

2015年6月9日 全5頁

2倍議決権は特効薬か？

懸念を呼ぶ「株主の権利指令」改正

ロンドンリサーチセンター
研究員 沼知 聡子

[要約]

- コーポレート・ガバナンスの改善を目指し、欧州では株主の権利指令の改正が議論されている。なかでも欧州委員会の改正案に対し、欧州議会が株式の長期保有を奨励する目的で追加した、2倍議決権の付与が物議を醸している。
- 金融危機の一因となった短期主義を排除し、企業の長期的なパフォーマンスに資することが期待されてはいるものの、一株一議決権の原則からの乖離に機関投資家からは懸念の声が強い。一律の法規制という特効薬を求めるのではなく、時間をかけて企業・投資家間の信頼関係を再構築していくことが長期的な投資行動への変革につながるのではないだろうか。

株主の権利指令改正案の概要

欧州委員会は2014年4月9日、欧州上場企業におけるコーポレート・ガバナンスの向上を目指して、株主の権利指令改正案¹を採択した。改正案採択に至った背景には金融危機に対する反省がある。欧州委員会は、経営陣による過度の短期リスクテイクを株主が往々にして看過していたことが金融危機の際に明らかとなったと指摘した。さらに、これら株主が企業の長期的なパフォーマンスよりも（短期的な）株価の動きを重視しがちであり、その結果として機関投資家の最終的な受益者は最善のリターンを得ることができないうえ、企業は短期的なプレッシャーにさらされているとした。そして、このような一面的なアプローチを変えるためには、健全なコーポレート・ガバナンスが必要であると強調している。株主のより積極的な関与を促し、企業経営陣の責務を監督し、企業の長期的な利益を念頭に置いた行動をとらせるため、改正案の主眼は企業に対する株主の権利を行使しやすく、また必要に応じて強化することに置かれた。

また、欧州委員会はここ数年顕著となった欧州上場企業におけるコーポレート・ガバナンス

¹ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2014:213:FIN> なお、2007年6月に採択された株主の権利指令（Directive 2007/36/EC of European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies）は、欧州上場企業を対象に株主の権利を強化、また国境を越えた議決権の行使に関するルールを定めるものである。

の不備は、企業とその経営陣、株主（特に機関投資家とそのアセットマネジャー）、議決権行使助言会社（Proxy Adviser）といった異なる主体にそれぞれ関連するものと指摘。改善すべき事項として、具体的には次の5点を挙げている。すなわち、①株主のエンゲージメント²不足、②企業役員の報酬とパフォーマンスの関連性の低さ、③関連当事者との取引に対する株主の監督不足、④議決権行使助言会社が提供する助言を巡る透明性、⑤株主の権利行使における困難性であり、これらが株主の権利指令改正の主要目的となっている（下表参照）。

図表 1 欧州委員会による改正案の主な内容

改善すべき点	主体	改正案の主な内容
エンゲージメントの不足	機関投資家およびそのアセットマネジャー	<ul style="list-style-type: none"> 投資先企業との関わり方、他の株主との協力、議決権行使助言会社の利用、企業のパフォーマンスの監督などを規定するエンゲージメント方針を策定、公開 同方針は「遵守か説明か」がベースとなり、策定しない場合にはその理由説明が必要となる
役員報酬とパフォーマンスの関連性	企業	<ul style="list-style-type: none"> 役員報酬に関する方針を作成、株主に賛否を問う 同方針は3年毎に見直し、それに従った報酬を支払う 報酬付与の明確な基準や、報酬の上限を同方針で設定 役員平均報酬と従業員の平均報酬の比率を同方針で設定 福利厚生を含めた包括的な役員報酬報告書を作成、株主に賛否を問う 同報告書には、報酬が企業の長期的なパフォーマンスにどのように関連するかなど特定の情報を明記
関連当事者との取引	企業	<ul style="list-style-type: none"> 取引額が資産の5%を超す（あるいは利益や売上高に著しい影響を与える可能性のある）関連当事者との取引実施にあたり、株主の承認を必要とする 取引額が資産の1%～5%の関連当事者との取引は終了時に公示、株主の観点からの公正・妥当性を第三者機関が評価・発表
議決権行使助言会社の助言	議決権行使助言会社	<ul style="list-style-type: none"> 議決権行使助言の正確性・信頼性を保証する措置を導入 主な情報源や方法論など助言作成に関わる主要情報の公開 助言作成に影響を与える可能性のある潜在的利益相反の回避・軽減に向けた措置を当該企業や顧客に告知
株主の権利行使	証券会社など仲介機関 (注)	<ul style="list-style-type: none"> 企業の要請に応じ、遅滞なく株主の氏名や連絡先を伝えられるよう、株主の情報を把握 総会への参加や投票といった株主の権利行使を促進

