

スチュワードシップ・コード改訂のインパクト

<独自調査>

運用会社の議決権行使結果の個別開示進む
外資含め3社に1社強が開示、国内系は4割強に
信託銀行と金融系投信・投資顧問で動き活発

久保俊一¹

2017年11月27日

<目次>

- 1 はじめに——スチュワードシップ・コード改訂から半年、「責任ある機関投資家」の動きを探る
- 2 改訂コードは議決権行使の個別開示、利益相反管理を求める
 - (2-1) 議論の矛先は信託銀行、生保・損保や金融機関係の運用会社に
 - (2-2) 議決権行使の個別開示は合計56社、全体の36.8%
——今後も、徐々に増える見込み
 - (2-3) 国内系の個別開示は37社、割合は42.5%
——大手信託銀行や大手投信・投資顧問中心に
 - (2-4) 国内系投信・投資顧問は個別開示が23社、割合で35.4%
——金融の系列会社が目立つ
 - (2-5) 国内系生保・損保は個別開示と集計開示に二分される
 - (2-6) 外資系の個別開示は19社、割合は29.2%
 - (2-7) GPIFの日本株取引先は16社中、11社が個別開示
- 3 利益相反管理を強化する動き
 - (3-1) 透明性確保に第三者委員会の設置など相次ぐ
 - (3-2) 信託銀行の取り組み——三菱UFJ信託銀行とりそな銀行の例

¹ 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構特任研究員。本稿は私見に基づくものであり、所属機関を代表するものではない。

(3-3) 投信・投資顧問の取り組み

——野村アセットマネジメントとアセットマネジメントOneの例

4 個別開示の情報の受け手の反応

——公的年金と企業年金に温度差

5 今後の課題と対応

(5-1) 人員限られる企業年金では資料チェックには限界

(5-2) 個別開示に賛否の理由掲載も必要

(5-3) 議決権行使ガイドラインの見直し時期を繰り上げる動き

6 おわりに——「実質への深化」にはトップの強い意思が重要

資料1:

2017年5月29日に改訂されたスチュワードシップ・コードの原則(抜粋。16ページ以降)

資料2: 独自調査

日本版スチュワードシップ・コード改訂後の運用会社別の議決権行使結果の開示状況(2017年11月15日現在、21ページ以降)

1 はじめに——スチュワードシップ・コード改訂から半年、「責任ある機関投資家」の動きを探る

2017年5月のスチュワードシップ・コード改訂から半年が経過した。これまでに信託銀行やアセットマネジメント会社の多くが議決権行使結果の個別開示に踏み切った。全体では3社に1社強、国内系では4割強の運用会社が個別開示を実施した。同時に、利益相反管理の拡充などにも取り組んでおり、第三者委員会の設置、さらに社内人事の制限強化などで議決権行使の決定過程の透明性、中立性を高める施策を打ち出している。個別開示の情報の受け手である年金などは今のところ、対応が分かれているが、今回のコード改訂が「責任ある機関投資家」にどんな影響を与えているのか、そのインパクトを探った。

今回の調査結果で明らかになった機関投資家の動向の特徴は以下の通りである。

<議決権行使結果の個別開示>

- ① 全体で36.8%の運用会社が議決権行使結果の個別開示を実施
- ② 外資系よりも国内系の運用会社が個別開示に積極的。国内系の個別開示は42.5%
- ③ 国内の銀行・証券・生保系の大規模な運用会社の間で進む
- ④ 公的年金と契約を持つ運用会社で前向きな動き

<利益相反への対応>

- ① 独立社外取締役参加の第三者委員会設置などで議決権行使の透明性、中立性を高める動きが大手運用会社の間で広がる
- ② 社員の人事異動制限なども広がる

<個別開示の情報の受け手>

- ① 議決権行使結果などの情報の受け手である年金基金は、公的年金と企業年金で温度差

2 改訂コードは議決権行使の個別開示、利益相反管理を求める

(2-1) 議論の矛先は信託銀行、生保・損保や金融機関系の運用会社に

「日本再興戦略」の一環として金融庁は2014年2月に機関投資家向けにスチュワードシップ・コードを、2015年6月に上場企業向けにコーポレートガバナンス・コードを定めた。いずれも企業の長期的な稼ぐ力の底上げを狙っており、両コードは日本企業再生の「車の両輪」と位置付けられている。「責任ある機関投資家」の諸原則を定めたスチュワードシップ・コードについては策定後3年が経過したことから2017年5月29日にその一部見直しが実施された。

今回の見直し議論はまず、「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」で行われ、同会議は2016年11月に「意見書」を公表した。この中で、コーポレートガバナンス改革を深化させていくためには、機関投資家が企業との間で深度ある「建設的な対話」を行っていくことが必要であるとし、スチュワードシップ・コードの改訂を提言した。

この意見書を受け、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」はコード改訂に向けた議論を重ね、2017年5月29日に改訂版スチュワードシップ・コードを公表した。

フォローアップ会議、その後の有識者会議で多くの時間が割かれたのは議決権行使結果の個別開示と利益相反防止である。ここ数年、金融庁は「顧客本位の経営」の順守を強く訴えており、議論の矛先は信託銀行、生保・損保会社や金融系の親会社を持つ系列運用会社に向けられた。運用会社が業務を遂行するうえで顧客の利益を最優先しているか、グループ全体の利益を優先していないか、という点だ。運用会社に利益相反が起りやすい分野としては、親会社を含めたグループ企業や親密な取引先企業に対する議決権行使がある。

これまで国内系の運用会社はその多くが投資先企業に対する議決権行使の結果を全体の集計表として自社のホームページ（HP）などに開示しており、投資先企業ごとの個別の議決権行使の内容については公表してこなかった。原則として年金などの大口顧客には要請があった場合に限り個別に対応していた。

個別開示が進めば、年金などアセットオーナーは自らが運用会社に要請しなくても議決権行使結果の個別開示を把握できることに加え、取引関係のないアセットオーナー、一般投資家、さらに、投資されている立場の上場企業²も議決権行使の個別内容を簡単につかめることになる。その結果、運用会社の議決権行使に対する証券市場の監視力が高まり、運用会社の利益相反を抑止する効果を期待できる。改訂コードはさらに、運用会社に利益相反の防止策強化も求めた。

改訂コードの主な改正点³は①原則1のアセットオーナーのスチュワードシップ活動への取り組み強化、②原則2の機関投資家のガバナンス強化・利益相反管理の強化、③原則4の機関投資家のパッシブ運用における取組方針の公表、④原則5の機関投資家の議決権行使結果の公表の充実、⑤原則7の機関投資家のスチュワードシップ・活動に係る自己評価の充実、及び株主との対話の充実に向けた経営陣の関与——などである。本稿では原則5の議決権行

² 運用会社が上場企業株式を保有する場合、通常、日本マスタートラスト信託銀行など資産管理銀行の名義になり、上場企業には実質株主の名前は直接は見えない。ただ、上場企業は専門業者などを通じて実質株主を把握することはこれまでも可能であった。個別開示が進むとその手間が減るなどの効果もある。

³ スチュワードシップ・コード改訂内容の詳細は16ページ以降に掲載された資料1「2017年5月29日に改訂されたスチュワードシップ・コードの原則」（抜粋）を参照。

