

2010年9月22日 全7頁

米国の議決権行使制度改革

資本市場調査部
環境・CSR調査課
鈴木裕

役員選任制度の改革にあわせて議決権行使適正化の必要性が高まる

[要約]

- 米国では、株主総会の議決権行使制度改革が検討されている。
- 株主の意思を正確に計り、会社経営に反映させていくためには適正な議決権行使制度の設計が不可欠である。
- 日本においても、議決権行使におけるIT技術のいっそうの活用促進など、米国の検討は参考にするべき点が少なくないと思われる。

1. 企業ガバナンスにおける議決権行使制度の重要性

株主の意思を正確に測定することが必要

会社経営に株主の意思を反映させるのは、株主が会社財産に対する残余請求権を有し、会社の価値を増加させる強い動機を持っているからだ。そのような株主の意思を会社が把握するために株主総会が開催され、株主の投票による多数決で役員人事などの重要事項を決定する仕組みが採用されている。

したがって、株主の意思がどのようなものであるかを把握するための株主総会における議決権制度は、会社統治の基礎を形作るものであるといえよう。株主の意思を正確に把握するためにどのような投票プロセスを作るべきかは、会社制度の重要なテーマである。しかし、投票制度が一度完成すると、その制度はなかなか変更されなくなることもあろう。議決権行使制度は、様々な技術の進展や、株主層の拡大、またグローバル化によって改善を望まれるようになっている。

IT技術の進展に遅れる制度改革

制度策定当時は、合理的であったものが、時代遅れになり、株主の総意を正しく把握することをかえって難しくするようにもなりかねない。株主の意思を会社に到達させるには、郵便によるよりもインターネットの方がはるかに早い。また、会社の状況や議案の内容を株主に正確に理解させるには、書面よりも優れた表現方法やメディアもあり得よう。さらには株式の取引手法が複雑化・高度化するにつれて、議決権を行使させるべき者、すなわち真の株主の把握が難しくなり、株価変動や会社の業績に対して経済的な利益を持たない者が議決権を行使するような事態も生じるようになっていく。

コミュニケーションの技術の進展や、株式等の取引手法の変化によって、議決権行使制度も変わっていくことが、会社統治の適正確保のために必要になるということだ。現在、米国ではProxy systemの抜本的な改正が検討されている。従来の諸制度が様々

な不都合を生じるようになっており、資本多数決に支えられる会社の正当性に疑義を生じさせかねないほどになっているからだ。国政に準えていえば、候補者の政策が周知されず、また有権者名簿の管理も十分になされていない状況で選挙し、議会を構成したとしても、国民の意思が政治に反映しているとはいえないのと同様ではないかという問題だ。

本稿では、米国の議決権行使制度改正の動向を概観し、わが国への示唆を得ようというものである。

2. 米国における議決権行使制度の改正検討

米国議決権行使制度
における3つの課題

米国証券取引委員会(SEC)は、7月に議決権行使制度改正に関する CONCEPT RELEASE¹を公表し、意見の公募を行なっている。この中で、議決権行使制度が数十年にわたって大きな見直しもなく維持されてきたため、様々な不都合が生じており、改正の検討が必要であると指摘している。

具体的には、次の3つが課題となっている。議決権行使の正確性・透明性・効率性の確保、コミュニケーションと株主の参加促進、議決権行使と経済的利益の関連、の3点で以下概略を紹介する。

