

三極化する日本企業の機関投資家との対話

明 田 雅 昭

本年十月現在、二〇一八年三月期決算企業に対

する議決権行使結果の個別開示を行った主要機関投資家は五十社を超えている。個別開示データを

分析したところ、日本企業の機関投資家との対話

は、求めずとも対話になる企業（対話実現企業）、

求めれば対話できる企業（対話圏内企業）、対話

する相手がいない企業（対話圏外企業）の三極分

化状態にあるようだ。企業統治改革をより実質化

していくためには、この認識を基礎において調

査・研究、施策立案していくことが重要になる

う。⁽¹⁾

一、機関投資家の議決権行使

日本での機関投資家の議決権行使の本格化は、

二〇〇二年に投資顧問業協会が、二〇〇三年に投

資信託協会が加盟会社に対して議決権行使をより

適正かつ体系的に行うことを促すための指針を発

出したことから始まった。それ以来、各運用会社⁽²⁾

は議決権行使基準を策定し、それに則り議決権を

行使して結果を協会に報告するようになった。そ

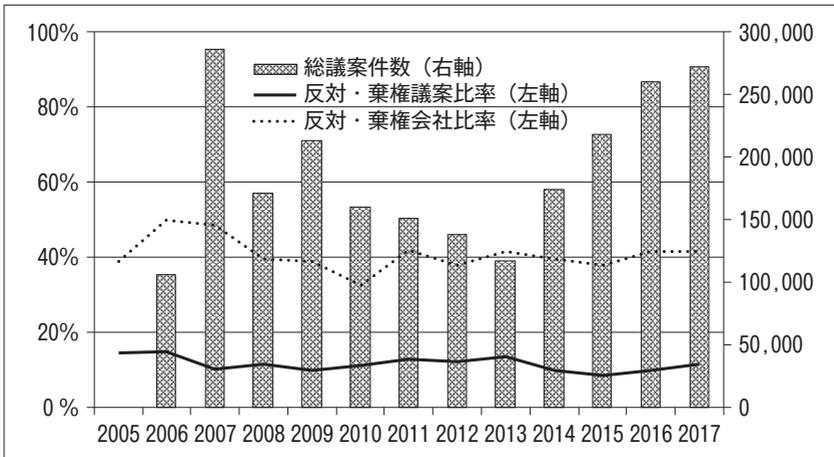
して、協会が集計結果を毎年公表する慣行が確立

された。

図表1は投資顧問業協会が加盟会社の議決権行使結果を集計したものである。図表1をみると、総議案件数は少なくとも十万あり、最近では二五万を超えている。反対・棄権議案比率は一〇%前後で推移しており、この傾向は一〇年以上変わっていない。反対・棄権会社比率は概ね四〇%で推移しており、これも安定的な傾向を示している。

投資顧問業協会は議案種類別に集計した反対・棄権比率も公表しているが、退職慰労金支給をはじめとして、監査役選任や新株予約権発行、株式発行や買収防衛策に対する反対・棄権が多い傾向は一貫している。全体的には、日本の運用会社は過去一〇年以上にわたり、同様な議決権行使を行ってきたような印象である。一般の投資家や企業が把握できるのは、このような集計情報だけであり、細部に踏み込んだ議決権行使の実態は知る

図表1 投資顧問会社議決権行使の総議案数および反対・棄権比率



〔出所〕 投資顧問業協会

よしもなかった。

二、議決権行使の個別開示と分析 用データ

現在進行中の企業統治改革の両輪は、機関投資家が遵守すべき規範であるスチュワードシップ・コード（以下、「SSコード」と企業が遵守すべき規範であるコーポレートガバナンス・コード（以下、「CGコード」）である。SSコードは二〇一四年二月に制定され、主立った運用会社は、ほとんどすべてが即座に準拠表明した。SSコードの指針五―三では、機関投資家は議決権行使について議案種類別の行使結果集計を公表すべきとしたが、個別議案の行使結果開示までは踏み込まなかった。三年後の二〇一七年五月にはSSコードの改訂が行われ、指針五―三に議決権行使結果