使結果の公表と原則2の利益相反管理を中心に、信託銀行、生保・損保会社、投信・投資顧問会社の対応、それに伴うアセットオーナーの動きを取り上げる。

(2-2) 議決権行使の個別開示は合計56社、全体の36.8%

——今後も、徐々に増える見込み

金融庁がスチュワードシップ・コードを改訂したことを受けて世界最大規模の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は2017年6月8日、運用会社に議決権行使結果の個別開示を要請した。スチュワードシップ・コードの原則5-3に則って行ったものであり、(1)少なくともGPIFからの受託分に関する個別の議決権行使結果の公表を行うこと(2)スチュワードシップ・コードの趣旨に則り、GPIF以外の顧客からの受託分も含めた個別の議決権行使結果の公表を行うことが望ましいこと、という内容。他の公的年金も同様の行動に出た。

GPIFのスチュワードシップ活動原則

議決権行使原則

【議決権行使に当たって】

- ◆長期的な株主利益の最大化に資する議決権行使方針、ガイドライン等を定め、判断の根拠を明確に公表し、形式的な議決権行使とならないよう投資先企業とのコミュニケーションを重視すること。
- ◆ESGを考慮することは中長期的な企業価値向上のために重要であると認識した上で適切に議決権行使すること。

【株主総会終了後の対応】

- ◆個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果を全て公表すること。重要性又は必要に応じて、企業に議決権行使結果及び判断理由を説明又は公表すること。
- ◆自己評価の結果を踏まえ、必要に応じて、翌年度以降の議決権行使方針を見直すこと。

こうした公的年金の動きも加わって多くの運用会社が議決権行使結果の個別開示に踏み切った。2016年末時点で金融庁に日本版スチュワードシップ・コード受入れを表明していた214社のうち、「信託銀行」、「投信・投資顧問会社等」「生命保険・損害保険会社」の合計152社を対象に議決権行使結果の個別開示の状況を独自に調べた(調査期間は2017年11月15日までの約1カ月間)。各社のHPで個別開示、集計開示を確認、スチュワ

ードシップ・コードへの取り組み情報なども参考に判断した⁴。それによると、全体の36.8%にあたる56社が個別開示を実施した。投資先企業全体を取りまとめた集計開示のみにとどまったのは54社、同35.5%だった。

スチュワードシップ・コードは強制法規ではなく、必ずしも従う（comply）ことを強制されていない。その代わりに、従わない場合はその理由の説明（explain）を求められるが、集計開示にとどまった運用会社の多くは「年金などの顧客の要望があれば個別に応じる」とHP上で説明している。相対的に規模の小さい、独立系の運用会社の一部は、個別開示をすると、運用戦略上重要なポートフォリオの中身がライバル会社などに分かってしまうことを懸念する。また生保・損保会社などでは、投資先企業との建設的な対話に影響を及ぼすことを懸念するケースが多い。

残りの42社は2017年11月15日現在、HPに議決権行使結果のデータが公開されていないと判断されるが、そのうち、19社は「日本の個別企業に投資をしていない、又

議決権行使結果の個別開示状況（2017年11月15日現在）

対象	国内系	外資系	合計
全体	87	65	152
個別開示あり	37	19	56
集計開示のみあり	29	25	54
その他	21	21	42
信託銀行	6	0	6
個別開示あり	4	0	4
集計開示のみあり	1	0	1
その他	1	0	1
投信・投資顧問会社等	65	59	124
個別開示あり	23	18	41
集計開示のみあり	22	20	42
その他	20	21	41
生保・損保会社	16	6	22
個別開示あり	10	1	11
集計開示のみあり	6	5	11
その他	0	0	0

（注）対象企業はスチュワードシップ・コード受入れを表明した運用会社のうち、信託銀行、投信・投資顧問会社等、生保・損保会社の3業態。合併・買収を受けた会社、経営破たんした会社、HPが確認できない会社などは除外した。

⁴ 運用会社別の開示状況は21ページ以降に掲載の資料2を参照。

は現時点で投資残高がない」(8社)、「個別企業ではなくファンドに投資する手法を採用している、又は他の資産運用会社に投資助言するだけで、自ら個別企業には投資しないビジネスモデルを採用」(7社)、「大多数が未上場株への投資」(4社)と個別開示も集計開示もしない理由を説明している。ちなみに、上場企業に対する投資が全くない、又はほとんどないという上記の19社を除いて個別開示している企業の割合を再計算すると、42.1%に上がる。

なお、岡三アセットマネジメントは集計結果のみを公表しているが、HP上で「2017年7-9月に開催された株主総会の議決権行使状況から個別の投資先企業及び議案ごとに公表」⁵としている。インベスコ・アセット・マネジメント、さわかみ投信、SBIアセットマネジメントも議決権行使結果を個別開示すると記載しているが、11月15日現在ではまだ開示を確認できない。ウエリントン・マネージメント・ジャパンは2018年からの個別開示をHP上で表明、日本アジア・アセット・マネジメントなども今後検討するとしている。このほか、各社の動きを見て追随する計画の運用会社も見られ、翌年に向け個別開示は徐々に広がる見通しだ。

(2-3) 国内系の個別開示は37社、割合は42.5%

——大手信託銀行や大手投信・投資顧問会社中心に

調査対象の152社のうち、国内系企業は87社、残りが外資系の65社だった。まず国内系企業について詳しく見ると、議決権行使を個別開示したのは37社、国内系企業全体の割合は42.5%。外資系を含めた全体の個別開示割合(36.8%)をかなり上回った。

国内系87社を業態的に見ると、信託銀行は大手4社が議決権行使結果の個別開示に踏み切った。信託銀行は自社の融資部門と運用受託の部門があり、利益相反が疑われやすい。みずほ信託銀行は2016年10月に資産運用部門をDIAMアセットマネジメントなどと統合し、アセットマネジメントOneをスタートさせた。こうした利益相反を意識した対応が進み始めているなか、信託各行はスチュワードシップ・コード改訂の発表前から利益相反防止の体制作り⁶や議決権行使結果の個別開示に向けて動き出した。一般に運用会社は株主総会のピークである2017年6月総会を受けて8-10月めどに個別開示したが、三菱UFJ信託銀行の場合、2016年7月-2017年4月総会から5月下旬に個別開示を開始した。三菱UFJ信託銀行、りそな銀行、三井住友信託銀行は個別開示において投資先企

⁵ 岡三アセットマネジメントは11月下旬、2017年7-9月総会から個別開示を開始。

⁶ 信託銀行などの利益相反防止に関する詳細は10ページ以降で解説。

業の案件別に賛成・反対を明示したうえで、案件ごとの賛否理由も簡潔ではあるが、記載しており、判断根拠が分かりやすい。

(2-4) 国内系投信・投資顧問は個別開示が23社、割合で35.4%

——金融の系列会社が目立つ

国内系の投信・投資顧問会社等では個別開示23社、集計結果のみ開示22社、その他20社とそれぞれがほぼ3分の1だった。個別開示した23社のうち、約8割にあたる19社は野村アセットマネジメント、ニッセイアセットマネジメント、日興アセットマネジメント、大和証券投資信託委託など大手金融グループに属し、相対的に規模の大きい運用会社である。

