

2016年1月12日 全4頁

# 株主総会議決権行使結果の先取り公表

## 2016年からCalPERSが株主総会前に議決権行使結果を公表する

金融調査部 主任研究員  
鈴木裕

### [要約]

- CalPERSが、2016年から投資先企業の株主総会議案に対する賛否を、株主総会前に公表する方針を明らかにした。
- 他の投資家にCalPERSの議決権行使に関する情報を提供することで、CalPERSと同様の賛否判断を促そうとする目的である。
- 機関投資家の中には、議決権行使にコストを費やすことを嫌うものもあり、こうした機関投資家には、有用な情報となる可能性がある。

### CalPERSが議決権行使結果を株主総会前に公表する方針を明らかに

カリフォルニア州職員退職制度 CalPERS (The California Public Employees' Retirement System) は、投資先企業の経営に積極的な発言をする、いわゆる「もの言う株主」の代表格として知られている。1932年にカリフォルニア州職員のために設立された年金基金で、2016年1月6日時点の資産額は約2,847億ドル(約41兆円)<sup>1</sup>で米国最大規模の機関投資家だ。世界の多くの企業に投資を広げ、投資家として企業との対話にも取り組んでいる。

投資先企業の株主総会議案に対する議決権行使にも積極的であり、行使方針や行使結果の開示も行っている。CalPERSの議決権行使方針は、資産保有者(アセットオーナー)としての機関投資家だけでなく、資産運用を受託する運用会社にとっても大いに参考にされているようである。IRなどのためにわが国の企業が米国の機関投資家の動向を探る際には、CalPERSが公表する議決権行使結果を一つの材料としている。

議決権行使に関するCalPERSの動向は、これまでも関心の的であったが、今後一層目を引くようになるかもしれない。2015年12月にCalPERSは、2016年から投資先企業の株主総会にお

<sup>1</sup> “CalPERS Investment Fund Values” (2016年1月8日閲覧)

<https://www.calpers.ca.gov/page/investments/asset-classes/asset-allocation-performance/investment-fund-values>

ける議決権行使結果を、総会以前に明らかにすると表明した<sup>2</sup>。投資先企業各社の議案をCalPERSが精査して賛否を決定した後に、投資先企業に投票を行うのであるが、株主総会前にその賛否をウェブサイト上で公表するということである。すでに米国企業大手 300 社については、こうした事前の公表を行ってきたが、今後は投資先企業およそ 10,000 社の株主総会議案に関する議決権行使結果を株主総会前に公表する。

株主総会前に公表する狙いは、他の投資家に CalPERS の議決権行使結果を周知させることによって、それぞれの投資家の賛否検討に新たな判断材料を加えることにある。最大手の「もの言う投資家」の議決権行使結果が株主総会前にわかれば、それに合わせた議決権行使が増加するかもしれない。結果的に CalPERS の賛否を増幅させる効果が期待できるということである。

議決権行使に多くのコストを費やしたくない投資家にとっては、CalPERS の議決権行使情報入手できれば、最も議決権行使に積極的な機関投資家の行動を、コスト負担なしに真似ることができるようになる。そうなることが、CalPERS の狙いだ。今後、CalPERS の議決権行使と同様の方向に少なからぬ票数が動くようになるかもしれない。

## 機関投資家が議決権行使に取り組む理由

米国や欧州の年金基金などの機関投資家は、グローバルな分散投資をしようとするれば、日本の株式を投資対象に入れようとするのが普通である。CalPERS の株式ポートフォリオに占める日本株の比率は、9.9%であり、英国の 6.9%を上回り、米国の 50.2%に次いで多い<sup>3</sup>。

機関投資家の議決権行使は、投資収益を引き上げる目的で行われる。議決権行使は長期的なリターンを最大化するための手段であり、株主総会議案の内容が株式の価値に影響を及ぼし得るか、どのような影響を生じるかを検討したうえで賛否が決定される。とはいえ、株主総会議案は、定型的なものが非常に多いので、事前に判断基準を定めており、それに照らし合わせることで、賛否の判断は下される。

多くの機関投資家は、投資先企業が買収防衛策を設けることに反対している。これは、敵対的な買収を極めて難しくしてしまうと、新たな経営プランを持った買収者がその企業への投資を見送るようになるため、経営の変革が遅れてしまうことを恐れるからだ。同じように、例えば CEO と取締役会議長 (chairman) が同一人物であるべきではないという見解は、CEO と議長が同一であると経営への批判的意見が封じ込められ、適正な経営判断が阻害されるという懸念に立脚している。こうした判断基準を機関投資家の多くが共有している場合には、その同一の方向に票の賛否が動くことになろう。

議決権行使について多くのコストを費やしたくない機関投資家は多いはずだ。株主総会議案

<sup>2</sup> “CalPERS Expands Proxy Voting Information Available on its Website” (December 21, 2015)  
<https://www.calpers.ca.gov/page/newsroom/calpers-news/2015/proxy-voting-information>

