

## (調査研究報告書)

# スチュワードシップ・コード受け入れ表明後の機関投資家の受託者責任と企業の中長期的成長<sup>1</sup>

鳥居陽介(諏訪東京理科大学専任講師)

### 1. はじめに

英国に倣い日本においてもスチュワードシップ・コードが制定され、多くの機関投資家が受け入れを表明している。同コードを受け入れた機関投資家は、目的を持った対話等を通じて投資先企業の持続的成長を促すことでリターン拡大を図るスチュワードシップ責任を果たすことが求められる。2014年に制定された同コードは現在、形式から実質への段階に移行している。それは、スチュワードシップ責任を果たすための、投資先企業の持続的成長に資する深度ある対話と適切な議決権行使が実質的に行われているかということであり、その検証には、それらがどのように、どの程度行われているかを把握する必要がある。

機関投資家が投資先企業に与える影響について、多くの先行研究では、財務データを用いて日本の機関投資家も投資先企業の企業価値、業績向上につながっていることを明らかにしている。退出や発言の結果としてプラスの効果をもたらしていることは示されているが、同コードが求める関わりについては明確ではない。また一方で、同コードの実効性が検討されている中、同コードで求めるスチュワードシップ責任と受託者責任の両立は困難であると指摘する論者も存在する。

そこで本研究では、同コードを受け入れた機関投資家がスチュワードシップ責任をどのように考え、どのように議決権行使や対話を実施しているのかを明らかにする。機関投資家による投資先企業への関わり方は様々あるが、本研究では議決権行使と対話に限定し、その状況によって同コードの実効性を考察することとする。

この調査の際に注意しなければならないのは、株主名簿の上位株主には「日本マスタートラスト信託銀行」「日本トラスティ・サービス信託銀行」といった「信託口」が記載されており、そもそも、誰がどのように議決権行使や対話を実施しているのかについて不明確な部分が多いという点である。実質株主が議決権行使の判断を全て一任しているのか、議案の精査を行っているのか、どの程度議決権行使や対話に関わっているのかでスチュワードシップ・コードの実効性が変わってくるのである。そこで本研究では、「信託口」へ株式管理を委託している場合、誰がどのように議決権を行使しているのか、さらに、企業との対話は誰がどのように行っているのかについても明らかにする。

議決権行使までの流れに加え、これら対話の状況やスチュワードシップ責任の捉え方については財務データでの判別は困難であるため、スチュワードシップ・コードを受

け入れた機関投資家へアンケートを行うことによって考察する。

## 2. スチュワードシップ・コードによって求められる機関投資家の責任

### 2-1. スチュワードシップ・コード制定の目的

「日本再興戦略」が 2013 年 6 月に閣議決定され、企業の持続的成長を促すために、機関投資家が果たすべき役割について検討が進められた。その結果として 2014 年に日本版スチュワードシップ・コード(以下、同コード、引用箇所除く)が制定され、多くの機関投資家が受け入れを表明している。

それぞれの原則を簡潔に要約すると、原則 1、2 でスチュワードシップ責任を果たすための方針と管理すべき利益相反についての方針を策定・公表を求め、原則 3 では投資先企業の状況把握を、原則 4 では問題の改善に向けての目的を持った対話を求めている。原則 5 で投資先企業の持続的成長に資する議決権行使とその結果の公表を、原則 6 では議決権行使も含むスチュワードシップ責任を果たしているのかについての報告を、原則 7 で、投資先企業の理解を深めた上で企業の持続的成長に資することができる実力を備えるよう、機関投資家に求めている。ここでの「スチュワードシップ責任」は、機関投資家が投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」(最終受益者を含む)の中長期的な投資リターン拡大を図る責任を意味する<sup>2</sup>。「エンゲージメント」とは、株式の売却による圧力とは対照的なものであり、「投資家の発言権を行使して、直接的かつ柔軟に経営者の規律付けを可能にするもの」と定義される<sup>3</sup>。Winter(2011)は、投資先企業との関わりの深さを基準に、機関投資家によるエンゲージメントのレベルを「Compliance」「Intervention」「Stewardship」という 3 段階に分けているが、同コードは、長期的視点で企業に最も深く関わる第 3 段階(Stewardship)までを求めているものであると解釈できる。

同コードを形式から実質へと転換させていくため、金融庁は「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」を発足させ、2016 年 11 月には、同会議より報告書が公表されている。

### 2-2. 中長期的視点の投資を阻害する「受託者責任」

受託者責任(または、それと同等の義務)とは、「他人の資金を管理・運用する者が自らの利益ではなく受益者の利益のために行動することを保証する」ことであり、忠実性と慎重性が特に求められる。忠実性(忠実義務)は、「受託者は受益者の利益のために誠実に行動し、受益者間の利益相反に対して公平なバランスを取り、利益相反を避け、自らのあるいは第三者の利得のために行動してはならない」という義務であり、慎重性(慎重義務または注意義務)は、「受託者は、相当の注意、スキル、配慮をもって行動し、『通常の慎重な者』が投資するように投資しなければならない」という義務で

ある<sup>4</sup>。日本の法令では、「受託者責任」という用語は明示的に用いられてはおらず、民法において、委任事務を処理する受任者が負う一般的な義務を定めている。それが民法第 644 条であり、ここで受任者の注意義務として「受任者は、委任の本旨に従い、善良な管理者の注意をもって、委任事務を処理する義務を負う」と記載されている。法律実務家および裁判所では、「忠実義務」は第 644 条の下で定められた義務の一部として広く受け入れられている。この民法第 644 条の規定は、年金基金等の受託機関にも適用され、年金や投資に関する法律に基づく特定の義務に服する。これら機関に対し、受益者に対して負う義務は特定されていないが、一般的な慎重義務(注意義務)と忠実義務は年金の受益者に対しても負う義務であり、これら年金の資産の管理・運用を行う者は受益者の財務収益を最大にするよう努めなければならないことが一般的に理解されている<sup>5</sup>。

議決権行使については、例えばアメリカでは、議決権行使が受託者責任に含まれることが 1988 年のエイボン・レターによって公的に明示されているが、日本においては受託者責任と議決権行使の関係について法令上には規定がない<sup>6</sup>。同コードの制定によって、同コードを受け入れた場合において機関投資家は議決権行使を行うことが求められるようになったが、法的拘束力を有する規範ではない。

北川(2015)は、受託者責任とスチュワードシップ責任の違いを以下のように説明している。「従来の『受託者責任』…では、様々な責任の果たし方(短期的な投資や長期的な投資)が許容されるが、『スチュワードシップ責任』の果たし方は投資先企業の成長にまで関心を持つ運用手法という点でより限定的である。つまり、スチュワードシップ・コードに準拠した機関投資家・運用者は、単に運用パフォーマンスを期待されているだけでなく、投資先企業の持続的成長への貢献まで期待されているのである。この条件を満たす投資スタイルは、企業と対話する(必要のある)長期志向の投資に限定される」<sup>7</sup>。

