

株主提案による 社会的責任の追及

経営戦略研究部
鈴木裕

会社に対して CSR の向上を要求する株主からの諸提案の現状

株主は、投資先の会社に CSR の充実を要求する場合がある。このような要求は、株主権を手段とした社会運動であることが多いが、他の株主が賛同することも稀ではない。

米国においては、会社を取り巻く様々な社会問題を緩和・解決するための株主提案が多々見られる。

CSR の充実を要求する株主の声は、わが国においても軽視できるものではない。

1 株主提案の増加と機関投資家

2007年の株主総会では、これまでに無く多くの株主提案権行使があった。提案内容のバリエーションも広がり、提案された議案に対して議決権行使する信託・生保・投資顧問など機関投資家の間で小さからぬ波紋が広がりつつある。

株主提案をその動機や目的によって分類すると、株主自身の経済的な利益を追求する類型と、会社の社会的責任 (corporate social responsibility = CSR) を追及する類型の二つに分けられると思われる。これまで、機関投資家の多くは、CSR の追及に関わる株主提案に対しては、慎重な態度を示してきた。機関投資家の目的は投資収益の向上であって、投資先会社に CSR の遂行を求めることではないと考えられてきたからだ。しかし、CSR に対する関心はかつて無いほど高まりを見せており、投資家といえども収益追求に専念することが正しい態度であるといえるか、問題意識も示されている。国連が 2006 年に策定した環境・社会・企業統治の問題 (ESG 問題) に配慮して投資先を判断するガイドライン「責任投資原則¹」に署名し、社会的責任の遂行に取り組むことを表明する投資家が現れているのである。責任投資原則には、「長期的視点に立った ESG に配慮した株主決議案を提起する。」「ESG 問題について企業と話し合い働きかけ (エンゲージメント) を持つ。」「ESG 開示を促進する株主イニシアティブおよび決議案を支持する。」といった行動の例が示されており、会社と対話することを株主に促している。

かつては、米国においても、年金制度管理者の受託者責任と社会的責任投資は矛盾抵触するのではないかと考えられていたが、米国労働省は、社会的な要素を考慮して投資手段を選定し

¹ <http://www.unpri.org/principles/japanese.html>

た場合に、投資リスクが考慮しなかった場合に比して大きくならない限り、社会的な要素を考慮しても、受託者責任に違反することにならないとの意見²を出している。また、2000年の英国年金法に改正によって、年金制度管理者は、投資方針(Statement of Investment Principles)において、投資銘柄の選択・保有・売却において社会的・環境面に対する考慮を行っているか、

投資に付随する権利(議決権等)行使について規定があればその内容、の2点の開示を要求されるようになった。

受動的な株主権行使に留まっていた年金基金に対して、投資に当たって社会的責任へ配慮することが受託者責任に反するものではなく、さらにそれを促進するような動向が国際的には顕在化している。また、受託者として資産運用に取り組みながら、責任投資原則へ署名しCSRの追及に関心を表明する機関投資家が登場している事実は、今後の投資家行動の変貌を予想させる。

本稿では、日本における変化の兆しを紹介し、米国の事例を簡単に見てみる。

2 株主提案の動機

株主提案を提出した投資家が、株主提案に関して機関投資家に同調した行動を取るよう呼びかけることがある。このような提案者による投票勧誘として思い出されるのは、かつて村上ファンドと呼ばれたM&Aコンサルティングが東京スタイル社に対して自社株消却の拡大実施などを求める株主提案を出し、同社の株主を集め同調行動を呼びかけた例だ。めったにあることではなかったが、今年は多くの会社で生じており、株主権行使のあり方に大きな変化が現れたといいいだろう。

提案内容で見ると、配当の増額を求める株主提案に対して、賛成を促す行動が多々見られた。自社株消却や増配が直ちに株主の利益になるかどうかは、議論の分かれるところであるが、このような剰余金処分・株主還元に関係した株主提案を巡って、機関投資家等の株主を挟んだ綱引きが提案者と会社側によって行われたのである。

