

2017年10月17日 全5頁

# 機関投資家の議決権行使状況（2017年）

## 買収防衛策議案で反対率が激増し、他の議案でも増加傾向が明らか

政策調査部 主任研究員 鈴木裕  
調査本部 中村文香

### [要約]

- 日本版スチュワードシップ・コードは機関投資家行動の重要な要素として適正な議決権行使をあげる。2017年の改訂により、機関投資家は投資先企業の個別議案ごとに賛否を開示することが求められるようになった。
- この個別開示は、機関投資家が陥っているとされる利益相反の緩和・解消に資するものとして導入された。
- 上場企業においては、株主総会議案に対する反対票が増加していることが観察できる。
- 今後さらに反対票が増加することがあれば、株主総会議案の否決という事態が頻出する恐れもあり、企業側には新たな対応策が求められるかもしれない。

### はじめに

日本版スチュワードシップ・コード（以下、SSコード）は、2014年に策定されたが、その策定のための検討会報告に「本検討会は、金融庁に対して、おおむね3年毎を目途として、本コードの定期的な見直しを検討するなど、適切な対応をとることを期待する」とされていた。その通り、3年目を迎える今年2017年に改訂が行われた。

改訂前のSSコードは、機関投資家の議決権行使結果開示について、集計結果開示をすべきとし、その他の方法で開示する場合には、その方法をとる理由を説明（エクスプレイン）せよとしていた。今回の改訂では、集計結果の開示を「少なくともすべき」であるとされ、これまで集計結果の開示にさえ対応してこなかった機関投資家には、最低限集計結果を開示すべきとされた。さらに今回の改訂では、集計結果の開示をさらに進めて、個別企業の個別議案ごとの開示をすべきとされた。

改訂後のSSコード（以下、改訂SSコード）が、機関投資家に議決権行使結果の個別開示を求めた理由は、透明性の確保と利益相反の排除だ。改訂SSコード指針5-3の原注15では、こ

の個別議案ごとの詳細開示を求める理由を説明している。それによれば「活動の透明性を高め  
ていくこと」と「我が国においては、金融グループ系列の運用機関が多く見られるところ、こ  
うした運用機関において、議決権行使をめぐる利益相反への適切な対応がなされていない事例  
が多いのではないかと懸念を払拭するため」であるとされている。

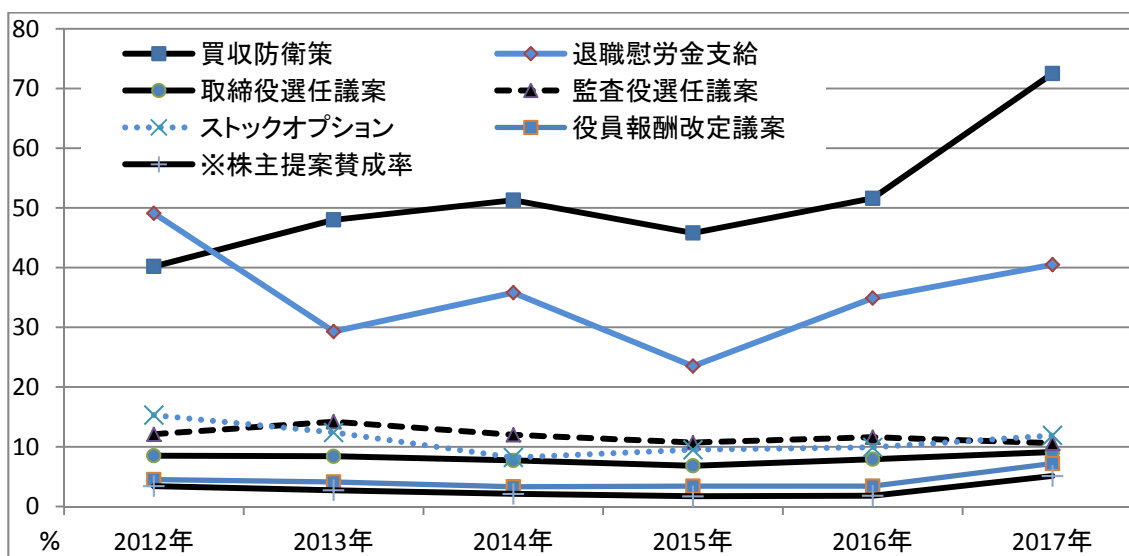
本稿では、この議決権行使結果の個別開示によって上場企業の株主総会がどのように変わっ  
たか、現状で分っている範囲で概観する。

## 反対投票の増加

さきに記した通り、今回の議決権行使結果個別開示の狙いは、機関投資家が陥っている利益  
相反を可視化することによってそれを回避する動機とするところにある。自社や親会社の株式  
やその取引先の株式を機関投資家が保有している場合に、顧客の利益よりも自社や親会社の利  
益を優先すべきではないということだ。簡単に言えば、投資先企業の株主総会議案で怪しいも  
のには、反対票を投じるということである。これまで遠慮があつて反対票を出さなかった先にも  
反対票を投じるであろうから、全体の反対率はかさ上げされるはずだ。