しかし、機関投資家にスチュワードシップ責任を求めることに疑問を呈している論者も存在する。例えば松村(2016)は、「機関投資家としては受益者への責任を果たすためには、投資先企業と心中するわけには行かないはずである。機関投資家に中長期的な視点を求めるのには無理があるといえる」と指摘している<sup>8</sup>。受益者の財務収益の最大化が受託者責任という「義務」として求められている中で、「原則」であるスチュワードシップ責任が求める中長期的視点での議決権行使や対話をどう果たしていくのか。同コード受入機関投資家がどのように考えているのか、それを把握するのは直接尋ねる以外に方法はない。

### 2-3. 機関投資家が投資先企業に与える影響に関する先行研究

同コードにおいて機関投資家にスチュワードシップ責任を果たすことを求めるのは、それら投資家が多大な影響を与える存在であるからである。現在の日本市場における株式保有割合は、外国人投資家が 30%程度で最も大きな割合を占めているが、その一方で国内機関投資家の保有比率も上昇している。岩壺・外木(2007)は、外国人投

資家を与える影響について研究しており、外国人投資家の株式保有比率の増加が企業価値の上昇をもたらしていることを明らかにしている<sup>9</sup>。国内機関投資家については、宮島・保田(2015)が、内外機関投資家による株式保有は、退出と発言の圧力によって、企業価値や企業業績に対してプラスの効果を及ぼすことを明らかにしている。ここで、機関投資家(国内は投資信託、年金基金など)が株式を所有することで、経営者は株価下落を回避するためにこれら投資家の意向を考慮し、結果として企業価値や業績向上に結び付いていることを示唆している<sup>10</sup>。このように、多くの先行研究では、機関投資家が投資先企業に与える影響について、財務データを用いて検証している。

しかし、企業価値や業績向上は、エンゲージメントの結果なのか、議決権行使が影響を与えているのか、あるいはその他の理由なのかは不明である。同コードでは、機関投資家が中長期的投資リターンを得るために、投資先企業の企業価値向上、持続的成長を促すことを求めているが、どのように機関投資家から企業に働きかけた結果なのかは明確ではない。近年、議決権行使は、多くの機関投資家が行っている。ただし、議決権行使は最後の手段であり、それに至るまでに投資先企業と対話を行い、改善を求める提案を行うようになっている。しかし、日本の機関投資家がどの程度の対話を行っているのかは、財務データで判別は困難であり、先行研究でも明確になっていない点である。

### 3. 「信託口」の実質株主と議決権行使<sup>11</sup>

#### 3-1. 「信託口」の実質株主

機関投資家が投資先企業に影響を与える方法の1つに、議決権行使が挙げられる。スチュワードシップ責任を果たすためには、適切な議決権行使が求められる。現在、多くの機関投資家の議決権行使結果は、集計された形で公表されている。ただし、これは議案の種類ごとに分類されているものであり、個別企業の議案ごとに公表されているものではないため、どの株主がどのような判断をしたのかを個別に知ることはできない。機関投資家が投資先企業にどのように関わっているかを分析するには、どの株主がどの程度株式を保有しているかを調査する必要があるが、有価証券報告書の上位10大株主名簿を見ても詳細は不明である。そこには、「日本トラスティ・サービス信託銀行」「日本マスタートラスト信託銀行」「資産管理サービス信託銀行」といった名義株主が記載されているからである。

多くの上場企業の株主名簿に記載されている同銀行は、資産管理専門銀行と呼ばれ、上記3機関が日本に存在している<sup>12</sup>。日本マスタートラスト信託銀行は、三菱UFJ信託銀行、日本生命保険、明治安田生命保険、農中信託銀行の共同出資で2000年5月に設立されている。日本トラスティ・サービス信託銀行は、三井住友トラスト・ホールディングスとりそな銀行の共同出資によって2000年6月に設立されている。資産管理サービス信託銀行は、株式会社みずほフィナンシャルグループ、第一生命保険株式会社、朝日生命保険相互会社、明治安田生命保険相互会社、富国生命保険相互会

社の共同出資で 2001 年 1 月に設立されている。これらは、年金基金、投資信託、公的機関などから委託された大規模な資産を預かり、保管や管理業務を行っている。大株主名簿にはこれら管理者名が記載されているが、実質的な株主は、ほとんどが上記国内機関投資家である。

年金基金は、公的年金と私的年金に大別され、公的年金には国民年金、共済年金、厚生年金保険がある。私的年金には、厚生年金基金、確定給付企業年金、確定拠出年金(企業型)、確定拠出年金(個人型)、国民年金基金、個人年金がある。このうち、厚生年金基金、確定給付企業年金、確定拠出年金(企業型)の 3 つが企業年金に該当する(図表 1 参照)。各種年金が運用の際に株式を組み入れ、さらに資産管理専門銀行に株式の管理を行っていれば、信託口として計上される。

図表 1 年金基金の分類

公的年金	国民年金		
	共済年金	国家公務員等共済組合 地方公務員等共済組合など	
	厚生年金保険		
私的年金	厚生年金基金	企業年金	
	確定給付企業年金		
	確定拠出年金(企業型)		
	確定拠出年金(個人型)	国民年金基金	
	国民年金基金		
	個人年金		

(出所) 信託協会ホームページ、  
[http://www.shintaku-kyokai.or.jp/trust/trust01\\_08\\_05.html](http://www.shintaku-kyokai.or.jp/trust/trust01_08_05.html)。

図表 2 信託の種類

金銭の信託	金銭信託	指定	合同運用(合同運用指定金銭信託) 単独運用(年金信託、公益信託)
		特定(特定金銭信託、投資信託)	
	金銭信託以外の 金銭の信託	指定	単独運用(ファンドトラスト)
		特定	合同運用(従業員持株信託) 単独運用(特定金外信託)
金銭以外の信託	有価証券の信託(有価証券信託)		
	金銭債権の信託(貸付債権信託、売掛債権信託)		
	動産の信託(動産設備信託)		
	土地およびその定着物の信託(土地信託、建物信託)		
	地上権の信託		
	土地および定着物の貸借権の信託		
知的財産権の信託(著作権信託、特許権信託)			

(出所) 信託協会ホームページ、  
[http://www.shintaku-kyokai.or.jp/trust/trust03\\_10.html](http://www.shintaku-kyokai.or.jp/trust/trust03_10.html)。