の個別開示を求める文章が追加された。これはSSコード準拠運用会社にとって事実上の義務化であり、二〇一七年六月の株主総会シーズン終了後、多くの運用会社が個別開示を始めた。

一橋大学大学院の円谷昭一研究室がこれらの運用会社による三月決算企業に対する議決権行使の個別開示データを収集し、EXCELデータとしてホームページ上に公開している。公開データは「保有銘柄一覧 (portfolio ファイル)」と「個別行使結果 (result ファイル)」の二種類である。前者は企業がどの運用会社から議決権行使をされたかだけを表示した比較的小さなファイルである。運用会社からみれば、自社のポートフォリオが保有している銘柄の一覧表である。後者は子議案ごとに運用会社ごとの賛成・反対・棄権の情報を収録した巨大なファイルで、子議案別、親議案別、会社別の賛成・反対・棄権比率などが計算でき

る。本稿では、これらを総称して円谷ファイルと呼ぶ。

本稿の分析では二〇一八年三月決算企業を対象とした十月一五日更新の円谷ファイルを使用した。まだ個別開示を発表していない運用会社もあるようだが、四信託銀行をはじめ、主要な投資顧問会社と生命保険会社を含む五四社をカバーしている。一方、企業については二、三九四社を収納している。二〇一八年三月末の東証上場会社数は約三、六〇〇社であるから、その三分の二が三月決算企業であるということだ。

この portfolio ファイルを観察すると、運用会社から受けた議決権行使の数がゼロないし数件である企業が多くある一方で、一五件を超える企業も多くあり、むしろ後者の方が明らかに多いということに気づく。運用会社から建設的な対話が可能で企業数は多くみても五百くらいという声がよく聞かれる。この一見、矛盾する状況はTOPIXインデックス運用によるのではないかと思われる。つまり、東証一部企業はTOPIXインデックス運用を行う運用会社によって保有されており、そのような運用会社が一五社より多いということを示唆しているのではないか。東証一部企業は、真剣な建設的な対話の対象となった上で議決権行使を受ける企業と、インデックス運用の関係で保有されて議決権行使を受けるその他の企業に二分されているかもしれない。一方、東証一部以外の企業はTOPIXの対象外であり、その企業規模から運用会社の投資対象となりにくく、例外を除いて、ほとんど保有されていないのかもしれない。このように議決権行使という視点からすると日本の上場企業は三極分化されている可能性が高い。

次節以降ではこの検証を行う。

三、TOPPIXインデックス運用の対象企業と運用会社

円谷ファイルは三月決算企業を対象としたデータベースなので本稿の分析も三月決算企業に絞ることにした。二〇一八年三月末時点でTOPPIXを構成する企業（以下、「TOPPIX企業」）のうち三月決算企業を調べると一、四五四社であった。

portfolio ファイルで確認すると、これらの企業すべてを保有している運用会社が主要四信託銀行を含めて一一社あった。さらに三井住友トラストアセットマネジメント（以下、アセットマネジメント）は「AM」と略す）と第一生命保険は一、四五三社であったが、足りない一社は、前者がグループ企業であり、後者は第一生命保険自らで

あった。この二つの運用会社は前述の一一社と同等と見なせる。他にも一、四〇〇社以上を保有している運用会社が三社あった。

次に、TOPPIXインデックス運用を行っている運用会社とその運用資産規模を確認した。運用資産規模を確認するのは、ある程度の規模があれば完全法の運用となり、TOPPIX企業をすべて保有するようになると考えられるからである。TOPPIXインデックス運用を、年金合同口（信託銀行合同口および生命保険会社特別勘定）、GPIF、GPIF以外の主要八公的年金、ETF、公募投資信託、DCとSMAで調べたところ二五社が特定された。

図表2は、①TOPPIXインデックス運用会社、あるいは②TOPPIX企業のうち千社以上を保有している運用会社、のいずれかの条件を満たしている二七社について、TOPPIX企業の保有

