

# 議決権行使は過度に重視されている：英 IA 議決権行使の重要性を強調するあまり形式的対応を招いている

政策調査部

主席研究員

鈴木 裕

## [要約]

- 英国機関投資家協会（Investment Association）は、機関投資家の議決権行使の在り方を再考すべきとする報告書を公表した。
- 米国においても機関投資家の議決権行使について、抜本的な見直しが行われそうだ。
- 機関投資家の議決権行使は、顧客の利益を拡大するために行われるべきであり、それ自体を目的とするものではない、という基本への回帰が提案されている。

## 機関投資家の議決権行使が問題化

顧客から資産運用を受託する機関投資家は、その受託者責任の中核的機能として保有株式に関する議決権行使に取り組んでいる。顧客から委託された資金で購入した株式に付随する議決権を適切に行使することで、顧客資産の増大に寄与することが期待できるからだ。実務では議決権行使は、機関投資家が当然行うべきことであるとの理解が広がっている。議決権行使活動の量的指標としては、反対議案数（比率）、エンゲージメント件数等が重視される。

しかし、議決権行使に取り組むことが常に顧客の利益を増大させるとは限らない。議決権行使のためのコストは、顧客に転嫁されるのであるから、議決権行使のコストがそれによって生じると期待されるベネフィットを超過しては、顧客の利益に反する。機関投資家の議決権行使におけるコスト/ベネフィットの視点は、近年米国で再注目されており、米国証券取引委員会（SEC）では、議決権行使関連のルール見直しを検討する機運がある<sup>1</sup>。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ことの明確化や、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。

英国でも、Investment Association（機関投資家協会、以下 IA）が 2026 年 2 月に政策提言報告書「スチュワードシップの再調整：スチュワードシップによって持続的な価値をもたらす」（以下 IA 報告書<sup>2</sup>）で、議決権行使をはじめとした機関投資家のスチュワードシップ行動<sup>3</sup>を再検証すべきであると指摘した。スチュワードシップによって何を期待するかを現実に即して再考すべきであるとのことだ。

## 過度の期待が生む形式的な議決権行使

機関投資家の議決権行使が形式的になりがちであり、所期の効果をもたらさないばかりか、むしろ資産運用の委託者である顧客の不利益になりかねない原因を IA 報告書は、次のように記している。

評価指標の誤り：機関投資家のスチュワードシップ行動への期待が高まり、これに関する説明を強く求められるようになるにしたがって、反対票の件数や対話件数といった定量的な評価指標が用いられるようになる。多くの機関投資家の行動を評価する基準としては、客観的な指標の方が利用しやすいからだろう。評価基準が件数偏重になると、評価を受ける側の機関投資

<sup>1</sup> 鈴木裕「[機関投資家は『全企業全議案』に議決権行使すべきか？](#)」（大和総研レポート、2026 年 1 月 16 日）

<sup>2</sup> IA “[REALIGNING STEWARDSHIP:DELIVERING SUSTAINABLE VALUE THROUGH STEWARDSHIP](#)”（2026 年 2 月 4 日）

<sup>3</sup> 2025 年 6 月 3 日に改訂された英国スチュワードシップ・コードでは、「スチュワードシップとは、顧客と最終受益者に対する長期的で持続可能な価値を生むための、資本の責任ある分配、管理、監督のことである。」（大和総研訳）と定義している。詳しくは、鈴木裕「[スチュワードシップと ESG は別モノ：英 FRC](#)」（大和総研レポート、2025 年 6 月 13 日）p.2

家の行動が不要なコストを費やして数量重視の形式的なものになる恐れが高まることを指摘している。

顧客・アセットオーナーと機関投資家の期待の不一致：機関投資家のスチュワードシップ行動に対する顧客・アセットオーナー側の期待が多様化・高度化する一方、機関投資家側の運用現場における資源制約や現実的対応の難しさから、議決権行使の基準が画一化してしまう恐れがあることを記している。スチュワードシップ行動によって、投資リターンの改善を重視するのか、あるいは環境・社会問題への貢献を重視するのか、いわゆるマテリアティを明示することと、期待する成果を現実的なものとすることが重要であると指摘している。