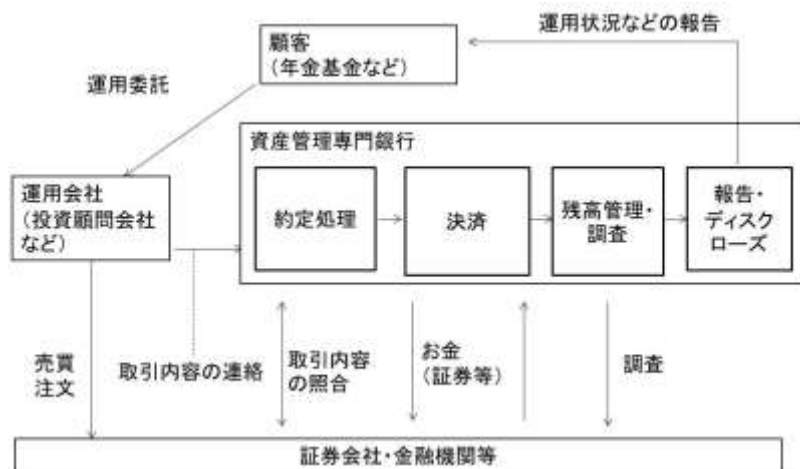
一方、信託は、受託財産の種類や運用方法などによって、図表 2 のように分類でき

る。表中の「金銭信託」とは、金銭で受益者または帰属権利者に交付されるものであり、「金銭信託以外の金銭の信託」とは、信託終了時の状態のまま(株式であれば株式のまま)交付されるものである。今回分析の対象としている信託口は、これらのうち株式を組み入れている金銭の信託に該当するものと、金銭以外の信託のうち、有価証券の信託が含まれていると推察される<sup>13</sup>。

### 3-2. 実質株主による議決権行使

資産管理専門銀行による管理業務の流れは、例えば日本マスタートラストのホームページでは、以下のように説明されている(図表 3 参照)。①年金基金などの顧客(資産保有者)が資産の運用を投資顧問会社などの運用会社に委託する。②運用を委託された会社は、顧客の要望に応じたポートフォリオを組成し、売買を成立させる。③運用会社は資産管理を資産管理専門銀行に委託する(これを再信託といい、顧客と運用会社間で、再信託できる契約を結んでいる場合に可能となる)。④資産管理専門銀行は、運用会社からの連絡を受け、取引内容の照合、決済を行う。⑤さらに、残高を管理・調査し、決算期や運用者の依頼に基づき、顧客へ報告を行う。

図表 3 資産管理業務の流れ



(出所) 日本マスタートラスト信託銀行ホームページ、  
<http://www.mastertrust.co.jp/saiyo/about/flow.html>

このように、株主名簿に記載されている「信託口」の多くの場合の実質株主は委託者である機関投資家であるが、この場合、誰が議案を精査し、議決権を行使しているのか。資産管理専門銀行はあくまでも管理業務を行う機関であり、同銀行が議案の内容を判断して行使することはない。議決権行使の指図は、運用機関あるいは資金提供者が行う<sup>14</sup>。この時、資産保有者が資産運用と議案の判断を別機関に委託する場合や、資産保有者が個別議案の賛否を運用会社に伝える場合、資産保有者が自ら運用と議案の判断を行う場合等もあるが、日本においては資産保有者が運用委託機関に、議案の判断と議決権行使も委託するケースが多いと言われている<sup>15</sup>。これ以外に

も、顧客である資産保有者が作成した「議決権行使ガイドライン」に基づいて運用会社が判定し、行使する場合も想定される。

資産保有者が議案の判断を委託している場合、不統一行使は生じない。多くの運用会社が議決権行使に関する基本方針を掲げており、原則として不統一行使は行わない旨を明記している。ただし、実質株主が議決権の指図権限を有している場合、不統一行使が行われることもある<sup>16</sup>。このように、実際にはどの程度が委託され、どの程度が自ら行使されているのか明らかにする必要がある。そこで、機関投資家による対話の状況や投資に対する考え方だけでなく、資産管理専門銀行に管理を委託している株式について、どのような議決権行使方法を取っているのかなど、資産管理に関する実態についても調査する。

## 4. 機関投資家へのアンケート調査結果

### 4-1. アンケート調査の有効性

本節では、運用・管理委託が行われている株式の議決権行使の方法や対話の状況、さらにはスチュワードシップ責任をどう捉えているかなど、先行研究では明確に言及されていない点や財務データでは判断できない点について、同コードを受け入れた機関投資家にアンケートを行うことによって明らかにする。

実証分析の方法には主に、公表データから統計的に仮説を検証する「アーカイバル調査」、特定の企業を対象に分析する「ケース分析」、質問票を用いて担当者に直接問う「サーベイ調査」が挙げられる。質問票に基づくサーベイ調査(アンケートによる調査)は、回答率によっては回答企業群が母集団を代表していないという非回答バイアスや、回答が本当の考え方ではなく通説に従ったものであったり、質問内容を誤解して回答したりする場合があるといった問題点も指摘されている。しかし、この調査は、担当責任者の考え方や意識を質的な質問の形で直接問うことが出来る点や、理論と実務の整合性、新しい代理変数や既存の代理変数の順位付け等が可能になることから、アーカイバル調査を補完する有力な分析手法と位置付けられるのである<sup>17</sup>。

### 4-2. 質問票のデザイン・調査方法

対象は、2015年12月時点で同コード受け入れを表明した194機関のうち、海外にのみ所在する機関やその他(議決権行使助言会社他)を除く162機関である。筆者単独により、郵送調査法によって実施した<sup>18</sup>。調査期間は2016年1月から3月までの3ヶ月である。回答者の属性を尋ねる質問はないが、予め機関名を印刷した質問票を送付しているので、どの機関の回答かを把握できる。回答率を上げるため質問数は極力抑え、派生する問いも含めて全部で10問に設定しており、内容により多肢選択法や順位法を採用している。質問内容は、①資産運用や管理の方法(委託状況)と、それに伴いどのように議決権行使を行っているのかを確認する項目と、②投資や議決権行使の際に重視する点、企業との対話状況など、スチュワードシップ責任を果たす

機関投資家としての行動についての項目に分けている<sup>19</sup>。①の目的は、資産の運用・管理を委託している、あるいはされている機関がどのように議決権行使を行っているかを確認することで、同コードが求める、投資先企業の持続的成長に資するよう形式的ではない判断に基づく議決権行使を行っているのかを調査することである。②は、機関投資家の受託者責任と企業の中長期的成長の両立についての問題を検討するために設定した。ここで、機関投資家の意識を確認する。

#### 4-3. 資産運用委託・資産管理委託の状況と議決権行使

前述の 162 機関に質問票を送付した結果、回収総数は 30 件、回収率は 18.5%であった。この回収率は、例えば花枝(2014)では、これまで行った調査の回収率は 10%前後から 20%台であり、これと比較すると極端に低い数字であるとは言えないだろう<sup>20</sup>。

アンケートの結果を考察する前に、サンプリングバイアスの可能性を調査するため、回答機関と送付先全体(送付しなかった海外にのみ所在する機関も含む、合計 194 機関)を比較したところ、概ね大きな差はないが、生命保険・損害保険会社が全体数 22 に対して回答機関が 1 と極めて少なかった(図表 4)。そこで以降のアンケート結果の集計は、資産運用者である「投信・投資顧問会社」「信託銀行」(以下、投信等)、主に運用を委託している機関と考えられる、資産保有者である「年金基金等」「生命保険・損害保険会社」(以下、年金、生保・損保)をそれぞれ合算した上で分析する。

