

# 機関投資家は「全企業全議案」に議決権行使するべきか？

議決権行使におけるコスト・ベネフィット分析の視点の導入と、議決権行使助言業者の影響力を適正化する必要性

政策調査部 主席研究員 鈴木 裕

## [要約]

- 米国証券取引委員会（SEC）は、機関投資家による議決権行使の要否について、規制の見直しを行う。すべての保有株式について議決権行使する必要はないとする方向で、規制の変更・明確化が検討される可能性がある。
- 議決権行使のコストとそれによって期待できるベネフィットとの比較検討によって、議決権行使の要否を判断すべきであることが明示されるものと予想される。
- SECの規制が機関投資家に議決権行使を要請しているように誤解された結果、議決権行使助言業者の影響力が強まっていることも問題視されている。議決権パススルーの促進や、議決権行使判断におけるAIの活用も検討課題となりそうだ。
- 日本においては、スチュワードシップ・コードによって「機関投資家は、すべての保有株式について議決権行使するよう努めるべき」とされている。

## 問題の所在と問題提起

機関投資家は、顧客・受益者のために多くの上場企業の株式に投資しており、株式発行企業が開催する株主総会では、提案された議案について議決権を行使している。この議決権行使にあたっては、顧客・受益者の利益を考慮するよう、機関投資家は受託者としての責任を負っている。投資先のすべての企業の株主総会議案を精査して、議決権行使することは、あたかも当然であるかのように考えられているが、これを疑問だと指摘する声があがっている。米国証券取引委員会（SEC）の投資顧問部門ディレクター（以下、担当ディレクター）<sup>1</sup>が、機関投資家の議決権行使に関する諸規制の見直しに言及する中で、機関投資家が投資先全企業の全議案に議決権行使しなかったとしても受託者責任に反するものではないと指摘した。また、SECが議決権行使と受託者責任の関係についてあいまいな態度をとり続けてきた結果、全議案への議決権行使が必要であるかのような誤解が広がり、機関投資家が議決権行使の中立性・適正性を確保するために議決権行使助言業者の利用が進み、その影響力が強まってしまっていることも指摘した。

SECに対しては、トランプ大統領が議決権行使助言業者規制の見直しを指示<sup>2</sup>しており、今回のSECの担当ディレクターの発言は、それへの一つの答えであると考えられる。議決権行使に要するコストと、行使することで期待できるベネフィットを比較して、不行使が合理的であるなら、不行使であっても受託者責任に反するものではないとの明確化や、機関投資家が議決権行使助言業者を利用する場合の注意喚起や利用状況の開示などが、今後検討されることになると思われる。

## 議決権行使の適正化の方向性

SECの担当ディレクターは、機関投資家の議決権行使について、次の2つの設問に答える形で、今後の規制の方向性を示唆している。

1. 機関投資家は、顧客・受益者のために議決権を行使しなければならないか？（“Must I vote client proxies?”）
  2. 議決権を行使する場合、または行使しなければならない場合、機関投資家は議決権行使助言業者を利用できるか（または利用しなければならないか）？（“If I elect to – or am required to – vote, can I (or “must I?”) still use a proxy advisor?”）
- 1.について、SECが機関投資家の議決権行使を義務化したことはなく、議決権行使するかしないかは、機関投資家と顧客・受益者の間で決めるべきであるとしている。議決権行使のために、過大なコストを費やすことは顧客・受益者の利益（ベネフィット）に反する恐れがある。

<sup>1</sup> Brian Daly, Director, Division of Investment Management “[\(Re\)Empowering Fiduciaries in Proxy Voting](#)” (2026年1月8日)

<sup>2</sup> 鈴木裕「[トランプ大統領『議決権行使助言業者への規制強化』](#)」（大和総研レポート、2025年12月16日）

これを踏まえて、機関投資家と顧客・受益者の自律的合意によって議決権行使の要否は決定すべきであって、SEC として特定の立場は示さないようである。

2. については、機関投資家の受託者責任に照らして、十分な情報に基づき、顧客・受益者の最善の利益のために議決権行使すべきとする基本的な考え方を示している。SEC としては、機関投資家と顧客・受益者による取り組みを、何らかの規制で阻害するような政策はとらないとした上で、近年広がりを見せており議決権パススルー<sup>3</sup>について、言及している。これは、投資先企業の株主総会議案への賛否を機関投資家が決めるのではなく、顧客・受益者からの指図に従って議決権行使すべきという考え方だ。顧客・受益者の考えを機関投資家がくみ取って、議決権行使に反映させる仕組みで、顧客・受益者が機関投資家を通じて (pass through)、議決権行使の指図をすることから、この仕組みを議決権パススルーという。顧客・受益者自身が指図するのであるから、顧客・受益者の最善の利益が実現するはずだ。

