

機関投資家による議決権行使状況の開示について

野村 亜紀子

■ 要 約 ■

1. わが国では2009年6月、金融審議会のスタディグループより、コーポレート・ガバナンス強化策の一環として、機関投資家による議決権行使集計結果の公表に係る業界ルール作成等が提言された。
2. 機関投資家のうち、投資信託の議決権行使記録の公表は、米国において、2003年の証券取引委員会（SEC）の規則改正により既に行われている。規則改正時の議論では、米投信業界は強い反対を表明した。議決権行使の匿名性が失われることにより投資対象企業からの圧力を受けうる、社会的・政治的色彩のある議案についてマスメディアや利益団体の標的となりうる、開示のコストが多大で利益を上回る、といった理由が挙げられた。
3. SECはコストに対する懸念には理解を示し、規則案を修正した。例えば、規則案では投資家からの請求に基づき行使記録を渡す必要があったが、運用会社のウェブサイト上での開示でも可能とした。
4. 金融審スタディグループの提言では、米国投資信託のような個別議案ごとの行使結果公表については、幅広い観点からの検討が必要と記述されるにとどまった。コスト・ベネフィットの議論は十分に尽くされる必要があるだろう。

I. はじめに

わが国では2009年6月17日、金融審議会の我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ（以下、スタディグループとする）より、「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」という副題の報告書が公表された¹。その中で、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が提言された。

スタディグループでは2008年10月より、上場企業等のコーポレート・ガバナンス強化に向けた議論が行われていた。①市場におけるエクイティ・ファイナンスや企業のグルー

¹ 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)

プ化をめぐる論点、②取締役や監査役などガバナンス機構をめぐる論点、③機関投資家による議決権行使や会社と投資家間の対話充実など投資家行動をめぐる論点、の3つに論点を大別し、議論が進められてきた。機関投資家による議決権行使結果の公表は、議決権行使方針の公表と共に、3つ目の論点に関連して登場した。

機関投資家のうち、投資信託の議決権行使記録の公表は、米国において既に行われている。2003年1月に米証券取引委員会 (SEC) が規則を改正し、2004年8月から開始された。金融審スタディグループの提言では、米国の制度に関して、「我が国において同様のルール化を図ることについては、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示されており、なお幅広い観点から検討される必要がある」と記された。

本稿では、米国の2002～2003年の規則改正に際して、投信業界から出された反対意見や、それらを踏まえた規則案の修正なども含めて、どのような議論が交わされたかを紹介する。

II. 米国の機関投資家による議決権行使記録開示

1. SEC 規則の改正

米国の投資信託は、いわゆる会社型であり、投資会社 (investment company) と呼ばれる。本稿では投資会社と投資信託を同義のものとして用いる。

米国では2003年1月、SECが、登録投資会社に対し、議決権行使方針及び議決権行使記録の開示を義務付ける規則案を採択した²。これにより、投資会社は、①議決権行使方針・手続きの策定及び開示、②議決権行使記録を記載した様式 N-PX の SEC への提出、③年次及び半期報告書上での投資家に対する議決権行使方針及び行使記録の入手方法の提示を義務づけられることとなった。行使記録の開示は、自社ウェブサイトへの掲載もしくは投資家からの請求ベースでの交付により行うこととされた。

当時の規則改正の背景としては、次のような要因が指摘された。まず、投資会社の機関投資家としての存在感が増していた。SECによると2001年末時点で投資会社の保有する米国企業株式は3.4兆ドルに上り、これは米国企業の公募株式の約19%を占めた。10年前の6.4%から急拡大していた。

従来、投資会社が保有する企業の経営方針等に同意できない場合は、当該企業の株式を売却すればよいという考え方が一般的だったが、保有規模が大きくなるにつれて売却が困難になる、インデックス・ファンドでは指数に組み入れられている銘柄の売却は難しいといった理由から、一部の投資会社による議決権行使の活発化が観察されるようになっていた。

² “Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies,” SEC Release 33-8188, 1/31/2003.

そのような中で、2001 年末以降次々と発覚した、エンロンやワールドコムといった大型の企業スキャンダルにより、人々のコーポレート・ガバナンスに対する関心が高まり、投資会社を含む機関投資家が、コーポレート・ガバナンスにおいて、より活発な役割を果たすことへの期待も高まった。

また、投資会社は実態のない主体なので実際の議決権行使は当該投資会社の運用を手掛ける投資顧問業者（運用会社）が行うが、この投資顧問業者と投資会社の投資家との間に利益相反が起きないとは限らないという問題があった。例えば、投資信託の投資対象企業が、投資顧問業者の重要な年金顧客であるといったケースが考えられる。この場合、投資顧問業者には、顧客である企業の経営陣を支持する誘因が働きうる。

SEC は、投資会社の議決権行使の影響力、及び、その行使の投資家にとっての重要性が増しており、その一方で潜在的利益相反が存在するにも関わらず、実際にどのような議決権行使が行われているかに関する情報が極めて乏しいことを指摘した。その上で、インターネットの普及により迅速かつコスト効率の良い情報開示が可能になっていることを踏まえ、議決権行使方針及び行使記録の公表を投資会社に義務付ける時が来た結論付けた。