三極化する日本企業の機関投資家との対話

図表 2 TOPIX インデックス運用会社と保有社数

(金額単位：億円)

番号	運用機関	年金 合同口	GPIF	8 公的 年金	ETF	公募 投信	DC と SMA	TOPIX 企業 保有社数
1	三菱 UFJ 信託	6,751	70,602	12,795				1,454
2	三井住友信託	7,032	38,520	32,839				1,454
3	りそな銀行	2,299		9,855				1,454
4	みずほ信託	4,145		3,412				1,454
5	アセットマネジメント One		95,623	13,781	1,559	175	1,485	1,454
6	野村 AM				82,637	105	2,444	1,454
7	大和証券投信委託				39,048	114	988	1,454
8	日興 AM				36,070	403	450	1,454
9	三菱 UFJ 国際投信				10,482	811	1,214	1,454
10	りそな AM						170	1,454
11	ステートストリートグローバル						54	1,454
12	三井住友トラスト AM					399	1,334	1,453
13	第一生命保険	271						1,453
14	大和住銀投信投資顧問							1,432
15	マンユライフ AM							1,428
16	アムンディ					23		1,411
17	ニッセイ AM					322		1,393
18	三井住友 AM					45	263	1,255
19	住友生命保険	323						1,254
20	しんぎん AM					35		1,237
21	明治安田 AM						72	1,000
22	東京海上 AM						218	901
23	富国生命保険	104						513
24	ブラックロック		69,607		2,062			未開示
25	農中全共連 AM					542		非開示
26	日立投資顧問						186	非開示
27	日本生命保険	74						非開示

(注 1) 8 公的年金とは、地方公務員共済連合会、全国市町村職員共済組合連合会、公立学校共済組合、警察共済組合、東京都職員共済組合、国家公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団、地方職員共済組合（ただし、最後の 2 年金では TOPIX インデックス運用は確認できなかった）

(注 2) データ日付けは年金合同口・GPIF・8 公的年金は 2018 年 3 月 31 日、ETF と公募投信は 2018 年 10 月 12 日、DC と SMA は 2018 年 10 月 16 日

[出所] 年金合同口は年金情報 No.766 (2018.5.7) と年金情報 No.768 (2018.6.4)、GPIF は平成 29 年度業務概況書、8 公的年金は各基金の平成 30 年度積立金運用報告書、ETF と公募投信および DC と SMA はモーニングスター社ホームページから取得したデータから筆者が計算。TOPIX 企業保有社数は円谷ファイルから筆者作成

社数の大きい順に掲載したものである。大和住銀
投資投資顧問とマニユライフAMはTOPIXイ
ンデックス運用が確認できなかったが、運用戦略
の一部として、結果的にTOPIX企業をほとん
ど保有しているのかもしれない。世界的なイン
デックス運用会社であるブラックロックは、十月
一五日時点では個別開示をしていなかった。

本節の結論は、東証一部企業は第一生命保険ま
での一三社に必ず保有されていて、加えてしんき
んAMまでの七社にも保有されている可能性が高
いということである。

四、東証一部以外の企業の議決権 行使

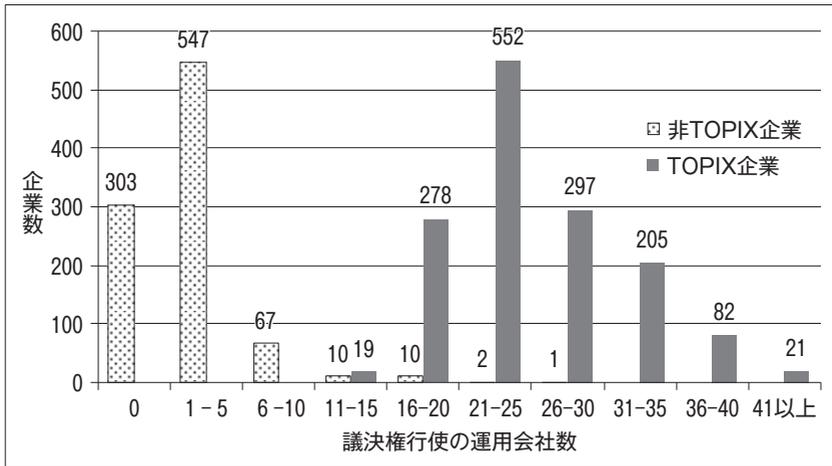
TOPIX企業とそれ以外の企業（以下、「非
TOPIX企業」）で議決権を行使した運用会社