図表 4 全体数と回答機関の比較

属性		相対度数			
		全体数		回収数(サンプル)	
資産運用者	投信・投資顧問会社等	141	72.7%	22	73.3%
	信託銀行等	7	3.6%	2	6.7%
資産保有者	年金基金等	24	12.4%	5	16.7%
	生命保険・損害保険会社	22	11.3%	1	3.3%
合計		194	100%	30	100%

まず、資産運用や管理の方法と、それに伴いどのように議決権行使を行っているかを確認する。問 1 は、「資産の運用を専門機関に委託しているか」という質問であり、投信・投資顧問会社以外に尋ねている。その結果、年金基金等の 1 機関を除き、全ての機関が資産運用を委託していた(年金基金等が 4/5 機関で委託割合は 80%、生命保険・損害保険会社が 1/1 機関で 100%)。その他、投信・投資顧問会社等のうち 1 機関から、運用を外部の運用会社に委託しているという回答があった。運用委託先は、メインバンク関係機関が最も多く、子会社・関連会社へ委託している機関もあった。

次に、問 2 で「資産の管理を専門機関に委託しているか」を尋ねたところ、全回答機関 30 のうち 23 機関(76.7%)が専門機関に委託しているという回答であった。具体的には、投信・投資顧問会社等が 16/22 機関で委託割合は 72.7%、信託銀行等が 2/2 機関で 100%、年金基金等が 5/5 機関で 100%、生命保険・損害保険会社は 0



／1 機関で 0%であった(図表 5)。なお、問 2 は投信・投資顧問会社にも回答を求めたが、正確には、契約上、資産管理の委託を行っているのは運用を委託している年金基金等の資産保有者である。

図表 5 資産の運用・管理を専門機関に委託しているか(問 1・問 2)

属性		総数	運用委託		管理委託	
			委託機関数	委託割合	委託機関数	委託割合
資産運用者	投信・投資顧問会社等	22	1	-	16	72.7%
	信託銀行等	2	0	-	2	100%
資産保有者	年金基金等	5	4	80.0%	5	100%
	生命保険・損害保険会社	1	1	100%	0	0%
合計		30	6	-	23	76.7%

では、これら資産管理専門銀行に管理を委託している株式(委託していない場合は投資先企業)について、議決権を行使するにあたり、議案の賛否の判断をどのように行っているのか。これを尋ねたのが問 3 である。投信等の回答企業のうち外部の運用機関に委託している 1 機関のみ、資産運用先に一任との回答であったが、それ以外は運用を受託している機関であるため、議決権行使の方針を作成、あるいは時には議決権行使助言会社の意見を採用しながら、個別議案を精査している傾向が読み取れる。一方、基本的に運用を委託している年金、生保・損保は、自社で運用あるいは管理を行っている機関(年金 1、生保・損保 1)では方針を作成、あるいは個別議案を精査しているが、運用・管理を委託している回答企業(年金 4)は、賛否の判断は資産運用委託先に任せているようである(図表 6)。

図表 6 議案の賛否の判断をどのように行っているか(問 3)

選択肢	投信・投資顧問会社等、 信託銀行等			年金基金等、 生命保険・損害保険会社			合計	
	回答機関数	回答数	割合	回答機関数	回答数	割合	回答数	割合
①資産の運用委託先に一任	22	1	4.5%	6	4	66.7%	5	17.9%
②資産の管理委託先に一任		0	0.0%		0	0.0%	0	0.0%
③①②以外に委託		0	0.0%		0	0.0%	0	0.0%
④自社で議決権行使の方針を作成		18	81.8%		2	33.3%	20	71.4%
⑤議決権行使助言会社の意見を採用		6	27.3%		0	0.0%	6	21.4%
⑥自社で個別議案を精査		15	68.2%		2	33.3%	17	60.7%
⑦その他		1	4.5%		0	0.0%	1	3.6%
合計	41	186%	8	133%	49	175.0%		

(注) 非回答 2 機関を除く 28 機関を運用委託先と委託元に分類し集計。多肢選択法により回答を求めた。

株式管理を委託している場合、投資先企業の議決権行使(記入・投票)はどのように行っているのかを尋ねたのが、問 4 である。運用委託あるいは管理委託していない、年金、生保・損保(1 機関ずつ)は自ら行使を行っており、それ以外の運用・管理を委託している機関は全て、資産運用先に行行使を依頼している。運用を委託されている投信等は、自ら行使する場合もあるが(27.3%)、多くは資産管理専門銀行に依頼してい

る(59.1%)。資産管理専門銀行は、多様な顧客ニーズに対応する業務を行っており、その一つが国内議決権行使業務である<sup>21</sup>。「管理委託先に依頼」以外(表3③の2件)は、外国株式の議決権行使をISSに依頼しているという機関である。なお、投資助言業である1機関が、運用会社が行使しているという理由で「その他」を選択している(図表7)。

問3と4を合わせて検討すると、多くの場合資産所有者である年金等は運用を投信等に委託するとともに議決権行使を依頼し、受託した投信等が議決権行使の方針に基づき、あるいは、時に助言会社の意見を考慮しながら議案を個別に精査する。実際の記入・投票は、件数が少ない場合は自ら、外国株式はISS等の外国機関に依頼をする場合があるが、多くの場合は資産管理専門銀行が提供するサービスを、投信等は活用していることが伺える。

図表7 議決権の行使(記入・投票)は誰が行うか(問4)

選択肢	投信・投資顧問会社等、 信託銀行等			年金基金等、 生命保険・損害保険会社			合計	
	回答機関数	回答数	割合	回答機関数	回答数	割合	回答数	割合
①資産の運用委託先に行使を依頼	21	0	0.0%	6	4	66.7%	4	14.3%
②資産の管理委託先に行使を依頼		13	59.1%		0	0.0%	13	46.4%
③①②以外に行使を依頼		2	9.1%		0	0.0%	2	7.1%
④自ら行使		6	27.3%		2	33.3%	8	28.6%
⑤その他		1	4.5%		0	0.0%	1	3.6%
合計		22	100%		6	100%	28	100.0%

(注)1. 非回答3機関を除く27機関を運用委託先と委託元に分類し集計。投信等のうち1機関が複数回答のため、合計が一致していない。

2. 資産管理専門銀行に管理を委託している株式についての質問であるが、委託していない場合は投資先企業について尋ねている。

投信等の顧客である年金、生保・損保の多くは、議案の賛否についても運用会社に委託しているが、受託機関である投信等が方針の作成あるいは自ら精査することで、形式的な議決権行使とならないよう工夫がされている。当該アンケートでは明らかになっていないが、年金、生保・損保も、運用会社に議決権行使を委託する際、自身の方針を伝えている場合も多い。