(注) EU 上場企業株式の約 44%は外国人株主が所有しているうえ、複数の仲介機関が株主と企業の間介在することも多く、企業からの情報が株主に伝わらない、株主の議決権行使に関する仲介機関への指示が確実に遂行されないなどの可能性が高くなり、株主の権利行使が困難な場合がある。このため、仲介機関が株主を特定し確実に企業からの情報を伝達することが求められる。

(出所) 欧州委員会発表資料より大和総研作成

コーポレート・ガバナンスを向上させ、短期主義を排除し、企業の長期的な持続可能性に資するという指令案の目的は評価されるべきだろう。しかし、コーポレート・ガバナンスの中心に株主を置く既存の枠組みでは、企業は是が非でも株主価値を最大化する方向に流されざるを

² 改正案では「株主が単独、あるいは他の株主と協力して投資先企業の監督を行うこと、たとえばその戦略やパフォーマンス、リスクや資本構成、コーポレート・ガバナンスなどについて監督すること、またこれらについて企業との対話や株主総会での議決に参加すること」と定義している。

得ないのが実情となろう。加盟国の中にはドイツをはじめ株主に限らず従業員など、より広範な利害関係者（stakeholder）をコーポレート・ガバナンスに関与させる、より包容的な制度を既に採用している国もある。この点では指令案は意欲的な規制とはいえ、大きな関心を集めていたとは言い難い。

欧州議会による修正案

しかしながら、欧州議会で指令案の審議が始まり、修正案の方向性が明らかになるにつれ、徐々に注目され出した（2015年5月7日に欧州議会の法務委員会が13対10の僅差で修正案を支持、6月9日の本会議での議論を経て翌日に同修正案の議決が予定されている）。株主以外の利害関係者（特に従業員）にも役員報酬に関する方針に対し意見を述べる機会を与えることや、企業の税負担に関する透明性を向上させるための施策³などが修正案で新たに盛り込まれたが、最も物議を醸しているのは修正案で追加された長期株主優待制度である。これは、株式の長期保有奨励を目的として、長期株主に対し①2倍議決権を付与（1株に対し2議決権）、②税制上の優遇措置、③ロイヤルティ配当あるいはロイヤルティ株式のいずれかの付与を規定するものである。長期保有の期間は加盟国の裁量事項となるが、少なくとも2年以上でなければならないという。この2倍議決権付与に対して懸念を示す論調が目立つ。

なお、欧州議会の修正案に先駆け、フランスおよびイタリアでも同様に長期保有株主に対する2倍議決権の付与に関する法規制が2014年に導入され、機関投資家が反対キャンペーンを起こすなど波紋を呼んでいる。フランスでは通称フロランジュ法（Loi Florange）⁴により株主名簿に2年以上登録されている株主に対し、2倍議決権が自動付与されることになった。同法以前は定款に規定がある場合にのみ付与が認められており、自動付与の回避には定款の改正が必要である⁵。一方、イタリアでは議決権付与は自動ではなく株主の承認が必要となる。短期的な利益追求に走った投機的な投資行動に金融危機の一因を求め、投資家に長期株式保有を奨励、株主のロイヤルティに対する報酬として2倍議決権を付与することは一理あるように思えるが、問題視されるのはなぜだろうか。欧州企業の多くは種類株式を活用しており、多議決権株式自体は珍しいものではない。ただ、今回の修正案では、同じ種類の株式が保有期間に応じて議決権数に変動することになるため、議論を呼んでいる向きもあろう。

³ 大企業や政府が直接・間接的に所有権や資本参加、規則の制定などに影響力を持つ公企業（public undertaking）は、税引前損益や課税額、公的補助金の受領額について国別にその情報の公表を求められる。