数を確認したのが図表3である。

TOPIX企業では一六社以上の運用会社から
議決権行使された企業は九八・七%にあたる一、
四三五社であった。一方、非TOPIX企業九四
〇社のうち、議決権行使の運用会社が一五社以下
だったのは九八・六%にあたる九二七社であっ
た。運用会社の議決権行使が全くない企業も三〇
三社あった。

TOPIXは日本株式投資のベンチマークイン
デックスになっている。インデックス運用が隆盛
である昨今、TOPIX企業であれば、多くの運
用会社に安定的かつ継続的に保有されることにな
る。一方、非TOPIX企業を保有する運用会社
は小型株運用に特化した数少ない会社に限定され
よう。そして、小型株運用担当者のアクティブ判
断によって対話するより売却する選択となって、
継続的に保有されるとは限らないだろう。

図表3 三月決算企業の議決権行使運用会社数の分布



【出所】 円谷ファイルから筆者作成

多くの非TOPIX企業は、企業統治の体制を整えて、CGコード基本原則五が求める「株主との間で建設的な対話」を行おうにも、対話する相手の運用会社がほとんどいない「対話圏外企業」とも呼び得る状況にあると思われる。これらの企業は五節以下の分析では対象外とする。

五、TOPIX企業内での分化の可能性

本節では、TOPIX企業の中でも実際に対話が行われている企業とそうではない企業の分化がある可能性を調べる。

SSコード改訂版では、指針四―二にパッシブ運用でも「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」旨の文章が追加された。このパッシブ運用は事実上、構成

銘柄が二千を超えるTOPIXインデックス運用のことであり、指針四―二の追加を議論した金融庁のフォローアップ会議では二千社に対する対話は不可能である旨の指摘が何度も行われた。⁴⁾これらの指摘内容を見ると、実際に運用会社が対話を行っている、あるいは行える企業の数はいずれも五百社程度とみられているようだった。

投資顧問業協会の加盟会社向けアンケート調査⁵⁾や東京証券取引所発行のコーポレート・ガバナンス白書⁶⁾によると、機関投資家と対話している企業は優に千社を超えているが、これらの「対話数」には証券アナリスト協会が主催する「アナリスト向けIRミーティング」のような、必ずしも双方向的でないものも多く含まれていると思われる。そこで、企業のIR活動に関するアンケート結果から専任部署を設置した上でIR活動を行っている企業数を確認した。

日本IR協議会は毎年IR活動の実態調査を行っている。最新の第二五回調査では、二〇一八年一月現在の全上場企業にアンケートを送付し回答があったのは一、〇〇六社であった。そのうちIR実施企業は九八一社で、IRの専任部署がある企業は五四・三%（五三三社）との回答だった。

生命保険協会による「株主価値向上に向けた取り組み等についてアンケート」の平成二九年度調査⁷⁾では企業向けとして主要な上場企業一、一三六社にアンケートを送付し、五八一社の回答を得ている。投資家との対話活動に関する質問で、対話活動を専任で行う人員は「〇人（なし）」が三八・二%であった。つまり、専任者を置いて株主・投資家と対話を行っているのは三五九社という計算になる。

GPIFは「目的を持った建設的な対話の実態

把握」も主要目的の一つとしたアンケートを行っている。⁽⁸⁾最新の第三回調査は二〇一七年一二月一五日時点の東証一部企業を対象に実施され、回答社数は六一九社（三〇・二％）であった。このアンケートは、IR活動での面談件数に加えて、ほとんどの質問が実際に運用会社との接触がない企業では答えることが難しい構成になっていた。

