

# 拡がる議決権行使の情報開示 ～企業との対話の更なる進展をめざして

日興AMニュースレター

nikko am  
fund academy

## ■情報開示と企業対話で進んだ資本市場の改革

近年、資本(株式)市場では、企業に対して健全な成長を求めようになっただけでなく、投資家に公平性をより求める流れが強まりました。この流れを受け、企業や投資家の望ましい在り方として、企業には「コーポレートガバナンス・コード」、機関投資家には「スチュワードシップ・コード」といったガイドラインが明示されました。そして議決権行使についても、顧客の利益の為に議決権を行使してきた機関投資家には、その結果の積極的な開示が求められ、その公開範囲は継続して拡がっています。また、議決権行使に限らず、企業側と経営内容について友好的な話し合いが求められるようになっていきます。

## ■金融庁も求める、投資家として責任ある対応

金融庁は2016年11月に実施した有識者会議で、機関投資家が投資先企業の株主総会で各議案に投じた賛否について、全体の結果を示す従来の開示に加えて、原則として個別企業の議案ごとに開示することを求める案を示しました。これは、投資先企業との馴れ合いはもとより、運用会社と資本関係(親会社など)にある系列金融機関や、営業関係(販売会社)などに配慮して議案に賛否を投じることで、本来の株主である投資信託の受益者などの意向を、的確に反映できていないとの疑念を小さくするのが狙いです。

これを受けて、機関投資家の間では個別開示を始める動きが強まり、上場企業の大多数を占める3月決算企業の株主総会(6月の定時総会)における議決権行使の内容が当社(日興アセットマネジメント)を含む一部の機関投資家から公表されており、この流れは今後も拡がると見られます。一方、運用に与える影響などに配慮して開示しないことを決めた機関投資家もあるなど温度差も見られます。

金融庁は、個別開示は「原則」であるものの、開示しない場合は理由を説明することを求めています。これは、機関投資家が、自らの関係者ではなく、受益者にとって適切な投資行動を取ることを強く求めると共に、阻害する要因を炙りだせるような仕組みを導入したとも言えます。いずれにせよ、機関投資家がこれまで以上に責任ある行動を取ることで、上場企業の行動規範や投資家保護を充実させ、資本市場の健全な成長をめざしているものと考えられます。

2016年7月～2017年6月の議案別議決権行使状況

議案(会社提案議案)	賛成	反対	反対比率
剰余金処分	1,344	140	9.4%
定款一部変更	597	57	8.7%
取締役選任	14,147	3,208	18.5%
監査役選任	1,676	174	9.4%
退職慰労金支給	165	47	22.2%
役員報酬額改定	511	18	3.4%
新株予約権発行(ストックオプション等)	233	88	27.4%
新株予約権発行(買収防衛策)	12	120	90.9%
その他会社提案	395	24	5.7%
総計	19,080	3,876	16.9%

議案(株主提案議案)	賛成	反対	賛成比率
剰余金処分	8	2	80.0%
役員選解任	1	53	1.9%
その他(定款変更含む)	8	149	5.1%
総計	17	204	7.7%

※上記は日興アセットマネジメントの行使状況です。

日興アセットマネジメント

- 当資料は、日興アセットマネジメントが投資手法や投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。
- 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

## ■どのように議決権行使は行なわれるのか

投資信託が保有する株式などの資産は信託銀行で管理されています。そのため、投資信託における議決権行使は信託銀行を通して行なわれます。また、議決権行使は企業から株主総会の2週間前に送られる議決権行使書で行なわれることから、全ての議案をじっくり審議するには時間の制約があります。そのため、各機関投資家は議決権行使の助言会社のガイドラインを参考にするなどして、独自の議決権行使のガイドラインを設けることが一般的です。

## ■機関投資家が注目する議案

議決権行使助言大手であるインスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ (ISS) のガイドラインからは、機関投資家が、どのような点に注目して議案ごとに賛成/反対のスタンスを取っているかが見えてきます。

### ①利益面

ガイドラインでは、過去5期の平均自己資本利益率(ROE)が5%を下回り、かつ、改善傾向にない場合、経営トップ(一般に社長および会長)である取締役の選任については「反対」を推奨するとともに、「このROE基準は最低水準であり、日本企業が目指すべきゴールとの位置づけではない」と明示するなど、資本効率に言及しています。加えて、剰余金(利益)の処分の議案についても、十分な説明がないにもかかわらず、配当性向(最終利益に対する配当額の比率)が継続的に低い場合、または、あまりに高い場合についても「反対」を推奨しています。

### ②経営面

取締役選任の議案では経営陣の中立性を求めています。取締役に社外取締役に2名以上含むことや、その社外取締役についても、大株主である会社やメインバンク、主幹事証券会社、主要取引先、監査法人などに勤務経験を持たない「独立取締役」であることを求めています。また、買収防衛策については内容次第としながらも、基本的には反対の姿勢であり、自由な資本市場の確立を求める姿勢が見えます。

近年、日本でも企業を取り巻くステークホルダー(利害関係者)※のうち、どの関係者を重視すべきかについて議論が高まりつつあります。前述のROEや配当性向、また、社外取締役や買収防衛策などは、株主を重視した考え方と言えます。一方、配当金(の支払い)は企業の資金が社外に出ることを意味しますので、配当性向があまりにも高い場合、企業の経営や財務状況が悪化する恐れがあり、これに反対することは、債権者や仕入先、従業員などを重視した考え方と言えます。



※具体的には、消費者、従業員、株主、債権者、仕入先、得意先、地域社会、行政機関などを指します。

機関投資家の大命題は、受益者(資金の出し手)の資金を預かり運用収益を出すことですが、今後は、収益はもとより、投資先企業との対話を通して、資本市場の健全性を高めることがより求められるようになると思われます。今回ご紹介した議決権行使の情報開示の進展により、企業経営者の意識が変化し、企業の収益性や健全性が高まることで企業の業績向上につながれば、投資家の投資収益も高まることが期待されます。

## 日興アセットマネジメント

■ 当資料は、日興アセットマネジメントが投資手法や投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。

■ 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

  [facebook](#) [twitter](#) で、経済、投資の最新情報をお届けしています。