

2016年3月11日 全4頁

議決権行使助言業者と上場会社との対話

議決権行使助言業者は、「聴く耳」を持つか？

金融調査部 主任研究員
鈴木裕

[要約]

- 米国 NASDAQ が上場会社と議決権行使助言業者との関係の現状を調査した結果、上場会社側には、議決権行使助言業者に対する不信感があるようにみえることがわかった。
- わが国の上場会社も議決権行使助言業者の推奨内容に関心を示しており、議決権行使助言業者との対話は行われている。

上場会社は議決権行使助言業者と対話できているか？

米国 NASDAQ と米国商工会議所は、議決権行使助言業者と上場会社の対話の状況に関する共同調査を行い、2015年11月に結果を公表した¹（以下、「NASDAQ 調査」）。NASDAQ 調査は、大手の議決権行使助言業者である ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) とグラスルイス (Glass Lewis & Co., LLC) が議決権行使の賛否推奨レポートを作成する間に、上場会社とどのようなやり取りをしているかを明らかにする目的で、2015年5月から8月にかけて実施され、155社から回答を得たという。この調査結果を見る限りは、議決権行使助言業者が、上場会社の個別的な事情を注意深く斟酌して、株主総会議案に関する賛否推奨を行っているかは、疑わしくも感じられる。

NASDAQ 調査により、いくつか興味深い事実が浮かび上がっている。

- 回答会社の 84%は、議決権行使助言業者の賛否推奨レポートの正確性や古い情報に依拠していないかをチェックしている。
- 議決権行使助言業者が注意深く調査し、助言事項に関連するすべての情報を考慮に入れていると考えているのは、回答会社の 25%であった。

¹ NASDAQ “Public Company Experience During the Current Proxy Season” (November 30, 2015)
<http://www.business.nasdaq.com/marketinsite/2015/Public-Company-Experience-During-the-Current-Proxy-Season.html>
<http://www.centerforcapitalmarkets.com/wp-content/uploads/2013/08/2015-Proxy-Season-Survey-Summary.pdf>

- 賛否推奨の判断に使われた情報が不正確か古い場合に、そのことを議決権行使助言業者に通知したのは、回答会社の 53%であった。
- 回答会社の 47%が、賛否推奨の判断に資する情報の提供を申し出て、53%が情報提供を許された。しかし、こうした情報提供が、最終的な賛否推奨レポートに、何らかの影響を与えたと考えているのは、38%にとどまった。
- 情報提供のために許された時間的猶予は、多くの場合 24 時間から 48 時間であった。
- 回答のための時間的猶予が不十分だと考える会社のうち 26%が、その不満を議決権行使助言業者や機関投資家に訴えた。
- 回答会社の 38%が、議決権行使助言業者とのミーティングを要求し、そのうち 60%は実現した。
- 回答会社の 20%が、賛否推奨レポートの事前閲覧 (preview) を要求し、そのうち 48%が事前閲覧を認められた。

NASDAQ 調査からは、上場会社側が議決権行使助言業者に不信感を抱いているようにみえる。議決権行使助言業者は、必ずしも最新の情報に基づいて賛否推奨をしているわけではないと考える上場会社が少なくない。また、賛否推奨の判断材料を上場会社側が提供しても十分に斟酌されているとは、上場会社は考えていないようにもみえる。議決権行使助言業者と上場会社間の対話が実りあるものとなっているかは疑わしく思える。

議決権行使助言業者とは？

議決権行使助言業者は、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。

議決権行使助言業の歴史はさほど古いものではない。1980 年代の米国では、敵対的な買収が盛んになるとともに、敵対的買収を困難にするための防衛策導入も進んだ。買収防衛策は、経営の効率化や株式の高値売却の機会を失わせかねず、株主利益に反するとの見方が強かった。年金基金が保有する株式の議決権は、経営者の保身のためではなく年金制度加入者の利益のみに配慮して行使するべきと考えられるようになり、1988 年に年金基金資産に帰属する株式の議決権は、受託者責任によって適正に処理されるべき権利であるとの米国労働省の見解が表明された。これは、エイボンレターと呼ばれている。

投資信託についても、エンロン事件後に議決権行使の適正化が推進され、米国 SEC は、2003 年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を制定し、投信会社に投資信託組入株式に関する議決権行使の方針や状況を投資信託の購入者に向けて開示することを義務付けた。機関投資家が投資先会社に適正なチェックを効かせることが、会社を規律づけるだろうとの考えから、会社と機関投資家の対話を可視化するために、株主総会議案への議決権行使

結果を開示させたわけである。グラスルイスの創業はこのころである。

大手の機関投資家であっても、世界中の投資先会社の株主総会議案を読みこなして適正に賛否を決し、議決権行使に結び付けるのは容易ではない。しかし、投資先会社に対する議決権は、受託者である機関投資家が年金制度加入者や投資信託の購入者から預かった資金で購入した株式に付随するものであるから、適正に行使すべきである。そこで、機関投資家に対して議決権行使の助言を行い、対価を得ることがビジネスとなり得るのである。

