

国内外経済の動向

日本のコーポレートガバナンス改革と機関投資家の役割

【ポイント】

1. コーポレートガバナンス改革の中心の1つとして、2014年に日本版スチュワードシップ・コードが導入され、その後も実効性を高めるべく、改訂が行われてきた。
2. エンゲージメントにおいては企業の増配や、議決権行使の透明性向上などをテーマに、企業と機関投資家の相互理解に向けて対話を行っている。
3. 議決権行使については、SSC署名機関はその結果を開示すべきとされた2017年以降、個別議案を十分に精査し賛否を投じている傾向がみられる。
4. 配当性向は2014年以降、機関投資家保有比率が高い企業ほど高まっており、機関投資家のスチュワードシップ活動が貢献している可能性が考えられる。

戦後最長となった第2次安倍政権の経済政策「アベノミクス」の3本の矢の一つである成長戦略の一つの柱としてコーポレートガバナンス改革が推進され、機関投資家によるスチュワードシップ活動がより活発化している。本稿では、このコーポレートガバナンス改革を振り返るとともに、機関投資家によるスチュワードシップ活動の内容や効果を整理する。

1. コーポレートガバナンス改革の概要

コーポレートガバナンス改革は、2014年2月に金融庁から公表された日本版スチュワードシップ・コード（SSC）及び、2015年5月に東京証券取引所から公表されたコーポレートガバナンス・コード（CGC）がその中心を担っている。SSCは、日本の機関投資家が投資先上場企業との対話などを通じて、企業価値の向上や持続的な成長を促すことで、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることを意図し、CGCは、上場企業による社外取締役の選任や、政策保有株の見直しを進めることによる実効的なコーポレートガバナンスの実現を通じて、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を目指している。このように、機関投資家と企業の双方の取り組みによって、好循環を実現し、経済全体の成長を企図するものである。

SSCにおいて、「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のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な『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』の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」と定義されている。2023年4月末時点でこのSSCの受け入れを表明した機関投資家は324機関となり、スチュワードシップ責任を果たすべく活動を行っている。

また、SSCは導入から3年が経過した2017年7月には、さらに実効性を高めるべく改訂が行われた。この改訂は、コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へ深化させていくことを目的とし、「アセットオーナーによる実効的なチェック」「運用機関のガバナンス・利益相反管理等」「パッシブ運用における対話等」「議決権行使結果の公表の充実」「運用機関の自己評価」等について、「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」における意見書を受け、スチュワードシップ・コードに関する

る有識者検討会における議論を経てなされたものである。機関投資家による議決権行使の公表を充実させるよう示しており、原則として、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権行使結果を公表すべきあり、併せてその賛否の理由も公表することは、可視性を高めることに資するとしている。

加えて、改訂から3年経過した2020年3月に公表された再改訂版においては、投資においてESG要素を考慮することは、事業におけるリスクの減少のみならず収益機会にもつながるといった指摘を踏まえ、投資の際にサステナビリティに関する課題を考慮し、方針として明確に示すべきとした。このように、SSCは2014年の策定以降、その実効性を高めるべく、改訂を行ってきた。

2. 機関投資家によるスチュワードシップ活動の概要

機関投資家によるスチュワードシップ活動は、エンゲージメントと議決権行使によって行われる。機関投資家は投資先企業とのエンゲージメントといった双方向の対話によって、課題を洗い出し、共有し、改善への働きかけを行う。エンゲージメントを行っても課題が改善されない場合に、議決権行使による意見表明、すなわち反対票を投じるという行動で改善を促している。以下では、機関投資家がどのようなテーマでエンゲージメントを行っているかを確認するとともに、機関投資家の議決権行使の状況がどのように変化しているかを確認する。

(1) エンゲージメントにおけるポイント

エンゲージメントについては、機関投資家と投資先企業間で行われるため、その内容を個別詳細に確認することはできない。ただし、当社も参加する生命保険協会における「スチュワードシップ活動ワーキング・グループ」及び「ESG投融資推進ワーキング・グループ」では、企業及び投資家に対するアンケートを行い、その結果をもとに、株式市場の活性化と持続可能な社会の実現に向けた、企業及び機関投資家による取り組みに資するべく、提言を行っている。また、スチュワードシップ活動ワーキング・グループの参加各社が協働し、テーマを設け、投資先企業に対して課題意識を伝える協働エンゲージメントを行っているため、これを確認しポイントを整理する。

図表1は、2023年4月に公表された2022年度の提言項目及び2022年12月に公表された協働エンゲージメントの概要である。機関投資家には顧客等の資金提供者から受託した資