3. 議決権行使の正確性・透明性・効率性の確保

投票数の正確性確保

名義と実質保有の乖
離による議決権行使
の不一致

株式を保有する者がだれであるかは、株主名簿に記載されるが、名簿上の名義人が実質株主と異なるのは珍しいことではない。信託会社などが実質株主に代わって名義人となり、議決権行使に必要な書類を受領してこれを実質株主に転送し、また行使指図を実質株主から受けて会社側に対して議決権を行使することになる。しかし、実質株主が行使指図の権限を第三者に一部または全部を委託することもあるし、会社側においても議決権の計数等に外部の業者を使うので、議決権行使のプロセスは複雑化している。そのような中で、機関投資家が実質保有する株式は、権利確定基準日を跨いで貸株になることもあるし、取引の一部が未決済になることもある等のために、結果的に名義人が行使し得る株式数と実際に行使された株式数が不一致になる問題が生じる。これを Over-voting (過剰投票) や Under-voting (過少投票) という。そのため、関係業者間で意思の伝達を確実にし、会社側が正確に実質株主の投票態度を把握するための仕組みづくりが必要になる。

投票の確認

議決権行使プロセス
内での相互チェック

議決権行使に関係する業者間で情報の共有ができていなければ、投票が実質株主の意向どおりに行なわれたかを確認することは難しい。そこで、議決権計数業者、証券保管業者、議決権行使サービス業者間で議決権行使プロセスの情報に互いアクセス可能にすることが検討される。つまり、[実質株主 中間業者(証券保管業者、議決権行使サービス業者、議決権計数業者等) 株式発行会社]に順次情報が送られる過程で正しい伝達ができるようにするために相互にチェックしあう体制を作るということであ

¹ <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-122.htm>

ろう。

機関投資家の貸株

年金基金や投資信託などの機関投資家が保有株式につき、権利確定基準日を跨いで貸株に供していることは、Over-voting や Under-voting また議決権と経済的利益の分離を生む原因のひとつになっている。基準日前に受け戻して、機関投資家自身が権利行使すれば、このような問題は緩和するだろう。そのためには、機関投資家自身が権利行使すべき議題が付議されているか、前もって知らせようになっていけば望ましいと考えられる。もっとも、そのような議題の早期確定は、会社側にとってみると経営の選択肢を狭めることともなりかねないところもあり、どのようにすべきか検討が加えられるべきである。

また、投資信託などの議決権行使結果の公表にあたり、賛否だけでなく、行使議決権数も追加して開示するべきかが検討されている。

4. コミュニケーションと株主の参加促進

株主総会は会議体であり、議決権を有する株主が集まって作られる総会で会議により意思決定を行う。いったい誰が、議決権を実質的に持っているかは、会議の参加資格に直結する問題だ。会議におけるコミュニケーションの第一歩は誰が参加するかということだが、この点について実質株主の開示が米国では問題となっている。

総会に参加すべき株主が明らかになれば、それに対する関連情報の提供が必要になる。株主が議場についてはじめて議題について検討するのではなく、熟慮を経た意見を持ち寄ることにより、多くの選択肢が議論されて会議の場が活性化し、よりよい意思決定が導き出されると考えられる。そのためには、総会開催以前に、議題の内容を理解させ、意思を形成させておくことが有益だ。しかし、現実には総会に参加する株主が、議案関連の情報を十分に吟味できるような基盤が整備されているか疑問もある。株主が多様化する中では、情報の表現方法や伝え方も変わっていくべきなのであろう。

実質株主への直接的情報提供

株主との対話の前提となる実質株主の把握

株主名簿上の株主と実質株主が異なるために、会社側から株主に接触することが不可能な場合がある。実質株主が、信託会社などの名義株主に対して議決権行使の指図を行なっているのであるから、会社側としては指図権を有する実質株主との対話こそが重要だ。しかし、現状では、実質株主の許諾が無ければ直接的な接触はできない。実質株主には、会社側による直接的接触を拒絶する OBO (開示拒絶実質株主: objecting beneficial owners) と非拒絶実質株主 NOBO (non-objecting beneficial owners) の区分がある。例えば、敵対的株主が役員選任議案を争う場合に、会社側から NOBO には支持を訴える情報提供が可能であるが、OBO には接触できないという不都合が生じる。

現在、この OBO/NOBO の区別をどのようにすべきかが検討されている。株主総会における投票の票数が重要な意味を持つようになれば、票数を確保するための運動の必要性も高まる。実質株主の明確化はそうした運動のターゲットを明らかにするためには必要である。しかし、株主には実質的な保有関係を明らかにしたくない者もあり、調整が続いている。

