

2021年10月12日 全5頁

機関投資家の議決権行使結果開示規則改正

米国 SEC が Form N-PX の利便性向上を目的として規則改正案を公表

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- 米国 SEC は、機関投資家向けの議決権行使結果開示規則の改正案を公表し、意見募集を開始した。開示情報の利用者の利便性を高めるため、開示形式の現代化や議案内容の類型化などが改正の趣旨である。
- 日本においては、日本版スチュワードシップ・コードに賛同した機関投資家が議決権行使結果の開示を行っているが、開示形式の利便性向上などの点では、今回の米国の改正案を参考にできるのではないかと考えられる。

SEC による規則改正案

米国証券取引委員会（SEC）は、2021年9月29日、機関投資家向けの議決権行使結果開示規則の改正案を決定し、60日間の意見募集手続きを開始した¹。2003年に策定された開示規則をほぼ20年ぶりに見直すことになるが、20年間のテクノロジーの発展等を踏まえデータの活用が簡単に行えるようなフォーマットでの開示を求める。現在でも開示のフォーマットは決まっているが、分類や検索に便利にはできていない。規則改正案では、開示データの利用者それぞれが自分の関心にあったデータ分析をできるようにする。

日本では、日本版スチュワードシップ・コード（SSコード）に賛同した機関投資家に、議決権行使結果の開示が求められている。集計結果の開示フォーマットは一応あるが、個別議案ごとの開示の形式には機関投資家の間で微妙な違いがあり、機械的な処理が難しい場合もある。今回の米国 SEC の規則改正案は、米国と同じような課題のある日本に影響を及ぼす可能性がある。

¹ SEC “SEC Proposes to Enhance Proxy Voting Disclosure by Investment Funds and Require Disclosure of “Say-on-Pay” Votes for Institutional Investment Managers”（2021年9月29日）
<https://www.sec.gov/news/press-release/2021-202-0>

日米両国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、大規模な会計不正によって企業破綻に至った、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結果の開示が政策課題に浮上した。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。

エンロン事件後の 2003 年 1 月に投資信託（ミューチャル・ファンド、ETF 等）が保有する株式に関する議決権行使について SEC の規則²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 WEB サイトへの掲載、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いくつかは、投資信託並みの開示を行うこともあるようだ。

図表 1 米国における議決権行使結果開示規則の改正

<p>N-PX 提出義務者 (registered management investment companies で具体的には、ミューチャル・ファンド、ETF 等)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 開示する議決権行使の内容を上場企業の議案と関連付けるとともに、開示される議決権行使情報の利用者である投資家の便宜のため、議案を類型別に分類する。 ● 議決権行使内容の分析が容易に行えるように、構造化されたコンピューター言語を用いる。 ● 貸株を行っている場合は、それが議決権行使に及ぼす影響を説明する。
<p>13F 提出義務者 (上場株式等を 1 億ドル以上運用する投資家。ヘッジファンドや寄付基金などが含まれる)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 上場企業経営陣の報酬に関する議案 (say-on-pay) の議決権行使結果を Form N-PX によって開示する。

(出所) 脚注 1 をもとに大和総研作成

SEC による議決権行使結果開示規則改正の主な内容は図表 1 の通りで、要点は次の二つだ。

第一は、N-PX の開示形式の変更である。現在の N-PX は、text 形式、HTML 形式で開示されるが、これでは利用者が不便を感じるが多い。多くの機関投資家の N-PX を分析するには、データの形式を利用しやすいように、XML 形式に変える必要がある。

² SEC “Final Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies”

第二は経営陣の報酬関連議案に関する開示義務者を広げることである。N-PX を提出する場合は、開示対象には当然報酬関連議案も含まれる。これを、上場企業経営陣の報酬に関する議案 (say-on-pay) についてだけは、株式等保有額 1 億ドル以上の投資家に広げるということだ。他の議案への賛否を開示する必要はない。say-on-pay は、企業経営者に支払われる報酬 (pay) について、株主が意見表明 (say) する制度である。say-on-pay をもっとも早く実施したのは英国で、2002 年に規則を作り、翌年から実施された。米国では、2010 年 7 月に可決成立した米国金融改革法 (ドッド=フランク・ウォール街改革及び消費者保護に関する法律 : Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) によって、say-on-pay が法定された。株主総会議案ではあるものの、決議結果に拘束力はなく (non-binding)、反対が多数であっても経営者報酬を議案通りに給付することは可能だが、そうすると株主からの信頼を失うことになるだろう。

②日本における議決権行使結果開示の経緯

2014 年に策定された SS コードは、「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である。」(指針 5-3) と議決権行使結果の公表を求めた。もっとも、機関投資家側は SS コードができる前から、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公表していたため、この規定は、多くの機関投資家にとって新たな負担になるものではなかった。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³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⁴を行い、集計による公表の書式等をすでに定めていた。SS コードによって議決権行使結果を集計して公表すべきとされたのは、その 4 年後だったわけである。この SS コードの策定に前後して、信託会社や一部の保険会社も投資顧問業者や投資信託委託会社と同様の公表を行うようになった。また、他方では集計による公表を行わず、議決権行使の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り、今でも保険会社の一部は行使結果の定量的な開示は行っていない。

