

2016年10月7日 全4頁

機関投資家の議決権行使結果開示の意義

議決権行使結果開示のコストとベネフィット

金融調査部
主任研究員 鈴木裕

[要約]

- 投資信託における議決権行使結果の個別開示を米国 SEC が規則化した際のコスト/ベネフィット分析によると、これによって多大なベネフィットが生まれる一方で、コストは僅少であるとの見積もりが示された。
- 「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に関して個別議案ごとの公表が論じられており、日本版スチュワードシップ・コードに署名した機関投資家には、今後個別議案ごとの議決権行使結果の公表を求められる可能性がある。

日米英における機関投資家の議決権行使結果開示

金融庁と東京証券取引所が共同事務局を務める「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）の第9回会合では、機関投資家の議決権行使結果の公表に関して、相当な時間を割いた議論を行っている。現在の日本版スチュワードシップ・コードでは、「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」とされているが、議案ごとに賛否を公表すべきとされるか否かの検討が進められそうだ。

機関投資家の議決権行使結果の開示や公表については、米国と英国とでルールに小さからぬ違いがある。米国では、証券取引委員会（Securities and Exchange Commission =SEC）規則¹によって、個別議案の賛否まで開示すべきとされている。英国ではスチュワードシップ・コードによってコンプライ・オア・エクスプレインのもとで行使結果を公表すべきとされているが、公表内容は機関投資家それぞれが判断するとされており、個別議案の結果までは公表しない機関投資家も少なくない。米国では、現状、投資信託（ミューチュアル・ファンド）に向けた規制であるが、英国では、スチュワードシップ・コードに署名した機関投資家に公表が求められる

¹ Securities and Exchange Commission “Final Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies”

る点も大きな相違点であろう。また、米国では設定された投資信託ごとの開示であるが、英国では運用会社である機関投資家ごとの公表とされている。

米英に比べると日本では、集計結果の公表を義務的にしている点で大きな特徴があると言えよう。一般社団法人日本投資顧問業協会は、2010年1月に「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」の一部を改正²し、また一般社団法人投資信託協会も、同年3月に「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項」の一部改正³を行い、集計による公表の書式等を定めた。その後、2014年の日本版スチュワードシップ・コードにより、冒頭に記した通り、署名した機関投資家は議決権行使結果を集計して公表すべきとされた。この日本版スチュワードシップ・コードに前後して、信託会社や一部の保険会社が投資顧問業者や投資信託業者と同様の公表を行うようになった。また集計による公表を行わない場合でも、議決権行使状況を説明する資料を公表するといった取り組みが保険会社を中心に広まっている。

機関投資家の議決権行使結果開示のコスト/ベネフィット

機関投資家に対して、保有株の議決権行使に関する何らかのディスクロージャーを求めるのは、米英日に共通しているのだが、これによってどのような利益（ベネフィット）があるのだろうか。開示されていなかった議決権行使に関する情報を、ある時点から開示するようになったのは如何なる理由によるかと言うことであるが、米国でSEC規則が定められた際に行われた費用・便益分析では、機関投資家の議決権行使結果開示の意義がかなり詳しく説明されている。

図表1：議決権行使結果開示の便益（ベネフィット）

①	機関投資家の顧客（投資信託の購入者等）が金融商品（投資信託等）を購入する際に考慮する材料が充実する。 金融商品を購入する際には様々な情報（手数料、過去実績、投資方針等）が考慮の材料となるが、金融商品を構成する株式に関する議決権の行使方針や行使実績を考慮要素とする顧客には有益な情報となる。
②	機関投資家と顧客の間に生じ得る利益相反を明らかにするとともに、利益相反を減じる効果を期待できる。 機関投資家が投資先企業の年金制度（退職給付制度）の運営に関与している場合などは、その投資先企業への議決権行使に手心を加えるおそれが生じるが、これは顧客に対して負担する受託者責任に違背する。こうした利益相反状況を知ることが顧客にとって利益であるし、議決権行使結果開示によって透明性が高まれば、機関投資家側に利益相反を回避する動機が生まれる。
③	機関投資家が慎重に議決権を行使するようになる。 これによって、投資先企業のガバナンスが改善し、金融商品の価値も増すと期待できる。また、投資先企業のガバナンス改善によって投資先企業の価値が増せば、その利益は、広く他の株主にももたらされる。