図表 1 は、議決権行使の電子プラットフォームを運営する株式会社 ICJ が、プラットフォーム  
経由で行使された国内機関投資家の議決の賛否を集計したものだ。ここからわかるのは、予  
想通りの傾向が明白に表れていることだろう。個別開示開始の 2017 年は、監査役選任議案以外  
の全ての種類の株主総会議案で、前年よりも反対率（株主提案については賛成率）が上昇して  
いる。大手の機関投資家の多くはこのプラットフォーム経由で議決権行使しているし、また上  
場企業も時価総額の大きなところは概ねこれに参加している。議決権行使の傾向を見るには、  
十分であろう。

図表 1：国内機関投資家による株主総会議案への反対率の推移

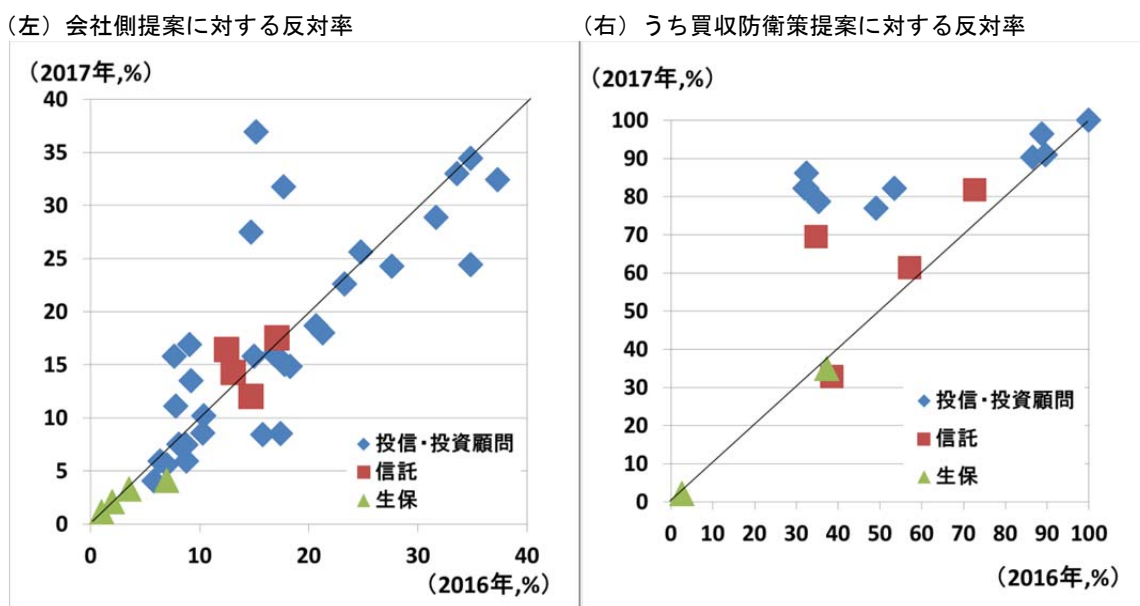


(出所)ICJ「6月総会概況」をもとに大和総研作成

機関投資家それぞれの反対率を 2016 年と 2017 年で比較すると、必ずしも大きな変化は表れていない。図表 2 左図は、会社側提案に対する機関投資家の反対率を、2016 年を横軸にとり 2017 年を縦軸にとってプロットしたものだが、反対率が上昇しているところもあれば低下しているところもあり、明確な傾向は読み取れない。しかし、買収防衛策議案（図表 2 右図）に限って見れば、2017 年になって反対率が高まっていることが明らかであろう。取締役選任議案や監査役選任議案では、表れなかった傾向だ。これは、買収防衛策議案の内容が変わり、機関投資家が受け入れられないようなタイプの買収防衛策、つまり経営者の保身のためや、濫用の懸念がある買収防衛策が増えたわけではなく、買収防衛策議案自体に従来以上に反対するという方向での議決権行使基準の改訂や運用の見直しが多く機関投資家であったからではないだろうか。

なお、集計結果の開示では、機関投資家によって集計期間や集計方法が異なっている。特に、取締役選任議案や監査役選任議案では、選任議案を一括して一つの議案とし、候補者一人に対しても反対していれば、一括して選任議案に反対したとして集計する方法と、候補者ごとに一つの議案と見て集計する方法がある。図表 2 左図の会社側提案への反対率は、選任議案の集計方法が 2016 年と 2017 年で変わっていないと思われる機関投資家の反対率をプロットしたものである。

図表 2 機関投資家の議決権行使結果（2016 年と 2017 年の比較）



(出所)各社の開示資料をもとに大和総研作成

## 集計開示及び個別開示の動向

改訂 SS コードは、「少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべき」とするとともに「個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである」と記している。機関投資家の多