⁴ 2014年2月に可決。フランス北東部のフロランジュで鉄鋼大手アルセロール・ミタルの製鉄所閉鎖を巡りオランダ大統領（当時は候補者）が工場等の閉鎖回避を目指し、雇用主にその売却を義務付けるような法律制定を約束したことにちなむ。短期主義を抑制、実体経済の回復を目指し労働法典や商法典などを改正する。

⁵ 自動付与の条件となる株式保有期間の開始時点は2014年4月3日から、自動付与回避の定款改正は2016年4月までに行う必要がある。

2 倍議決権株式を巡る議論

さらに、国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク⁶は、修正案による長期株主優待制度に対し、少数株主や企業の長期パフォーマンスにむしろ悪影響を与える可能性があるとし、(株式の) 2層構造の導入に対し警告を発している。1株1議決権の原則からの乖離により、特定の株主に持分に対し不均衡な権力を与える場合には、その事実を公開、理由を明示すべきとしている。さらに、長期的な投資行動を奨励する特効薬は存在せず、時間をかけて企業と投資家間の信頼を相互に高めていくしかないと指摘した。2倍議決権ではなく、英国や日本で導入されたようなスチュワードシップ・コードの策定への注力を提起している。

長期投資家への2倍議決権の付与は、主要株主の利益を守ることを意味し、投資先企業とのなれ合い、ガバナンスの弱体化につながると機関投資家や議決権行使助言会社は懸念している。主要株主の企業に対する支配力が不相応に強くなり、2倍議決権がなければ否決されていたであろう決議案が通されてしまう危険性もある。株式保有期間に応じて議決権を付与していても、純粋に長期保有に対する優待を意味する企業は少数派であり、主要株主の企業に対する支配強化メカニズムと併存している場合が往々にしてあるという調査もある。このようなケースでは経営陣の責任を問う、あるいは過度な報酬など内部者に利益をもたらす措置への反対といった少数株主の力は一層弱められてしまうのではないだろうか。また、多くの国内企業株式を政府が所有するフランスなどでは、政府による保護主義的な干渉が強まる恐れも指摘されている。4月末に行われたルノーの株主総会にて2倍議決権の自動付与回避を目的とした決議が否決され、フランス政府の議決権比率が向上、ルノー・日産の資本提携バランスが崩れることを懸念する報道が記憶に新しい。2016年4月の自動付与開始までに定款改正がなされなければ、以降は政府の保有株が3分の1であっても(議決権の3分の2を要するため)定款改正決議の否決が可能となってしまう。否決が多数株主の意向であれば支障はないが、3分の1の反対で3分の2の意向が実現しないという不都合が生じることになる。

1990年代以降に続いて起こった企業不祥事を契機に、コーポレート・ガバナンスの強化が志向されるにつれ、機関投資家の間では次第に一株一議決権の原則が重視されるようになってきた。しかし、伝統的に特定の主要株主に対し企業への支配強化メカニズムを許容してきた欧州の企業風土にはこの原則が浸透したとは言い難い。2007年6月に欧州委員会が発表した調査報告書⁷では、「一株一議決権原則からの乖離と欧州上場企業のパフォーマンスやガバナンスの因果関係を示す決定的な証拠はない」とすら結論づけている。さらにフランスやイタリア、EUの例をみると、むしろこの原則から揺れ戻しの時期が到来しているかのようにもみえる。企業の長期的な価値創造には長期投資家の存在は欠かせない。ただし、投資家の行動変革を一律の法規制に求めるのは安易に過ぎるだろう。

⁶ 機関投資家を中心としたコーポレート・ガバナンス従事者の世界的な組織であり、効果的なコーポレート・ガバナンスの推進を目指す。

⁷ European Commission (2007), "Report on the Proportionality Principle in the European Union"
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf

欧州議会の発表によれば、第一読会での改正指令案可決を目指しているといい、改正案が発効するのは 2015 年後半、あるいは 2016 年初とみられている。なお改正指令が加盟国の国内法に移管されるには発効後 18 カ月となる。ただし、2 倍議決権という政治的にセンシティブな争点を含み、法務委員会の支持が僅差だったことを考慮すると、さらなる論争が予想される。今後の動向が注目される。