（出所）脚注1をもとに大和総研作成

² 「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」2010年1月27日一部改正

³ 2010年3月18日付け社団法人投資信託協会公表『「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項」の一部改正について』

議決権行使結果の開示には、このようなベネフィットがあるとされたのであるが、主に機関投資家からは、それぞれのベネフィットが実際には生じないのではないかとのコメントもあったようだ。例えば①について、機関投資家が顧客から議決権行使結果について情報提供を求められたことはないので、このような情報提供は無意味だとコメントしたところ、SECでは、情報提供の依頼がないからと言って顧客が必要としてないとは言えず、この種の情報が提供されれば活用されると回答している。SECは計測するのは困難であるが、かなり大きな(substantial)、ベネフィットを期待できると推定している。

図表 2：議決権行使結果開示の費用（コスト）

①	機関投資家が議決権行使方針を開示するためのコストは最小限(minimal)である。このコストは各投資信託について365ドルである。
②	機関投資家が議決権行使結果を開示するためのコストは最小限である。開示書式(Form N-PX)を作成するための時間は、各ファンドで年間14.4時間であり、コストは992ドルである。
③	機関投資家が顧客に議決権行使方針や行使結果の入手方法を周知するためのコストは、文書作成費用が1ページ当たり55ドルで、印刷費用は平均的な顧客数を持つファンドの場合およそ1,610ドルである。また、送信費用は各投資信託で69ドルである。

(出所)脚注1をもとに大和総研作成

一方、議決権行使結果の開示に要する費用は大きなものではないと推計しており、各種の費用を合計しても、各投資信託で数千ドル程度であるとした。この費用推計は、主に機関投資家側から過少であると批判された。システム等の移行に伴う費用や、外部業者の利用が進むことを見過ごしているのではないかなど、過少推計と考えられる多くの要因を挙げたが、SECはベネフィットの方が勝るとした。

議決権行使結果開示の検討経緯

投資顧問業者や投資信託業者に議決権行使結果の公表を求めた業界ルールの改正は、2009年に金融審議会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」がまとめた「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」と題する報告書⁴に記された政策提言に対応したものだ。同報告書では、「上場会社等に対するガバナンスが的確に発揮されていくためには、株主・投資家が議決権の行使を通じて、上場会社等の行動を適切に規律していくことが重要である。」と、機関投資家を含む株主・投資家が上場企業の経営を監視する役割を果たすべきとの考え方を示した上で、「実際の議決権行使結果を公表することには、機関投資家が適切に議決権を行使しているか否かについての可視性を高めるとの効果が期待される。」としている。議決権行使結果を資産運用業者である機関投資家の顧客に向けた情報提供にとどめずに、広く

⁴ 金融審議会 金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」(平成21年6月17日)

公表すべきとしたのは、上場企業に関わる幅広いステークホルダーが関心を持つからだとの考え方によるのであろう。

また、議案ごとの賛否を公表するのではなく、集計結果の公表にとどめた理由としては、「発行会社や各種外部団体等から投資会社等に対して、議決権行使に関する圧力がかかるリスクが増大し、議決権行使の自由がかえって阻害されるおそれがある等の懸念」があるからということのようだ。

別稿⁵で記した通り、FU 会議では、個別議案ごとの賛否の公表を求める声が有力であるように思える。現在の日本版スチュワードシップ・コードは、「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」の報告書を踏襲し、集計結果の公表を求めているものの、個別議案ごとの情報の公表を禁止しているわけではないことは言うまでもない。機関投資家が集計結果を作成するには当然、個別の議案に関する賛否データを管理しているのであるから、これを機関投資家各社のウェブサイトで公表するのに多額の追加的なコストが生じるわけではない。そのため、公表内容を個別議案ごとの賛否に変えたとしてもそのためのコストは僅少であり、一方、米国の SEC 規則策定時の推計と同様に、企業のガバナンス改善により多大なベネフィットが生じるとの主張は容易であらう。

今後の FU 会議の進展次第では、日本版スチュワードシップ・コードに署名した機関投資家の議決権行使結果に関する公表方法に大きな変化が見られるようになるかもしれない。

⁵ 鈴木裕「機関投資家の議決権行使結果個別開示」（2016年9月27日）
http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20160927_011279.html