

スチュワードシップ・コード改訂 で変わる日本の株主総会 ～議案否決リスクの増大と企業側の対応策～

政策調査部 鈴木 裕

要 約

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年の日本版のスチュワードシップ・コード改訂により、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。

米国では、ミューチュアル・ファンドを対象として議決権行使結果の詳細な開示規定が設けられている。英国では、開示内容は各機関投資家の判断に委ねられており、開示を全くしない機関投資家も相当数ある。

日本における個別開示の実施によって結果的には、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するとともに、機関投資家向けに議案の賛否に関して助言を行う議決権行使助言業者の影響力を高めることになったと考えられる。上場企業側では、反対票を少なくする目的で、議決権行使助言業者への反論文や、議案の補足説明を行う場合があり、こうした取り組みは今後増加するかもしれない。

目 次

- 1章 はじめに
- 2章 議決権行使結果開示の狙い
- 3章 米英における議決権行使結果開示
- 4章 議決権の適正行使要請と助言ビジネス
- 5章 個別開示後の株主総会の変化

1章 はじめに

日本版スチュワードシップ・コード（以下、S S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」とされていた通り、3年目を迎える2017年に改訂が行われた。今回の改訂では、機関投資家の議決権行使結果の開示について、個別の議案に関する賛否まで開示すべきとされたのみならず、賛否の理由についても「対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる。」（改訂S Sコード指針5-3）との説明が付加されている。

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を明らかにするとともに、これによって生じる新たな問題について考察を加える。

2章 議決権行使結果開示の狙い

1. スチュワードシップ・コード改訂

S Sコードは「スチュワードシップ責任を果たすための機関投資家の活動（以下、『スチュワードシップ活動』という。）において、議決権の行使は重要な要素ではある」と、議決権行使をスチュワードシップ責任の要素として、最初に指摘している。

もっとも機関投資家の議決権行使に関する情報開示は、S Sコードによって開始されたわけではない。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¹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²を行い、議決権行使結果の集計による公表の書式等を定めた。その後、2014年のS Sコードに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が、投資顧問業者や投資信託委託会社にとっては、既に対応済みだったということだ。このS Sコードに前後して、信託銀行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った。2014年の初版のS Sコードは、こうした実務の状況を踏襲して、集計開示を原則としつつも、その他の方法での開示も許容していた。

S Sコード中の「議案の主な種類ごとに整理・集計して公表」とは、例えば配当議案であれば、投資先企業の株主総会で配当議案が何社で議案となり、それに対して何社に賛成票を投じ、何社に反対したかを集計して公表することをいう。取締役や監査役の選任議案では、選任議案を一括して一つの議案とするか、候補者ごとに一つの議案とみるかで、集計方法が異なることもあるが、いずれの場合でも特定の上場企業の特定の取締役や監査役の候補者の誰に賛成し、誰に反対票を投じたかまでは公表されない。また、「集計公表に代わる他の方法」には、個別議案の賛否状況を公表する取り組みも考えられるのだが、集計値の公表にさえ躊躇がある機関投資家に、概括的で説明的な

1) 「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

2) 「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」2010年3月18日一部改正

公表でも許容する旨を明らかにしたものだといえよう。

しかし3年後の2017年、この議決権行使結果の開示規定に大幅な変更が加えられることとなった。集計結果の開示は、「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。今回の改訂の最大の変更点は、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原則としたことだ。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おり、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通りだ。例えば、銀行の子会社である投資顧問会社が親銀行の株式を保有していても、銀行の株主総会議案に反対票を投じることはためらいを覚えるだろう。また、親銀行の取引先企業の株式に投資をしている場合に、その企業の株主総会議案に反対すべきと判断したとしても、親銀行の不興を買うことを恐れて賛成することがあれば、投資顧問契約をしている顧客の利益を損なっている恐れがないかが問題となる。こうした利益相反の疑いがある場合には、その行動を透明化することで利益相反を避ける動機が生まれると考えられる。利益相反は個別企業との固有の関係の中で生

図表1 スチュワードシップ・コード指針5-3に関する改訂

改訂スチュワードシップ・コード	旧スチュワードシップ・コード
<p>機関投資家は、議決権の行使結果を、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である。</p> <p>また、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を行使しているか否かについての可視性をさらに高める観点から、機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである（原注15）。それぞれの機関投資家の置かれた状況により、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果を公表することが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきである。</p> <p>議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる。</p>	<p>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を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。</p> <p>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ものであるため、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。</p>