(2-5) 国内系生保・損保は個別開示と集計開示に二分される

国内系の生保・損保会社は議決権行使結果の開示については対応が2つに分かれた。朝日生命保険、大同生命保険、富国生命保険、明治安田生命保険、住友生命保険、太陽生命保険、第一生命保険など10社が部分的も含め個別開示した。生保の場合、運用商品は一般勘定と特別勘定に分かれるが、明治安田生命保険のように特別勘定のみ個別開示するケース、朝日生命保険のように会社提案に反対議案のみ開示のケースなどもある。

これに対し、三井生命保険、日本生命保険、三井住友海上火災保険、損害保険ジャパン日本興亜、東京海上日動火災保険など6社が集計結果の開示にとどめた。集計開示のみの理由としては大半が「投資先企業との対話への影響懸念」だ。ただ、日本生命保険など一部では議決権行使の具体的事例を多く開示している。

(2-6) 外資系の個別開示は19社、割合は29.2%

外資系65社については個別開示が19社、その割合は29.2%だった。2017年8月に個別開示を始めたUBSアセット・マネジメントなどでは一覧リストは出さず、個別銘柄をHP上で検索する方式を採用している。国内系との比較で大きな特徴だ。外資系の個別開示の割合はやや低い、中でも生保・損保会社はほとんどが集計結果の開示のみにとどまった。HP上の議決権行使結果の開示に対するコメントも多くない。

(2-7) GPIFの日本株取引先は16社中、11社が個別開示

個別開示を要請したGPIFから日本株の運用を受託している運用会社についてみると、その多くが議決権行使結果を個別開示した。GPIFの「平成28年度業務概況書」による

と、G P I Fが日本株の運用を委託している運用会社は2017年3月末時点でアクティブ、パッシブ運用を合わせて16社だった。国内系が7社、外資系が9社で、業態別では信託銀行2行と投信・投資顧問会社14社だった。

16社のうち、11社が個別開示を実施した。国内系では採用会社7社のうち、6社が個別開示を実施している。残りの1社はセイリュウ・アセット・マネジメントだが、同社は直接、日本株投資をしてないので、実質的には国内系の全社がG P I Fの意向を受入れたと言える。

G P I Fの日本株運用委託先の議決権行使の開示状況

○は個別開示、△は集計開示、—はその他

企業名	開示状況
アセットマネジメントOne	○
セイリュウ・アセット・マネジメント	—
大和住銀投信投資顧問	○
日興アセットマネジメント	○
野村アセットマネジメント	○
三井住友信託銀行	○
三菱UFJ信託銀行	○
イーストスプリング・インベストメンツ	○
インベスコ・アセット・マネジメント	△
キャピタル・インターナショナル	○
J Pモルガン・アセット・マネジメント	△
シュローダー・インベストメント・マネジメント	○
フィデリティ投信	○
ラッセル・インベストメント	△
ゴールドマン・サックス・アセットマネジメント	○
ブラックロック・ジャパン	△

(注) 資料はG P I Fの平成28年度業務概況書など
各運用会社の対応は2017年11月15日現在

3 利益相反管理を強化する動き

(3-1) 透明性確保に第3者委員会の設置など相次ぐ

スチュワードシップ・コード改訂版は変更点が多義にわたっているが、議決権行使結果の個別開示とともに大きな柱になっているのが利益相反管理の強化である。フォローアップ会議は意見書の中で「金融グループ系列の運用会社について、親会社等の利益と運用会社の顧客の利益との間に存在する利益相反を回避したり、その影響を排除するための措置が必ずしも十分に機能していないケースが多く、よりきめ細かな対応が必要ではないか、との指摘がある。また、同一の機関内において運用以外の業務を行っている場合における、当該業務を

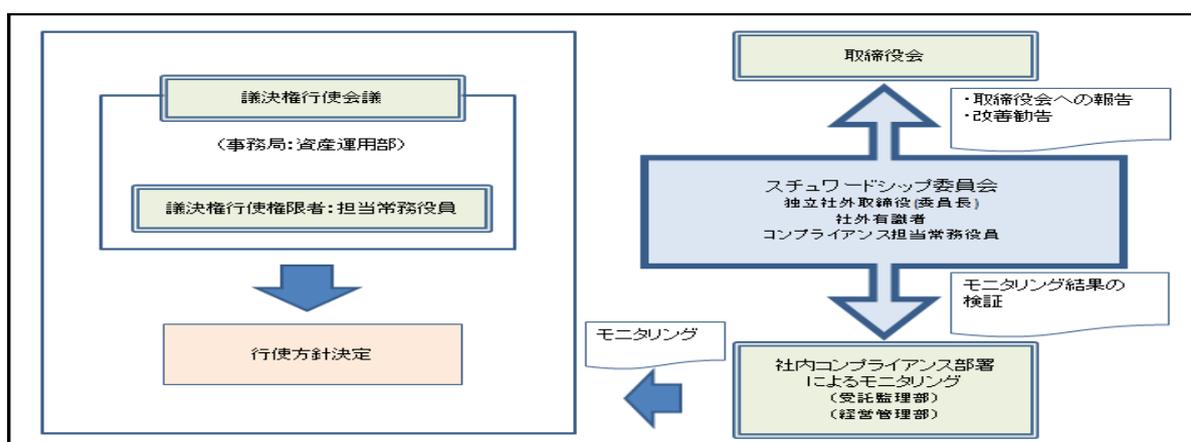
行う部門と運用部門との関係についても、同様のことが指摘されている」との表現を盛り込み、利益相反の管理の重要性を訴えた。

信託銀行など大手の運用会社の一部は2016年秋以降、利益相反管理に動き出した。グループ全体の業務の再編成を進めると同時に、①独立社外取締役などを加えた議決権行使第三者委員会を設置、②社内の人事異動を制限して資産運用部門に他部門の利害が入り込まないようにする、③社内外とのコミュニケーションも制限する——などによって議決権行使の決定過程について透明化・中立性を高める考えだ。

(3-2) 信託銀行の取り組み——三菱UFJ信託銀行とりそな銀行の例

三菱UFJ信託銀行はフォローアップ会議や有識者検討会の議論を踏まえながら2017年3月1日に委員長を独立社外取締役とし、社外有識者を含め過半が第三者で組織する「スチュワードシップ委員会」を設置した。まず、社内の受託財産運用部署内にある「議決権行使会議」において投資先の上場企業に対する議決権行使の基本方針、個別議案の行使方針等を審議し、担当常務役員が最終決定をする。この一連のプロセスについて受託財産部門の受託監理部および受託財産部外の経営管理部においてモニタリングを実施するが、受託財産部外の経営管理部でも同様にモニタリングをする。さらに新設のスチュワードシップ委員会が議決権の行使内容について検証し、その結果を取締役に報告、同委員会として改善が必要と判断した場合は勧告をする。こうした措置で議決権行使において行使内容の充実とともに、社内外との利益相反が起きないように万全を期すという。

