

# 運用機関による議決権行使の姿勢に厳しさ ～社外役員の独立性や買収防衛策などを特に問題視～

## 要 約

近年、資本市場のグローバル化が進展する中で、わが国上場会社のコーポレート・ガバナンスに関わる動向が内外の投資家から注目されている。また株主総会における議決権行使などを通じて、その改善を求める声が強まっている。

そのような中、2010年6月の株主総会シーズンにおける運用機関の議決権行使結果が開示された。社外役員の独立性が注目された役員選任議案や買収防衛策の導入議案などは、30～70%台と反対率が目立って高く、投資家の厳しい姿勢が現れているといえよう。議決権行使の姿勢が他よりも緩やかだった運用会社については、受託者責任の観点から2011年は厳しいスタンスに転じる可能性もある。

上場会社としては議案の否決リスクを低減するため、議決権行使基準など投資家のスタンスを踏まえた対応が望まれる。議案の内容を精査する、招集通知の記載方法を検討する、投資家に事前説明を実施する、などが求められよう。

## 目 次

1. 運用機関が業界規制により初めて議決権行使結果を開示
2. 社外役員選任や買収防衛策に対して投資家は厳しい姿勢  
～役員選任議案や防衛策導入議案に大手運用機関は30～70%台の反対率～
3. 企業は投資家の行使基準を熟知した上で、理解促進の取組みが必要



**藤島 裕三**  
Yuzo Fujishima  
企業経営コンサルティング部

# 1. 運用機関が 業界規制により初めて 議決権行使結果を開示

2010年6月の株主総会シーズンにおける、投資信託委託会社(以下、投信会社)および投資顧問会社(以下、投顧会社)による議決権行使の結果が、8月にかけて各社のウェブサイトで公表された。昨年までの開示(任意)は一部の運用機関に限られていたが、今年からは各業界団体が自主規制として会員各社に義務付けた。

投信会社の業界団体は投資信託協会、投顧会社は日本証券投資顧問業協会である。双方の団体による規則において、議決権行使の結果開示に関する以下の改正が実施されている。

## 2. その他留意事項

### (1) 開示について

- ①投資信託委託会社は、議決権行使の考え方として前記(1)~(3)について具体的に開示する。
- ②投資信託委託会社は、国内株式の議決権行使の結果について、開示する項目その他の必要事項をあらかじめ社内規定に定め、原則として5月及び6月に開催された株主総会における議決権行使の結果を取り纏め、8月末を目途に開示する。

出所：投資信託協会「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日改定)

## 6. 議決権等行使指図の集計結果の公表

- (1) 会員は、原則として、5月及び6月に開催された株主総会における議決権等行使指図結果を別紙の通り集計し、当該集計結果をホームページ等により8月末までに公表する。
- (2) 会員は、3月末時点において、国内株式を運用対象とする投資一任契約の契約数が5件以下又は国内株式の運用残高の合計が250億円(時価評価額)以下の場合には、(1)に定める公表を控えることができる。

投資信託協会「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5月1日改正)より抜粋

出所：日本証券投資顧問業協会「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日改正)

日本証券投資顧問業協会においては「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」が提示する「別紙」により、各議案に対する賛成および反対、棄権ならびに白紙委任の票数を開示するよう、具体的な表の書式を提示している。また「概況」として集計結果についてのコメントなども記載することとされている。

両協会による自主規制は、金融庁の金融審議会金融分科会が2009年6月17日に発表した、以下に示す「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～」において、機関投資家による議決権行使結果の公表が謳われたことに対応したものである。

機関投資家がガイドラインの公表に加えて、実際の議決権行使結果を公表することには、機関投資家が適切に議決権を行使しているか否かについての可視性を高めるとの効果が期待される。

我が国では、現状、いくつかの機関投資家において議決権行使結果を整理・集計の上、公表している例が見られるが、その数は少数にとどまっている。今後、各機関投資家においては、議決権行使を通じたガバナンスの一層の向上を図る観点から、議決権行使結果を整理・集計の上、公表することについて、業界ルール等の整備が進められるべきである。

出所：金融庁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」（2009年6月17日発表）

## 2. 社外役員選任や買収防衛策に対して投資家は厳しい姿勢

～役員選任議案や防衛策導入議案に大手運用機関は30～70%台の反対率～

代表的な運用機関の議決権行使を確認するため、投資信託協会がウェブサイトで毎月発表している「社別の設定・解約・償還(実額)の状況」に基づき、2010年8月末時点の純

図表1 上位運用機関 10社 ※1の議案別賛成率

議案	賛成率
剰余金処分案等	95%
取締役選任	75% ※2
監査役選任	78% ※2
定款一部変更	95%
役員退職金支給	71%
役員報酬額改定	90%
新株予約権発行	81%
会計監査人選任	99%
組織再編関連	96%
その他会社提案	61%
株主提案	5%

※1：野村アセットマネジメント、大和証券投資信託委託、日興アセットマネジメント、国際投信投資顧問、三菱UFJ投信、三井住友アセットマネジメント、大和住銀投信投資顧問、DIAMアセットマネジメント、みずほ投信投資顧問、新光投信