議決権行使助言業者の利用を禁止する理由はないが、議決権行使助言が真に顧客・受益者の最善の利益に沿ったものであるのか、確認すべきであるとも SEC の担当ディレクターは釘を刺している。議決権行使助言業者を利用するだけでは、顧客・受益者の期待に応えたことにはならないことを明確にしている。

機関投資家の議決権行使は、機関投資家と顧客・受益者の間での自律的合意に委ねるべきだという考えに基づいて、第 1 次トランプ政権の下で SEC は 2019 年にガイドライン<sup>4</sup>を発行している。これによれば、「上場企業の経営陣による賛否推奨に従って議決権行使する」ことも「特定の株主提案者によって提出されたすべての議案に賛成する」ことも合意できる。また、外国株式など議決権行使に多大なコストを要する場合や、顧客・受益者の投資価値に実質的な影響を与えることが合理的に期待できない場合などでは、議決権行使しないという合意も可能だ。機関投資家と顧客・受益者が十分に情報を共有して、受託者責任を遂行するのであれば、議決権をどのように行使するかは、当事者間で決めるべきであって、SEC としてはそれを尊重するということであろう。

SEC の担当ディレクターが、議決権行使コストを抑えるために AI の利用に言及している点も関心を引く。AI を利用することで、議決権行使のコストをほぼ無料化できる可能性がある。議決権行使の要否や賛否の判断を AI で行えれば、議決権行使の在り方は大きく変わる。透明性、監査可能性、受託者責任との整合性といった課題はあるが、AI の利用は検討に値するだろう。

## 日本でも全議案精査を当然視

日本で、機関投資家の議決権行使について行動の指針となっているのは、スチュワードシップ・コードだ。議決権行使にあたってスチュワードシップ・コードは、2014 年の制定以来、

<sup>3</sup> 鈴木裕「顧客主体型エンゲージメントとは?」(大和総研レポート、2022 年 12 月 12 日)

<sup>4</sup> SEC “[Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers](#)” pp. 10-13 (2019 年 8 月 21 日)

---

「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」（指針 5-1）としてきた。

議決権行使結果の公表については、2014 年のスチュワードシップ・コード制定時は、集計結果の開示を求めるものだったが、これは既に 2010 年頃から資産運用業界の自主ルールとして行われてきた。集計結果の開示とは、例えば投資先の企業 100 社で 1000 人の取締役選任議案が株主総会で付議されていれば、そのうち何人に賛成し、何人に反対したかを開示するもので、具体的な候補者の個人名や候補者番号での賛否開示はなかった。これが、2017 年のスチュワードシップ・コード初回改訂によって、個社別個別議案ごとの賛否開示に変わった。これにより、機関投資家がどの企業に投資しているかということと、その企業の株主総会の議案ごとの賛否が開示されるようになった。他の機関投資家も同様の開示をしているのだから、他の多くの機関投資家が反対している議案に賛成票を投じた場合などは、顧客から説明を求められる可能性も高くなつた。議決権行使における平均的な賛否判断の基準として、議決権行使助言業者の影響力が強まることになった。

日本では、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」とされていることは、前記の通りだが、米国ではこの議決権行使によるコストとベネフィットのバランスが政策課題になっている。米国同様、機関投資家の議決権行使の在り方が日本で問題化しても不思議ではない。

議決権行使自体がコスト倒れになっているのであれば、改めるべきであろう。そのためにはコストとベネフィットを測定して比較することが必要になるが、そのような検証が日本で行われているのであろうか。また、議決権行使の適正性を確保するために機関投資家は、議決権行使助言業者を利用するが、その是非も問題になる。株式を保有していない議決権行使助言業者に、株主の利益になる議決権行使を助言する動機があるのか、ということだ。議決権行使助言業者と、それを利用する機関投資家の利害が一致していない疑いがある。議決権行使結果が適正であるような外観を作る目的で議決権行使助言業者の利用が広がっているとすれば、その利用目的や実態を検証する必要性も生じるかもしれない。