

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第3小委員会委員 矢野 学 CMA

アナリスト諸氏にとって本アナリストジャーナル誌を手にする6月は、毎年、3月期決算企業の年度決算発表の分析に続いて、株主総会での議決権行使に向けた対応で多忙を極める繁忙期に当たる。

議決権行使をめぐるのは、安倍政権による日本再興戦略の第三の矢である成長戦略にのっとり、2014年2月に投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために『「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）』が制定（17年5月改訂）され、15年6月には会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上のために『コーポレートガバナンス・コード』が施行（18年6月改訂）されたことで、議論が大きく進展した。これら二つのコードの意義・目的については本誌で何度も掘り下げた議論が行われているため改めて申すまでもなかろうが、企業には適切なガバナンス機能を発揮することで企業価値の向上を図る責務が、機関投資家には顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れた「責任ある機関投資家」として果たす責務が明記された。そしてこれらが「車の両輪」となって、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られていくことが期待されている。

二つのコード制定以降、企業側・機関投資家側

ともに様々な取組みが試みられ、年々その深化が図られている。中でもとりわけ17年5月の「改訂版スチュワードシップ・コード」では議決権行使結果公表の充実が提言されており、これを受けて機関投資家では議決権行使結果を個別開示（株主総会で投じた議案ごとの賛否を開示）する動きが始まっている。17年は、日本ではいわば議決権行使結果の個別開示元年に当たり、昨年は2度目の個別開示が実施されている。

今回の特集では、議決権行使をめぐる論点について4名の方々から貴重な玉稿を賜った。スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの動向も踏まえ、議決権行使の基本方針や個別議案の行使方針、実際の行使状況、議決権行使に関する諸問題や今後の取組みの方向性などの意義深い議論を咀嚼していただきたい。

上田論文「スチュワードシップ・コードと機関投資家の役割—スチュワードシップ活動における議決権行使の重要性—」ではまず、スチュワードシップ・コード策定の根底に流れる機関投資家の利益相反とガバナンスの問題に立ち返って、議決権行使の開示を求めるコード指針の意義や改訂の背景、日本での取組み実態や課題について論じている。そこでは、利益相反問題に対する透明性確

保のプロセスが、事前の手段として「利益相反の方針の策定と公表」、事後の手段として「議決権行使結果の公表」を通じて達成されるとの見解が示されている。一方、行使結果の公表による負の側面として、事前に公表された議決権行使方針や開示情報に基づいて形式的判断を行う傾向が強まっている点を指摘する。

上田論文では、次いで、スチュワードシップ活動にいち早く取り組み始めた英国での実態を紹介し、日本の現状との比較を行っている。日本ではパッシブファンドの存在感が高く、エンゲージメントが責任投資部門などのスチュワードシップを担当する部署で行われるが故に、ESGなどのサステナビリティに関する事項が取り扱われることが多くなりがちで、企業価値との連関や投資判断へのインテグレーションが課題であるとする。英国ではスチュワードシップ活動結果の公表が求められていないものの、調査結果によると多くの運用機関が議決権行使結果やエンゲージメント活動内容を公表しているという点は興味深い。投資主体によってその取組みは多様であるが、それは日本とは背景や目的が異なることによるものと捉えることができる。英国での最新動向では、アセットオーナーや運用機関にとどまらず、議決権行使助言会社や投資コンサルタントなどのインベストメント・チェーンでの幅広いビジネス主体に対して、それぞれのビジネスモデルや活動の性質に応じて、果たすべき責任について検討が進んでいることが紹介されている。わが国における今後のインプリケーションの一つにもなろう。

では、日本の機関投資家やアセットオーナーによる議決権行使の取組みの実態はどのようになっているだろうか。

井口論文「議決権行使状況の開示について一企

業価値創造に向けた実効的な取組み」では、運用会社の視点から、議決権行使への取組みの考え方や実務上の課題と対応、議決権行使の開示状況の実態について論じている。そこでは、議決権行使をスチュワードシップ活動のプロセスの一つとして位置付けた上で、スチュワードシップ活動の実効性を高めるためには投資家から企業へのスチュワードシップ活動の開示が重要であると説く。つまり、相互の対話をより建設的なものとするため、単なる形式基準ではなく、投資家自身の投資スタイルにあった実効的な実施プロセス構築や開示方法などの策定が重要であると指摘している。具体的には、単に個別議案に対する賛否の結果を開示するだけでなく、スチュワードシップ・コードの準拠書類、議決権行使の判断基準、スチュワードシップ活動の振り返りなどの報告資料との相互の関連も踏まえて、全体として議決権行使を含むスチュワードシップ活動の考え方を投資先企業と共有することが重要であるとして、そのための具体的な取組み事例も示されている。