(改訂版 原注15) 個別の議決権行使結果を公表した場合、賛否の結果のみに過度に関心が集まり、運用機関による形式的な議決権行使を助長するのではないかなどの懸念が指摘されている。

しかし、運用機関は、自らが運用する資産の最終受益者に向けて、活動の透明性を高めていくことが重要である。さらに、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にも、個別の議決権行使結果を公表することが重要である。

(出所) 改訂前と改訂後のSSコードをもとに大和総研作成

じるものであるから、集計結果の開示では、利益相反を生じさせる可能性を減じる効果はあまり期待できない。そこで、改訂によってS Sコードでは、機関投資家は投資先企業の株主総会議案にどのように投票したか、個別議案ごとに賛否を公表せよとされたのである。

2. 議決権行使結果開示規定の経緯

業界ルールによって、機関投資家の議決権行使結果について開示する旨の制度改正が行われた2010年とは、サブプライム・ショックやリーマン・ショックとして知られる世界的な金融危機の直後であり、危機の再発を防ぐために、あらゆる政策手段の活用が検討された時期である。日本の市場や企業が金融危機の引き金を引いたわけではないだろうが、わが国においても市場や企業経営の信頼を取り戻すための様々な政策が模索され、有識者を集めた研究会や検討会から多くの提案が出された。議決権行使結果の開示もその選択肢の一つとなった。

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2009年にまとめた「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³は、議決権行使結果の開示の在り方について大きなスペースを割いている。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・投資者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考えられるであろう。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。

こうした政策提言が出される以前は、機関投資家による議決権行使結果の公表は、全くの自主的な対応であり、ほとんど行われてこなかった。それが金融危機後に大きく変わったのは、機関投資家の目を企業経営の監視機能として役立てようとする発想が輸入されたからではないだろうか。また、機関投資家が投資先企業に対する監視の目が緩む理由として、利益相反があるとすれば、それを可視化する目的もあっただろう。投資信託等金融商品の購入を検討する顧客が、金融商品を組成する株式の議決権行使状況を、金融商品購入の判断材料にするので、開示すべきとの理由もあろうが、こうした顧客のニーズが真に存在しているかは、判然としないところもある。金融危機に対処する政策パッケージの中で、様々な理由が主張されて、議決権行使結果の開示規定に結実していったのであろう。

3) 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)

3章 米英における議決権行使結果開示

1. 米国における Form N-PX

米国では、金融危機に先立つ深刻な一連の企業スキャンダル、いわゆるエンロン事件が契機となって機関投資家の議決権行使の適正化が政策課題に浮上してきた。機関投資家が投資先企業を十分に監視していなかったことが一因となって、企業価値を大幅に下落させる経営判断を生んでいたのではないかとこの反省に立ち、機関投資家の経営監視行動を可視化する目的で議決権行使結果の開示が進められたのである。

エンロン事件後の2003年に投資信託（ミューチュアル・ファンド）が保有する株式に関する議決権行使について米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission、以下「SEC」という）の新規則⁴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、一定の書式（Form N-PX）に基づいて作成し、投資信託購入者に提供することとされた。提供の方法は、SECの運営する開示情報閲覧サイト（EDGER）への提出の他、各投資信託の提供会社のウェブサイトによる方法、郵送等による方法が認められる。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っても、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。Form N-PXは、投資信託のための開示書式であり、他の機関投資家の議決権行使結果の開示に関しては、特に定められていない。しかし、各州の公務員年金基金の中には、投資信託並みの開示を行うところもある

ようだ。

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いかなる理由によるかということであるが、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の開示の意義がかなり詳しく説明されている。

議決権行使結果の開示には、図表2に示した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。例えば図表2の（ア）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、このような情報提供のニーズは存在していないのではないか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いないとは言えず、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。

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った。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。

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

図表2 議決権行使結果開示の便益（ベネフィット）

<p>(ア) 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。</p>
<p>(イ) 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恐れが生じるが、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。</p>
<p>(ウ) 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。</p>

（出所） Securities and Exchange Commission, “Final Rule : Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies” をもとに大和総研作成