これらのアンケート結果を見る限り、CGコードとSSコードが想定する建設的な対話が行われた上で議決権行使がされる企業は、せいぜい東証一部企業の三分の一程度ではないかと思われる。また、本格的なIR活動がない企業も三分の一以上は存在していて、残りが中間的な性格の企業であると仮定してもそれほど間違いではなさそうである。

六、アナリスト数と対話の活性化

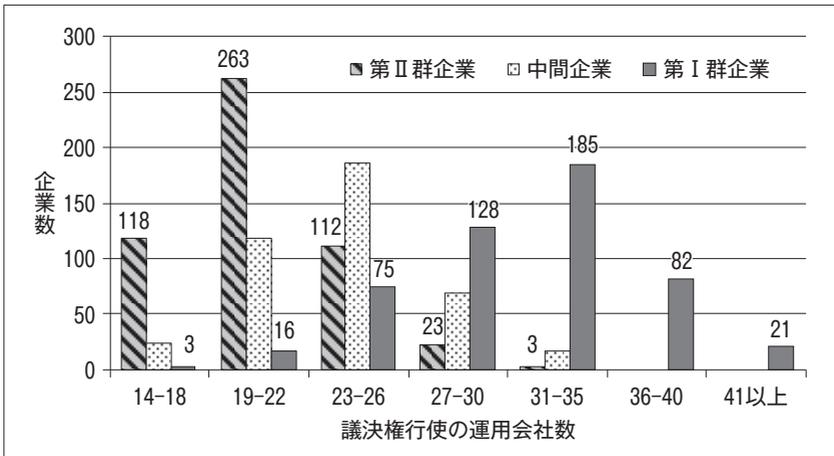
証券会社や調査会社のアナリスト（以下、「アナリスト」）によるレポート発行対象企業は、多くの運用会社が継続的に投資対象として分析する企業である。逆に、アナリストレポートがない企業は、継続的な投資対象と見なしている運用会社がないか、いたとしても少ないことを意味する。このような企業はごく少数の小型株のアクティブ運用担当者が独自に分析して投資するものであろう。そして運用担当者は、物言う株主として脚光を浴びる稀なケースを除いて、投資企業の魅力が無くなったと判断すると、企業と対話することなく売却してしまう。このような実情から考えて、その企業を担当するアナリストの数は、建設的な対話の活性化合いを表す代理指標として使

うことができるだろう。

アナリストによる業績予想データを集計して提供するQUICKコンセンサスというサービスでは予想を提供したアナリスト数の情報も取得できる。三月決算のTOPIX企業について二〇一八年九月末に取得した情報によれば、アナリストが三人以上の企業は五一〇社で三五・三%を占める。一方、全体の三五・九%に当たる五一九社では、アナリストが一人もいない。アナリストが一人ないし二人の企業は四一六社で二八・八%であった。本稿では、これ以降、「三人以上の企業」を第I群企業と呼び、「無し」の企業」を第II群企業と呼ぶ。「一人ないし二人の企業」は中間的な性格の企業で、以後の分析では特に言及せず、図表の中で「中間企業」として引用するのとどめる。

図表4はTOPIX企業について、第I群企

図表4 企業群別の議決権行使運用会社数の分布



〔出所〕 QUICK コンセンサスおよび円谷ファイルから筆者作成

業、第Ⅱ群企業、中間企業別に、議決権行使運用会社数の分布を調べた結果である。第Ⅰ群企業では議決権行使した運用会社は三一〜三五社の区間が最も多く、二七社以上が全体の八一・六%を占める。一方、第Ⅱ群企業では一九〜二二社の区間が最も多く、二六社以下が九五・〇%を占める。アナリストのカバレッジは運用会社の投資対象としての関心と整合的であることが分かる。

第Ⅰ群企業は「建設的な対話が実際に行われている」と考えられる企業群であり、「対話実現企業」と呼んでもよいだろう。第Ⅱ群企業については筆者が知る数社に確認したところ、そもそも運用会社一五社以上に保有されていることに気がついていない役員もいたし、運用会社の議決権行使結果を調べていない企業もあった。⁹⁾ 第Ⅱ群企業は「多数の運用会社に保有され議決権行使もされているが、運用会社との対話が行われているか疑問