機関投資家は、利益の最大化を目的としているので、このような株主提案については、個別に判断して場合によっては賛成票を投じてきた。提案者の提案理由と、会社側の意見を比較して、株主の利益により貢献すると考えられる方に賛成することになる。

同じように、役員選任を求める提案や、買収防衛策の撤回を求める提案についても是々非々を個別に検討して、それが株式価値を引き上げるのであれば賛成と言う方向に傾く。財務的な提案に留まらず、会社のガバナンスに関する提案についても、投資収益への影響と言う視点から、ガバナンスの変更がもたらす効果を評価することになるのである。

一方、会社を取り巻く社会的政治的問題に関する株主提案に対して機関投資家は、あまり共

² <http://www.dol.gov/ebsa/programs/ori/advisory98/98-04a.htm>

感を示してこなかった。従来、わが国の株主総会で会社の社会的・政治的問題を取り上げて積極的に活動していると思われる株主としては市民運動・労働運動的グループを指摘できる。環境問題の解決や安全性確保などを求める電力会社株主や、特定の会社の労働問題を株主総会で問題化する株主、企業の社会的責任を迫及する株主団体などだ。

電力会社株主の一部は、毎年のように原子力発電所の安全性確保に係る定款変更等を求める株主提案を提起している。労働問題に焦点を当てた活動を展開する株主もいる。会社の現従業員や元従業員が、処遇の改善や過去の処遇の適否を、株主権を利用することによって争おうというものである。これらの株主提案は、提案者の固有の利益を追求しようとするもので、株価を引き上げることは期待できないので、投資収益を追求する機関投資家の支持は得にくい。

しかし、提案内容によっては、多くの機関投資家が賛成する場合もある。会社の社会的政治的責任の迫及に関心を示す投資家が好む株主提案として、役員報酬の個別開示を定款に規定することを求める、というものがある。経営の透明性を求める趣旨だ。ソニーでは、2002年の株主総会から毎年続けて取締役報酬の個別開示を求める株主提案が議案となっている。現在は取締役報酬の総額だけが開示されているが、金額の多い順に5人の取締役の個別報酬額も開示するよう定款に規定を求める提案である。同趣旨の株主提案に対する賛成は、02年に27%であったが徐々に増加して今年07年は44%に達した。定款変更なので特別決議事項であり、可決に必要な3分の2の賛成には届かず、否決されたものの、個別開示を求める株主の声は、軽視できないように見える。米国では、報酬は経営者に対する動機付けであり、適正な報酬が与えられていることは、投資判断の材料として有用であると考えられており、関連する情報の開示が行われている。米国の投資家は、日本の会社にこのような株主提案が出ていれば反対する理由は何もないし、日本の投資家にとっても、それは同様だ。そこで、役員報酬開示に関する提案は、他の株主提案に比較して多くの賛成票を集めことになるようである。

わが国の企業のうち、取締役報酬の個別開示を実施しているのは、片手で数えられそうなほどしかない。法的な義務となるのは、報酬総額の開示であるから、個別開示を求めることは義務を越えて会社側に情報開示を求めていることになる。情報開示の充実により経営の透明性を高める情報開示の先進事例を作るという点では、社会から要請される期待にこたえる行動であるとも見える。会社の社会的責任の迫及を目的とする株主がこの種の提案を多く行っているのは、収益追求型の株主の賛同も得やすいからだろう。報酬を開示したとしても収益追求に反するわけではないし、報酬体系の適正性が担保される効果もあるのであるから、あえて反対する理由は無い。収益を追求する普通の株主は、主体的に自ら提案してまで、報酬個別開示を求めようとはしないが、他の株主が開示を求める提案を出した場合には、それに賛同することになる。

東京電力も毎年のように株主提案を受けているが、本年は提案の内の一つに、取締役報酬の開示を定款に規定することが要求された。関西電力やJR東日本などでも、同様の提案が見ら