#### 4-4. スチュワードシップ・コード受け入れ機関投資家の議決権行使結果

鳥居(2016)、鳥居(2017)において投資信託や年金基金といった機関投資家がどのような議決権行使行動をとっているのか、2014年度と2015年度の状況を確認している。この調査で用いるのは、日本版スチュワードシップ・コードを受け入れた機関である。その理由は、同コードを受け入れた機関は、これに従ってこれら機関が議決権行使結果を公表しているからである。2014年6月10日時点で同コードを受け入れている銀行・会社等は合計で127機関であり、2016年3月24日時点では合計で206機関である。2014年6月時点の127機関、2016年3月時点の206機関のうち、議

決権行使結果が数値で確認できる 71 機関(2014 年度)、91 機関(2015 年度)を集計したものが図表 8 である。各機関が行使する議案数は十数件から 10 万件台まで幅広いが、平均すると約 1 万件(2014 年度)と 1 万 3 千件(2015 年度)であり、反対票の合計比率は 2014 年度が 11.91%、2015 年度が 10.36%であった。この数字が高いか低いかを判断するためには、例えば六大企業集団によって株式持ち合いが多数行われ、安定株主が企業の多数を占めていた時代と比較する必要があるが、この時代の議決権行使結果は公表されていないため、正確な数字を把握することはできない。しかし、多数の株主総会が同時期に集中して行われ、かつ 30 分以内で終了するといった状態が問題となっていたことから、当時は反対票が投じられる割合はほとんどなかったと推察され、それと比較すると多くの反対票が投じられていることが言える。

図表 8 スチュワードシップ受け入れ機関の議決権行使結果

議案	2014年度			2015年度		
	賛成	反対	棄権	賛成	反対	棄権
剰余金処分案	96.29%	3.64%	0.07%	95.94%	4.03%	0.02%
取締役選任	90.13%	9.80%	0.07%	90.15%	9.81%	0.04%
監査役選任	77.58%	22.35%	0.07%	84.46%	15.52%	0.02%
定款一部変更	96.24%	3.67%	0.09%	95.09%	4.88%	0.03%
退職慰労金支給	57.65%	42.02%	0.33%	55.10%	44.83%	0.07%
役員報酬額改定(支給等)	93.53%	6.04%	0.43%	92.30%	7.67%	0.03%
新株予約権発行	81.32%	18.22%	0.46%	82.52%	17.24%	0.24%
会計監査人選任	97.21%	2.79%	0.00%	98.67%	0.83%	0.50%
再構築関連	91.23%	8.77%	0.00%	97.41%	2.59%	0.00%
買収防衛策	50.85%	49.15%	0.00%	50.39%	49.61%	0.00%
その他会社提案	59.49%	40.42%	0.09%	77.94%	22.05%	0.01%
合計	88.05%	11.91%	0.05%	89.56%	10.36%	0.07%

(注 1)各機関の株主総会における議決権行使結果の集計。国内株式の議決権行使結果であり、機関ごとの集計期間は以下の通り。投信・投資顧問会社等:2014・2015年 5～6 月、信託銀行等、生命保険・損害保険会社:2013 年～2014 年・2014 年～2015 年(4 月期～3 月期、7 月～6 月等)、年金基金等:2014 年・2015 年 4 月～6 月、2013 年～2014 年・2014 年～2015 年(7 月～6 月、4 月～3 月末等)

(注 2)「再構築関連」は合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割などが含まれる。

(注 3)「その他会社提案」は、自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合など。機関によっては、買収防衛策に関する議案が「その他会社提案」に含まれている。

(出所)各機関の議決権行使結果をもとに作成。

#### 4-5. 機関投資家のスチュワードシップ責任に対する考え方と対話の状況

ここからは、投資や議決権行使の際に重視する点、企業との対話状況など、機関投資家としての行動に関する項目についての調査結果である。前述の通り、同コードで求めている企業の持続的成長に資すること(スチュワードシップ責任)を、受託者責任

を果たす必要がある機関投資家に求めることができるのか、について、機関投資家の意識を調査する。

問 5 において、議決権行使をする際に最も重視することを①受託者責任を果たすための株主利益の確保、②投資先企業の中長期的成長、③ESG と呼ばれる環境への配慮やガバナンス体制の強化など、投資先企業の社会的価値の向上、から選択するならばどれか、複数の場合は順位をつけてもらった。その結果、全体で見ると、平均で最も重視されているのが①(1.5741 位)、次に②(1.9259 位)、最後に③(2.5000 位)であった。投信等に限定しても、同様に 1 位①、2 位②、3 位③となり、フリードマン検定によって統計的に平均順位に有意差があるかを検証したところ、1%有意であった。先行研究で指摘されている通り、同コードの受け入れを表明した後であったとしても、機関投資家の最も重要となる行動指針は、受託者責任を果たすことであるという認識だと考えられる。一方、年金、生保・損保に限定して集計すると、①の受託者責任(2.1667 位)より、②(1.7500 位)や③(2.0833 位)を重視している割合が高かった<sup>22</sup>。この理由としては、年金等は最終的に運用の責任を担っている投信等とは異なり、ほとんどの場合でそれら機関に運用を委託しているため、この立ち位置からスチュワードシップ責任を果たすために、②や③を重視するよう運用委託先に求めている可能性が指摘できるが、こちらは統計的な有意差は見られなかった(図表 9)。

図表 9 議決権行使をする際に最も重視すること(問 5)

選択肢	平均順位		
	全体	投信・投資顧問会社等、 信託銀行	年金基金等、 生命保険・損害保険会社
①受託者責任を果たすための株主利益の確保	1.5741	1.4048	2.1667
②投資先企業の中長期的成長	1.9259	1.9762	1.7500
③ESGと呼ばれる環境への配慮やガバナンス体制の強化など、投資先企業の社会的価値の向上	2.5000	2.6190	2.0833

(注) N(全体)=27、N(投信等)=21、N(年金、生保・損保)=6。全選択肢を重視しているという回答があった場合は全てを 1、選択されなかった項目があった場合は選択された順位の次の順位と仮定して集計している(例えば①のみ選択された場合は①を 1 位、②と③を 2 位として入力)。

併せて、運用会社、あるいは自ら運用先を決定している機関に、投資先を決定する際に最も重視する項目を、①社会的貢献度の高い会社、②安定的な配当が見込める、③株価の上昇が見込める、④関連会社等、投資先企業とのつながり、⑤その他、から選択、複数回答の場合は順位をつけよう設問(問 7)も用意した。同コード受入機関への調査であるため、利益相反の恐れのある④を回答した機関はなかった。①～③の平均順位は、全体で見ると①が 2.6136 位、②が 2.0682 位、③が 1.3182 位(1%有意)、投信等、年金、生保・損保に限定しても順位は同様であった(図表 10)。受託者責任を果たすためには、社会性よりも株主利益、特に配当よりも株価の上昇が見込める会社への投資が必要と考えていると推察され、同コード受入機関であっても投資