図表1. 提言項目及び協働エンゲージメントのテーマ

株式市場の活性化および持続可能な社会の実現に向けた提言		
	提言内容	提言先
経営目標/財務戦略	① 中長期的な株主還元拡大(配当性向30%以上) ② 資本コストを踏まえたROEの目標設定と水準向上	企業
ガバナンスの向上	③ 社外取締役任期期待役割・実績についての情報開示充実	
対話の質の向上	④ 経営戦略と連動した人的資本、知的財産への投資を含む中長期的な投資戦略の情報開示・対話充実	投資家
	⑤ 経営層による対話への関与推進 ⑥ 企業に対する深い理解に基づく対話、企業の課題解決に資する中長期視点での対話を推進	
議決権行使	⑦ 反対比率が高い議案に対する説明充実	企業
	⑧ 議決権行使プロセスの透明性向上	投資家
ESG取組推進	⑨ 統合報告書等を通じた、ESGを含む非財務情報の更なる開示	企業
	⑩ ESG取組を含む、持続的な成長を実現するための中期経営計画の策定	企業 投資家
	⑪ 気候変動に伴う影響に関する企業の情報開示充実及び投資家による企業評価等への情報活用への促進、企業・投資家双方の温室効果ガス削減目標の策定検討	
	⑫ 省庁横断的なESG取組促進策の打ち出し ⑬ カーボンニュートラルの実現に向けた、政策的な支援の更なる拡充	政府

協働エンゲージメント	
テーマ	対象
株主還元の充実	財務内容が健全で、営業CFに対する投資CFの比率が低く、長期に亘り配当性向が30%未満の企業
ESG情報の開示充実	時価総額上位300社のうち、財務情報と非財務情報の統合的な開示等を行っていない企業
気候変動の情報開示充実	温室効果ガス排出量上位約50社を対象

(資料)生命保険協会資料より富国生命作成

金に関して、目的に応じたリターンを獲得する義務があり、その中で配当などの株主還元は投資リターンの中心を担う。提言①は企業に対して、中長期的に配当性向 30%以上となるように株主還元の拡大を求める提言である。機関投資家に対するアンケートによれば、76%の機関投資家が、株主還元・配当水準に満足しておらず、63%の機関投資家が中長期的に配当性向 30%以上を期待する一方、48%の企業は配当性向が 30%未満に留まっている。こうした状況を映して、協働エンゲージメントでは、株主還元の充実をテーマの一つとし、財務内容が健全で、営業キャッシュフローに対する投資キャッシュフローの比率が低く、長期に亘り配当性向が 30%未満の企業に対して、生保各社連名で課題意識を伝えている。当期利益のうち配当されなかった資金は、内部留保され、次期以降の事業へ投資されるため、必ずしも全てを配当として還元すればよいものではないが、過度な内部留保を避けつつ投資リターンを高めるために、収益性の向上も含めて増配を企業に求めるべきだろう。

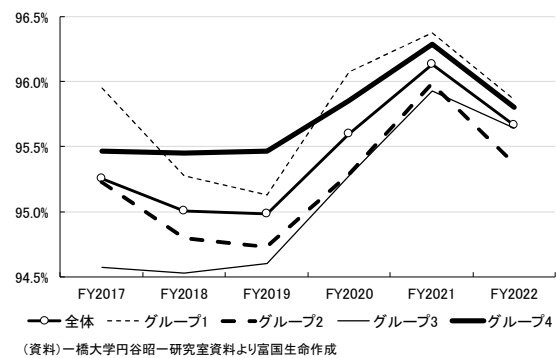
また、株主総会における議決権行使後の対応についても、企業に対して提言を行っている。提言⑦は、過年度の株主総会において反対が多かった議案について、反対理由を分析し、機関投資家との対話における説明や、招集通知書での説明を充実させることを企業に求める提言である。アンケートでは、対話での説明を期待する機関投資家が 72%であるのに対し、実施している企業は 35%に留まった。また、招集通知書での説明の充実を期待する機関投資家は 42%、実施している企業は 20%となった。一方、提言⑧は、機関投資家に対する提言であり、議決権行使基準や、賛否理由を含む議決権行使結果の開示の充実によって、議決権行使プロセスの透明性向上を求めるものである。企業及び機関投資家の約半数が、対話などによって個別企業の実態を踏まえて議決権行使を行うことが重要であると認識している。また、約 3 分の 1 の企業が、賛否理由も含め、議決権行使基準の開示の充実を求めている。このように、事前のエンゲージメントによる相互理解が肝要であるとともに、機関投資家が議決権を行使しその結果と賛否理由を開示することは、企業への働きかけとして重要な手段であることがわかる。

(2) 議決権行使結果の動向

近年、企業経営に対して自らの考えを表明して積極的に関わる「物言う株主（アクティビスト）」の存在感が増す中、「物言わぬ株主」も個人投資家、機関投資家問わず、一定数存在すると考えられる。しかしながら、当社を含む機関投資家は、投資先の分析やエンゲージメントの結果を踏まえ、状況に応じて議決権を行使してきた。そして、機関投資家のスチュワードシップ活動は経験の蓄積などもあり、年々高度化していると推察される。SSCの改定によって署名した機関投資家に対して議決権行使結果の開示が求められた、2017年以降の議決権行使の状況を確認したい。

株主が意思表示をする際の代表的な項目として、取締役選任議案が挙げられる。取締役選任議案への反対理由をみると、社外取締役の人数が少ないため社内取締役へ反対票を投じるものや、女性取締役の人数が少ないため男性取締役に反対票を投じるなど、取締役会の構成そのものへの意見もある一方、ROE（自己資本利益率）などの指標が基準を満たさなかったために反対票を投じるなど、会社経営全般への意思表示を取締役選任議案において行っていることが確認できる。図表 2¹は、機関投資家保