当初の SS 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、例えば取締役選任議案であれば、多数ある投資先企業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公表することをいう。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の公表は求められていない。

だが、2017 年の SS コード改訂によって、個別の議案に関する賛否を開示すべきとされた。それだけでなく、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。」(2017 年改訂指針 5-3) との説明が付加された。また、「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。」(同) と改訂前の SS

³ 「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

⁴ 「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

コードで求められていた集計結果の開示も行うことが求められた。この結果、2016年までは数ページだった機関投資家の議決権行使結果開示資料の厚みは、2017年からは時に数百ページになるほどとなった。

2020年の2度目のSSコード改訂では、指針5-3に「特に、外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由を公表すべきである。」とされた。「重要と判断される議案」がどのようなものかについては、「投資先企業との建設的な対話に資するという観点から重要と判断されるかどうかという視点に立ち、各機関投資家において、個々の事情等も踏まえながら自ら判断されることが重要」との見解が金融庁から示されている⁵。

現在では、各機関投資家が重要と判断した議案として、例えば自らの議決権行使方針に照らせば本来は反対すべきところ、何らかの理由で賛成とした場合などにその理由を開示する機関投資家がみられる。また、イレギュラーな議案（例えば株主提案議案）について、賛否理由を説明する機関投資家は少なくない。もっとも、そこで説明されている理由は、「当社基準に照らして」であったり、「業績基準」「独立性基準」などしたり、簡潔なものにとどまっていることが多い。

図表2 日本における機関投資家による議決権行使結果開示

2009年6月	【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報告 機関投資家による議決権行使ガイドラインの作成・公表、議決権行使集計結果の公表に係る業界ルール等の整備を求めた。
2010年1月、3月	【投資顧問業協会、投資信託協会】受託資産に関する株式の議決権行使結果を集計して開示することを決定。
2014年2月	【金融庁「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」】 機関投資家は、議決権行使について明確な方針を策定・公表するとともに、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した。
2017年5月	【金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」】 機関投資家は、少なくとも議決権行使の集計結果を公表することに加え、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきであるとした。賛否の理由の説明も効果的であるとした。
2020年3月	【金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」】 機関投資家は、重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由を公表すべきであるとした。

(出所) 各種資料より大和総研作成

⁵ 金融庁「『責任ある機関投資家』の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>再改訂案に対する日本語のご意見の概要及びそれに対する回答」(2020年3月24日)

日本への示唆

今回の SEC による議決権行使結果開示規則改正案の中で、わが国が学ぶべきところがあるとなれば、情報開示のデータ形式のところだろう。現在は PDF 形式での開示が主流であり、データ分析にはあまり向いていない。検索しやすくすることと、機関投資家の間での行使状況の差異を検証するなどのために、使いやすい形で開示するという取り組みは参考になる。また、議案を類型化した上での開示が求められるようになるのは、多種多様な株主提案がある米国で、単に「株主提案 反対」だけではなく、提案内容をある程度類型化することで、それへの議決権行使判断を開示情報利用者が理解しやすくするような開示が期待されるからだろう。わが国は、米国ほどではないにせよ、株主提案が多く出る国であり、その内容も多様だ。ここでも米国の課題は共有できるだろう。

日米ともに機関投資家が投資先の各企業の議案ごとに賛否を公表するようになったのは、機関投資家が受託資産の管理者であることが改めて強調されるようになったからだ。委託された資産を適切に管理していることを、受託者は委託者に報告する必要があるだろう。受託資産に株式があれば、その議決権を適切に処理して、議決権行使結果を委託者に伝えることも当然である。投資信託等を購入した投資家が、自分の持っている投資信託に組み入れられている株式の議決権がどのように行使されているか、その行使内容や判断が自身の志向にそぐわなければ、他の金融商品に乗り換えることもできる。年金基金の中には、議決権行使の在り方を委託運用機関の選定の考慮要素としているところもあるだろう。

しかし、投資信託などの購入者が果たして議決権行使結果などに関心を持っているかは、疑問が無いわけではない。投資信託を購入したり、生保保険を契約したりするときに、投信会社・保険会社が保有している株式の議決権をどう行使しているかを気にする人がどれほどいるのだろうか。年金基金が必要としているというのであれば、個別に報告すれば良いのであって、公表・開示という方法が適切なのか、問う余地もあるのではないか。

議決権行使結果の情報は誰がどのように利用しているのか、よくわかっていない。上場企業側で、自社の株主の行使結果をチェックするために使うことはありそうだ。また、IR 業者がそうしたサービスを企業に販売するためにデータベース化していることはあり得る。投資信託などの購入者があまり利用していなかったとしても、こうした利用者が存在するのであれば、開示をすることが無意味だとは言えない。とはいえ、開示制度を作るのであれば、利用の実態に合わせるとともに、過大なコストが生じないようにする必要があるだろう。次回の SS コード改訂は 2023 年と見込まれるが、議決権行使結果開示情報の利用実態を調査し、利用実態に相応しい改訂が検討されるべきである。