<sup>3</sup> CalPERS “Corporate Engagement Enhanced Focus List Program Strategy Update” (September 15, 2015)  
<https://www.calpers.ca.gov/docs/board-agendas/201509/invest/item07a-01.pdf>

を精査して賛否を検討したとしても、ほぼすべての会社側提案が可決されるのだから、賛否の判断にコストを費やす利益は無いようにも思える。しかし、議決権行使の適正化を求める声は、世界的に高まりを見せている。機関投資家のチェックの目を経営の監視に役立てようとする目的だ。わが国においても、スチュワードシップ・コードの策定により議決権を適正に行使し、その状況を説明する必要が出てきた。今回の CalPERS の事前公表の方針は、こうした議決権行使に消極的な機関投資家には朗報であろう。適正な議決権行使のモデルが、無料で手に入れられるようになる。

図表は、CalPERS の日本株式への投資残高が多いもの 10 社への 2015 年株主総会における、CalPERS の議決権行使結果である。少なからぬ議案に反対票を投じていることがわかる。機関投資家の中には、CalPERS よりも厳しい議決権行使基準を持つ者もいれば、あまり反対票が出ないような基準を持つ者もいる。今後、CalPERS の議決権行使結果が総会前にわかるようになるため、議決権の適正行使の外観を作ろうとする際に、参考とされるかもしれない。結果的に、議決権行使の多様性が減じ、2016 年株主総会からは、CalPERS の議決権行使と同様の投票が増える可能性がある様に思える。

図表 CalPERS による日本企業の株主総会における議決権行使例（2015 年）

社名	2014 年 6 月末時点の保有株式額（\$1=¥120 換算した場合の時価）	
	株主総会議案	賛否
トヨタ自動車	4 億 7030 万 6623 ドル（約 564 億円）	
	1 剰余金の処分	賛成
	2 取締役 12 名選任	賛成
	3 監査役 4 名選任	3 名に反対
	4 補欠監査役 1 名選任	賛成
	5 取締役賞与支給	賛成
	6 定款一部変更（責任限定契約等）	賛成
三菱 UFJFG	3 億 766 万 625 ドル（約 369 億円）	
	1 剰余金処分	賛成
	2 定款一部変更（指名委員会等設置会社移行等）	賛成
	3 取締役 17 名選任	賛成
ソフトバンク	2 億 1152 万 6405 ドル（約 254 億円）	
	1 剰余金の処分	賛成
	2 定款一部変更（責任限定契約等）	賛成
	3 取締役 9 名選任	賛成
三井住友 FG	4 監査役 2 名選任	
	2 名に反対	
	1 億 9886 万 2851 ドル（約 239 億円）	
	1 剰余金の処分	賛成
	2 定款一部変更（責任限定契約等）	賛成
本田技研	3 取締役 10 名選任	
	賛成	
	4 監査役 1 名選任	
	賛成	
本田技研	5 取締役の報酬等の額改定	
	賛成	
本田技研	1 億 8794 万 3237 ドル（約 226 億円）	

	1 剰余金の配当	賛成
	2 取締役 14 名選任	賛成
	3 監査役 2 名選任	賛成
みずほ FG	1 億 5671 万 8078 ドル (約 188 億円)	
	1 取締役 13 名選任	賛成
	2~11 (株主提案)	株主総会議事録の開示に関する定款変更(8号議案)に賛成 他は反対
キャノン	1 億 4352 万 5354 ドル (約 172 億円)	
	1 剰余金の配当	賛成
	2 定款一部変更(電子公告)	賛成
	3 取締役 17 名選任	賛成
	4 監査役 2 名選任	賛成
	5 取締役賞与支給	賛成
KDDI	1 億 2966 万 1105 ドル (約 156 億円)	
	1 剰余金の処分	賛成
	2 定款一部変更	賛成
	3 取締役 13 名選任	賛成
	4 取締役、執行役員及び理事に対する業績連動型株式報酬制度の導入	賛成
	5 KDDI 財団の活動支援を目的とした、有利発行による自己株式の処分等	賛成
日立製作所	1 億 2552 万 8411 ドル (約 151 億円)	
	1 定款一部変更(責任限定契約等)	賛成
	2 取締役 12 名選任	3 名に反対
アステラス製薬	1 億 1872 万 1180 ドル (約 142 億円)	
	1 剰余金の処分	賛成
	2 取締役 7 名選任	賛成
	3 監査役 1 名選任	賛成
	4 取締役賞与支給	賛成
	5 取締役に対する株式報酬制度による報酬支給	賛成

(出所)2014 年 6 月末時点の株式保有額は“2013-14 Annual Investment Report”、2015 年株主総会の議決権行使結果は“Global Proxy Voting Decisions” および各社株主総会招集通知