がある」企業群である。運用会社との対話が今のところ無かったとしても、意思があれば対話が可能であるという意味において「対話圏内企業」と呼んでもよいだろう。

七、議決権行使結果の企業群ごとの相違

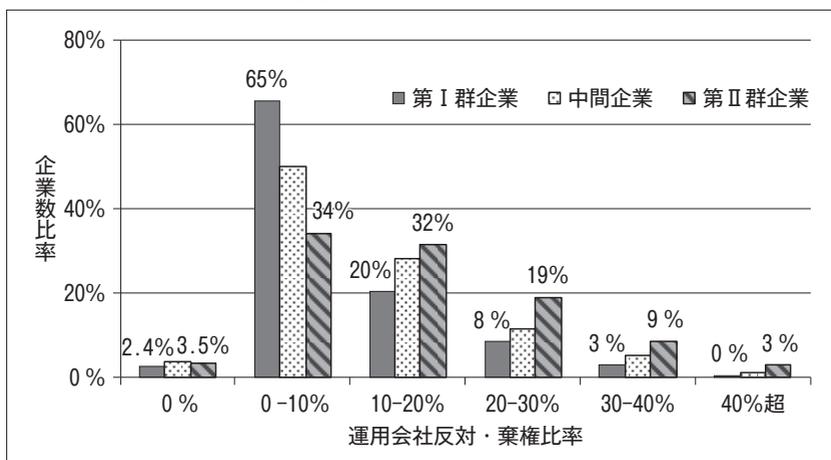
本節では、運用会社による第Ⅰ群企業と第Ⅱ群企業への議決権行使がどのように異なるかを検証する。

最初に会社提案議案に対する株主全体の賛成比率（全株主賛成率）と運用会社の賛成比率（運用会社賛成率）との比較を行った。¹⁰⁾ この比較からいくつかの示唆が得られる。第一に、これら二つの賛成率の関連性はそれほど高くない。相関係数を計算してみると、〇・五〇一にしかならない。第

二に、全株主賛成率では九〇%以下は少ないが、運用会社賛成率では九〇%以下がかなりある。一般の株主と比べて運用会社の議決権行使は厳しいことがわかる。第三に、第Ⅰ群企業と比べて第Ⅱ群企業の方が、運用会社賛成率が低そうである。これは第Ⅰ群企業と第Ⅱ群企業で議題の種類の違い（第Ⅱ群企業の方が反対されやすい議題が多い可能性等）を反映しているだけかもしれないが、データの制約もあり本稿ではそこまで踏み込まない。以下では第三の点の確認を行う。

図表5は会社提案議案に対する運用会社の反対・棄権比率の分布である。第Ⅱ群企業は第Ⅰ群企業に比べて反対・棄権比率が大きい方向にずれていることが確認できる。図表5は建設的な対話を活発に行っている企業ほど、議決権行使において反対・棄権される割合が小さくなる可能性を示唆している。反対・棄権比率がゼロの企業、すな

図表5 企業群別の運用会社反対・棄権比率の分布



〔出所〕 QUICK コンセンサスおよび円谷ファイルから筆者作成

三極化する日本企業の機関投資家との対話

わち、子議案すべてについて運用会社の反対・棄権が一つもない企業は、第Ⅰ群企業では二・四％（二二社）、第Ⅱ群企業では三・五％（一八社）に過ぎなかった。約九七％の企業が少なくとも一社の運用会社から一部の子議案に反対・棄権されているのである。

次に、企業群別・運用会社種類別に反対・棄権比率の平均値を確認したのが図表6である。企業ごとに提案議案のすべてについて運用会社の賛成社数と反対・棄権社数を数えて合計し反対・棄権比率を計算した結果の統計が「企業全体」のブロックである。「子議案」のブロックは子議案ごとに運用会社の反対・棄権比率を計算した結果の統計である。運用会社の種類は「総合一九社」¹¹⁾と「アクティブ」の二種類とした。前者はTOPI Xインデックスファンドという商品も持ち、アクティブ運用も行う総合的な運用会社である。後者