リソースの恒常的不足：スチュワードシップを実践するには、人員・データ・IT・外部サービス等の投資を要するが、資産運用産業全体としては慢性的に過小投資であることが指摘されている。スチュワードシップ行動によって期待される成果を上げようとするなら、現行のリソース配分では不十分であることが指摘されている。リソースが足りなければ、精緻で事案に即した判断をするよりも基準の機械的適用に流れやすく、顧客の利益に合致しない形式的な議決権行使を生むこととなる。

## 発行体（上場企業）側の困惑

機関投資家による形式的議決権行使は、企業側からみると合理性を欠く反対票としてあらわれる。企業が取締役選任や報酬、サステナビリティ関連議案等について個社の事情を踏まえた計画を提示しても、外形的基準の画一的適用により反対されると、建設的対話の土台が崩れてしまう。IAは、議決権行使はスチュワードシップ行動の一つの方法であって、事例に即して他の方法と組み合わせて用いるべきであるとしている。

既に英国の証券市場は、情報開示の負担や上場によって期待できるメリットを再考して、市場改革を進めている<sup>4</sup>。増え続ける定量・定型の開示要求に上場企業は追われ、本質的な対話に割けるリソースを圧迫していると考えられるからである。今回のIA報告書は、機関投資家に対する顧客からの過剰な要求と、スチュワードシップ報告の体裁をと整えるため機関投資家の行動が、投資対象である上場企業をも困惑させてしまっているとの考えに立っているものと思われる。

## 改善策

以上のような課題とその原因を踏まえてIA報告書では、10件もの改善提案を挙げている。そのうち、議決権行使に直接関係がありそうな2点は図表の通りだ。

<sup>4</sup> 鈴木裕「[英国証券市場改革の『ガバナンス軽視』](#)」（大和総研レポート、2024年1月15日）、同「[英国の株式市場改革-市場構造の簡素化](#)」（大和総研レポート、2023年4月27日）

IA の提言は、機関投資家の議決権行使は、スチュワードシップ活動の一部であって、活動全体と関連付けることの重要性を指摘している。これまでの議決権行使に関する機関投資家の取り組みの見直しを求めるものだ。とはいっても、英国のスチュワードシップ・コードでは、2025年6月の改訂前から議決権行使に関する開示等の形式は各機関投資家の判断に委ねている。機関投資家の中には、個別企業の個別議案ごとの賛否を開示するところもあれば、議決権行使の全体的な傾向や特徴的な事例の開示にとどめるところもある。改訂によって、開示事項は大幅に減り、議決権行使関連の開示における機関投資家の自由度は高められている。IA 報告書で強調されていることは、スチュワードシップ・コードで期待されている成果をいかにして達成しようとしているかを開示すべきである（勧告 9）、ということだ。

図表 IA 報告書における議決権行使関連の政策提言

勧告	説明
勧告 4:スチュワードシップ行動の評価および監督は、議決権行使における反対票の数やエンゲージメントの回数といった活動件数の指標ではなく、価値創造に結び付いた成果に基づいて行われるべきである。	活動件数の指標が、参考情報として有用である場合もある点には留意すべきである。これらは成果に基づく指標を補完するものとして位置付けられるべきである。
勧告 5:スチュワードシップ報告において、機関投資家は、議決権がどのような状況で行使され、他のスチュワードシップ手段とどのように組み合わされて活用されているのかについて、ベストプラクティスの事例（ケーススタディ）を提示すべきである。これにより、顧客およびその他のステークホルダーが、スチュワードシップにおける議決権行使の役割を適切に理解できるようにすることが求められる。	議決権行使に関する現状の開示は、形式的であり、価値創造に貢献するというよりは、機関投資家によるパフォーマンスを見せるものとなっている。顧客・アセットオーナーの投資目的と整合的な、長期的な価値創造と関連付けた開示が求められている。

（出所）脚注 2 資料 pp. 22-23 をもとに大和総研作成

IA 報告書は、機関投資家が反対投票の状況を詳しく開示することは、スチュワードシップ・コードの趣旨を形式的にとらえた行いにすぎないことを明らかにしている点で、米国 SEC の今後の方向性と軌を一にしたものと言えそうだ。