議決権行使助言業者の影響力が小さいのであれば、上場会社が興味を持つこともないだろう。助言業者が、実際にどのくらいの票を動かしているかは、興味を引くところだ。2011年の米国における研究によれば、ISSが25%程度、グラスルイスが5%程度の票の行方を左右しているのではないかとの示唆がある²が、影響力はそれほど大きくはないという調査もあり、数量的に明確化することは難しいようである。日本でも、社外取締役を一人も選任していない会社の経営トップへの反対票が増えており、これは議決権行使助言業者の推奨の影響であると考えられる。過去には、議決権行使助言業者の推奨が会社側提案議案の否決をもたらしたと考えられる事例もある（図表1）。授權資本枠の拡大は、支配権の変動を伴う新株発行を可能にする恐れがあることから、一種の買収防衛策であるとの批判があったため、反対されることが多かった。この表に記した他にも2007年の東京鋼鉄や2008年のアデランスHDなどで会社側提案議案が否決された例があるが、支配的な株主と経営陣の対立という構図だ。議決権行使助言業者の推奨を参考にする可能性がある機関投資家からの反対票が集積した結果の否決というわけではない。否決事例において議決権行使助言業者の推奨に従った議決権がどの程度の数量であったかは明確ではない。しかし、議決権行使助言業者の判断と同一の方向に多くの票が動いているように見えることは否定できないのであり、否決事例の背後に議決権行使助言業者の反対投票推奨があるという推測は可能だろう。

図表1 わが国上場会社の会社提案議案否決事例

| | | |
|-------|----------|-----------------------------|
| 2005年 | ファナック | 定款変更: 授權資本枠の拡大 |
| 2005年 | 横河電機 | 定款変更: 授權資本枠の拡大 |
| 2005年 | 東京エレクトロン | 定款変更: 授權資本枠の拡大 |
| 2006年 | 任天堂 | 定款変更: 配当決定権限を取締役に委譲 |
| 2006年 | アーク | 定款変更: 取締役・監査役の賠償責任限度の設定 |
| 2006年 | 日本アジア投資 | 定款変更: 配当決定権限を取締役に委譲 |
| 2007年 | 富士フイルムHD | 定款変更: 授權資本枠の拡大 |
| 2009年 | アルプス電気 | 定款変更: 株主の権利行使に関して株式取扱規程に定める |
| 2011年 | ニフコ | (補欠) 監査役選任 |
| 2014年 | カプコン | 買収防衛策継続 |

(出所) 報道および各社公表資料より大和総研作成

² “Say on Pay 2011: Proxy Advisors On Course for Hegemony” New York Law Journal (November 28, 2011) http://www.lw.com/upload/pubContent/_pdf/pub4467_1.pdf

議決権行使助言業者とわが国上場会社との対話

こうした影響力があるように見えることから、わが国の上場会社の中には、株主総会に先立って議決権行使助言業者の助言方針を探ることもあれば、あらかじめ助言業者に議案内容を説明するなどの取り組みをすところもある。議決権行使助言業者が、会社提案議案に反対投票を推奨したり、株主提案議案に賛成投票を推奨したりしていることが判明した場合には、それに反論を行うこともある。

また、議決権行使助言業者が会社提案に賛成していることを、会社側から文書をリリースして株主に知らせようとする場合もある。これは、株主提案が出ているときに、議決権行使助言業者が株主提案に反対投票を推奨、会社提案に賛成投票を推奨した場合に見られる。議決権行使助言業者と上場会社との対話は、わが国でも行われているということだろう。

図表 2 議決権行使助言業者の賛否推奨に対する会社側の意見表明事例

| 社名 | 上場会社からの説明内容 |
|---------------------|--|
| 黒田電気 ³ | ISS が株主提案議案(取締役選任)に賛成投票を推奨していることに対する反論 |
| 大塚家具 ⁴ | グラスルイスが会社提案議案に賛成投票を推奨し、株主提案議案に反対投票を推奨している旨の説明 |
| トヨタ自動車 ⁵ | ISS が会社提案議案(種類株の発行に関する定款変更等)に反対投票を推奨していることに関する説明 |

(出所)各社公表資料より大和総研作成

³黒田電気株式会社「ISS レポートに対する当社の見解について」(平成 27 年 8 月 7 日)

<https://www.kuroda-electric.co.jp/asset/5248/view>

⁴株式会社大塚家具「第 44 回定時株主総会におけるグラスルイス社 (Glass Lewis & Co., Ltd.) による会社側役員選任議案への賛成推奨および株主提案議案への反対推奨について」(平成 27 年 3 月 16 日)

<http://www.idc-otsuka.jp/company/ir/tanshin/h-27/h27-3-16-01.pdf>

⁵トヨタ自動車株式会社「第 111 回定時株主総会 第 7 号議案に関する補足説明」(2015 年 5 月 30 日)

https://www.toyota.co.jp/jpn/investors/stock/pdf/supplemental_information.pdf