小規模株主への効率的情報提供

議決に参加する株主が議案について十分な知識を有しているとは限らない。特に零細な個人株主に向けて、その水準を引き上げるための検討が進められている。その手法としては、投資家教育の充実、インターネットの活用などが考えられる。

相互に関連付けられた情報提供

「タグ」を利用した複
合的な情報提供

株主総会関連の情報は、通常書面によって株主に届けられる。電子ファイルの場合でも、基本的には書面と同様の物だ。つまり、コンピュータやソフトウェアの高性能化から取り残されているのではないかという問題が提起されている。例えば、役員選任議案を精査しようとするれば、報酬はどの程度で、どのようなスキームであったか、業務実績はどうか、兼職の状態は、といった情報を総合的に検討することになるが、現在の情報提供手法では、たとえそれらが開示されていたとしても、一覧できるようにはなっていないので、作業の負荷が大きい。

そこで、相互にデータを関連付けることで、そうした負荷を軽減することが検討されている。例えば、役員候補者名と、当該者の前期の報酬額などを関連づけておけば、PCの画面上で検討材料を一覧することができるようになる。

5. 議決権行使と経済的利益の関連

株主総会は、株主による意思決定の場だ。株主以外の者が議決権を行使し、決議の成否に関与することは認められていない。株主は会社の価値に利害関係を持っているからこそ、会社の価値を増大させるための意思決定ができる。しかし、株主ではなく、会社に利害関係を持たない者には、そのような意思決定を期待することは難しい。

こうした観点からいくつかの問題が指摘されている。

経済的利益を持たない者による議決権行使 (empty voting)

経済手利益との議決
権の分離により会社
の利益に反する議決
権行使の恐れ

最近、米国や他の国々において、ヘッジ・ファンドなどの投資家が、デリバティブ等を利用して、株主としての経済的利益と議決権を実質的に分割することが問題視されるようになってきている。これは、equity decoupling や empty voting などといわれる。株主としての経済的利益をとまなわないのに議決権を有している株主には、会社の価値向上のために議決権を行使することは期待できず、会社の価値の向上と無関係な自らの利益のみを図る可能性が高くなる。つまり、株価下落が利益になるような状況を作り出した後に、株価下落を実現するような議決権行使を行うようになる可能性もあるということだ。これによって、他の株主の利益を害することとなる。

最も単純には、権利確定基準日に株主であった者が、その後に株式を売却するようなケースだ。株式を売却してしまえば会社の経営に利害を有さないはずだが、株主総会における決議に参加できるので、会社の価値への配慮の無い議決権行使が危惧される。また、保有株式のプットオプションを購入したり、株式リターンのスワップ契約を活用したりすることで、株式の価格変動リスクにさらされないようにしつつ、株式保有を継続することで議決権を確保し、意図的に empty voting を行なうことも容易だ。

こうした empty voting をいかに規制するべきかが課題になっている。

株主の権利確定日の問題

前記の通り権利確定日の株主が総会の時も株式を保有しているとは限らず、empty

voting が生じている。そのため、株主総会に参加する権利を確定する日を株主総会開催日に近接させるとか、株主総会招集通知を受領する権利を確定する日と、株主総会に参加する権利を確定する日を分離することも検討課題となっている。

議決権行使コンサルタントの問題

議決権行使コンサルタントの業務の適正確保にも注目

米国の年金基金や投資信託などには、受託資産を構成する株式にかかる議決権行使を適正に行なうよう規律が設けられている。しかし、全ての機関投資家に適正な議決権行使行動を可能にする内部的な資源があるわけではない。そこで、その様な業務を請け負うコンサルタント会社が存在する。これらのコンサルタントは、個々の議案について、理由をつけて賛成・反対の投票を推奨している。