次いで井口論文では、議決権行使の開示状況について、一機関投資家の実例として、対話を実施している企業やESG評価が高い企業ほど議決権行使議案全体に占める反対率が低い傾向があることから、企業との対話の実効性は向上している、とする。また、投資家による判断基準の明確化や企業による投資家視点を反映しようとする意識が高まっていることなどから、個別開示によるスチュワードシップ活動の実効性向上も見られると指摘している。こうした効果の一方、実務上の課題として、株主総会開催日の集中による議案審査時間確保の問題や議決権行使助言会社の影響力の強まりを指摘する。これらについては今後も議論の整理や実務対応が進められることが望まれる。

久保論文「議決権行使における企業年金の役割—運用受託機関との対話力を高める方策—」は、アセットオーナーにおける取組みを事例とともに紹介している。インベストメント・チェーンを実効的に機能させるため、企業年金としてどのようにステュワードシップ活動を活用・実践していけばよいかを具体的に提案している。ここではまず、議決権行使の個別開示結果から運用受託機関の議決権行使に利益相反がないかを監視するのはアセットオーナーの重要な責務であることを確認する。また、アセットオーナーにとって個別開示の結果や投資方針を確認することを通じて運用受託機関の評価に関する新たな情報になることも指摘している。その一方で、積極的にステュワードシップ活動に取り組むには、企業年金の運用管理体制が必ずしも充足されているとはいえない現実を訴える。実務的な負担が、個別開示報告の分析・活用に二の足を踏む要因になっているとする。

久保論文で特筆すべきは、個別開示に基づく運用受託機関との対話の実践的な取組み内容や具体例を紹介している点にある。企業年金の運用管理体制を前提として、筆者自身の経験を踏まえて、どのような点にポイントを置いて対話をすればよいかを実例とともに示している。また、そうした取組みを実現するために企業年金として取り得る具体的な対応として、運用受託機関との運用報告会の見直しやスマートフォーマットを活用した議決権行使報告会の合理化などを提案している。インベストメント・チェーンにおけるアセットオーナーの責務を果たすための工夫は、実務上で大いに参考になるだろう。

最後の円谷論文「議決権行使個別開示データの分析」は、17年から始まった個別開示のデータを用いた機関投資家の行動変化についての実証研

究である。ここではまず、個別開示の目的が機関投資家の利益相反への懸念に根ざしている点を指摘し、行使結果の開示に関する日本でのこれまでの取組みの経緯を整理する。そして、日本及び米国での個別開示データを用いた実証研究についてサーベイし、これまでは利益相反の証拠となるような結果は見られていないことが示される。詳しくは本文を参照いただくとして、興味深いのは、日本では主要な運用機関が属する金融グループと顧客企業との利益相反に焦点が当てられているのに対して、米国では年金運用受託先企業と機関投資家との利益相反に着眼点が置かれている点である。米国では03年に開示が始まっているものの、そのかなり以前から多くの研究が蓄積されており、日本でもより詳細かつ多くの実証研究の蓄積が望まれる点は今後の課題である。

円谷論文で注目すべきは、機関投資家の利益相反管理の具体例として、筆者自身が参画する機関投資家のステュワードシップ活動の検証委員会における取組みが紹介されている点である。利益相反管理にかかるガバナンス体制の強化に向けて、きめ細かな実務的な取組みや工夫が事例とともに示されており、運用機関でのガバナンス・プロセスのひとつの参考となろう。次いで、個別開示のデータを用いた実証分析として、機関投資家によって議案への反対行使率が多様化していることから、機関投資家ごとに行使基準を改めて問い直す契機となっていると解釈している。最後に現状の課題として、機関投資家自身の情報開示の改善が重要と指摘している。今後、実務での行使実績のみならずそうしたデータに基づいた実証研究の蓄積も図られていくと同時に、機関投資家サイドからの積極的な情報発信が望まれる。

本特集では、議決権行使をめぐる重要な課題に

ついて論じていただき、貴重な問題提起をしていただいた。今回論稿をお寄せいただいた4名の寄稿者に改めて感謝したい。今後もインベストメント・チェーンにおける各主体の役割をより実効的なものとするために、様々な努力が続けられてい

くことになろう。しかし、議決権行使助言会社や株主総会開催日の集中など、今回は取り上げられなかった幾つかの論点も残されている。引き続き、関係者皆さまの創意工夫を期待したい。