※2：複数候補者の分をまとめて1議案とし、1名でも反対した場合には「反対」と表示した9社ベース（残り1社は候補者ごとに1議案とした模様）

出所：各社HPより大和総研作成

資産総額による上位10社について、議決権行使結果の開示リリースを分析する。図表1は日本証券投資顧問業協会「別紙」の書式に沿って、議案別に賛成率の平均をまとめたものである。これを見ると議案によっては、投資家の厳しい議決権行使の姿勢が明らかとなっている。

役員選任議案については、複数候補者の分をまとめて1議案として集計した9社のベースで、取締役選任の平均賛成率が75%、監査役選任が同78%となっている。裏を返せば、これら運用機関が投資を実施している企業のうち20～30%で、反対票を投じられた役員候補者が1名または複数名いたことが分かる。

反対行使を実施した背景については、以下に示すように、各社ニュースリリースの「概況」として説明されているケースもある。これによると、今回チェックした10社のうち5社において、社外取締役または社外監査役の独立性が欠如していることを、厳しく判断した旨の記載が見られる。

本年は、いわゆる「独立役員選任義務化」を踏まえ、社外取締役及び社外監査役の「独立性」のチェックを強化したため、監査役選任議案の反対比率が昨年と比較しても上昇しております。(大和住銀投信投資顧問)

また、「取締役選任」議案については、37.6%で反対行使を行いました。反対理由は、「社外取締役の独立性欠如」、「取締役会が既に適正規模にあると判断される

にも係らず、合理的な理由を欠いて増員案を上程」、「反社会的行為が確認され、再発防止策や社内処分などの十分な対応を確認できない」などでした。(みずほ投信投資顧問)

出所：各社ニュースリリース、ウェブサイト

その他に比較的賛成率が低かったものとしては、役員退職金支給(平均賛成率71%)および新株予約権発行(同81%)に関する議案も挙げられる。いずれも支給・付与する対象者に社外取締役や監査役が含まれている場合、経営監督の中立性が損なわれるとして反対票を集めた模様である。

「その他会社提案」が61%と著しく賛成率が低いのは、買収防衛策の導入・継続議案が含まれているからと考えられる。上記10社のうち内訳として買収防衛策の関連議案に対する行使結果を開示した例は8社あり、その賛成率を平均すると30%に止まる。投信・投顧会社は同議案について、原則反対の姿勢に近いといえる。

反対行使を実施した理由としては、経営陣から独立した社外取締役の欠如・不足を挙げる運用会社が目立つ。買収防衛策は少数株主軽視の現れのように捉えられており、投資家の賛意を得るにはガバナンスが相当に堅固でないと難しいだろう。

「買収防衛策」に関する議案については、買収防衛策を導入する企業の業績や独立性のある社外取締役の有無等の観点から精査を行い、反対比率は79.2%となりました。(大和証券投資信託委託)

反対議案38件のうち、買収防衛策関連が37件で独立社外取締役の欠如や不足(取締役数の20%以下)により反対。(国際投信投資顧問)

出所：各社ニュースリリース、ウェブサイト

### 3. 企業は投資家の行使基準を熟知した上で、理解促進の取組みが必要

本開示の意義として、各運用会社による議決権行使のバラツキが明確になったことが挙げられる。例えば買収防衛策の賛成率についても、開示した8社の間では4%から64%と差が大きい。一方で資金を委託する側である企業年金連合会は「企業買収防衛策に対する株主議決権行使基準」において、以下のように定めている。

次のようなケースについては、原則として肯定的に判断することはできない。

ア 社外取締役が採用されていない企業。

- イ いわゆる独立委員会に当該企業と利害関係を有する者が含まれている場合。
- ウ いわゆる独立委員会や取締役会における検討期間が、いたずらに長期であったり、繰り返し延長可能である場合。
- エ 防衛策発動の要件が、「買収提案が、従業員、顧客、取引先、地域社会その他の利害関係者の利益を含む当社の企業価値の確保、向上に反するおそれがあること」「従業員、取引先、顧客その他の利害関係者の処遇を含む買い付けの条件が、当社の本源的価値に鑑み不十分または不相当と判断される場合」などのように、幅広く解釈可能である場合。

出所：企業年金連合会「企業買収防衛策に対する株主議決権行使基準」

わが国企業の約半数は社外取締役を選任していない実態を鑑みると、同連合会の基準(特に「ア」の項目)に沿った場合と比較して、明らかに防衛策に対する賛成率が高い運用機関も存在する(上述の8社以外に範囲を拡げれば、賛成率が約80%や90%といった事例もある)。そのような運用機関においては、議決権行使において受託者責任を果たしていないのではないかと、一部の委託者から行使姿勢の再考を求められる可能性も考えられる。

議決権行使のスタンスが結果的に他よりも緩やかだった運用会社は、受託者責任を意識する必要から、来年は厳しい姿勢に転じる

可能性もある。筆者が協力した大和インベスター・リレーションズの調査においても、回答した機関投資家の約4割が「自社の行使結果に比較的緩やかだったものがあれば、厳格化を検討する」と答えている(2010年9月14日付コンサルティングレポート「開示強化に関する投資家アンケート」参照)。

上場企業の立場としては、総会運営のリスクを低減するため、賛成率を高める取り組みが必要となろう。機関投資家の議決権行使基準を予め知った上で、上程する議案の内容を精査する、招集通知の記載方法を検討する、議決権行使担当に対する議案説明を実施するなど、投資家の理解を得るための工夫が急がれる。