2. 英国におけるスチュワードシップ・コード

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べき」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、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、日本に類似した集計結果の公表で対応することもある。また、例示的な公表を行うことや、全体的な状況を文章によって説明することもあり、公表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。

英国のスチュワードシップ・コードは2010年に作られたものであり、金融危機の余波の中で機関投資家に企業経営の監視役を演じさせようとする意図があったことは、明らかだろう。しかし、英国ではそれ以前から、企業スキャンダルのために企業と機関投資家の対話であるとか議決権行使の取り組みに関心が持たれてきた。スチュワードシップ・コード自体が、1998年に策定された統合規範（the Combined Code）に由来しており、機関投資家の果たすべき役割について一章を割いている。しかし、統合規範では、議決権行使を適正に行うべきとはしていたが、行使結果の公表までは求めていなかった。これを何らかの形で開示すべきとしたのが、英国のスチュワードシップ・コードだ。

このように機関投資家の議決権行使結果の開示については、かなりソフトな対応であったが、直近では個別開示の義務化が検討されたこともあ

る。2016年11月に英国政府は、メイ首相が同年7月の就任以来強調してきたコーポレート・ガバナンス改革に関する取組の方針を公表⁵（以下、グリーン・ペーパー）し、広く意見を募集するための手続きを開始した。グリーン・ペーパーでは、これまでの議決権行使結果の開示規定を改め、個別議案ごとの開示を義務化（mandatory）すべきとも提言されたのだが、結果的には個別開示の義務化は見送られた⁶。

グリーン・ペーパーが個別企業の個別議案ごとの開示を検討したのは、経営者報酬の適正化が進んでいないように見えるからであるらしい。英国では、経営者報酬に関する給付決定や今後の方針を株主総会の議案として付議し、株主に賛否を問うている。これをSay on Payというが、これが経営者報酬の適正化に期待通りの機能を発揮していないように見えるようだ。経営者報酬を適正化するチャンスであるSay on Payの議案に対して、反対票がさほど出ていないのは、機関投資家が生

ぬるい判断をしてからで、そのため報酬が高止まりしていると疑われている。

そこで、個別企業のSay on Pay議案に賛成したか、反対したか、その理由は何かを公表させることで、そうした状況を正せるとの期待があって、開示の強化が検討されたということのようだ。しかし、グリーン・ペーパーを踏まえた政府の見解では、英国の機関投資家はスチュワードシップ・コードに沿って適切に議決権行使結果を開示しており、法的な義務化は今後のさらなる検討課題であるとして先送りとされた。

現状では、図表3に見る通り英国の機関投資家のおよそ3割が議決権行使結果を開示していないし、開示しているにしても個別議案ごとではなく集計開示や行使事例の概括的説明などにとどめている場合もある。わが国がモデルとした英国のスチュワードシップ・コードは、コンプライ・オア・エクスプレインであるから、議決権行使結果の開示を実施（コンプライ）していない場合には、機

図表3 英国機関投資家の議決権行使結果開示状況

年	2016	2014	2013	2012	2011	2010
回答機関投資家数	77	87	83	80	64	48
議決権行使結果を開示している	72%	68%	66%	65%	73%	65%
個別議案の開示	うち 76%	うち 75%	うち 62%	うち 68%	うち 68%	うち 68%
概要（例示等）の開示	うち 24%	うち 25%	うち 38%	うち 32%	うち 30%	うち 32%
無回答	—	—	—	—	うち 2%	—
開示していない	26%	29%	27%	33%	27%	33%
無回答	2%	3%	7%	2%	—	2%

（出所）The Investment Association “Adherence to the FRC’s Stewardship Code”（At 30 September 2014）および “Stewardship in Practice Asset Managers and Asset Owners”（At 30 September 2016）をもとに大和総研作成

5) 英国政府（GOV.UK）, “Corporate governance reform: green paper”（29 November 2016）

<https://www.gov.uk/government/consultations/corporate-governance-reform>

6) GOV.UK, “Consultation outcome Corporate governance reform”（29 August 2017）

<https://www.gov.uk/government/consultations/corporate-governance-reform>

関投資家はその理由を説明（エクスプレイン）している。

開示をしない理由には、いくつか類型がある。最も多いのは、議決権行使結果は顧客の資産に関する情報であるので、行使結果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。