が短期的にもなる可能性は否定できないが、中長期的な株価上昇を見込んだ投資手法も考えられるため、この結果だけでは一概に言えない。

図表 10 投資先を決定する際に最も重視する項目(問 7)

選択肢	平均順位		
	全体	投信・投資顧問会社等、 信託銀行	年金基金等、 生命保険・損害保険会社
①社会的貢献度の高い会社	2.6136	2.6389	2.5000
②安定的な配当が見込める	2.0682	2.0556	2.1250
③株価の上昇が見込める	1.3182	1.3056	1.3750

(注) N=22。「その他」を選択した 4 機関を除く。

受託者責任を果たすことが最も重要であると多くの機関投資家(投信等)は考えているものの、同コードでは企業の中長期的成長を果たすための行動も求められている。そこで重要になるのが当該企業との対話である。問 6 において、企業との対話の状況について尋ねた(図表 11)。この結果、年金、生保・損保のうち自社で議決権行使を行っている 2 機関が、一定基準にかかる企業に実施(③-1)、作成した議決権行使基準で判断(④-1)を選択しているが、それ以外の機関は、対話も含めて運用委託先に依頼していることがわかる。

図表 11: 企業との対話の状況(問 6)

選択肢	全体		投信・投資顧問会社等、 信託銀行等		年金基金等、 生命保険・損害保険会社	
	回答数	割合	回答数	割合	回答数	割合
①全投資先(あるいはほとんどの投資先)に実施	13	44.8%	13	56.5%	0	0%
②業績不振企業のみを実施	0	0%	0	0%	0	0%
③一定の基準にかかる企業に実施	9	31.0%	8	34.8%	1	17%
③-1 内部留保額に対する配当額が低い、買収防衛策 の導入、など株主利益に反する恐れのある企業	3	33.3%	2	25.0%	1	100%
③-2 それ以外の場合	5	55.6%	5	62.5%	0	0%
④自社では実施していない	7	24.1%	2	8.7%	5	83%
④-1 作成した議決権行使基準で判断しているから	1	14.3%	0	0%	1	17%
④-2 運用委託先に一任しているから	5	71.4%	1	4.3%	4	67%
④-3 管理委託先に一任しているから	0	0%	0	0%	0	0%
④-4 その他	1	14.3%	1	4.3%	0	0%
合計	29	100%	23	100%	6	100%

(注) N(全体)=29。非回答機関があったため、③(9件)と③-1、③-2(計 8件)の合計は一致していない。

では、運用を受託している投信等の対話の状況はどうか。投資助言会社とクオンツ運用を行っている機関、合計 2 機関が自社で対話を実施していないが、それ以外の投信等は何らかの形で対話を実施している。全投資先、あるいはほとんどの投資先に実施しているのが 13 機関、一定の基準に係る企業に実施しているのが 8 機関であった。一定の基準とは、表 4③-1 以外には、アクティブ運用銘柄に実施、大口保有先、時価総額に応じたリサーチ対象企業といったような回答があった。金融庁によるフォロ

ーアップ会議でも指摘されているように、パッシブ運用におけるエンゲージメントが課題と言える<sup>23</sup>。

対話の割合・頻度や具体的内容について尋ねたのが問 6-2 である。対話を行っている企業は、全投資先企業のどれくらいになるのかを尋ねたところ、全投資先企業の約4%程度から100%まで幅広い回答を得た。企業数で見ると、1～2社程度から1000社程度まであり、投資先企業が少ない機関は100%対話を実施し、多い企業は対象企業を選別して対話を行っていることが伺える<sup>24</sup>。対話の頻度は、1社につき年1回以下が3機関(17.65%)、年1～2回が6機関(35.29%)、年2～3回が1機関(5.88%)、年3～4回が4機関(23.53%)、年4回以上が3機関(17.65%)であった。年1～2回が6機関と最も多いが、3～4回(4機関)や4回以上(3機関)も多く、4回以上の中には年5～6回という回答もあった(図表12)。対話の頻度は、企業の状況により大きく異なるとのことであるが、多くの投信等が積極的な対話を行っている状況が伺える。

図表12 投資先企業への対話の割合・頻度(問6-2)

	全投資先企業の( )%	全投資先企業の( )社程度		1社につき、年に( )回程度				
				①～1回	②1～2回	③2～3回	④3～4回	⑤4回～
平均値	59.1%	350	合計	3	6	1	4	3
中央値	55.0%	165						

(注)N=17。回答企業のみを集計。

具体的な対話内容について、①状況のヒアリング(企業経営を変革させるような提案はしない)、②企業価値向上策やIR方法など、企業の評価を上げるための提案、③配当性向の低水準や買収防衛策の導入などの経営方針を是正させるための働きかけ、④その他、から選択、複数の場合は順位をつけてもらった。その結果、④その他を除いた平均順位は①が1.5833位、②が2.1389位、③が2.2778位(フリードマン検定の結果、5%有意)であり、経営改善を提案するというより、状況のヒアリングが最も多いようである(図表13)<sup>25</sup>。同コードの原則3の投資先企業の状況把握を基本として、原則4の目的を持った対話の実践を行おうとしていると考えられる<sup>26</sup>。

図表13 具体的な対話の内容(問6-2)

項目	平均順位
状況のヒアリング(企業経営を変革させるような提案はしない)	1.5833
企業価値向上策やIR方法など、企業の評価を上げるための提案	2.1389
配当性向の低水準や買収防衛策の導入などの経営方針を是正させるための働きかけ	2.2778

(注)N=17。回答企業のみを集計。

アメリカの機関投資家評議会は、株主総会シーズンに限定されない、年間を通しての対話が活性化につながると指摘している<sup>27</sup>。その点では年間1回以上の対話を実

施しているのが全回答機関の 82.35%を占めており、積極的に企業に関わっていく姿勢が見て取れる。さらに、回答機関は「投資先企業やその事業環境等に関する深い理解」を目的として、短期的な株主利益を求める一方的な働きかけではなく、現在どのような状況になっているのかのヒアリング(対話)を積極的に行い、受託者責任とともに投資先企業の中長期的成長(スチュワードシップ責任)を果たす方向へと進んでいると推察される。同コード制定以前と比較できないので対話が以前より進んでいるのか検証できない点が課題であるが、その他対話の具体的内容として、有益な情報の提供等を行う、経営全般に深く関わる、といった回答もあることから、同コードが実質的な定着へと向かいつつあると考えられる<sup>28</sup>。