三菱UFJ信託銀行の議決権行使体制（同行のHPより）



6月16日には『日本版スチュワードシップ・コード』改訂への対応について」を発表し、その中でガイドライン強化・利益相反管理の強化への取り組みとして①第三者委員会(ス

チュワードシップ委員会)の設置、②受託財産部門から運用部署への影響遮断(人事異動制限や影響力・情報遮断ルールの明確化、資産運用プロセスのモニタリング強化)などを改めて示した。行員間のEメールのやり取りや電話の会話などをモニタリングし、利益相反が起きないように工夫を凝らしている。三菱UFJフィナンシャルグループなど親会社等の議決権行使にあたっては議決権を行使しないルールを作っており、外部からの疑惑を生じないようにしている。

りそな銀行の場合、議決権行使はまず、責任投資グループが行使基準に沿って議案を審議する。そこで明確に判断できない場合は、「責任投資会議」に付議され、その検討結果を踏まえて担当役員が可否を決済する。責任投資会議は運用部署の担当役員、同部長・室長などに加え、外部の有識者も交えて議論しており同会議の中立性、透明性の確保に配慮している。

利益相反の防止に関しては、利益相反管理統括部署の担当役員を利益相反管理責任者として、利益相反の恐れのある取引等を特定・類型化し、あらかじめ管理方法を定めて管理するという。利益相反が生じ得る類型としては以下の3ケースを挙げている。①信託財産等で保有する株式の議決権行使、②信託財産等の運用における投資先企業の選定・対話、③りそなグループが発行する有価証券に投資する場合および株式の議決権行使を行う場合。①については「運用部門に対して、法人営業部門より取引関係等を有する企業の株式にかかる議決権行使についての賛否判断や行使結果への干渉があった場合」を示し、その具体的な管理方法として①運用部門と法人営業部門の組織分離、②議決権行使基準の制定、責任投資会議による協議等、行使プロセスの独立性の確保、③法人営業部門から運用部門に対する議決権行使にかかる干渉禁止、④法人営業部門から運用部門に対する人事異動の制限、⑤議決権行使基準、行使プロセス、行使結果の開示——を示している。法人営業部門から運用部門に対する人事異動の制限については2016年暮れに3年ルールを設定した。法人営業の人員は部署を離れて3年以上経過しないと運用部門に移れない。こうした施策によって運用部門の「自治」を確立したという。

グループ企業の議決権行使については外部の議決権行使助言会社を活用している。りそな銀行は同行の議決権行使基準を助言会社に提示、それに基づいて審議を依頼する。その審議結果に従ってりそな銀行は議決権行使を行っている。

(3-3) 投信・投資顧問の取り組み

——野村アセットマネジメントとアセットマネジメントOneの例

野村アセットマネジメントは2016年9月に「利益相反管理方針」を制定し、取締役会の下に利益相反管理統括責任者と独立社外取締役によって構成される「責任投資諮問会議」

を設置すると発表した。利益相反により顧客の利益が損なわれることのないよう検証を行う組織であり、現在は独立社外取締役2人と社内のチーフコンプライアンスオフィサーの3人で構成する。

議決権行使に係る方針の策定、意思決定については責任投資委員会が行っている。経営会議において任命された委員長と、委員長が指名した委員で構成（合計7人）される。ただ、利益相反を伴う議決権行使等については責任投資諮問会議が監督、検証し、必要に応じて、経営会議又は責任投資委員会に改善を勧告し、その内容を取締役に報告する。責任投資委員会には責任投資諮問会議のメンバーが陪席し、利益相反の観点から問題がある場合は速やかに意見を述べることができる。

発足から1年間で責任投資諮問会議は10数回開催され、野村グループの係わったM&A（合併・買収）関連の議案を中心に議決権行使を審議してきた。そのうち、1案件について否決を勧告した。この議案のM&Aは「企業価値を高める」が、「少数株主の利益を毀損する」とした。この勧告を受けた責任投資委員会は再度審議し、議論は分かれたが、1票の僅差で勧告に従う結果となった。

野村アセットマネジメントの議決権行使体制



出所：野村アセットマネジメントのHPより

DIAMアセットマネジメント、みずほ信託銀行の資産運用部門、みずほ投信投資顧問及び新光投信の4社が統合し、2016年10月に発足したアセットマネジメントOneは責任投資委員会を設置し、ここで利益相反を管理している。具体的なプロセスは他の運用会社

と似ており、議決権行使のガイドライン制定・改廃等を審議するほか、スチュワードシップ活動全般について管理する。親会社など利益相反の問題に関しては議決権行使助言会社の助言を求め、独立社外取締役が過半を占める議決権行使諮問会議に諮問し、議決権行使の決定の中立性を担保する。

4 個別開示の情報の受け手の反応

——公的年金と企業年金に温度差

個別開示の恩恵を受けるのは公的年金、企業年金などのアセットオーナーにとどまらず、議決権を行使される立場の上場企業も含まれる。

今のところ、個別開示への反応はそれぞれ違う。GPIFや共済年金、国民年金基金連合会など公的年金は、議決権行使結果の個別開示に関するヒヤリングを積極的に行っている。主要な運用会社は公的年金向けに詳細な資料を作成、それを基に説明を行った。公的年金の関係者の間には「個別開示の広がり、アセットオーナー→運用会社→上場企業というインベストメントチェーンの拡充に資する」との共通した思いがある。

これに対し、企業年金は今のところ、目立った動きはない。運用会社もどれだけの企業年金が個別開示の内容説明を求めたかについて集計しているわけではないので、正確なところはつかめないが、運用会社に積極的に説明を求めた企業年金は「例年よりやや増えた程度」「10基金に1基金程度」「ほとんどない」という。「基金の要請次第で、契約しているファンドについては個別開示をしていたが、これまでも要請は限られていた」ので、運用会社が個別開示を始めたからと言って特段変わらないのは当然ともいえる。

上場企業からの問い合わせは多少増えているようだが、その数は限られる模様。企業との建設的な対話が徐々に進んでいるので、企業側も運用会社の議決権行使への考え方はある程度、予測できるので、個別開示が始まって大きな変化は無いようである。「議案に対し反対した理由を聞きたい」との上場企業の声には「個別開示は企業との建設的な対話を促進するツールと考えたい」（三菱UFJ信託銀行、アセットマネジメントOneなど）と、前向きに受け止める運用会社が多い。

5 今後の課題と対応

課題として全ての運用会社の議決権行使の担当者が口をそろえるのは株主総会の過度な集中。東京証券取引所第1部の上場企業は2千社余り、その約7割が3月期決算といわれる。東証2部、ジャスダックなどを加えると上場銘柄全体は3千社を大きく超え、多数の企業が

6月下旬にかけて株主総会を一斉に開く。運用会社の担当者は上場企業から総会議案書を受け取ってからわずか2-3週間の短い期間に大量の議決権行使を判断しなければならず、全部の議案に十分な時間が割けないという。

(5-1) 人員限られる企業年金では資料チェックには限界

上場企業1社当たり議案数が仮に10件とすれば、東証第1部銘柄だけで6月総会の議案総数は1万5000件にのぼる。運用会社は6月総会の個別開示を8月から10月にかけて自社のHP上に掲載したが、東証第1部全銘柄を組み込むパッシブファンドを手掛ける運用会社の場合、議決権行使結果の開示データはA4サイズで300ページを超えるケースもある。資産運用を1人か、2人、多くて3人程度で管理している企業年金にとってはその膨大なデータを丹念にチェックするのは現実的ではない。