3. 米英の相違

これまでの説明からも明らかなように、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、SEC規則によって、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点も大きな違いであろう。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。

4章 議決権の適正行使要請と助言ビジネス

機関投資家に対して適正な議決権行使を求める規則が設けられたり、行使結果の開示や公表が求められたりすると、議決権行使助言業者の利用が進むようである。議決権行使助言業者を機関投資家が利用するようになると、新たな問題が持ち上がってくると思われる。

議決権行使助言業者は、株式投資を行う年金基金・投資信託・大学寄附基金などの機関投資家を顧客として、投資先企業の株主総会議案に対する議決権行使について賛成投票・反対投票の推奨を行っている。議決権行使助言業の最大手は、ISS（Institutional Shareholder Services Inc.）で、もう一つの大手業者であるグラスルイス（Glass, Lewis & Co., LLC）とともに、この業界を二分している。

機関投資家は、自らの議決権行使の在り方が適正であるとの証跡を得るためにも、外部から得た様々な情報を勘案しているとの外観を作るようになる。そのような外観を示すために、機関投資家にとって議決権行使助言業者の利用は有益だ。

議決権行使助言業の歴史はさほど古いものではない。1970年代にはベトナム反戦運動や反アパルトヘイトの観点から大学寄附基金等に向けて、投資家の社会的責任を勘案して議決権行使に関する助言を行う業者が現れた。しかし、現在でも事業を営む助言業者が設立されたのは80年代に入ってからだ。この頃の米国では、敵対的な買収が盛んになるとともに、敵対的買収を困難にするための防衛策導入も進んだ。買収防衛策は、経営の効率化や株式の高値売却の機会を失わせかねず、株主利益に反するとの見方が強かった。年金

基金が保有する株式の議決権は、経営者の保身のためではなく年金制度加入者の利益のみに配慮して行使するべきと考えられるようになり、88年に年金基金資産に帰属する株式の議決権は、受託者責任によって適正に処理されるべき権利であるとの米国労働省の見解が表明された。こうした問題への解決策が模索されていた85年にISSは創業された。また、既述の通り2003年のSEC規則制定によって、投資信託の議決権行使結果の開示が定められたのだが、グラスルイスの創業はこの頃である。

特に米国においては、機関投資家による議決権行使助言業者の利用は広まりを見せているのだが、一方では、議決権行使助言業者自体の業務が、適正に行われているかが疑問視されるようになってきている。議決権行使助言業者は、機関投資家向けに投資先企業の株主総会議案の賛否推奨情報を販売するだけでなく、上場企業向けにコーポレート・ガバナンスに関するコンサルティングを行う場合がある。これが、利益相反となって議決権行使助言業が適正に行われていない疑いがあるという。また、多くの国々で上場する多数の企業の株主総会議案を正しく理解し、適正な助言に結び付けられているか、能力面での疑念も払拭できない。さらには、株主ではない議決権行使助言業者が、機関投資家の投票行動に大きな影響を与えているのは、果たして健全な状況なのかも問われている。株主ではない、ということは株価の変動に利害関係がないということに他ならないが、そのような助言業者が、株価に影響を及ぼすかもしれない株主総会の決議の行方を左右するほどの影響力を

持つのが企業社会の健全な姿なのか、疑問が生じている。そこで、現在米国では、助言業者の業務の適正確保に関する規制が必要との関心が湧き上がってきている。

議決権行使助言業者への規制を求める声は2011年ごろから急激に強くなっている。これは金融危機に対する政策対応への反動とみることもできよう。米国では、金融危機に対処するために2010年にドッド＝フランク法が成立している。この法律には、経営者報酬に関する株主総会議案を上程し、株主の賛否を問うべしとの規定が置かれている。英国に10年ほど遅れて、米国でもSay on Payが導入されたのである。これに対して議決権行使助言業者が多くの反対投票推奨を出したため、企業側からの不満が高まったようである。

