

2009年6月11日 全4頁

議決権コンサルへの反論事例

経営戦略研究部
鈴木裕

議決権行使コンサルタントの反対投票推奨に対して会社が反論した事例

[要約]

- 議決権行使コンサルタントは、株主総会議案について株主が賛成すべきであるか反対すべきであるかを推奨している。
- 株主総会議案に反対推奨を受けた会社が、議決権行使コンサルタントに反論する事例が散見される。
- 株主提案などを行った株主が、他の株主を説得するための材料として議決権行使コンサルタントの推奨を活用することもある。

1. 議決権行使コンサルタントとは？

株主総会議案について賛否を推奨

議決権行使コンサルタントは、株式投資を行う年金基金・投資信託・大学寄付基金などの機関投資家を顧客として、投資先会社の株主総会議案に対する議決権行使について賛成投票・反対投票の推奨を行っている。これら機関投資家は、国際的な分散投資を実施しており、日本株を保有している場合も多い。そこで、議決権行使コンサルタントは、日本の上場・公開会社の株主総会議案の分析を行っており、個々の議案について、理由をつけて賛成・反対の投票を推奨する。

現在は、ISS (Institutional Shareholder Services)¹が最も有力な業者となっているが、グラス・ルイス (Glass Lewis & Co.) と日本プロクシーガバナンス (Proxy Governance, Inc.) も、日本株の議決権行使に関する助言を行っている。

議決権行使コンサルタント推奨に反論する会社も

議決権行使コンサルタントは、議案を独自のスキルをもって分析し、結果的に会社側提案に反対を推奨することや、株主提案に賛成を推奨することが少なくない。このような場合に、コンサルタントの推奨に従う株主が会社側提案に反対票を投じたり株主提案への賛成票が増え、決議の成否が変わるようなことがあれば現経営陣の経営方針と齟齬をきたす恐れが生じる。反対推奨が出ることは、会社にとっては是非とも避けたいところであるが、時に反対を受けることはある。そこで、コンサルタントの推奨に対して反論をする事例が生じてくる。

¹ 2007年より RiskMetrics Group の一部門となっているが、本稿では ISS と表記する。

会社側が反論する事例は、例年数件程度明らかになっている²。

2. 2009年株主総会議案に関する反論事例

役員選任議案での反論した事例

議決権行使コンサルタントの推奨に対する反論は今年もいくつか見られた。株主総会での否決事例が珍しいものではなく、議決権行使コンサルタントの影響力は、軽視できるものではなく、会社側の関心は高まりつつある。

会社側が、自社のWEB上で反論した事例は次の通り、今のところ2件が確認できる。

(1) オリックス

オリックスの社外取締役選任議案に対して、ISS社は候補者の独立性に疑問があるとして選任議案に反対投票の推奨をしている。ISSの反対理由は、ニューヨーク証券取引所(NYSE)の「独立性」の定義(NYSEでは、3年間の期間を置かなければならない)によっては、同候補者の社外取締役の独立性を判定できないということのようだ。

オリックスは、ISSの反対推奨に対して、同候補者がかつて所属していた監査法人から完全に独立していることを確認しており、財務専門家として代え難い人材であると反論した³。

(2) メイテック

メイテックは、代表取締役社長の取締役再任議案について、グラス・ルイスから反対投票推奨を受けている。グラス・ルイスは、監査役会設置会社に対し、最低2人の独立した社外取締役を求めており、2人に満たない場合、会長あるいは社長の選任に反対を助言する方針であり、社外取締役が1名である同社はこれに該当した。

これに対して、メイテックは、社外監査役2名を含む3名の監査役を選任しており、監査役は、業務執行に対する監督機能を十分に果たしていることや、取締役会の機能の充実と監督機能とのバランスを考慮した結果の役員構成であると反論している⁴。