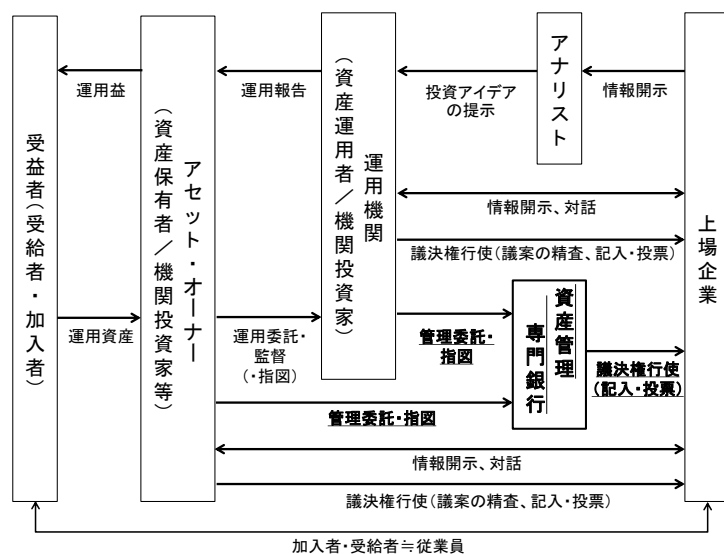
## 5. まとめと今後の課題

本研究は、機関投資家が投資先企業の中長期的成長に資するスチュワードシップ責任をどのように捉え、議決権行使や対話を実施しているのかについて、管理委託されている株式の議決権行使までの流れと対話の状況を確認した上で明らかにすることを目的とした。

先行研究に加えて本アンケート結果により明確になった、運用・管理の委託状況とそれによる議決権行使の実務をまとめたのが図表 14 であり、これは、北川(2015)の「インベストメント・チェーンの概念図」、小口(2016)の「受託者責任の輪」をもとに作成したものである。資産保有者としての機関投資家は、直接企業とやり取りを行う場合もあるが、基本的には運用機関に運用を委託する。運用を委託された機関投資家は、投資先企業と対話を行うことで状況を把握し、株主総会における議案の精査を行う。実際の記入・投票は、運用受託機関が行う場合と、資産管理を委託された資産管理専門銀行が行う場合があるが、ほとんどが資産管理専門銀行経由である。

先行研究では明確に言及されていなかった対話の状況については、年間複数回の実施機関がほとんどであり、積極的に企業に関わっていく姿勢が見て取れる。さらに、回答機関の多くは投資先企業を深く理解するために、短期的な株主利益を求める一方的な視点での対話だけではない、現在の状況のヒアリング(対話)を積極的に行っていることが明らかになった。機関投資家がスチュワードシップ責任をどう捉えるかという問題については、やはり法的に義務づけられている受託者責任を果たすための株主利益の確保が最優先であると考えているものの、議決権行使結果と対話の状況を見る限りにおいては、スチュワードシップ責任も重要であると捉え、これらを積極的かつ適切に行うことでその責任も果たそうとしている。両立は困難であるとの指摘がある一方で、これら 2 つの責任の両立を図ろうと行動しているのが、現在の同コードを受け入れた機関投資家であると考えられる。

図表 14 議決権行使までの流れと「インベストメント・チェーン」



(注) 既存研究に追加した箇所を太字・下線で示している。  
 (出所) 北川(2015)、1 頁、小口(2016)をもとに筆者作成。

今後の課題として、以下の点が指摘できる。まず、アンケート調査の限界として、回答機関が母集団を代表していない可能性が指摘できる。今回のアンケートの結果だけで、全ての機関投資家の考えや行動が説明できていないわけではないだろう。

また、ESG との関連について考察する必要がある。Hawley et al.(2011)は、注意義務と忠実義務(公平義務)のバランスを再検討することが、受託者責任を今日的課題に適応させるために重要なことであると言及しており、機関投資家が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必要性和、それを実現させるため ESG 問題に積極的に取り組んでいく必要性を述べている<sup>29</sup>。この ESG 問題について議論されたものに、「21 世紀の受託者責任」があり、これは、ESG を投資プロセスに組み入れる投資家にとって受託者責任が法的な障害となるか、について検討するものであった。法律から見ると、受託者責任はプロセスが問題となるが、「受益者の利益に明確な焦点を置いている限り、資産保有者はより広範な ESG 問題を考慮に入れることが可能であることを示唆する」、「信頼できる前提と確固たるプロセスにもとづいていけば、受託者責任に従うものとみなされる可能性が高い」として、当該報告書では、受託者責任の定義・解釈を、ESG 投資を奨励するようなものにしていく必要があることを指摘している<sup>30</sup>。ESG 問題は広く捉えると積極的な対話を含めたスチュワードシップ責任を果たしていくことであり、ESG の考慮も法的義務ではないが、重要な指針として対応が求められているため、これをどう捉えるのかについての詳細な検討が必要である。

真に同コードを定着させるためには、受託者責任とスチュワードシップ責任との関係について、積極的な対話や議決権行使によって企業の中長期的成長を促すことが、結果として受託者責任を果たすことにつながるという認識を持つことを、資産運用者としての機関投資家、資産保有者としての機関投資家はもちろんのこと、最終受益者に



も求められるだろう。その意味で、例えば年金の運用益の短期的な上昇・下落に最終受益者も過度に反応するのではなく、中長期的視点で見えていくことが求められる。

さらに、対話の質まで評価できていない点も課題である。これらの対話が実際に企業にどのように影響しているのかについてはまでは明らかになっておらず、同コードの実効性を厳密に検証するためには、パッシブ運用についての対話の状況や、対話の具体的な中身の更なる調査などを行っていく必要があるが、これらについては今後の課題とする。

(参考文献)

Jaap W. Winter (2011) “Shareholder Engagement and Stewardship: The Realities and Illusions of Institutional Share Ownership”, [https://pure.uva.nl/ws/files/2470521/149594\\_429161.pdf](https://pure.uva.nl/ws/files/2470521/149594_429161.pdf).

James Hawley, Keith Johnson and Ed Waitzer (2011), “Reclaiming Fiduciary Duty Balance”, *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol.4, Issue 2, pp4-16. (野村総合研究所訳(2012)「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、2012年、14-27頁)

Rory Sullivan, Will Martindale, Elodie Feller and Anna Bordon (2015) “Fiduciary Duty in the 21st Century”, United Nations Global Compact, UNEP Finance Initiative, PRI and UNEP Inquiry. (国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEP FI) 日本事務局訳「21世紀の受託者責任」、国連グローバルコンパクト、国連環境計画・金融イニシアティブ、責任投資原則、UNEPインクワイアリー、2015年、  
[http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary\\_duty\\_21st\\_century\\_jp.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century_jp.pdf))

岩壺健太郎・外木好美(2007)「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係—分散不均一性による同時方程式の識別—」『経済研究』第58巻1号、47-60頁。

北川哲雄(2015)『スチュワードシップとコーポレートガバナンス』、東洋経済新報社。

金融庁(2016)「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方～企業の持続的な成長に向けた「建設的な対話」の充実のために～「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」意見書(3)」、

[http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements\\_3.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_3.pdf)。

小口俊朗(2016)「コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード」日本経営学会関東部会 6月例会シンポジウム資料。