企業経営者の団体が、議決権行使助言業への規制を議会やSEC等に働きかけた結果、議決権行使助言業者の業務の適正化に関する法案「コーポレート・ガバナンスの改革と透明化に関する法律案」(Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016 (H.R. 5311)⁷⁾が審議されるに至った。この法案は、オバマ政権時代に下院の委員会は通過したが、成立には至らなかった。その後就任したトランプ大統領は、ドッド＝フランク法で設けられた多くの規制を緩和・撤廃することを目指して“The Financial CHOICE Act”⁸⁾を提案しているが、この中には、「コーポレート・ガバナンスの改革と透明化に関する法律案」がほぼそのまま取り入れられており、現在審議が進められているところだ。Financial CHOICE法では、助言業者に対するSECの監督権限を明確にする

7) Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016
<https://www.congress.gov/114/crpt/hrpt798/CRPT-114hrpt798.pdf>

8) The Financial CHOICE Act
<https://financialservices.house.gov/choice/>

とともに、助言業者が議案の賛否を推奨するレポートを発行する前に上場会社側の意見を聞くことを義務付ける。当然のことながら議決権行使助言業界はこの法案に反対している他、一部の機関投資家も法規制に慎重な姿勢を見せている。

米国で議決権行使助言業者規制が立法的な対応まで検討されるようになったのは、議決権行使助言業者の利用が広がった結果、企業経営へ及ぼす影響が軽視できなくなった表れだ。実際に、議決権行使助言業者が経営者の報酬の在り方だけでなく、取締役選任の決議方法の変更、法定開示を超える様々な情報開示への取り組みを求めるなど、企業のガバナンスを変えるほどの影響力を発揮しているように見えるのであれば、それに見合うだけの適正な業務が行われているかは、影響を受ける企業のみならず社会全体の関心の対象となる。

議決権行使助言業者へ業務の適性化を求める声が高まる一方で、大手の機関投資家の間には、助言業者離れともいえる動きもみられる。規制の是非が検討されるような助言業者に頼り続けているのは、機関投資家のレピュテーションを下げかねない。助言業者の情報に依存することなく、自律的な判断をしているということが、資産運用の受託者としての評価向上につながるのかもしれない。

5章 個別開示後の株主総会の変化

1. 反対投票の増加

個別議案ごとの賛否開示が2017年からわが国でも始まったのだが、小さからぬ変化が既に表れている。一つは、国内機関投資家の議決権行使が厳しくなり、反対票が増加していることで、もう

一つは上場企業から議決権行使助言業者への反論が増えているように見えることだ。

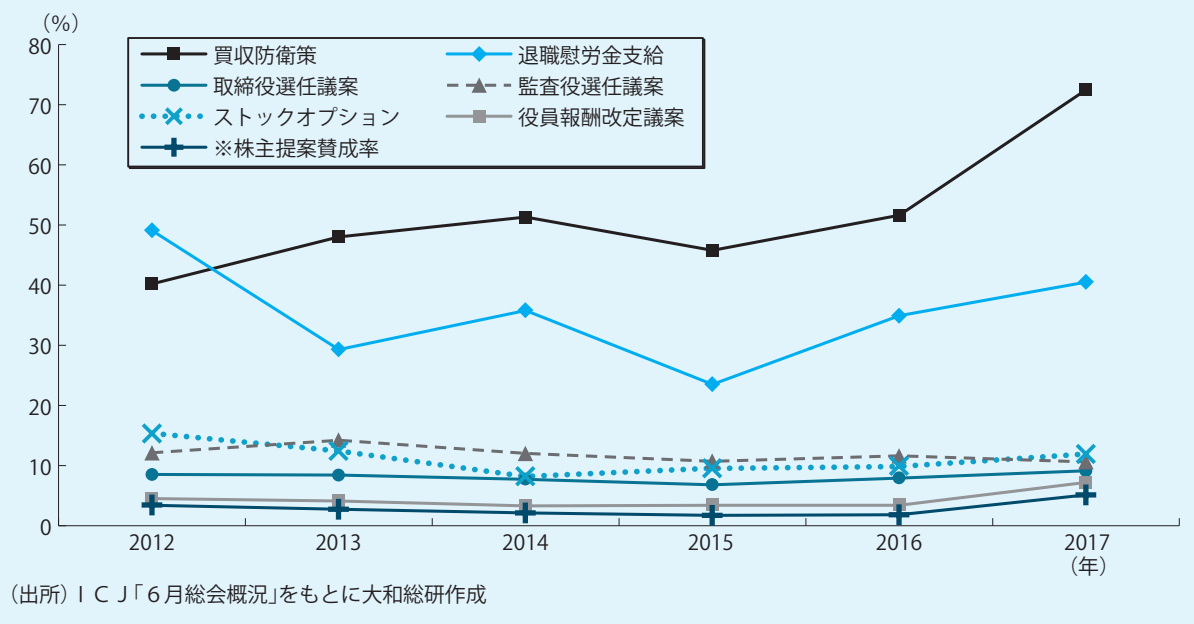
今回の議決権行使結果の個別開示の狙いは、機関投資家が陥っている利益相反を可視化することによって利益相反を回避する動機とするところにある。自社や親会社の取引先の発行する株式を機関投資家が保有している場合に、顧客の利益よりも自社や親会社の利益を優先すべきではないとされる。極めて単純化して言えば、投資先企業の株主総会議案に企業価値を毀損するかもしれないものがあれば、反対票を投じよということだ。これまで遠慮があって反対票を出さなかった先にも反対票を投じることになるのであるから、全体の反対率はかさ上げされるはずだ。

