

米国投資信託の議決権行使

経営戦略研究部

鈴木 裕

米国投資信託は、わが国企業の株主総会で厳しい議決権行使を続けている

- 米国の投資信託は、日本の会社の株主総会においても積極的に議決権を行使している。
- 株主対策の対象として、米国投資信託を軽視することはできない。

1 投資信託の株式議決権行使

かつては株主権行使への関心が希薄だった米国の投資信託であるが、米国 SEC (Securities Exchange Commission = 証券取引所委員会) によって、受託者としての地位に照らして議決権行使の適正化が推進され、2003年1月に投資信託が保有する株式に関する議決権行使について新ルールが制定され、同年の4月から施行されている。

この規制は、

- ・ 投資信託は組入株式に関する議決権行使の方針及び結果について、購入者にその入手を保証する
- ・ SEC に議決権行使の記録を提出し、投資信託の購入者から請求があれば記録閲覧に応じる

という内容である。

開示情報の閲覧方法として、購入者の請求に応ずる方法以外に、SEC の運営する電子開示システム (EDGER) への記載も義務化したことによって、購入者以外でも広くこれを入手することができるようになった。

米国の投資信託は、このような制度改正によって、議決権行使への取り組みを求められるようになっており、日本株に投資している場合にも、投資信託の購入者の利益、つまり投資収益の向上を目的とした議決権行使が義務的になった。

日本の投資信託には、行使結果の開示こそ義務付けられてはいないが、議決権行使の基本方針の策定や、行使実績の記録などは、義務的なものとなっており、金融庁による検査においてもチェック事項の一つとして掲げられている。

2 米国の投資信託の日本株への議決権行使

投資信託は、アクティビストファンドとは異なり、通常、分散投資を行っている。したがって、投資信託が保有する各社の株式量は、通常であればそれほど大きなものではなく、議案の

成否をそれだけで左右するという事にならない。しかし、多くの投資信託が保有している株式を合算すれば、決して軽視できない。また、投資判断によっては、投資を特定の企業にシフトさせることもあり、米国の投資信託が大量保有報告書を提出することも稀ではない。

米国の投資信託の議決権行使によっては、株主総会運営が困難になる事態も生じかねない。わが国の上場・公開会社にとって、米国投信は IR 活動の重要なターゲットの一つと考えるべきであろう。

3 2007 年の注目点

2005 年以来、会社側が株主総会に付議した議案が可決できなかった事例は、毎年数件生じている。2007 年もそのような事例が見られた。また、数多くの株主提案があり、提案者と会社側の間で他の投資家を間に挟んだ投票勧誘（プロクシーファイト）も行われ、投資信託等の機関投資家も賛否の判断を求められた。

(ア) 否決事例における米国投資信託の議決権行使

2007 年の株主総会では、いくつかの会社で会社側提案が否決されている。富士フィルムホールディングスの株主総会で、定款変更議案が否決された。同社の定款変更議案は、発行可能株式数を 8 億株から 12 億株に増加させることを内容としていた。太陽誘電でも否決事例が生じた。同社は、通常は一括で付議する定款変更を、内容によって 2 つに分割して議案としたが、そのうちの買収防衛策を株主総会で導入できることを定款に新設する議案が否決された¹。

富士フィルム HD や太陽誘電では、特定の株主が大株主がイニシアティブを取って否決に導く様な活動をしたというわけではない。ニッポン放送を巡って紛糾が生じた 2005 年以来、発行可能株式数の拡大を内容とする定款変更議案は、買収防衛策と理解されることから、年金基金や投資信託などの機関投資家は強く警戒するようになっている。また、既存株主の持分を潜在的に希薄化することから、持分的利益の維持に関心を抱く株主は、この議案に反対することが多い。

表 1：2007 年株主総会の否決事例での米国投資信託の投票行動

会社名	議案	FJF (フイデリティ・ジャパン・ファンド) ¹	VPSIF (バンガード・パシフィック・ストック・インデックス・ファンド)
富士フィルム HD	定款一部変更	反対	反対
太陽誘電	定款一部変更		反対
	買収防衛策導入		反対

出所：各社の SEC への報告書 (Form N-PX) から大和総研作成

¹ この他にも、パトライト、日本精密、東京衝機製造所、TRN コーポレーションなどでも否決事例があったが、いずれも、支配的な株主と経営陣の対立という構図であった。これらの会社に対しては、ここに掲げた投資信託による株式保有は無いようである。

太陽誘電では、定款変更議案とは別に、事前警告型の買収防衛策を普通決議をもって導入する議案も付議しており、これについては可決されたが、関連する定款変更の特別決議が否決されたという例である。

この2社について、米国の有力な投資信託は、やはり厳しい議決権行使結果を残している。ここでは、フィデリティ・ジャパン・ファンド（FJF）とバンガード・パシフィック・ストック・インデックス・ファンド（VPSIF）の具体例を示す。