れた。提案者が同じであっても、報酬開示に関する提案は、他の提案よりも多くの賛成票を集めているようである。

近年は、社会的政治的問題を含む株主提案がある程度の支持を集めるようになっただけでなく、そのような株主からの要望を会社側が受け入れ、会社側の提案として株主総会の議案とする事例が生じている。例えば、製造販売する商品の安全性に疑問が持たれた会社では、そのような業務を所管する役員を社外から招聘するなどの対策を講じたことがある。会社に対する社会的責任の追及に応じる形で、一つの解決策を会社側主導で実現したと言えるだろう。

また、入札における談合を禁止する趣旨の規定を定款に設けることを株主提案によって求められた会社が、同趣旨の定款変更議案を会社側提案として議案とした事例もあり、もちろん可決されている。

こうした事例は、株主から出された CSR 関連の要求が、会社と株主の間話し合いによって受け入れられたものと言える。CSR の遂行を要求する場合、それが株主提案として可決されるかどうかは重要ではない。会社側が自発的に応諾することによって実現したとしても、要求した者の目的は達成されるからだ。株主提案の提案者にとっては、会社と妥協することも要求を実現する手段なのである。

3 米国における社会問題型株主提案

米国では、わが国では考えられないほど多くの株主提案が議案となっている。株主提案は、ガバナンス関連と社会問題関連に大別できる。ガバナンス関連は、取締役選任方法改正や買収防衛策撤回を目指すものだ。社会問題関連は、その会社を取り巻く様々な社会問題に焦点を当てるもので、CSR に関連した提案も少なくない。社会問題といっても広範で、動物実験の制限や同性愛者差別など、わが国ではあまりなじみ無い提案が出されることもあるが、環境問題や人権問題に関わるものが多い。特に、地球温暖化に関心が高まる中では、会社側に温室効果ガス削減に関する施策の策定とそれに関する報告書の作成を求めるものである。ハリケーン災害以来、気象変動の原因として温暖化問題への関心が急速に高まっており、この種の株主提案への賛成票も増加する傾向にあるようだ。

政治献金の開示も大きな問題となっている。誰にどれほど献金したかの詳細な開示が株主から求められることがある。この政治献金問題は、環境問題とも密接にかかわり、温室効果ガス規制を弱体化させる方向でのロビー活動への関与・財政支援を開示させることによって、会社の行動を制限して、環境改善を目指す効果も期待できる。

人権問題としては、操業地での貧困問題等にどのように対処するか、基本的な方針の策定を求める類型もあるし、人権軽視国との取引関係を解消するように求める提案もある。

米国の株主提案は、中途で取り下げられる例も多く見られる。提案者が会社側と接触してある程

度の妥協点に達した場合には、提案を取り下げることが多い。株主と会社による妥結の一つの形でとしては、株主提案と同様の内容を会社側自発的に実施するもあり、これは先述の通り、わが国でも見られるようになっている。

4 わが国への示唆

CSRの向上は、投資収益に直結するものではない。しかし、社会全体がCSRへの関心を高めている以上、会社側も無関心でいるべきではない。株主が例えば環境保護への取り組みについて報告を要求した場合に、これを無視すれば本業への悪影響も懸念される。環境保護に積極的でない会社の製品購入を控えるなど、消費行動にも影響を及ぼしかねないからだ。株主の衣をまとった環境保護運動などにどのように対処すべきかが問われる。

株式を上場している以上、特定の信条の持ち主を株主から排除することはきわめて難しい。どのような会社にも、社会的政治的責任の追及に関心を持つ株主が登場し得るし、その要求は多様だ。社会的政治的問題を提起する株主の持株比率自体は、通常極めて小さく、単独での影響力は小さい。しかし、正当性があると認められる要求が出された場合に、これを無視し続けることは、会社の評価・名声を下げる恐れも生じかねない。株主からの要求が全て正当であると考えた必要性は全く無いが、CSRへの関心が高まっていることを見ると、対応すべき領域が拡大していると考えざるを得ないのではないだろうか。