図表4から分かるのは、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）が増加している。これは、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権の賛否を集計したものだ。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をしているし、また上場企業も時価総額の大きなところはおおむ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。

2. 議決権行使助言業者の影響力への懸念

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、そのために機関投資家は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。改訂SSコード指針2-3は、「例えば、独立した取締役

図表4 国内機関投資家による株主総会議案への反対率の推移



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。その他、2016年11月に発表された金融庁『「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、議決権行使助言者の利用が進む可能性がある。

前記の通り米国では、年金基金や投資信託に対して議決権の適正行使を法的義務としているので、こうした助言者の利用が相当広まっている。そこで、Financial CHOICE法では、助言者への

規制法が検討されるようになったのである。

わが国でも、機関投資家による議決権行使結果の個別開示によって、結果的に助言者の影響力が増すことになるだろう。株主総会議案について知見があるとされる助言者の推奨と異なる議決権行使をすれば、それはどのような理由によってか、説明を求められるかもしれない。その煩わしさを避けるには、助言に従うのが最も簡易な方法だ。

特に利益相反が疑われる状況であれば、機関投資家の中には、助言者の助言に従うことを明らかにしているところもある。助言者の影響力は、わが国でも強まりつつあるのだ。

3. 上場企業側から助言者への反論相次ぐ

SSコードで議決権行使結果の個別開示が求められる2017年から助言者の影響が強まる恐れを上場企業側は敏感に察知していたのかもしれない

い。17年は、助言業者の反対投票推奨に対する反論が例年以上に多く出たようだ。6月総会の会社のうち助言業者への反論を出していることが分かるのは、図表5に掲げた14社だ。この他にも、株式会社ICJが運営する議決権行使の電子プラットフォーム上で助言業者への反論を公表する企業が10社ほどある（ICJ調べ）。また、武田薬品工業や関西ペイントなどが、助言業者に言及することなく、株主総会議案に関する補足的な説明を公表した。

助言業者から議案に反対投票推奨を受ける会社は毎年数百社に上る。しかし、反論する会社はそれほど多いわけではない。反対投票推奨を受けた会

社が反論しない理由はいくつか考えられる。第一に、助言業者の反対投票推奨自体を会社側が認識していないということが考えられる。助言業者は、上場企業側からの請求がなければ、賛否推奨の結果を積極的に会社側に知らせるわけではないので、企業側が反対投票推奨を知らなかったということは十分考えられる。第二に、助言業者の推奨に大きな影響力はなく、議案の成否に関係しないと考えれば、反論するまでもない。第三に、反論すると反対投票推奨の存在がかえって広く知られることになってしまうことを危惧する場合もある。