(イ) 株主提案に対する議決権行使事例

今年の株主総会では、株主提案が多く行使されたことも特徴だった。

表2：2007年株主総会における株主提案に対する米国投資信託の議決権行使

会社名	議案（株主提案）	FJF	VPSIF
サッポロHD	定款一部変更（買収防衛策導入を総会決議事項とする）		賛成
ソニー	定款一部変更（報酬個別開示）	棄権	賛成
東武鉄道	定款一部変更（労使紛争解決）		反対
JR 東日本	定款一部変更（労務政策事項、労務政策是正、社外取締役選任義務付け、最高顧問等規定削除など）	反対	反対
	労務政策変更	反対	反対
	定款一部変更（報酬個別開示）	反対	賛成
	取締役解任（5名）	反対	反対
	取締役選任（5名）	反対	反対
	剰余金処分	反対	反対
TBS	取締役選任（2名）		反対
	定款一部変更（買収防衛策特別決議化）		賛成
東京電力	剰余金処分		反対
	定款一部変更（報酬個別開示）		賛成
	定款一部変更（不正防止制度規定、広報活動、原子力発電事業再検証）		反対
中部電力	剰余金処分	反対	賛成
	定款一部変更（報酬個別開示）	反対	賛成
	定款一部変更（新エネルギーへ先行投資、原子力発電設備点検関連、高レベル放射性廃棄物関連、プルサーマル計画関連、残余リスク評価関連、株主関連）	反対	反対
関西電力	剰余金処分		反対
	取締役解任（1名）		反対
	定款一部変更（報酬・業績個別開示、被爆労働者関連、再処理禁止、コンプライアンス委員会、廃炉準備委員会、核物質管理委員会、CSR重視、インターネット開示充実、取締役定員削減、NGOの監査役招聘、CSR規定・環境保護、CSR規定・自然エネルギー、CSR規定・ステークホルダー、CSR規定・ライフライン強化）		反対
東北電力	定款一部変更（報酬個別開示）		賛成
	定款一部変更（コンプライアンス、原子力プラント廃棄、再処理施設の不操業）		反対
	取締役解任（1名）		反対
九州電力	定款一部変更（政治的公正、放射性廃棄物関連、「安全問題」検討委員会、新エネルギー関連、高レベル放射性廃棄物地層処分関連、「MOX燃料品質保証」監視委員会）		反対
電源開発	剰余金処分		賛成

出所：表1に同じ

株主提案があると、投資家はその議案が株式価値を増大させると判断すれば賛成するし、そうではないと判断すれば反対する。通常、株主提案があると会社側取締役会はそれに反対する意見を提出するので、株主提案に賛成するということは、会社側の判断に疑いを挟むことを意味する。

4 2005年・2006年での行使事例

会社側の提案議案が否決される例は、前記の通り2005年から頻繁に見られるようになった。それ以前から、商法改正にあわせて多くの定款変更が議案となっており、その中には機関投資家が警戒するものも少なくなかった。例えば、特別決議の定足数引き下げなどは、株主を軽視する恐れがあるとして反対する投資家も多かったが、否決にまでは至らなかった。

(ア) 2006年株主総会の例

2006年の株主総会では、任天堂、アーク、ネットワンシステムズ、日本アジア投資の4社の株主総会で定款変更に関する決議案が否決された。

任天堂では、剰余金処分の権限を取締役会に移すことなどを盛り込んでいたが、この変更には、内外の機関投資家が批判的の評価を与えており、多くの反対票が生じると見込まれていた。ネットワンシステムズでは、会計監査人の責任減免と剰余金処分権を取締役会に移すことを盛りこんでいた。この会計監査人の責任減免についても、内外の機関投資家が批判的に見ており、多くの反対票が生じるものと見込まれていた。また、日本アジア投資では剰余金処分の権限を取締役会に移すことなどを盛り込んでいた。

アークでは、自社株取得を取締役会が決定できるようにする旨と役員責任減免の定款変更を含んでいた。

表3：2006年株主総会の否決事例での米国投資信託の投票行動

会社名	議案	FJF	VPSIF
アーク	定款一部変更	賛成	
任天堂	定款一部変更	賛成	反対
ネットワンシステムズ	定款一部変更		反対
日本アジア投資	定款一部変更	賛成	

出所：表1に同じ

(イ) 2005年総会の例

2005年には、東京エレクトロン、横河電機、ファナックの三社で、発行可能な株式総数である授權資本枠を拡大する等を内容とする定款変更議案が否決された。会社側が提案した株主総会議案が否決された例がこれまで全く無かったわけで無いが、それらは、いわば会社の内紛に起因して生じた例外的な話であったり、あるいは支配的株主の意向が変更されたことによって議案が修正されたりといったものであった。否決された三社以外にも議案を取り下げている

し、同じような授權資本枠拡大を意図した定款変更議案を議案にした会社では、僅差で可決にこぎつけた会社も少なくないようであった。

2005 年の株主総会は、投資家が会社の提案する議案に無批判ではないということが、目に見える形で現れた最初の事例だと言えよう。

表 4 : 2005 年株主総会の否決事例での米国投資信託の投票行動

		FJF	VPSIF
東京エレクトロン	定款一部変更		賛成
横河電機	定款一部変更		反対
ファナック	定款一部変更		反対

出所：表 1 に同じ

5 今後の展望

米国では、社会的責任投資の台頭、受託者責任の強調の中で、投資信託の議決権行使開示制度は作られてきた。公衆の投資資産を管理する投資信託が、適切な議決権行使を行なうことが求められたことに答えるものである。

受益者である投資信託購入者の利益を重視した議決権行使の結果、否決にいたるということは、会社側にとって不本意なことであろう。株式価値や企業価値の増大を目指して提出する議案であり、投資家の理解を得られると考えているはずだからだ。見解の対立が生じ得る議案については、今後一層、投資家への充実した説明を行っていかなければ、反対票が多く生じることは避けられない。海外の投資信託による議案分析の方法に関する情報は、株主を管理する上で重要性を増していると考えなければならないだろう。