人員の問題などを考えると、個別開示の中身のチェックに労力を注ぐよりも、まずは運用会社の議決権行使に関する方針、利益相反管理の体制、顧客本位に対する本気度などを確認することが重要ではないか。議決権行使のプロセスなどを理解することは、スチュワードシップ・コードが求める企業年金のレベルアップにつながるし、運用会社の行動に対する牽制にもなる。個別開示の詳細については関心のある事案が発生した際に、運用会社の投票行動を確認するといった使い方が妥当だろう。

(5-2) 個別開示に賛否の理由掲載も必要

個別開示の内容は上場企業名、提案者（会社か、株主か）、議案の分類（議案の種類）、賛否などで構成されており、その資料を一読しただけでは内容が分かりにくい。しかも、議案に賛成・反対した理由について記載されていないケースが一般的だ。今回、議決権行使結果を個別開示した56社のうち、何らかの形で行使理由が記入されていたのは14社（国内系が8社、外資系6社）にとどまった。国内系では信託銀行のほか、ニッセイアセットマネジメント、富国生命投資顧問、大和証券投資信託委託など金融グループ系の投信・投資顧問会社を中心だった。残りの運用会社では理由が記載されておらず、個別開示のデータを読んでも、そこからは運用会社の議決権行使の考え方や戦略が伝わってこない。

個別開示の形式については運用会社間で統一されておらず、情報の受け手としてはフォームの統一、さらに加工しやすいエクセルでの提供など開示方法の改善が望まれる。

一部の生保・損保で個別開示に慎重な姿勢が目立った。個別開示しない理由としては投資先との関係悪化懸念をあげている。しかし、他の運用会社でも同様の問題を抱えながら、その解決に取り組んでいる。生保のなかにも個別開示する会社が少なくない。投資先との関係

悪化懸念という理由だけでは説得力に欠けると感じる関係者も多いだろう。個々の事情に特殊性があるのなら、その点についてももう少し突っ込んだ説明が期待される。

（５－３）議決権行使ガイドラインの見直し時期を繰り上げる動き

多くの運用会社は現在、自社の議決権行使ガイドラインを毎年、春に見直し、HPなどで開示している。しかし、春の見直しでは3月期決算会社の総会議案作りには間に合わない。2017年11月2日付の日本経済新聞朝刊は「野村アセットマネジメントは11月1日、例年より約半年早く議決権行使の新たな賛否基準を公表。大和住銀投信投資顧問は2017年の総会で反対票を投じた約350社に手紙を送り、面談を呼びかけている」などと報道した。三菱UFJ信託銀行でもガイドラインを見直す時期の前倒しを検討している。中身の濃い議決権行使、そしてわかりやすい個別開示に向けて取り組むべき課題は多いが、それを実行するうえで、日頃の上場企業との建設的な対話がより重要になっていると言える。

6 おわりに——「実質への深化」にはトップの強い意思が重要

金融庁が2017年10月18日のフォローアップ会議に提出した「コーポレートガバナンス改革の進捗状況」のなかで「株主総会シーズン前から、一部大手運用機関は、個別の議決権行使結果の公表を開始」「株主総会后、他の運用機関の多くにおいても、個別の議決権行使結果の公表を実施」と記載した。スチュワードシップ・コード改訂の大きな狙いは個別開示と利益相反防止であり、その主眼は信託銀行、生保・損保、金融系の投信・投資顧問会社に置かれていた。その大きな山の一部分が動き出したことは一定の成果と金融庁は考えている。

しかし、個別開示や利益相反の管理は大手中心にその体制がスタートしたばかりであり、金融庁の期待する「形式から実質への深化」にはまだ距離がある。「新たな体制の実効性を担保するには、制度に魂を入れる必要がある」とある大手銀行の幹部はいう。コーポレートガバナンス・コードの浸透や今回の個別開示の広がりによって、機関投資家の市場に対する監視力が高まるなか、今後は運用会社のトップの強い意志が試される。

以上

*本稿に関する問い合わせやご意見は以下のEメールアドレスにお願い致します。

s-kubo@nensoken.or.jp

資料1

2017年5月29日に改訂されたスチュワードシップ・コードの原則
(抜粋。下線部分は筆者で、改訂による主な追加部分)

「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 本コードの原則

原則1 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

指針

1-1. 機関投資家は、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その持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るべきである。

1-2. 機関投資家は、こうした認識の下、スチュワードシップ責任を果たすための方針、すなわち、スチュワードシップ責任をどのように考え、その考えに則って当該責任をどのように果たしていくのか、また、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ(インベストメント・チェーン)の中での自らの置かれた位置を踏まえ、どのような役割を果たすのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

1-3. アセットオーナーは、最終受益者の利益の確保のため、可能な限り、自らスチュワードシップ活動に取り組むべきである。また、自ら直接的に議決権行使を含むスチュワードシップ活動を行わない場合には、運用機関に、実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求めるべきである。

1-4. アセットオーナーは、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関の選定や運用委託契約の締結に際して、議決権行使を含め、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を運用機関に対して明確に示すべきである。特に大規模なアセットオーナーにおいては、インベストメント・チェーンの中での自らの置かれている位置・役割を踏まえ、運用機関の方針を検証なく単に採択するのではなく、スチュワードシップ責任を果たす観点から、自ら主体的に検討を行った上で、運用機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確に示すべきである。

1-5. アセットオーナーは、運用機関のスチュワードシップ活動が自らの方針と整合的なものとなっているかについて、運用機関の自己評価なども活用しながら、実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべきである。このモニタリングに際しては、運用機関と投資先企業との間の対話の「質」に重点を置くべきであり、運用機関と投資先企業との面談回数、面談時間等の形式的な確認に終始すべきではない。

原則2 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

指針

2-1. 機関投資家は顧客・受益者の利益を第一として行動すべきである。一方で、スチュワードシップ

活動を行うに当たっては、自らが所属する企業グループと顧客・受益者の双方に影響を及ぼす事項について議決権を行使する場合など、利益相反の発生が避けられない場合がある。機関投資家は、こうした利益相反を適切に管理することが重要である。

2-2. 機関投資家は、こうした認識の下、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、これをどのように実効的に管理するのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

特に、運用機関は、議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、それぞれの利益相反を回避し、その影響を実効的に排除するなど、顧客・受益者の利益を確保するための措置について具体的な方針を策定し、これを公表すべきである。

2-3. 運用機関は、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、例えば、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべきである。

2-4. 運用機関の経営陣は、自らが運用機関のガバナンス強化・利益相反管理に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべきである。

原則3 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

指針

3-1. 機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握することが重要である。

3-2. 機関投資家は、こうした投資先企業の状況の把握を継続的に行うべきであり、また、実効的な把握ができているかについて適切に確認すべきである。

3-3. 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、事業におけるリスク・収益機会（社会・環境問題に関連するものを含む）及びそうしたリスク・収益機会への対応など、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、自らのスチ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。その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができるよう努めるべきである。

