

2022年11月8日 全3頁

# 議決権行使開示規則が変える投資家行動

## 米国 N-PX の改正により、気候変動関連株主提案の賛成率は上昇か

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

### [要約]

- 米国における機関投資家の議決権行使結果開示規則の改正が決まった。これによって、機関投資家の議決権行使結果情報を利用する際の利便性が高まるものと期待される。
- また、開示によって機関投資家行動が変化し、貸株が減少することや気候変動関連株主提案への賛成数が増加することが予想される。
- わが国では、多くの機関投資家が PDF 形式で議決権行使結果を開示している。利用者の利便性向上を考える際には、米国の取り組みを参考にできるだろう。

### 機関投資家の議決権行使結果開示規則

米国証券取引委員会（SEC）は、2022年11月2日、機関投資家向けの議決権行使結果開示規則の改正を決定した<sup>1</sup>。議決権行使結果開示規則に従った開示は、Form N-PX という書式で行われており、企業名と議案の内容、賛否等を公表する。取締役選任議案であれば候補者一人ひとりについての賛否となる。

今回の改正は、2003年に策定された開示規則をほぼ20年ぶりに見直すものだ。既に[拙稿](#)でその概要を紹介しているが、20年間のテクノロジーの発展や ESG 投資の普及等の変化を踏まえた改正となっている。

現在の開示は、TEXT 形式か HTML 形式で行われており、分類や検索の利便性が高くはない。規則改正により開示情報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、XML 形式にする。コンピューターによる自動処理に適した構造を持つ XML に移行するによって、データの分析や加工をより簡便に行えるようになるだろう。

議案の分類基準は、取締役選任に関する議案、合併・資産譲渡などの議案、経営者報酬（say-on-pay）議案、株主権や買収防衛策に関する議案、環境や気候変動に関する議案、などだ。議案

<sup>1</sup> [“SEC Adopts Rules to Enhance Proxy Voting Disclosure by Registered Investment Funds and Require Disclosure of “Say-on-Pay” Votes for Institutional Investment Managers”](#) (2022年11月2日)

を分類することで、気候変動に関心がある開示情報の利用者は、関連するデータを容易に抽出できるようになる。

また、貸株の状況を開示することで、貸株によって議決権行使の機会をどれくらい失っているか明らかとなり、N-PX 提出義務者が貸株料収入と議決権行使機会のどちらを重視しているか、ある程度分かるようになる。

改正規則は 2024 年 7 月 1 日から施行される。機関投資家は、2023 年 7 月 1 日から 2024 年 6 月 30 日までの議決権行使結果を改正規則に従って 2024 年 8 月中に SEC に届け出ることになる。

図表 米国における議決権行使結果開示規則の改正

N-PX 提出義務者 (registered management investment companies で具体的には、ミューチュアル・ファンド、ETF 等)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 議決権行使結果の開示では、上場企業が招集通知に記載した順番に議題を文言通りに用いる (N-PX 提出者が編集してはならない)。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 14 種類に分類する。</li> <li>● 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 (XML) を用いる。</li> <li>● 議決権行使及び行使指図した株式数を記載するとともに、貸株を行っているため、行使できなかった株式数を記載する。</li> </ul>
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)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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。</li> </ul>

(出所) 脚注 1 をもとに大和総研作成

## 議決権行使結果開示規則改正の影響

今回改正された規則は、投資家の分析可能性を高める観点からの情報の開示に関するものであるが、機関投資家の行動に変化をもたらす可能性がある。開示によって、機関投資家行動のうち可視化されるところが増加すれば、見栄えの良い開示情報を作成するために、行動自体が変わるということだ。

### 貸株への影響

貸株を行っている機関投資家は、貸株料収入と引き換えに議決権行使機会を失うことを選択している。これが、議決権行使を軽視している姿勢の表れであると考えられることになれば、機関投資家は貸株を控えるようになる可能性がある。貸株減少によって、株式の流動性が低下し、株価のボラティリティに影響が生じるかもしれない。

また逆に、貸株収入によって顧客の金銭的な利益を高める行動であると評価されることがあれば、今まで以上に貸株が増加する可能性もあろう。

## 気候変動関連株主提案議案への影響

上場企業に対して気候変動に関する何らかの取り組みを求める株主提案は、毎年数多く出ている。これまでは、単に「株主提案 反対」と記すこともできたが、提案内容を類型化した上で、賛否を開示することとなるため、議案の内容によって機関投資家がどのように議決権行使の判断を下したか、開示情報利用者が理解しやすくなる。

気候変動への取り組み強化を内容とする株主提案議案に機関投資家が反対したとすれば、機関投資家自身のイメージを傷つけることになりかねない。提案内容が企業の自律的な経営を損なう恐れがあるとして反対したとしても、反対投票という事実のみが注目されてしまうかもしれない。気候変動への取り組みを求めることに反対する反 ESG の投資家であるとの否定的評価を受けることを機関投資家が嫌えば、気候変動に関する株主提案への賛成率を引き上げることになるだろう。

## 日本への示唆

2014年に策定された日本版スチュワードシップ・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。3年後の2017年の改訂では、N-PXと同様に個別の議案に関する賛否を開示すべきとされ、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。

2020年の2度目の改訂では、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、理由の開示も求められるようになった。

このように、スチュワードシップ・コードでは、開示の濃度が高められてきたが、利用しやすくなったかといえば、疑いが残る。今回のSECによる議決権行使結果開示規則改正の中で、わが国が学ぶべきところがあるとすれば、情報開示のデータ形式だろう。わが国ではPDF形式での開示が主流であり、そのままではデータ分析にあまり向いていない。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、検索や分類が容易になるなど使いやすい形で開示するという取り組みは参考になる。2023年に日本のスチュワードシップ・コードの改訂があるとすれば、利用者にとって便宜を高めるための開示形式が検討されることになるかもしれない。