

2026 年 10 月 26 日 全 4 頁

利用広がる議決権パススルー

投資信託のリテール顧客による議決権行使の選択が現実のものに

政策調査部

主席研究員

鈴木 裕

[要約]

- 投資信託などの金融商品の持分として株式を保有する投資家が、金融商品を組成・販売する資産運用業者を通じて株式の議決権行使を指図する「議決権パススルー」の利用が米国を中心に急速に広がっている。
- 議決権パススルーでは、顧客があらかじめ議決権行使ポリシーを選択し、持分に応じた議決権についてそのポリシーに沿って賛否を決めるのが基本的な仕組みだ。顧客の多様な考えを議決権行使に反映できる一方で、親 ESG、反 ESG の双方から批判を受けてきた資産運用業者にとって、議決権行使判断を顧客自身に委ねるという受託者責任上の意味も持つ。
- Vanguard、BlackRock、State Street といった世界最大級の資産運用業者が利用を拡大する一方、日本では、少なくとも公表情報を見る限り、投資信託のリテール顧客を対象とする議決権パススルーの導入や具体的な検討の動きは顕在化していない。議決権パススルーが実際に大規模利用される段階に入った現在、日本でも顧客の意向を議決権行使にどう反映するかという問題を改めて検討する余地がありそうだ。

議決権パススルーの利用拡大

顧客が資産運用業者を通じて (pass through)、投資先企業の株主総会における議決権行使の指図をする仕組みを議決権パススルー (pass through voting) という。投資信託などの場合、名義上の株主である資産運用業者が議決権行使の賛否を一元的に決めるのではなく、顧客が選択した方針に従い、その顧客の持分に対応する株式の議決権を行使する仕組みである¹。Big3といわれる米国の資産運用業者 (Vanguard、BlackRock、State Street) による利用が、ここ1、2年で急速に拡大している。議決権パススルーはもはや一部の大口アセットオーナーを対象とした実験的な仕組みとは言いにいくなっている。少なくとも米国では、数十万人規模のリテール投資家を含めて、資産運用業界の議決権行使インフラの一部になりつつある。

Vanguard によれば、「Vanguard Investor Choice」(Vanguard の議決権行使選択プログラム) に参加する投資家は2025年7月の8万2,000人から2026年7月には50万7,000人となり、およそ6倍に増えた。プログラムへの参加資産額も同じ期間に90億ドルから1,513億ドルへ約17倍になった²。

BlackRock の「Voting Choice」(BlackRock の議決権行使選択プログラム) は2022年に開始され、2026年6月末現在、対象となるインデックス株式資産は3.96兆ドルに達し、対象ファンドは世界で650本を超える。このうち Voting Choice を実際に利用している顧客の資産は約9,230億ドルに達している³。

State Street も、対象となるETFや投資信託を保有する個人投資家を含む適格顧客に、「Proxy Voting Choice」(State Street の議決権行使選択プログラム) を提供している。このプログラムを利用できる資産は2026年3月末時点で1.9兆ドルに達している⁴。

議決権パススルーの技術プラットフォームを提供するTumeloも、利用拡大の動向を伝えている⁵。同社のプラットフォームで2026年3～6月に実際に議決権行使を指図した投資家は前年同期の3倍となった。顧客の指図に基づく投票が行われた株主総会は2,506件で前年比39%増であり、議案件数は3万1,966件で同27%増であった。また、投資家が指図できる企業数は2025年の29市場1,664社から2026年には32市場2,411社へ45%拡大した。日本企業も418社から531社へ増えている。

議決権パススルーの仕組み

顧客のために株式等への投資を行う資産運用業者は、それに付随して取得する様々な権利も

¹ 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)

² The Vanguard Group, Inc. “[How Investors Vote](#)” (2026年9月29日) p. 5

³ BlackRock, Inc. “[Empowering investors through BlackRock Voting Choice](#)” (2026年10月21日閲覧)

⁴ State Street Corporation “[Proxy Voting Choice Empowers Investors](#)” (2026年10月21日閲覧)