議決権行使コンサルタントは、株主に助言をしているに過ぎない。株主ではないのだから、会社に対して株主と同様の経済的利害関係を持たないはずであるが、コンサルタントの助言が株主総会決議の成否を左右するとすれば、経済的利益を持たない者が会社の行方に大きな影響力を持っていることになりはしないかが問題視される。議決権行使コンサルタントは、サービスを購入する投資家の利益を増大するために助言するはずだが、利益が相反するおそれもある。例えば、議決権行使コンサルタントが、投資対象会社側とコンサルティング契約を結んでいるような場合には、株主側の利益への専念を期待することは難しいだろう。

また、数千社の株主総会議案を精査する中で、誤認やミスがあり得るとすれば、やはり適正な決議を阻害する恐れがあり、議決権行使コンサルタントの業務の適正確保にも関心が向いている。

6. 日本の議決権行使制度への示唆

以上見たように、米国の株主総会における議決権は、誰が行っているのか、十分な情報に基づく行使であるのか、正確に集計されているのか、といった多くの問題があったということである。このような問題がこれまであまり意識されず、改正の議論もなかったのには、理由がある。

米国議決権行使制度改革の必要性

票数を正確にカウントする必要の薄い米国の株主総会

株主総会の決議事項には様々なものがあるが、役員選任は会社の経営に最も大きな影響を与える議案であろう。米国では、この役員選任議案が厳密な賛否集計を要求するようなものではなかったために、これまで議決権行使の正確性や透明性に関心が高まらなかったと考えられる²。米国の株主総会における役員選任議案では、「Plurality voting」が多くの会社で採用されている。これは、極端な場合、賛成が1票でもあれば、残りの議決権が賛成していなくても役員選任議案は可決するというものである。単純化して言えば、定数1名の小選挙区制であれば、相対的に多数を得たものが当選するという仕組みであり、対立候補者がいなければ自動的に当選することになるのと同様だ。特定の立候補者を落選させるために、反対票（当該候補者の当選に反対する意思を表明する投票）を投じることはできないし、しても無意味なのである。特定の候補者を落選させるには対立候補者を当選させるしかないのだが、会社役員選任議案では、通常他の対立候補者がいないので、落選させようがないというのが米国の株主

² <http://www.skadden.com/Index.cfm?contentID=51&itemID=2160>

総会の現状だ。わが国の株主総会では、「Majority voting」であり、投票議決権の過半数の賛成がなければ当選しない。対立候補者がいなくても、過半数の賛成に届かなければ落選ということになる。

役員選任制度の改正により賛否数の確定が重要に

米国では対立候補者がいないならば、「Plurality voting」による投票における賛成数・反対数を厳密に確定する必要は無いのであるから、議決権行使の正確性を確保する必要も無いという状況だったのである。しかし、近年米国でも、過半数株主の賛成を可決要件とする「Majority voting」へ少なからぬ会社が行っているうえ、先ごろの SEC の制度改正によって、株主提案によって対立候補者をこれまでより容易に擁立できるようになる。「Majority voting」の下では、対立候補がいなくても役員選任議案が否決されることもあるので賛成投票の数を厳密に計数しなければならない。また対立候補者がいる場合に、候補者数が定数を超えていれば、票数を厳密に計数しなければならない。

日本の制度改正への示唆

米国で、議決権行使制度が再検討されているのは、このような役員選任制度や株主提案制度の見直しが進んでいるからだ。日本では、「Majority voting」が法定されている。また、日本では株主提案による役員選任議案の提出も容易であり、保有株式要件等も米国の新たな制度よりも緩やかである。従って、日本の役員選任制度は、米国の制度改正の一步先を行くものであり、米国のように議決権行使制度の改革に取り組む理由は無いようにも思える。