なお、同じ 2003 年 1 月、SEC は、年金などの顧客資産の議決権を行使する投資顧問業者に対し、①議決権行使方針・手続きの策定、②顧客に対する当該方針・手続きの説明及び議決権行使記録の入手方法の提示を義務づける規則も採択した。ただし、投資会社の場合と異なり、顧客資産の議決権を行使する投資顧問業者については、一般向けの公表ではなく、顧客に対する開示の義務付けだった。

2. 投資会社の議決権行使記録公表：規則のポイント

2003 年の SEC 規則により、投資会社は、議決権行使方針及び議決権行使記録の公表を義務付けられることとなった。同規則のポイントは下記の通りである。

①議決権行使方針・手続きの開示

- ・ 投資会社は、SAI (statement of additional information)³に、議決権行使方針・手続きを記載し、投資家に開示する。投資会社が議決権行使を運用会社に委任する場合は、当該運用会社の方針・手続きを記載する。投資会社が、運用会社と同じ方針・手続きを採用しても構わない。
- ・ 議決権行使方針には、例えば、定款変更・買収合併・買収防衛策といったコーポレート・ガバナンス上の議案、資本金の増減や優先株発行といった資本構成の変更に関する議案、ストックオプションなど役員報酬に関する議案、企業の社会的責任に関する議案などが含まれる。また、議決権行使手続きには、投資会社が議決権行使をめぐり投資顧問業者等に対して委任している範囲、投資対象企業の株主の権利等に重大な影響を及ぼす事項についての方針・手続き、投資対象企業の経営陣に対する支持に関

³ 投資家からの請求により交付する目論見書。

図表 1 投資会社の議決権行使記録開示のイメージ

発行体名:○○○ 株主総会日:○年○月○日 銘柄コード:○○				
議案の概要	提案者	議決権行使の有無	賛否	経営陣への賛否
取締役としてA氏を選出	発行体	有り	賛成	賛成
取締役としてB氏を選出	発行体	有り	賛成	賛成
監査人の承認	発行体	有り	賛成	賛成
パフォーマンス・ベースの役員報酬制度の承認	発行体	有り	賛成	賛成
発行体名:△△△ 株主総会日:△年△月△日 銘柄コード:△△				
議案の概要	提案者	議決権行使の有無	賛否	経営陣への賛否
取締役としてC氏を選出	発行体	有り	賛成	賛成
取締役としてD氏を選出	発行体	有り	賛成	賛成
授權株式数を引き上げる定款変更	発行体	有り	反対	反対
発行体名:XXX 株主総会日:X年X月X日 銘柄コード:XX				
議案の概要	提案者	議決権行使の有無	賛否	経営陣への賛否
取締役としてE氏を選出	発行体	有り	賛成	賛成
取締役としてF氏を選出	発行体	有り	賛成	賛成
監査人の承認	発行体	有り	賛成	賛成
XXXの地球環境対策のインパクトに関する報告の要請	株主	有り	棄権	反対

(出所) SEC に提出された書式 N-PX より野村資本市場研究所作成

する方針・手続きが含まれる⁴。

- ・ 2003年7月1日以降に SEC に提出する SAI には、議決権行使方針・手続きを記載する。

②議決権行使記録の開示

- ・ 投資会社は、書式 N-PX を用いて議決権行使記録を SEC に提出する。毎年、前年の7月1日から6月30日までの1年間に実施された議決権行使記録を、8月31日までに提出する。
- ・ 全ての投資対象企業につき、議案の概要、提案者が誰か（発行企業か株主か）、議決権行使を行ったかどうか、賛否・棄権の別、経営陣に対する賛成・反対のいずれだったかを開示する。

⁴ SEC が開示内容のガイドラインを策定すべきという意見もあったが、規則の目的は透明性向上であるとして、開示するのが適切と思われる内容を例示するにとどめられた。

- ・ 投資家への開示方法は、投資家からの請求に基づく交付、もしくは、自社ウェブサイトを通じた電子的方法での開示のいずれかを選んで良い。いずれも無料で提供する。SAI 及び年次・半期報告書に入手方法を記載する。

図表 1 は、議決権行使記録開示のイメージ図である。運用会社のウェブサイト上の開示では、PDF ファイル形式での掲載や、インターネットの特性を活かして、投資対象企業名をクリックすると行使記録が現れる形式なども見られる。

Ⅲ. 米国で投信業界から出された論点

1. 議決権行使記録開示に対する反対意見

米投信業界は、規則制定の議論の過程で、議決権行使の方針の開示には基本的に賛成する一方、議決権行使記録の開示については強い反対を表明した。

議決権行使記録の開示に対する主な反対理由は、①投資家は議決権行使記録に関心を持っておらず有用性の低い情報開示である、②議決権行使の匿名性が失われることにより投資会社が対象企業から圧力を受けうる、③水面下のコミュニケーションを通じた影響力行使が制約される、④社会的・政治的色彩のある議案につき投資会社がマスメディアや利益団体のターゲットとなりうる、⑤投資会社の取締役会⁵の役割が低下する、⑥開示のコストが多額で利益を上回る、だった。