図表6 運用会社議決権行使の平均反対・棄権比率

	企業全体			子議案		
	合計	総合19社	アクティブ	合計	総合19社	アクティブ
第Ⅰ群企業 “対話実現企業”	9.1% (510)	9.4% (510)	8.2% (508)	9.1% (5,986)	9.4% (5,986)	8.3% (5,978)
中間企業	11.9% (416)	12.3% (416)	9.1% (386)	11.9% (4,227)	12.3% (4,227)	9.7% (3,952)
第Ⅱ群企業 “対話圏内企業”	15.8% (519)	16.3% (519)	9.1% (385)	15.6% (4,977)	16.1% (4,977)	9.2% (3,763)
企業合計	12.3% (1,454)	12.7% (1,454)	8.8% (1,287)	12.1% (15,272)	12.4% (15,272)	9.0% (13,772)

(注) 括弧内は企業数あるいは子議案数。企業合計は2018年9月までに上場廃止の9社を含む【出所】 QUICK コンセンサスおよび円谷ファイルから筆者作成

は総合一九社を除く三二社で、TOPIXインデックス運用はしていないアクティブ運用専門の会社である。¹²⁾

「企業全体」で見ると、総合一九社による反対・棄権比率は企業合計では二一・七％であるが、第I群企業と第II群企業に分けてみると、前者は九・四％で後者は一六・三％となっている。第II群企業は第I群企業より約一・七倍だけ反対・棄権されている。一方、アクティブでは、反対・棄権比率は第II群企業の方が若干高いものの、似たような水準になっている。合計列は、総合一九社とアクティブ三二社を合わせた統計であるが、議決権行使の数は総合一九社の方がアクティブより多いため、総合一九社に似た結果になっている。

「子議案」ベースの統計は「企業全体」ベースの統計とほとんど同じである。一つの企業におけ

る子議案の反対・棄権比率の平均は、その企業全体での反対・棄権比率に近いはずだから当然の結果である。

最後に、取締役・監査役の選任議案とそれ以外の一般議案で、企業群ごとの議決権行使の違いも確認した。結果だけを述べると、第一に、役員選任議案の方が一般議案よりも反対・棄権比率が高かった。第二に、総合一九社の方がアクティブよりも反対・棄権比率が高かった。第三に、役員選任議案でも一般議案でも第I群企業より第II群企業の方が反対・棄権比率が高く、その傾向はアクティブより総合一九社においてより顕著であった。

八、企業の三極化と業界の対応

前節までの分析に基づくと、議決権行使を通し

三極化する日本企業の機関投資家との対話

た運用会社と企業との関係において上場企業は三極分化している可能性が高い。その様子を概念的に示したのが図表7である。

第Ⅰ群企業は、上位数百社の主要企業で、パッシブからアクティブまで幅広い運用会社の継続的な投資対象となっている。これらはIR専任部署を持ち、運用会社との間で実質的な建設的な対話が行われている「対話実現企業」である。

第Ⅱ群企業は、東証一部上場で第Ⅰ群企業には属さず、担当するアナリストがほとんどいない企業である。TOPIX企業であることから、最低でも一五社の総合的な運用会社の継続的な投資対象となっている。実質的な意味での対話を行っている企業は少ない可能性が高いが、企業側から運用会社に要請すれば建設的な対話が可能な「対話圏内企業」である。

第Ⅲ群企業は、非TOPIX企業で、小型株の

図表7 日本の上場企業の類型化

企業の類型	証券取引所	アナリストの継続的調査	運用会社	
			アクティブ運用	パッシブ運用
第Ⅰ群企業 “対話実現企業”	東証一部	対象	保有	継続保有して 議決権行使
第Ⅱ群企業 “対話圏内企業”		ほとんど 対象外	保有する こともある	
第Ⅲ群企業 “対話圏外企業”	上記以外			非保有