株主総会集中開催による熟慮期間の不足

とはいえ、日本における議決権行使の現状に問題が無いわけではもちろん無い。もっとも大きな問題は、株主総会が集中的に開催されるため、議案の熟慮期間が十分に取れないことが指摘できる。特定の日株主総会が集中する率は、近年急激に低下しているとはいえ³、特定日の前後数日の範囲に分散しているに過ぎず、6月下旬に株主総会が集中的に開催されること自体は改善していない。短期間に多くの会社の議案を精査しなければならず、多くの銘柄に投資している機関投資家の負担感は重い。

電子的議決権行使のインフラには改善の余地

現状では株主が議案の内容を知り、投票するまでの時間も決して長いものではない。株主総会日の2週間～3週間前に招集通知は発送されるので、投資先が少なければ議案の検討期間が短いということにはならないが、多くの銘柄を保有している場合には、やはり十分な期間と言えるか疑問である。特に保有株式を信託している機関投資家の場合には、検討期間の問題は深刻だ。これらの機関投資家の保有株式は信託会社名義で保管されているので、招集通知などは名義人である信託会社に送付され、そこからさらに転送されるために時間のロスが生じる。さらに、投資家は信託会社への議決権行使指図を行なうことになるのだが、この指図は株主総会よりも4営業日から6営業日前に行なわなければならない。こうした事情があり、機関投資家を実質的に議案精査に費やすことのできる時間はきわめて短い。こうした問題には、以前から対策がとられており、東京証券取引所では議決権電子行使プラットフォームを設けて機関投資家の利用に供しているが、参加会社は2010年9月1日現在で371社にとどまり⁴、未だに議決権行使における不便が解消されたとは言えない状況が続いている。

このように、株主の参加を阻害する要因は今も残されている。選挙においては、有権者に選挙権行使を呼びかけ、より多くの投票を募ろうとするが、株主総会では株主

³ <http://www.tse.or.jp/listing/sokai/shuchu/b7gje600000059q3-att/b7gje60000007s5o.pdf>

⁴ <http://www.tse.or.jp/listing/platform/index.html>

の意思を正確に測定するために議決権行使を容易ならしめるような制度改革が十分に行なわれているといえるか、疑問が無いではない。

すでに売却した元株主が決議に参加できる

empty voting は、今のところ大きな問題になっていないが、総会日から3か月前の基準日株主に議決権を行使させていることは見直しを検討する余地があるかもしれない。基準日株主が議決権を行使するのは、基準日現在の剰余金処分をその時点の株主が決めるべきであるという考え方に基づく様である。しかし、基準日後に株式を売却した場合には、過大な剰余金配当を要求する可能性もあり、そのような資金流出が実現すれば会社の経営に支障も生じかねない。例えば、低額配当の会社側提案と高額配当を求める株主提案が議案となっている場合に、基準日後に株式を売却した株主は、高額配当が会社経営を危険にさらすほどのものであったとしても、そちらに賛成するようになるう。

議決権行使コンサルタントは日本でも活動しているが、日本の投資家に対してどの程度影響力を持っているかはわかりにくい。しかし、日本株に投資している海外の投資家の多くは、議決権行使コンサルタントを活用しているようであり、軽視できない票数を左右していると思われる。会社側の関心は高く、自社の総会議案についてコンサルタントが反対投票を推奨している場合には、個別に投資家に対して追加的な説明を行ったり、時には反論文を公表することもある。

今年から株主総会の投票結果の詳細を臨時報告書に記載するようになったし、投資信託や投資顧問の議決権行使状況も集計結果が公表されるようになった。これを契機に投資家の議決権行使の適正化に対する関心が高まれば、影響力のある助言を行なう議決権行使コンサルタントの業務の適正確保のあり方にも注目が集まるかもしれない。

以上の通り、米国における制度改革の必要性と日本の現状を考慮すれば、現在の米国における検討をそのまま日本の問題として考えるべきではないだろう。しかし、株主の意思を正確に把握するための仕組みづくりについては、米国における問題意識を参考に改善を検討できるところもある。米国のガバナンス改革の行方を注意して見守りたい。