春日俊介(2014)「機関投資家の受託者責任と議決権行使の関係」『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』、

<http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2014/03.pdf>。

鈴木裕(2015)「企業と投資家の対話:何をどう話すか」、大和総研グループ HP、  
[https://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20151215\\_010442.html](https://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20151215_010442.html)。

鳥居陽介(2017)『株式所有構造の変遷と経営財務』、中央経済社。

—(2016)「大株主としての「信託口」—その仕組みと位置付け—」『証券経済学会年報』第51号、49-60ページ。

花枝英樹(2014)「企業財務に対するサーベイ・アプローチ—日本企業へのサーベイ調査の経験を踏まえて—」『関西学院大学商学論究』61(4)、1-23頁。

花枝英樹・芹田敏夫(2008)「日本企業の配当政策・自社株買い—サーベイ・データによる検証—」『現代ファイナンス』24、129-160頁。

福本葵(2016)「実質株主との対話」『証研レポート』No.1699、44-56頁。

—(2007)「名義株主と真の株主」『証研レポート』No.1643、39-52頁。

藤井智朗・笹本和彦(2014)『スチュワードシップ・コード時代の企業価値を高める経営戦略』中央経済社。

日本証券投資顧問業協会 議決権等株主権行使研究会(2002)「投資一任会社の議決権等株主権行使について」、

<http://www.jiaa.or.jp/syuppan/pdf/itinin0430.pdf>。

日本トラスティ・サービス信託銀行「Japan Trustee Services Bank, Ltd. ディスクロージャー誌 2016」、

<http://www.japantrustee.co.jp/data/pdf/disclosure2016.pdf>。

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(2014)「「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>>~投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために~」、

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

松村勝弘(2016)「コーポレートガバナンス・コードと証券市場」『証券経済学会年報』第50号別冊、

[http://www.sess.jp/publish/annual\\_sv/pdf/sv50/m84\\_12.pdf](http://www.sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv50/m84_12.pdf)。

萬澤陽子(2015)「スチュワードシップ責任と受託者責任：英米における考え方の比較の試み」『旬刊商事法務』2070号、商事法務研究会、23-33頁。

三菱UFJ信託銀行証券代行部、日本シェアホルダーサービス編著(2013)『株主と対話する企業 企業価値の持続的成長を実現させる IR・SR』、商事法務。

宮島英昭・保田隆明(2015)「株式所有構造と企業統治—機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか—」『ファイナンシャルレビュー』平成27年第1号(通巻第121号)、財務省財務総合政策研究所。

三和裕美子(2016)「機関投資家のエンゲージメントとはなにか—国内外の機関投資家ヒアリング調査をもとに—」『証券経済学会年報』第50号別冊、

[http://www.sess.jp/publish/annual\\_sv/pdf/sv50/m84\\_08.pdf](http://www.sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv50/m84_08.pdf)。

若園智明(2006)「年金基金の受託者責任とガバナンス機能の有効性」『証券経済研究』53号、日本証券経済研究所、77-96頁。

- 
- 1 本調査研究報告書は、日本経営学会『日本経営学会誌』に投稿中のものに加筆したものであり、現在査読中である。
  - 2 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(2014)、1頁。
  - 3 三和(2016)、1-2頁。
  - 4 UNEP FI 日本事務局訳(2015)「21世紀の受託者責任」、11頁。
  - 5 同上、62-63頁。
  - 6 若園(2006)、84頁や、春日(2014)、7頁参照。
  - 7 北川(2015)、84-85頁。
  - 8 松村(2016)、4頁。また、萬澤(2015)では、受託者が受益者の最善の利益の追求以外の要素を考慮に入れたことが問題になった事案が紹介されている。
  - 9 岩壺・外木(2007)56-57頁。
  - 10 宮島・保田(2015)、34頁。
  - 11 本章は鳥居(2016)をもとに作成したものである。
  - 12 なお、資産管理サービス専門銀行と日本トラスティ・サービス信託銀行は、2017年1月時点で合併の協議中である(「日本経済新聞」2017年1月19日付朝刊)。
  - 13 年金基金の分類と信託の種類については、信託協会ホームページ(<http://www.shintaku-kyokai.or.jp>)を参照のこと。
  - 14 福本(2007)参照。
  - 15 三菱UFJ信託銀行証券代行部、日本シェアホルダーサービス編著(2013)参照。
  - 16 日本証券投資顧問業協会(2002)、13-14頁や、福本(2016)、53頁参照のこと。
  - 17 花枝(2014)、2-6頁。
  - 18 なお、本社は海外であるが日本に関連会社や支店等がある機関は、そちらに回答を依頼した。このうち1機関からの回答を頂いている。
  - 19 派生を含む全質問(10問)中、最後の問8はインタビュー調査の可否について尋ねた項目であるため、本研究では省略する。なお、質問票の全文は〇〇(筆者の書籍名)を参照のこと。
  - 20 花枝(2014)、11-12頁。ただし、ここで紹介されている調査の多くが全ての国内上場企業(3,500社程度)を対象にしたものであるため、単純に比較できない点に注意が必要である。なお、本調査に最も近い同氏による調査は、2009年10月～11月に実施された機関投資家への調査であり、国内機関投資家484団体に送付、回答数は107件、回収率は22.1%とのことである。
  - 21 議決権行使業務代行業務の詳細については、例えば日本トラスティ・サービス信託銀行発行の「Japan Trustee Services Bank, Ltd. ディスクローチャー誌2016」、20頁参照。
  - 22 N(全体)=27、N(投信等)=21、N(年金、生保・損保)=6。全選択肢を重視しているという回答があった場合は全てを1、選択されなかった項目があった場合は選択された順位の次の順位と仮定して集計している(例えば①のみ選択された場合は①を1位、②と③を2位として入力)。
  - 23 金融庁(2016)、4-5頁。
  - 24 N=17。年金、生保・損保が1機関ため、投信等16機関と合算して集計すると、それぞれの具体的な数値は以下の通り。全投資先企業の何%相当か:59.1%(平均値)、55.0%(中央値)、全投資先企業の何社程度か:350社(平均値)、165社(中央値)。
  - 25 Nは「その他」を回答した2機関を除く17機関。うち、年金、生保・損保が1機関ため、投信等16機関と合算して集計。順位のつけ方については、注20と同じ。
  - 26 なお、対話の具体的な内容を投信等に限定して集計した結果は、平均順位はそれぞれ、状況のヒアリング1.16176位、企業評価向上提案が2.0882位、経営方針是正が2.2941位、順位の統計的有意性の検証結果は5%有意であり、全体の結果とほぼ変わらない。
  - 27 鈴木(2015)、3頁。

---

<sup>28</sup> その他、機関投資家による積極的な対話の例は、藤井・笹本(2014)を参照のこと。

<sup>29</sup> 野村総合研究所訳(2012)、18-25頁。

<sup>30</sup> 「21世紀の受託者責任」、15-16頁。