまだに政策保有株主の比率が大きく、一般機関投資家の影響力は限定されており、スチュワードシップ活動が有効に機能する環境が整っていない。
- よってスチュワードシップ・コードが実効性を発揮するためには政策保有株式の大規模な削減が必要で、今後コーポレートガバナンス・コードの見直しを含めた政策的取り組みについて、政府はより一層積極的に対応していく必要があるのではないか。

安定株主(主に政策保有株主)比率の推計

(銀行・生保・損保・事業法人・財団等による政策保有・長期保有株)

日本投資環境研究所 推計

保有株数ベース 平成27年9月末

所有者別 (単純平均) (%)	安定株主				国内機関 投資家		海外機関 投資家	個人	自社株	証券会社	議決権行使時 の安定株主 比率(1)
	銀行	生保 損保	事業法人 財団等	合計	年金 基金	投信					
時価総額上位 300社(2)	6	6	18	31	12	4	32	16	3	2	41
上記以外	5	5	26	36	8	4	13	34	3	2	52
東証一部 全体	5	5	25	35	9	4	16	31	3	2	50

(1) 個人の行使率を30%、海外機関投資家の行使率を70%と仮定し、残りは不行使として、自社株を含めて差し引いた総行使率に対する安定株主の割合を計算。

(2) 海外機関投資家は一般的に時価総額上位300社程度を投資対象としている。

- ・上記では創業家個人保有分を安定株主に計算上含めていないが、それを加えた安定比率の実態は上記以上に高い。
- ・直近では公的年金、日銀の買増しで国内機関投資家比率が若干上がっている程度で、全体に大きな変化はない。
- ・安定株主(戦略的株主)比率は米英では10%以下、欧州では10~20%台、日本は一部の新興国に近いレベル。他国では安定株主は政府や支配株主など少数の大株主に集中している傾向。日本のように上場企業同士、数%以下で広く薄く、しかし合計では大規模な状況は世界でも稀な日本独特の現象。