

2016年11月10日 全3頁

機関投資家は議決権行使結果個別開示を

金融庁フォローアップ会議から「意見書」出される

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」から日本版スチュワードシップ・コードの見直しに関する意見書が公表された。
- 従来、機関投資家には保有株式に関する議決権行使結果を集計開示することが求められていたが、今後は個別企業の議案ごとの賛否を公表することが期待されるようになる。
- しかし、機関投資家は信託勘定や投資信託ごとの議決権行使方針をすべて統一しているわけではなく、不統一行使の場合などの開示の在り方は今後の検討が必要である。

金融庁フォローアップ会議意見書

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、「フォローアップ会議」という）の第10回会合（2016年11月8日）で、『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』意見書（3）¹（以下、「意見書3」という）がまとめられ、その中で機関投資家の議決権行使結果の公表に関して、個別の議案ごとに賛否を公表すべきとする方針が示された。この意見書3を基礎として、今後日本版スチュワードシップ・コード本文の改訂が行われ、機関投資家は議決権行使結果の個別開示を行うべきとされるだろう。

意見書3では、「最終受益者の利益を確保するとともに、自らの取組みの透明性を高めるために、運用機関等は、少なくとも『コンプライ・オア・エクスプレイン』ベースでの対応としては、アセットオーナーへの開示にとどまらず、個別の議決権行使結果を一般に公表することを原則とすべきであると考えられる。」とされており、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見通しだ。議決権行使結果を一切開示しない場合はもちろん、従来通りの集計結果の開示にとどめる場合には、個別結果を開示しない理由を説明しなければならなくなる。

¹ <http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20161108/01.pdf>

既に大和総研レポート「機関投資家の議決権行使結果個別開示」²および「機関投資家の議決権行使結果開示の意義」³で報告した通り、このような方針が出るのは既定のことであったが、今後機関投資家の間では、実際の対応をめぐる様々な疑問や躊躇が示されることになると思われる。

実務対応に向けた課題

個別企業の株主総会議案について個別議案ごとの賛否を開示しようとする場合に、実務上生じるだろうと懸念される問題がいくつかある。

信託勘定と自己勘定

信託会社は、委託を受けて運用する信託勘定と、自己勘定（銀行勘定）で保有する資産とがあり、分別管理されている。日本版スチュワードシップ・コードに署名した信託会社では通常、スチュワードシップ活動を信託業務に関わるものと位置づけている。銀行勘定との関係は明示的に説明しないのが普通だ。従って、議決権行使結果の個別開示も信託勘定での保有株式を対象に行われることになると考えられる。

しかし、意見書3では、「金融グループ系列の運用機関について、親会社等の利益と運用機関の顧客の利益との間に存在する利益相反を回避したり、その影響を排除するための措置が必ずしも十分に機能していないケースが多く、よりきめ細かな対応が必要ではないか、との指摘がある。また、同一の機関内において運用以外の業務を行っている場合における、当該業務を行う部門と運用部門との関係についても、同様のことが指摘されている。」と記されている。「運用以外の業務」の業務に貸借業務が含まれるのであれば、銀行勘定での「よりきめ細かな対応」が期待されることになるかもしれない。

不統一行使

信託勘定では、委託者ごとに異なる運用をすることがあり、これは議決権行使についても同様だ。厳しい議決権行使を望む委託者が顧客の場合には、反対票が多く出る厳しめの議決権行使基準を適用し、そうでない委託者の運用資産については、反対票を少なくすることもある。これを議決権の不統一行使という。個別議案について賛否を公表する場合には、こうした不統一に行使された複数の委託資産のうち、どの資産に関する議決権行使結果を開示すべきだろうか。2010年3月18日付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」の一部改正案に寄せられたご意見と当協会の考え方』では、不統一行使の議決権行使結果を集計開示する場合の対応として、「個別の事例について実態を踏まえて判断すべき事項であると考えますが、例えば、議案Aについて賛成と反対が各1件あった場合は、

² http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20160927_011279.html

³ http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20161007_011306.html

議案数を2、賛成、反対に夫々1件追加することや議案数、賛成、反対件数共に外数として注記すること等の方法が考えられます。」⁴とされている。

保険会社へ開示強化要請

意見書3では、「一部の業態においては、議決権行使結果の集計を公表している機関投資家の割合が少ないとの指摘がある。」としているが、これは保険業界を念頭に置いたものと考えられる。保険会社が議決権行使結果の開示に関して集計公表にさえ消極的な理由としては、保険契約者が保険会社の議決権行使結果に関心を持たないということがあるようだ。運用結果によって保険給付が変動するタイプの保険もあるが、生命保険、年金保険、損害保険の多くは、保険会社の資産運用の状況が保険契約者の利益状況を変えることは通常はないだろう。保険会社の議決権行使結果開示は、顧客や受益者の多くにとって、関心を引き起こすものではないと考えられる。もっとも、意見書3は「最終受益者は、年金受給者など広範に及び、潜在的な受益者も含めれば、最終受益者は広く国民一般であると言えることができる場合も多い。」とも記していることから、議決権行使結果開示に顧客や委託者が関心を有しているか否かは、必ずしも開示の要否とは結びつかないとフォローアップ会議では考えているようである。

また、こうした通常の保険契約者と保険会社の関係は、銀行預金者と銀行の関係によく似ている。銀行の保有株式の運用結果に預金者が関心を持つ理由はないだろう。にもかかわらず、保険会社には議決権行使結果の個別開示を求め、日本版スチュワードシップ・コードに参加のための署名さえしていない銀行には何らの開示も求めないとすると、バランスを欠いているのではないかとの批判を引き起こしかねない。

今後の動き

フォローアップ会議は、意見書3をまとめた第10回が一応の区切りとなる。今後は、これまでの検討結果を踏まえて、日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの具体的な改訂の作業が進められる見通しである。

⁴ 一般社団法人投資信託協会「『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』の一部改正案に対する意見募集の結果のお知らせ」(平成22年3月18日)
<https://www.toushin.or.jp/publiccomment/ichiran/3744/>