原則4 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

指針

4-1. 機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話を、投資先企業との間で建設的に行うことを通じて、当該企業と認識の共有を図るよう努めるべきである。なお、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、当該企業の企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

4-2. パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。

4-3. 以上を踏まえ、機関投資家は、実際に起こり得る様々な局面に応じ、投資先企業との間でどのように対話を行うのかなどについて、あらかじめ明確な方針を持つべきである。

4-4. 機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（集团的エンゲージメント）が有益な場合もあり得る。

4-5. 一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことが可能である。また、「G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則」や、これを踏まえて策定された東京証券取引所の「コーポレートガバナンス・コード」は、企業の未公表の重要事実の取扱いについて、株主間の平等を図ることを基本としている。投資先企業と対話を行う機関投資家は、企業がこうした基本原則の下に置かれていることを踏まえ、当該対話において未公表の重要事実を受領することについては、基本的には慎重に考えるべきである。

原則5 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

指針

5-1. 機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべきであり、議決権の行使に当たっては、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で、議案に対する賛否を判断すべきである。

5-2. 機関投資家は、議決権の行使についての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。当該方針は、できる限り明確なものとするべきであるが、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

5-3. 機関投資家は、議決権の行使結果を、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。

また、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性をさらに高める観点から、機関投資家は、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。それぞれの機関投資家の置かれた状況により、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果を公表することが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきである。

議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の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。

5-4. 機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。仮に、議決権行使助言会社のサービスを利用している場合

には、議決権行使結果の公表に合わせ、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公表すべきである。

5-5. 議決権行使助言会社は、企業の状況の的確な把握等のために十分な経営資源を投入し、また、本コードの各原則（指針を含む）が自らに当てはまることに留意して、適切にサービスを提供すべきである。

また、議決権行使助言会社は、業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関し、自らの取組みを公表すべきである。

原則6 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

指針

6-1. 運用機関は、直接の顧客に対して、スチュワードシップ活動を通じてスチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、定期的に報告を行うべきである。

6-2. アセットオーナーは、受益者に対して、スチュワードシップ責任を果たすための方針と、当該方針の実施状況について、原則として、少なくとも年に1度、報告を行うべきである。

6-3. 機関投資家は、顧客・受益者への報告の具体的な様式や内容については、顧客・受益者との合意や、顧客・受益者の利便性・コストなども考慮して決めるべきであり、効果的かつ効率的な報告を行うよう工夫すべきである。

6-4. なお、機関投資家は、議決権の行使活動を含むスチュワードシップ活動について、スチュワードシップ責任を果たすために必要な範囲において記録に残すべきである。

原則7 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

指針

7-1. 機関投資家は、投資先企業との対話を建設的なものとし、かつ、当該企業の持続的成長に資する有益なものとしていく観点から、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えていることが重要である。

このため、機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきである。

7-2. 特に、機関投資家の経営陣はスチュワードシップ責任を実効的に果たするための適切な能力・経験を備えているべきであり、系列の金融グループ内部の論理などに基づいて構成されるべきではない。

また、機関投資家の経営陣は、自らが対話の充実等のスチュワードシップ活動の実行とそのための組織構築・人材育成に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべきである。

7-3. 対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。

7-4. 機関投資家は、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を適宜の時期に省みることにより、

本コードが策定を求めている各方針の改善につなげるなど、将来のステュワードシップ活動がより適切なものとなるよう努めるべきである。

特に、運用機関は、持続的な自らのガバナンス体制・利益相反管理や、自らのステュワードシップ活動等の改善に向けて、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を定期的に自己評価し、結果を公表すべきである。

資料2：独自調査

日本版スチュワードシップ・コード改訂後の運用会社別の議決権行使結果の開示状況

(出所は各社のHPより。2017年11月15日現在)

○は個別開示、△は集計結果のみの開示、—はその他（不明、日本株投資なしなど）

社名	開示	開示に対する説明・方針等（抜粋又は要旨）
《信託銀行》		
三菱UFJ信託銀行株式会社	○	
みずほ信託銀行株式会社	○	
株式会社りそな銀行	○	
三井住友信託銀行株式会社	○	
野村信託銀行株式会社	△	「議決権行使の考え方」に基づいて議決権行使を行うとともに、年一回、議決権の行使状況を集計し公表
農中信託銀行株式会社	—	農中信託銀行は、運用機関に対し、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果やその理由を開示するように働きかける
《投信・投資顧問会社等》		
アバディーン投信投資顧問株式会社	○	
Acadian Asest Management (Japan)	—	
ACA株式会社	—	ほとんどの投資先企業が未上場企業であり、議決権行使結果の公表については控える
アライアンス・バーンスタイン株式会社	△	要望等に応じ議決権行使結果につき定期的に報告
アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社	△	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
アムンディ・ジャパン株式会社	○	
アント・キャピタル・パートナーズ株式会社	—	投資先企業の大多数が非公開企業であることから、議決権行使の結果については公表を控える
あおぞら投信株式会社	—	議案の主な種類ごとに整理・集計して、ホームページにおいて「議決権行使結果」として開示
アラベスク・アセットマネジメント	—	
アーク東短オルタナティブ株式会社	—	
朝日ライフアセットマネジメント株式会社	○	
アストマックス投信投資顧問株式会社	△	議決権行使結果については、議案の主な種類ごとに整理・集計を行い、ホームページにて開示
アセットマネジメントOne株式会社	○	
あすかアセットマネジメント株式会社	△	種類ごとに整理・集計してウェブサイト・投資家向け資料に定期的に公表。行使に当たって特に考慮した内容・方針があれば別途開示するが、個別企業名は原則として開示しない
アクサ・インベストメント・マネージャー株式会社	○	

Baillie Gifford & Co	○	
パークレイズ投信投資顧問株式会社	—	個別企業の現物株式に投資を行った実績はなく、現時点において投資を行う予定もない
ベイビュー・アセット・マネジメント株式会社	△	中長期的視点で企業価値向上に資すると考えられる有益な対話事例等について、必要に応じて報告
BFCアセットマネジメント株式会社	—	当該選定ファンドに投資している顧客に対して、スチュワードシップ責任をどのように果たしているかについて、年次基準で報告
ブラックロック・ジャパン株式会社	△	議決権の行使および「エンゲージメント」の活動実績について、必要に応じて顧客・受益者に対して個別に開示
BNPパリバ インベストメント・パートナーズ株式会社	△	顧客の要請により、個別議案での議決権行使の記録を開示する用意がある
BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社	○	
Brandes Investment Partners, LP	○	
キャピタル・インターナショナル株式会社	○	
カレラアセットマネジメント株式会社	△	議決権行使結果は、議案の主な種類ごとの集計結果と投資先企業の個別議案ごとの行使結果を定期的に当社のホームページ上で公表。（個別開示は見当たらず）
ちばぎんアセットマネジメント株式会社	○	2017年7-9月総会から個別開示
中銀アセットマネジメント株式会社	△	
Congest S.A.	△	顧客の皆様のご要望に応じて提示
コモンズ投信株式会社	△	主な議案の種類ごとに取りまとめ8月末を目途に開示
クレアシオン・キャピタル株式会社	—	お客様のニーズにあわせて定期的に報告
大和証券投資信託委託株式会社	○	
大和住銀投信投資顧問株式会社	○	
ドルトン・キャピタル・ジャパン株式会社	—	議決権行使の権限が当社に与えられているアカウント、ファンドに関し、諸般の準備が整い次第、適宜議決権を行使し、この結果を公開していく
DBJアセットマネジメント株式会社	—	ファンドの投資先企業と直接対話する機会が限定的である上、その議決権行使等もファンドの運営会社に委ねていることから、議決権行使について予め基準を定めて結果を集計・公表することまでは考えていない
ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社	△	
Dimensional Fund Advisors LP	—	
DSM Capital Partners LLC	—	
イーストスプリング・インベストメント株式会社	○	議決権の指図行使結果については、投資信託協会及び日本投資顧問業協会の規程に従い、毎年、当社ウェブサイトにおいて公表
フィデリティ投信株式会社	○	
ファイブスター投信投資顧問株式会社	△	議決権の行使の結果については、議案の種類ごとに整理・集計し、その議決権行使の結果については当社ホームページにおいて開示
フランクリン・テンブルトン・インベストメント株式会社	—	平成27年5月以降、当社運用資産において国内株式の保有実績はなし。