〔出所〕 筆者作成

アクティブ運用者によって折々に投資されること
がある企業である。継続的に保有されるとは限ら
ず、対話の相手となる運用会社がいまいことが多
い「対話圏外企業」である。

本論稿の最後にいくつかの提案を行いたい。

第一は、企業統治改革の進め方に関するもので
ある。幅広く調査・研究が行われ、施策が立案さ
れているが、これまで企業は一律のものであると
いう前提に立っていたように思われる。本稿の分
析で示唆された三極分化の可能性を認識した上
で、調査・研究を行い、施策立案もそれぞれに相
応しいものを検討すべきである。

第二は、第Ⅱ群企業に対してである。気付いて
いないかもしれないが多数の運用会社から議決権
を行使されている。行使状況は、図表2の上位二
〇社のホームページから個別開示情報を入力すれ

ば無料で確認できる。第Ⅰ群企業よりも多く反
対・棄権されている傾向があり、ほぼ確実に少な
くとも一つの反対・棄権議案があるはずだ。運用
会社は議決権行使の基準も公表しているので、反
対の理由もほぼ確実に把握できる。反対に納得が
いかない場合は、当該運用会社に直接説明を求め
るのがよいと思う。筆者が知るある第Ⅱ群企業が
反対議決の運用会社に理由を問い合わせたとこ
ろ、結果的に「初めてかつ非常に有意義な」建設
的な対話になったという事例もある。第Ⅱ群企業
には自発的にヒアリングすることを勧めたい。

第三に、第Ⅲ群企業に関するものである。まず
は業界として第Ⅲ群企業向けの分析レポートを増
やす努力が必要だと思う。退職した元アナリスト
や元ファンドマネジャーを組織化するなどして、
品質が高く廉価な分析を提供する独立アナリスト
会社というジャンルを確立できないだろうか。筆

者には他にこれといったアイデアはないが、証券および資産運用業界の知恵の出どころだと思ふ。

【謝辞】 本稿の分析は一橋大学大学院の円谷昭一研究室が収集したデータに全面的に依存しています。このようなデータを公開し、自由利用を許可していただいていることに対し心より御礼申し上げます。なお、本稿に何らかの間違ひが見つかった場合、その責任は全面的に筆者個人が負うものです。

(注)

- (1) 本稿中の事実認識・意見・提言はすべて筆者個人の私見であり、日本証券経済研究所を代表したものではない。
- (2) 一般に機関投資家とは運用機関とアセットオーナーの両方を含むものだが、本稿では前者に限定した内容の記述を行う場合は「運用会社」という用語で統一した。

- (3) 指数構成銘柄すべてを指数構成ウエイトで保有するインデックスファンドの構築方法。
- (4) 金融庁、「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・コードのフォーローアップ会議」の第一回（第一〇回議事録で確認できる）。
- (5) 投資顧問業協会、「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第四回）」の結果について（平成二九年一〇月実施分）、二〇一七年二月二〇日。
- (6) 「東証上場会社コーポレートガバナンス白書二〇一七」、二〇一七年三月発行でデータは二〇一六年七月時点。この白書の次の発行は二〇一九年三月と見込まれる。
- (7) 生命保険協会、「平成二九年度 生命保険協会調査 株主価値向上に向けた取り組みについて」、平成三〇年四月二〇日。
- (8) GPIF、「第三回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」、平成三〇年四月。
- (9) 信託銀行やIRRコンサルティング会社に依頼して、運用会社の議決権行使を把握している企業もあった。
- (10) 株主提案に対する反対・棄権は会社提案に対する賛成とみなし、賛成は反対・棄権とみなした。図表5および図表6の分析でも同じ扱いをしている。

(11) 図表2の三菱UFJ信託からしんきんAMまでの二〇社のうち三井住友トラストAMを除いた一九社。

(12) 三井住友トラストAM、Hermes、Legal & Generalの三社は portfolio ファイルにはあったが result ファイルにはなく、反対・棄権比率の分析はこれら三社を除いた運用会社五社のデータで行った。

(あけだ よしあき・当研究所特任リサーチ・フェロー)