くは、これらの規定に対応し、集計結果開示と個別開示の双方を実施している。しかし、2017年10月10日時点で、集計結果を開示している機関投資家のうち、少なくとも12の機関投資家は個別開示を未だ実施していない。これは、SSコード改訂に伴う機関投資家の開示・公表内容の更新については、「改訂版コード公表の遅くとも6ヶ月後（平成29年11月末）までに」行うべきとされていることから<sup>1</sup>、今後、個別開示への対応を行う予定であるか、あるいは個別開示を行わない理由を説明（エクスプレイン）する予定であろうと思われる。

改訂SSコードが求める個別開示に対応していない理由を説明している機関投資家もある。開示しない理由は、投資先企業との対話に悪影響を生じる懸念や、反対投票を受ける企業の株価下落の懸念などをあげ、個別開示の影響を見極める必要があるとのことだ。

## 英国における不開示理由

日本版SSコードのモデルとなった英国のステューワードシップ・コードの第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、とされている。しかし、英国のステューワードシップ・コードでは、公表の内容までは定めておらず、米国と同じ個別議案の賛否を公表することもあれば、日本と同様に集計結果の公表で対応することもある。また、機関投資家のおよそ3割は、議決権行使結果を開示していないようだ<sup>2</sup>。

英国のステューワードシップ・コードは、コンプライ・オア・エクスプレインであるから、議決権行使結果を開示していない場合には、機関投資家はその理由を説明（エクスプレイン）している。これを見ると開示をしない理由には、いくつかのタイプがある。もっとも多いのは、議決権行使結果は顧客の資産に関する情報であるので、これを広く公表するのは適切ではないとの説明だ。これと類似している理由としては、顧客から要求があれば議決権行使結果の説明を行っているというものもある。これらと観点が異なる理由としては、議決権行使結果はネガティブな情報ともなり得るので、開示を避けているというものもある。反対票を入れるということは、現経営陣に対する不信の表明でもあるから、株価への悪影響も生じかねないということであろう。また、議決権行使は対話のツールでもあるので、対話の手の内を明らかにしたくないという理由もある。

## 利益相反管理の方法

議決権行使結果の個別開示は、利益相反を解決するための手法であるが、そもそも機関投資

<sup>1</sup> 金融庁「ステューワードシップ・コード（改訂版）の確定について」（平成29年5月29日）

<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529.html>

<sup>2</sup> The Investment Association “Stewardship in Practice Asset Managers and Asset Owners” (At 30 September 2016)

家が議決権行使プロセスをどう変えるべきかについても、改訂 SS コードは例示している。指針 2-3 は、「例えば、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべき」としている。この他、2016 年 11 月に出された金融庁『「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）」では、海外の取り組み例として、「外部の第三者機関に自らの議決権ガイドラインを示すなどの工夫を行いながら、その第三者機関の判断を活用」することも紹介されている。

独立社外取締役や監督のための第三者委員会は、コストもかかるだろうし、人選自体が適正に行われているかという問題をはらむだろう。そこで低コストで、利益相反を排除することを示す証跡として明瞭な「外部の第三者機関」つまり、議決権行使助言業者の利用が進む可能性がある。助言業者は、機関投資家に対して、保有する株式の発行会社が開く株主総会の議案の賛否について助言をするコンサルタントだ。

改訂 SS コード対応に関する取り組みや方針を開示する中で、利益相反管理の方法を説明している機関投資家は少なくない。主だった機関投資家の 44 社の改訂 SS コード対応状況を概観すると、少なくとも 18 社が何らかの形で議決権行使助言業者を利用する旨を説明している。特に利益相反が疑われる恐れがある場合には、通常とは異なる議決権行使判断のプロセスにのせ、その中で助言業者を活用するとしているところが多く見られた。

## 2018 年に向けて

SS コード改訂によって始まった議決権行使結果の個別開示に伴い、機関投資家が投資先企業の株主総会で反対票を今まで以上に多く投じる傾向が表れてきたが、では、機関投資家が真に議案の否決を望んでいるかと言えば、必ずしもそうではないだろう。特に取締役選任議案や監査役選任議案では、企業業績への不満や独立性に疑義があることを上場企業側に伝達するメッセージのツールとして議決権を使っているのもあって、多くの機関投資家は否決することまでは想定しないのではないかと思われる。例えば、社外取締役が複数選任されていない場合には、企業の経営トップの取締役選任議案に少なからぬ反対票が投じられるが、仮にこの取締役選任議案が否決されたとすれば、事後の経営に混乱が生じる恐れがあり、それは強い株価下落要因となろう。こうしたことを機関投資家が期待しているとは考えにくい。

しかし、機関投資家が各々出すメッセージとしての反対票が積み上がれば、誰も望んでいない否決という結果を生むかもしれない。株主総会議案の否決リスクが高まる中で、このようなケースが現実に生じた場合にどのように対処が可能か検討しておくべきではないだろうか。