

2016年9月27日 全3頁

# 機関投資家の議決権行使結果個別開示

## 金融庁フォローアップ会議で個別開示の是非を議論

金融調査部  
(主任研究員) 鈴木裕

### [要約]

- 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で、機関投資家の議決権行使結果個別開示が論じられている。
- 米国では、投資信託における議決権行使結果の個別開示が規則化されている。
- 今後、日本版スチュワードシップ・コードが改訂される際には、議決権行使結果の個別開示を求められる可能性がある。

### 日本版スチュワードシップ・コードにおける議決権行使結果開示

金融庁と東京証券取引所を共同事務局として、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・コードの普及・定着状況をフォローアップするとともに、上場企業全体のコーポレートガバナンスの更なる充実に向けて、必要な施策を議論・提言するための「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」（以下、「FU 会議」という。）が2015年8月に設置された。2016年9月23日の第9回会合では、機関投資家の議決権行使結果の個別開示に関して、相当な時間を割いた議論が行われた。

現在、日本版スチュワードシップ・コードでは、議決権行使結果の開示について次のような規定を置いている。

#### 指針 5-3

機関投資家は、議決権の行使結果を、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。こうした公表は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権行使しているか否かについての可視性を高める上で重要である。

ただし、スチュワードシップ責任を果たすに当たり、どのような活動に重点を置くかは、自らのスチュワードシップ責任を果たすための方針、運用方針、顧客・受益者の特性等により様々に異なり得るのであるため、こうした点に照らし、前記の集計公表に代わる他の方法により議決権の行使結果を公

表する方が、自らのスチュワードシップ活動全体についてよりの確な理解を得られると考えられる場合には、その理由を説明しつつ、当該他の方法により議決権行使結果の公表を行うことも考えられる。

日本版スチュワードシップ・コードができる前から、機関投資家側は、運用を委託された資金で購入した株式にかかる権利である株主総会議決権をどのように行使したかを開示してきた。2010年からは、投資会社（投資顧問、投資信託）がそれぞれの協会規則に基づいて投資先企業の株主総会における議決権行使結果を集計して開示しているほか、信託会社や一部の保険会社も概ね同様の開示を行っている。集計結果の開示とは、たとえば投資先100社の株主総会で、取締役選任議案として何人が候補者となり、それに対して何人に賛成票を投じ、何人に反対したかを集計して開示することをいう。特定の会社の特定の取締役候補者の誰に賛成し、誰に反対票を投じたかまでは開示されない。

## 米英における議決権行使結果開示

機関投資家の議決権行使結果の開示に関して個別開示まで定められているのは、米国の投資信託（ミューチュアル・ファンド）だ。エンロン事件後の2003年1月に投資信託が保有する株式に関する議決権行使について新ルールが制定され、投資信託は組入株式に関する議決権行使の方針及び結果について購入者にその入手を保証すること、米国の証券取引委員会（SEC）に議決権行使の記録を提出し、投資信託の購入者から請求があれば記録閲覧に応じることが定められた。SECの規制対象となっている投資信託であれば、日本株を運用対象とするものであろうと、この規則に従って、議決権行使結果を開示しなければならない。

図表1：英国機関投資家の議決権行使結果開示状況

年	2014	2013	2012	2011	2010
回答機関投資家数	87	83	80	64	48
議決権行使結果を開示している	68%	66%	65%	73%	65%
個別議案の開示	内 75%	内 62%	内 68%	内 68%	内 68%
概要の開示	内 25%	内 38%	内 32%	内 30%	内 32%
無回答	—	—	—	内 2%	—
開示していない	29%	27%	33%	27%	33%
無回答	3%	7%	2%	—	2%

(出所) The Investment Association “Adherence to the FRC’s Stewardship Code” (At 30 September 2014)<sup>1</sup>をもとに大和総研作成

日本版スチュワードシップ・コードのモデルとなった英国のスチュワードシップ・コードの

<sup>1</sup> <http://www.theinvestmentassociation.org//assets/files/surveys/20150526-fullstewardshipcode.pdf>

第6原則では「議決権行使及び結果の公表について明確な方針を持つ」とされ、同原則のガイダンス（解釈指針）では、機関投資家は議決権の行使結果の記録を公表すべきである、と記されている。しかし、英国のスチュワードシップ・コードでは、開示の内容までは定めておらず、米国と同じ個別開示を行う場合もあれば、日本と同様に集計開示で対応することもある。また、例示的な開示を行うことや、全体的な状況を叙述的に開示することもあり、開示の内容は各社の判断に委ねられている。米国で投資信託を販売している運用会社であれば、既に米国で開示している個別議案への賛否まで公表するのが普通だ。一方、米国基準に対応していない運用会社の場合には、公表内容は様々だ。

## 日本版スチュワードシップ・コードの改訂か？

FU会議の第9回会合では、集計結果にとどまらず、個別の結果開示の検討が進められる方向が示されたように思える。個別開示を進めるべきとする意見は、現在の日本の機関投資家の多くが、金融機関や証券会社のグループに属していることから、グループ会社の取引先の企業に関しては議決権行使面で遠慮が働く恐れ、つまり利益相反への対応を理由としている。利益相反を解決するための一つの方法として個別開示をすべきというものだ。利益相反の様子が明瞭に議決権行使結果に表れれば、顧客が離れていくことになるので、顧客をつなぎとめるためにも適正な議決権行使に取り組む動機が生まれるという考えのようである。

一方で、反対する意見も少なからず示された。議決権行使結果を開示されるとかえってグループ企業からの圧力が高まりかねないことや、投資先企業との対話を進めるうえで障害になる恐れなどが指摘された。また、現在の運用会社の体制が不十分であること等を理由に、時期尚早という意見もあった。この時期尚早という意見も、いずれは議決権行使結果の個別開示を行うべきという意見であるとすれば、どちらかといえば個別開示推進の意見が多いように思える。

しかし、機関投資家の議決権行使結果を顧客が読み込んで適正な議決権行使を求めるようになるかという点については、懐疑的な見解もある。こうした情報をよく利用するのは、株主総会議案の成否に関する事前の予測を立てておきたい株式発行会社側であり、こうした発行会社をサポートするIRコンサルタントなどの他には、賛否情報にニュース価値を認めるマスメディアが興味を示すくらいで、顧客層からの関心は必ずしも高くないのではないかという意見だ。実際、現在の集計結果の開示に対して年金基金などの顧客層からの照会・問い合わせは極めて少ないと聞くこともあり、開示された情報が期待通りに利用されるかは、疑わしくもある。

とはいえ、海外の動向やFU会議の議論の状況を見ると、個別開示の方向で検討が進められそうに見える。今後あり得る日本版スチュワードシップ・コードの改訂にあたっては、コンプライ・オア・エクスプレインの枠内で、個別開示の対応が求められ、そうしない場合には理由を説明せよとされることになるのではないだろうか。