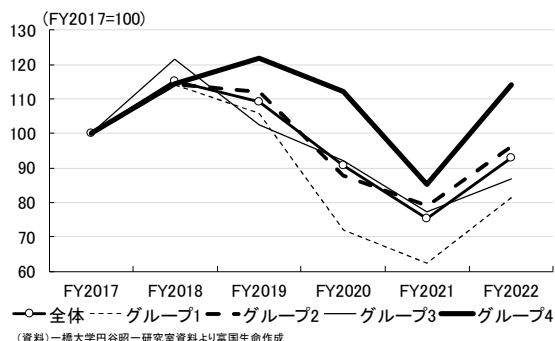
図表 2. 賛成率の平均の推移



¹ 図表2~4における機関投資家保有比率は、東証プライム上場企業を対象とし、2017年度から2022年度までの平均値で分類。機関投資家保有比率の対象期間平均の最大値は96.7%、第三四分位値は53.0%、中央値は40.1%、第一四分位値は27.1%、最小値は1.8%。
賛成率は、対象期間を通じてデータが確認できた東証プライム市場上場の1,041社を対象とし、当年度の株主総会における取締役等の賛成率の単純平均を当該企業の賛成率とした平均。外れ値の影響を排除するため賛成率下位5%未満を下位5%値に調整。図表3の分散についても同様。

有比率の高低で4つのグループに分けたうえで、2017年以降の株主総会における会社提案の取締役選任議案への賛成率の平均の推移を示したものである。賛成率の平均は、各年9割を超えており、ほとんどの会社提案議案が可決されている。直近の賛成率は、最も機関投資家保有比率が低いグループ1、最も機関投資家保有比率が高いグループ4の順に高く、機関投資家が、より議案に反対している傾向は確認できない。しかしながら、賛成率のばらつきについて、2017年度を100として賛成率の分散の推移を示した図表3をみると、機関投資家保有比率が高い企業ほど、そうでない企業に対して結果にばらつきが出るようになっていることが確認できる。機関投資家においては、2017年度以降、これまで以上に個別議案を精査し、状況に応じて反対票を投じる状況が増加していると推察される。

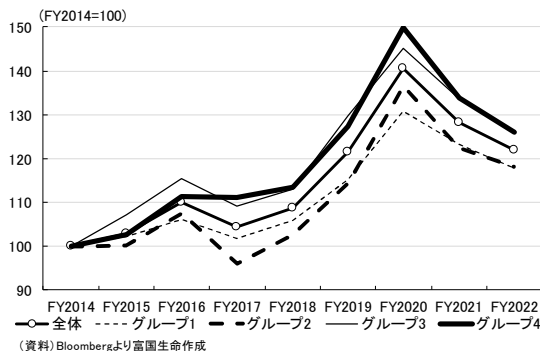
図表3. 賛成率の分散の推移



3. 企業の配当還元行動の変化

これまで確認してきたように、2014年のSSC導入以降、機関投資家はエンゲージメントや議決権行使によって、企業の中長期的な成長に向けたメッセージを送ってきた。生命保険協会における協働エンゲージメントのテーマからもわかるように、配当還元は株式投資におけるリターンの中心であり、重要なテーマである。図表4は、配当性向（配当金÷当期純利益）について、2014年度を起点として指数化したものであるが、2014年度から2020年度まで配当性向を高めていることが確認できる。企業の配当還元には下方硬直性も指摘されており、新型コロナウイルス感染症拡大によって企業収益が大幅に悪化した2019年度や2020年度においても、配当性向を大幅に高めることで、配当額を維持させる企業の行動が伺える。その後、業績が回復するにつれ、2021年度、2022年度と配当性向は低下しているものの、SSCが導入された2014年度と比較すれば、配当性向は上昇傾向にあるといえるだろう。そして、機関投資家保有比率で分類したグループごとにみると、その上昇幅は、グループ1及び2に比べ、グループ3及び4の方が高く、機関投資家の保有割合が高い企業の方が配当性向を高めていることがわかる。機関投資家によるスチュワードシップ活動によって、企業の配当還元姿勢が変化している可能性が考えられる。

図表4. 配当性向の平均の推移



4. まとめ

機関投資家は委託された資金の運用において、中長期的に安定した収益を獲得し、資金の委託者へ還元することが求められる。本稿で確認した通り、これまでの活動については、企業への行動変容を通じて、リターンの拡大に貢献しているのではないかと考える。しかしながら、スチュワードシップ活動は、ESGやサステナビリティの考慮など、その内容は日々変化及び多様化しており、リターンの拡大をもたらすために、スチュワードシップ活動を通じて、今まで以上にステークホルダー間の相互理解を深める必要があるだろう。今後も、スチュワードシップ活動が効果的に行われ、企業価値向上や株主還元の増加を通じ、資金の委託者へ還元されていくことを期待したい。

(財務企画部 五味 麦大)