3. 反論することの得失

反論する会社はごく僅か

議決権行使コンサルタントから議案に反対投票推奨を受ける会社は毎年相当な数にのぼる。しかし、反論する会社はごく僅かだ。

反対投票推奨を受けた会社が反論しない理由はいくつか考えられる。第一に、議決権行使コンサルタントの反対投票推奨自体を会社側が認識していないということが考

² 2006年と2007年の反論の事例について、2007年7月30日付け経営戦略情報「2007年株主総会概況-議決権コンサルとの摩擦-」を参照

³ 2009年6月3日付けオリックスからの公表資料。

⁴ 2009年6月5日付けメイテックからの公表資料。

えられる。議決権行使コンサルタントは、通常、株主総会議案に関する賛否推奨の結果を会社側にフィードバックしない⁵ので、会社側が反対投票推奨を知らなかったということは十分考えられる。第二に、議決権行使コンサルタントの推奨に大きな影響力は無く、議案の成否に関係しないと考えれば、反論するまでも無い。第三に、反論すると反対投票推奨自体が広く知られることになってしまうことを危惧する場合もある。反論しようとすれば、反対投票推奨に言及せざるを得ないが、そうすると議決権行使コンサルタントの情報にアクセスできない一般株主にも、議案分析のエキスパートが反対投票推奨をしていることが知れ渡るので、これを避けるためにあえて反対しないということも考えられる。

会社側の反論は情報の厚みを増す効果も

一方、反論を明らかにすることで、反対投票に判断を傾けていた投資家を賛成に導くことができる場合もある。また、投資家にとっては、議案分析に関する情報が厚みを増すという効果も期待できる。

4. 他の株主の説得材料としての利用

近年、株主が自らが提案した議案の可決を目指して、また逆に会社側提案の否決を目指して、他の株主に積極的に働きかける動きが見られるようになってきている。そのような場合に、株主提案権行使者が他の株主に賛同を呼びかける際の一つの材料として、議決権行使コンサルタントの推奨が用いられることがある。

議決権行使コンサルタントの情報を積極的に利用する株主も

多くの機関投資家は、株主提案が出たとしても、それは提案株主固有の利益を追求するためではないかと疑い、慎重な対応をとっている。しかし、議決権行使コンサルタントという中立的なエキスパートが株主提案に賛成を推奨しているならば、株主提案に賛成する理由となる。そこで、提案株主は、議決権行使コンサルタントの推奨結果が有利である場合には、これを積極的に利用することがある⁶。

5. 議決権行使コンサルタント影響力は強まるか？

投資信託等の機関投資家の保有する株式にかかる議決権行使結果を開示するように義務付けるか否かが検討されている。金融庁は、2007年1月に金融・資本市場の国際金融センターとしての魅力を更に向上させていく観点幅広い検討を行うため、金融審議会金融分科会の下に「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」（以下、「金融庁SG」）を設置している。議決権行使結果開示について、この金融庁SGは積極的な検討を加えており、報告書案が公表されている^{7 8}。

この報告書案では、「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

⁵ 会社側に賛否の推奨結果をフィードバックするケースもある。

⁶ 2009年5月15日付けスティー爾・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドからの公表資料等

⁷ http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/s_group/siryoku/20090610.html

⁸ 2009年5月12日付けコンサルティングレポート「投資会社の議決権行使結果開示」

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。」とされており、今後集計結果の開示が進められる見通しである。

議決権行使結果の公表は、議決権行使コンサルタントの影響力を強化する可能性も

この投票結果の開示によって議決権行使コンサルタントの影響力が強まる可能性がある。集計結果とはいえ、行使結果が開示されるようになると、機関投資家は、議決権行使の判断の中立性や公正性を確保するために、議決権行使コンサルタント情報を参考にしようとするかもしれないからだ。

米国では 2003 年以降、SEC（証券取引委員会）規則で投資会社に対して、個別議案ごとの議決権行使結果の公表が義務付けられている。グラス・ルイスやプロクシーガバナンスは、この SEC 規則の施行時期に近接して設立されている。行使結果の開示規制の制定は、議決権行使コンサルタントの潜在的な顧客を増大させることになるのではないだろうか。