議決権行使助言業者は、典型的な議案について

図表5 議決権行使助言業者の影響力拡大への危惧感

日付	社名	争点となった株主総会議案
6月2日	株式会社第一興商	社外取締役選任議案
6月2日	野村ホールディングス株式会社	社外取締役選任議案
6月8日	川崎汽船株式会社	経営トップの取締役選任議案2件
6月8日	新日鐵住金株式会社	・取締役選任議案 ・社外監査役選任議案
6月9日	新明和工業株式会社	社外監査役選任議案
6月9日	株式会社キッツ	補欠監査役選任議案
6月9日	株式会社池田泉州ホールディングス	社外監査役選任議案
6月12日	上村工業株式会社	・社外監査役選任議案2件 ・監査役への退職慰労金贈呈議案
6月13日	日本コロムビア株式会社	・(株)フェイスとの株式交換契約承認議案 ・経営トップの取締役選任議案2件
6月14日	日本信号株式会社	補欠監査役選任議案
6月14日	堺化学工業株式会社	経営トップの取締役選任議案
6月15日	黒田電気株式会社	社外取締役選任を求める株主提案議案
6月16日	株式会社フェイス	・日本コロムビア(株)との株式交換契約承認議案 ・配当決定機関に関する定款変更議案 ・経営トップの取締役選任議案
6月20日	アズワン株式会社	・社外監査役選任議案 ・取締役に対する業績連動型報酬の限度額および内容決定

(出所) 各社公表資料をもとに大和総研作成

は、あらかじめ賛否判断基準を策定し、これに事実を当てはめることで賛否を決定している。そこで、議決権行使助言業者の推奨に反論する場合には、判断基準の合理性に関する疑いを指摘するか、事実認定の誤りを指摘することが考えられる。

判断基準の合理性を問題にする場合には、議決権行使助言業者の判断基準が、日本の実情や常識からはかけ離れていることを主張することになる。もっとも、このような反論を受けたとしても、議決権行使助言業者は、判断基準自体の不合理性は認めないので、賛否推奨判断を覆すのは難しい。しかし、例えば、社外役員候補者の独立性が問題になった場合に、数十年前に短期間銀行に勤務経験がある者に対して、メインバンク出身者であるから独立性がないとする判断には、その不合理さを問う余地はあろう。メインバンク等における過去の勤務経験も5～10年程度経過すれば帳消しにして、独立性を認める考え方もあり得るのである。

一方、事実認定の誤りを指摘する場合には、議決権行使助言業者自身の判断を覆すことができる場合もあろう。議決権行使助言業者は、非常に多くの会社の株主総会議案を短期間で判断しなければならないので、事実認定に誤りが生じる可能性もある。そこで、事実関係の誤りを指摘し、議決権行使助言業者の判断基準に真実を当てはめてみれば、賛成が推奨されるはずだという指摘は効果を持つだろう。

しかし、いずれにせよ助言業者の賛否推奨を覆すのは、かなり稀なケースであることは確かだ。むしろ、こうした反論は、議決権行使助言業者による会社側提案議案への反対推奨を覆すためとい

うよりは、実際に株主総会で議決権を行使する機関投資家に対して、議決権行使助言業者の判断の不合理性や誤りを指摘して、賛否推奨への懐疑を持たせる目的の方が大きいかもしれない。実際、上場企業側からの反論文や議案に関する補足説明によって、機関投資家の反対投票を、ある程度は賛成に変えられるとも解せる調査結果もある⁹。助言業者の反対投票推奨を受けて、発行会社が反論文の公表等を行った場合、国内機関投資家の反対率は20.1%であるが、行わない場合は、35.3%であったという。企業ごとに株主構成や議案内容が異なるため、単純な結論は出せないが、反論文の公表には、反対率を縮小する効果があるように思える。

2017年に少なからぬ上場企業が反論を公表したのは、助言業者の影響力を侮り難く思っていることだろう。このように、機関投資家に対する議決権行使結果の開示要求は、助言業者の影響力を高めると懸念されるのだが、助言業者の影響力拡大は、S Sコードが意図している効果とは思えない。

機関投資家と上場企業との建設的対話が進んでいるかは明確になっていないが、上場企業が助言業者へ異を唱える流れは強くなりそうだ。株式を保有しない助言業者が、上場企業の株主総会に及ぼす影響をどのように考えるべきか、今後の課題となるだろう。米国のように新たな法規制の検討もあり得よう。

9) 株式会社ICJ「議決権行使白書ーガバナンス改革のさらなる進展に向けた『議決権行使の実質化』の現状と課題」(2017年5月25日)
<http://www.icj.co.jp/news/information/1244/>

[著者]

鈴木 裕 (すずき ゆたか)



政策調査部
主任研究員
担当は、企業ガバナンス、
投資家行動