⁵ Tumelo “[Voting choice tripled. Investors’ commitment held strong.](#)” (2026年9月8日)

顧客のために行使する。従来、投資信託など多数の顧客から資金を集める場合には、投資先企業ごとに一人ひとりから議決権行使指図を受けることは現実的ではなく、資産運用業者が自ら定めた議決権行使方針に従って判断してきた。

議決権パススルーは、資産運用業者が一元的に判断してきた従来の構造に、顧客による選択を組み込むものだ。顧客が利用可能ないくつかの議決権行使ポリシーから自分の考えに近いものをあらかじめ選択し、顧客に配分される持分について、そのポリシーに沿った賛否を株主総会ごとに適用する。議決権パススルーのプログラムでは、資産運用業者の標準的なポリシーに加え、通常は議決権行使助言業者等が策定した複数の第三者ポリシーが用意されている。選択肢は大まかに、①資産運用業者自身の標準的なポリシー、②企業取締役会の推奨を重視するもの、③株主の財務的利益を強く重視するもの、④ESG やサステナビリティを重視するもの、⑤宗教的・文化的な特定の価値観や投資目的を反映するものなどに整理できる。

ポリシーのメニューにない判断がまったくできないわけではない。仕組みは資産運用業者や顧客類型によって異なるが、投資一任契約等個別運用口座の顧客や一部の機関投資家では、基本となるポリシーを適用しつつ、関心のあるテーマや個別企業について独自に議決権行使を指図できる場合がある。一方、一般の個人投資家の場合は、複数の議決権行使ポリシーから自らの考え方に近いものをあらかじめ選択し、そのポリシーに従って自己のファンド持分に相当する議決権が行使される。なお、選択するポリシー自体は変更することができる。

受託者責任との関係

議決権パススルーが広がる背景には、資産運用業者の受託者責任に関する問題がある。

議決権行使は顧客のために行われるべきだが、何が顧客の利益になるかについて意見が分かれることは少なくない。企業に対して温室効果ガスの削減や、削減目標・実績の開示などを求める ESG 関連の株主提案が米国では毎年多数出ているが、これが企業経営の制約要因となり得ると考え、反対票を投じる資産運用業者がある。反対投票をした資産運用業者は、地球環境の破壊に加担するものだとして批判される。かといって賛成すれば今度は、経営を圧迫し投資収益に悪影響を与えかねない議案に賛成するのは、受託者責任違反だと言われてしまう。つまり、賛成しようが反対しようが資産運用業者は批判されることになる。

議決権パススルーはこの問題への一つの回答である。顧客自身が方針を選択し、資産運用業者がその選択に沿って議決権を行使するのであれば、賛否判断の主体は顧客自身であると説明できる。その結果、資産運用業者に向けられてきた政治的・社会的批判を緩和する効果も期待できる。ESG 要因の積極的な考慮を求める側／これに批判的な側の双方から異なる対応を求められる米国では、この意味で議決権パススルーの利用価値は大きい⁶。

⁶ 鈴木裕「[決着しない受託者責任と ESG 投資の関係](#)」（大和総研レポート、2025 年 9 月 19 日）

日本での状況

議決権パススルーの利用が米国で急速に拡大しているのとは対照的に、日本では、少なくとも公表情報を見る限り、投資信託のリテール顧客を対象とする議決権パススルーの導入や具体的な検討の動きは顕在化していない。

日本の資産運用業者も顧客のために議決権を行使している。しかし、資産運用業者が考える顧客の利益と、多様な顧客自身が考える望ましい議決権行使が常に一致するとは限らないだろう。その意味では、米国で急速に拡大している議決権パススルーのもたらす効果は、日本にとっても無関係とはいえないのではないか。

顧客の意向を尊重する新たな仕組みなのか、それとも資産運用業者が議決権行使責任から距離を置く手段なのかという問いは残るものの、多数の顧客の異なる意向を実際の議決権行使に反映することは技術的に可能になっている。日本でも資産運用業者が議決権行使を一元的に判断する現在の仕組みだけが、顧客の利益を実現する方法なのか、改めて考えてみる余地はありそうだ。