富国生命投資顧問株式会社	○	
GAMCO Investors, Inc.	△	お客様からのリクエストに応じて、議決権行使に関する情報を提供
株式会社G C I アセット・マネジメント	△	議決権の行使結果の公表については、「顧客・受益者」の個別の事情を踏まえ、適切に対応するよう努める
ゴールドマン・サックス・アセットマネジメント株式会社	○	
Harris Associates L.P.	—	
H C アセットマネジメント株式会社	—	投資先企業の持続的成長に資する議決権行使方針を有するファンドを選定しており、ファンドの選定および定期的なモニタリングの際には、私たちの基本的な考え方との整合性を確認し、議決権の行使状況について説明を求め、その状況を把握する
Hibiki Path Advisors Pte Ltd	—	
Horizon Capital Management S.A.	—	
いちごアセットマネジメント株式会社	—	議決権行使に関して運用会社に助言・推奨を行うが、最終判断者は投資信託との投資一任契約を有する運用会社であるため、議決権行使の内容は私どもからの公表は行わない
いちよしアセットマネジメント株式会社	○	
Indus Capital Partners, LLC	—	ロングショートなどのオルタナ投資。 Voting actions are not publicly disclosed.
Inflection Point Capital Management Co., Ltd	—	
インベスコ・アセット・マネジメント株式会社	△	2017年8月31日付でHP掲載した議決権行使集計表の公表の中で「今年度の個別議案の行使結果については、今後開示を予定しております」と明記
株式会社ジャフコ	—	投資先企業の大多数が未上場企業であるため、議決権行使の結果については公表を控える
日本アジア・アセット・マネジメント株式会社	△	個別企業および議案ごとの行使結果開示については今後検討
JP モルガン・アセット・マネジメント株式会社	△	投資一任契約の顧客から依頼があった場合、当該顧客口座で保有する個別銘柄に関するエンゲージメントの状況について説明
Kabouter Management, LLC	—	
鎌倉投信株式会社	△	法令等で定める運用報告書の交付に加え、運用報告会の開催や月次で発行する運用報告書「結いだより」やホームページ等を通じて受益者に報告
Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.	—	投資先の大半が未上場企業への投資のため、開示しない
合同会社くすのきまさしげ	—	
ラザード・ジャパン・アセット・マネージメント株式会社	○	顧客から要請があった場合、当該顧客に対し議決権行使の記録を提供
Lindsell Train Limited	—	顧客に個別に対応
マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社	△	議決権行使の結果を取り纏め、8月末を目途にホームページ上で公表。また「顧客・受益者」の個別の事情を踏まえ、適切に対応するよう努める

マン・グループ・ジャパン・リミテッド	△	投資先企業ごとの行使結果及び判断基準等に関しては、顧客からの要請により個別に対応することで、説明責任を果たす
Marathon Asset Management LLP	—	
Martin Currie Investment Management Ltd	○	
明治安田アセットマネジメント株式会社	○	
MFS インベストメント・マネジメント株式会社	○	
マイルストーン アセット マネジメント株式会社	—	投資先企業に対する議決権行使状況の公表が、必ずしも運用目標達成に有用な結果をもたらさない場合も想定されることから、公表は控える。但し、投資家からの求めがあった場合には、個別に投資先への議決権の行使状況及び賛否理由を開示
みさき投資株式会社	△	過去一年間の議決権行使結果は、一般社団法人投資顧問業協会のガイドラインに従って主な議案の種類ごとに整理した上で、1年に1度8月を目途に公表
三菱UFJ国際投信株式会社	○	
MU投資顧問株式会社	○	
ナティクシス・アセット・マネジメント株式会社	△	必要に応じて議決権行使結果を定期的に報告
ニューバーガー・バーマン株式会社	—	本年度において当社の運用財産において日本株に関する議決権行使はない。当社の投資一任業務に係る運用財産において日本株に関する議決権行使を行うこととなった場合には、一般社団法人日本投資顧問業協会が定めるところに従い、議案種類別の集計と行使結果の概況を毎年ホームページ等により公表する
Nezu Asia Capital Management Limited	△	顧客の要請に応じて対応
日興アセットマネジメント株式会社	○	
日本コムジェスト株式会社	△	顧客の要請に応じて対応
日本バリュー・インバスターズ株式会社	△	議決権行使の集計結果を顧客・受益者向け報告資料の中で年1回報告するとともに、ホームページ上でも公表
ニッセイアセットマネジメント株式会社	○	
野村アセットマネジメント株式会社	○	
農林中金バリューインベストメント株式会社	—	投資助言のみ
農林中金全共連アセットマネジメント株式会社	△	
Oasis Management Company Ltd.	△	
岡三アセットマネジメント株式会社	△	2017年7-9月に開催された株主総会の議決権行使状況から個別の投資先企業及び議案ごとに公表。 (2017年11月下旬から個別開示を開始)
ピクテ投信投資顧問株式会社	△	議決権行使の結果をホームページ上で公表する他、投資一任顧客の求めに応じて個別開示を行うことで、説明責任に添えていく
パインブリッジ・インベストメント株式会社	○	
株式会社ポートフォリア	○	