例えば、投信業界団体の ICI (Investment Company Institute) は、2002 年 12 月 6 日に SEC に提出したコメント・レターで、議決権行使記録の開示が投資信託の投資家に具体的な利益をもたらすとは言い難いこと、行使記録開示のコストは SEC の見積もりを大幅に上回ることを指摘した。SEC が規則改正案の段階で提示したコスト見積もりは、投信業界全体で年間 1,487 万ドルだった。これに対し、ICI は、移行期コスト 2,080 万ドルと年間 4,090 万ドルであると反論した (SEC の見積もりに移行期コストが含まれない点も批判された)。これらのコストが投資家に転嫁され得ることは SEC も認めており、ICI は、議決権行使方針の開示等により SEC の目的が十分達成可能と考えられる中で、コスト・ベネフィット上のバランスを欠いた行使記録開示の導入は正当性に欠けるとした。

ICI はまた、SEC が、議決権行使方針と実際の行使結果に乖離が生じた場合に年次・半期報告書でその旨を開示することを提案したのに対し、そのような開示は投資家を混乱させる可能性が高く、利益相反防止の目的にも資しないとした。この提案が通れば、業界全体でさらに年間 1,520 万ドルのコストがかかると試算された。ICI の見解では、多くの運用

⁵ 会社型なので、運用会社をはじめとする関係業者が投資家の利益に資するよう投資会社を運営しているかどうかを、投資会社の取締役会が監視する。議決権行使の権限及び責任は、正確には投資会社の取締役会が有する。実際には本文中に記述した通り運用会社に委任されるが、取締役会は、議決権行使方針・手続きの策定や行使結果に関し定期的な報告を受けるなど、議決権行使状況の監視の責任を負う。

会社がこのコストを回避するべく、議決権行使方針を一般的な記述にとどめる、もしくは、解釈の余地のないほど厳密にすることで行使方針と結果の「乖離」防止を目指すと思われるが、いずれの場合も議決権行使方針のレベル・ダウンに他ならず、投資家の利益に反すると言えた。

さらに、2003年1月には、自他共に認めるライバル同士である、投信業界最大手2社のフィデリティ・インベストメンツとバンガード・グループの社長が、連名でウォール・ストリート・ジャーナル紙に、議決権行使記録の開示への反対を主張する記事を投稿した⁶。「投資信託の運用会社に対し議決権行使記録の開示を義務付けることは、議決権行使の政治利用を招く。運用会社は、投信のリターン最大化とは全く無関係な議題を推進したいアクティビストからの脅しに晒されることになる。運用会社が注力すべきは資産運用であり、政治・社会的論争の調停役になることではない。議決権行使の匿名性は、運用プロセスの独立性とインテグリティを保つために不可欠である。」といった内容だった。

2. 業界の指摘を受けた修正点

SECは、議決権行使記録の開示そのものへの反対については、結局のところ受け入れなかったが、新規則のコストに対する懸念には理解を示した。その結果、規則案の以下の点に変更された。

- ①規則案では、投資会社ごとにSEC向けの年次・半期報告書（書式N-CSR）上で議決権行使記録を開示するとしていたのを改め、年に1回、新たに導入した様式N-PX上での開示とした。これにより運用会社が、運用する投資信託の会計年度末の回数だけ、議決権行使記録を開示しなければならないという事態が回避された。
- ②提案では投資家からの請求に基づき議決権行使記録を渡す必要があったが、自社のウェブサイト上の開示でも可能とされた。
- ③議決権行使方針と結果の乖離についての、投資家向けの年次・半期報告書上での開示義務付けは取り下げられた。

SECはまた、運用会社が利益団体のターゲットとなりうる、政治利用されるといった懸念にも理解を表明し、SECスタッフが新規則の影響をモニターし、2005年末までに新規則が意図せざる影響を及ぼしていないかなどについてSECコミッショナーに報告することとした⁷。

IV. おわりに

米国で議決権行使記録の開示規則が制定された際には、大型の企業スキャンダルなどによりコーポレート・ガバナンス強化への関心が高まる中、すでに米国株式市場において相当程度の保有比率を占めていた投資信託に対する期待も高まっていったという時代背景が

⁶ “No Disclosure: The Feeling is Mutual,” *Wall Street Journal*, 1/14/2003.

⁷ 当該報告はSECのウェブサイトに掲載されておらず、公表されたという報道等も見当たらない。

あった。

また、SECは、当初からインターネットの活用による効率的な情報発信の可能性を念頭に置いており、実際、業界からの指摘を受けて、電子的方法のみでの開示を可能とした。それ以外にも、規則制定の過程において行使記録開示の利点・難点が分析され、中でも開示のコスト負担に関しては、業界の主張を受け入れ、規則案の修正が行われたことは注目に値する。

わが国において今後、「幅広い観点からの検討」が進められる際には、米国で取り上げられた論点なども必要に応じて参照しつつ、コスト・ベネフィットの議論が十分に尽くされる必要があるだろう。