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社	—	顧客の運用資産に係る議決権行使の結果については適切に保管し、顧客から要請があった場合には開示する
プルデンシャル・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社	△	
レオス・キャピタルワークス株式会社	△	ファンドの保有状況を推定させてしまうことで受益者利益を損ねる恐れがある
ロベコ・ジャパン株式会社	○	
Ruffer LLP	—	
ラッセル・インベストメント株式会社	△	顧客の求めに応じてより詳細な開示を行うこともある
セゾン投信株式会社	—	FOF
Sarasin & Partners LLP	—	
さわかみ投信株式会社	△	議決権行使の結果については個別開示を行う
SBIアセットマネジメント株式会社	△	議決権行使状況にかかる透明性を高めるために、全投資先企業を対象に、投資先企業ごとに、個別の議案について公表
シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社	○	
セイリュウ・アセット・マネジメント株式会社	—	再委託先やファンド運用機関が議決権行使に対する基本的考え方や方針を公表していることおよび適切な議決権行使が行われていることを、運用戦略毎に確認します。再委託先・投資先ファンドの議決権行使結果は投資家の要望に応じて個別に開示する方針
池田泉州投資顧問株式会社	○	
しんきんアセットマネジメント投信株式会社	△	
新生インベストメント・マネジメント株式会社	—	2016年7月から2017年6月までの議決権行使はなし
シオズミアセットマネジメント株式会社	—	顧客の要請に応じて対応
シンプレクス・アセット・マネジメント株式会社	△	
損保ジャパン日本興亜アセットマネジメント株式会社	○	
スパークス・アセット・マネジメント株式会社	○	
ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社	○	
株式会社ストラテジックキャピタル	○	
三井住友アセットマネジメント株式会社	○	
三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社	○	
タイヨウ・パシフィック・パートナーズLP	△	顧客に対しては、要望に応じて個別企業毎の議決権行使結果も開示
Tiburón Partners LLP	—	
東海東京アセットマネジメント株式会社	—	議決権行使対象なし

東京海上アセットマネジメント株式会社	○	
TORANOTEC 投信投資顧問株式会社	—	議決権行使対象なし
T&Dアセットマネジメント株式会社	○	
T. ロウ・プライス・インターナショナル・リミテッド (東京支店)	○	
UBSアセット・マネジメント株式会社	○	個別銘柄の検索方式、国内では2017年8月から開示
ウェリントン・マネジメント・ジャパン・ピーティーイー・リミテッド	△	2018年から個別企業に係る議決権行使結果を公表する予定
ウエルインベストメント株式会社	△	ベンチャーキャピタル
株式会社ウィズ・パートナーズ	△	非公開企業である投資先に係る議決権行使については、出資者からの要望があった場合には、議決権行使の集計結果及び個別の投資先企業の議案ごとの賛否とその理由について開示する方針ですが、公表は控える
WMパートナーズ株式会社	—	投資先企業の大多数が非公開企業であることから、議決権行使の結果については原則公表を控える
株式会社ユキ・マネジメント・アンド・リサーチ	△	個別開示については、お客様からのリクエストがあれば開示する方針
《生保・損保会社》		
アフラック (アメリカンファミリー生命保険会社)	△	議決権行使については「資産運用者」である運用受託機関に委ねますが、原則として、各社が議決権の行使について明確な方針を持っていることを確認し、行使状況について報告を求める
あいおいニッセイ同和損害保険株式会社	△	投資先企業ごとの議決権行使結果は、当該企業との建設的な対話などに影響を及ぼす可能性があるため、公表を控える
朝日生命保険相互会社	○	個別の投資先企業および議案を全件開示する場合、当社の投資行動に対する憶測により株価への影響が生じるなど、ご契約者利益を損ねる可能性もあることから、会社提案に反対した議案についてのみ開示する。特別勘定の国内株式運用は朝日ライフアセットマネジメントへ投資一任契約しており、朝日ライフAMで個別開示
アクサ生命保険株式会社	△	議決権行使結果については集計表に加え、個別の投資先企業及び議案ごとに定期的にホームページで公表 (個別開示は2018年8月頃)
大同生命保険株式会社	○	議決権行使の結果については主な議案種類ごとの集計表、個別の投資先企業別・議案別結果をホームページ等で公表
富国生命保険相互会社	○	個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果を個別開示することは、可視性を高める観点から意義があると考えており、下記イ)及びロ)に係る議決権の行使結果について議案の主な種類ごとに整理・集計することに加え、個別の投資先企業及び議案ごとにホームページ等で公表。 イ) 特別勘定における投資先企業に係る全ての議案 ロ) 一般勘定における投資先企業のうち、当社の株主順位や投資規模から機関投資家としての説明責任がより強く求められる重要性の高い投資先企業に係る全ての議案
フコクしんらい生命保険株式会社	○	議決権の行使結果については、議案の主な種類ごとに集計することに加え、個別の投資先企業および議案ごとにホームページ等で公表
株式会社かんぽ生命保険	○	議決権行使結果について、自家運用分と委託運用分を合わせて議案種類ごとの集計表に加え、個別の投資先企業および議案ごとに公表
マニユライフ生命保険株式会社	○	当社は運用受託機関に議決権行使を委ねますが、各社の議決権行使の方針を確認し、必要に応じて各社と協議を行う。一般勘定で保有する国内上場株式の議決権行使結果については、当社のホームページにて公表

明治安田生命保険相互会社	○	特別勘定については個別の議決権行使結果を公表。一般勘定については、個別の議決権行使結果を公表していませんが、理由は「一般勘定の議決権行使の取組みについて」に記載
メットライフ生命保険株式会社	△	議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、顧客等に対して年に1度以上報告
三井生命保険株式会社	△	個別開示は投資先企業との対話活動の妨げとならないか、銘柄によっては個別の議決権行使が他の投資家の投資行動に影響を与えないか等、様々な影響により当社のお客さまの利益を損ねないか慎重に見極める必要があると考え、個別開示の実施を見送っている
三井住友海上火災保険株式会社	△	個別の投資先企業ごとの議決権行使結果は、当該企業との建設的な対話等に影響を及ぼす可能性があるため、公表を控える
日本生命保険相互会社	△	投資先企業との対話活動に悪影響が生じないか、企業の長期的な成長を阻害しないか、当社が反対した企業の株式を売却するとの憶測から株価が下落しないかなど、個別開示が与える影響を見極める必要がある（匿名で議決権行使の具体的事例を多数紹介）
損害保険ジャパン日本興亜株式会社	△	当社の一連のスチュワードシップ責任を果たすための上記活動全体への影響を総合的に考慮し、個別の議決権の行使状況については、開示を控える
ソニー生命保険株式会社	○	議決権の行使結果につきましては、個別の投資先企業および議案ごとに公表
住友生命保険相互会社	○	議決権の行使結果は、議案の主な種類ごとに行使結果を集計した表、企業毎・議案毎の行使結果および事例を公表
太陽生命保険株式会社	○	議決権行使結果については、議案の種類ごとに分類した集計表および会社別・議案別の行使結果を定期的に公表
第一生命保険株式会社	○	議決権行使結果については集計表形式に加え、個別の投資先企業及び議案毎に公表
ジブラルタ生命保険株式会社	△	
ブルデンシャル生命保険株式会社	△	
東京海上日動火災保険株式会社	△	議決権の行使結果の開示については、個別取引情報の管理の観点から個別企業名の公表は控える

・調査の実施は2017年1月15日までの約1カ月間。

・掲載企業は信託銀行6社、投資・投資顧問会社等は124社、生命保険・損害保険会社は22社の合計152社。国内系は87社、外資系は65社。

・調査対象は金融庁HP上の「『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～」を受入れた機関投資家のリストに掲載された企業。

・ただし、一部のグループ企業については代表1社に絞った。経営破たん、合併・買収のあった企業などは除外した。資産運用をしていない証券会社も除外した。その他連絡の取れない企業も除外した。