

2017年6月20日 全5頁

議決権行使助言業者への会社側からの反論

機関投資家の自律ある賛否判断を期待する上場会社側の焦燥

政策調査部 主任研究員
鈴木裕

[要約]

- 3月決算会社の定時株主総会が集中する6月下旬を控えて、いくつかの上場会社が株主総会議案に関する追加説明を行っている。
- 上場会社の株主総会議案に関して、賛否の推奨を行う議決権行使助言業者の判断に対して反論を行うものである。
- 判断基準の適否を問題にする場合や、事実関係の認識の誤りを指摘する場合がある。
- 反対投票を推奨されても反論しない会社の方がはるかに多いと思われる。
- 今年は機関投資家向けの行動原則である日本版ステュワードシップ・コードが改訂され、機関投資家の議決権行使における議決権行使助言業者の影響力が高まる可能性がある。

株主総会を前に緊張感が漂う

3月決算会社の定時株主総会が集中する6月下旬となった。

株主総会に会社側が提出する議案のほとんどは可決され、株主提案のほとんどは否決されるのが通例だが、会社側としては会社側提案に対する反対票を少なくして、株主に信頼される企業という外観を示したいところだろう。そのため、会社側提案への反対を推奨したり、株主提案への賛成を推奨したりされることがあれば、会社側が反論を出すことも検討しなければならないことがある。

機関投資家に向けて上場会社の株主総会議案に関して賛否を推奨する議決権行使助言業者に対する会社側からの反論が、6月総会会社で既に10社以上確認できる。こうした反論は、議決権行使助言業者による会社側提案議案への反対推奨を覆すためだけでなく、実際に株主総会で議決権を行使する機関投資家に対して、議決権行使助言業者の判断の誤りを指摘して、賛否推奨への懐疑を持たせる目的もあわせているようである。

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、投資先企業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最大手は、ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) で、もう一つの大業者であるグラスルイス (Glass, Lewis & Co., LLC) とともに、この業界を二分している。

議決権行使助言業の歴史はさほど古いものではない。

現在の最大手業者である ISS は、1980 年代に設立されている。当時の米国では、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。企業の年金基金が保有する株式の議決権は、その企業の経営者の保身のためではなく年金制度加入者の利益にのみ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。こうした問題への解決策が模索されていた 1985 年に ISS は創業された。また、エンロン事件後の 2003 年に機関投資家の経営監視を可視化するために SEC (米国証券取引委員会) が規則を制定し、投資信託の議決権行使結果開示が定められたのだが、グラスルイスの創業はこのころである。

会社側からの反論事例

これまでのところ、6 月総会の会社のうち議決権行使助言業者への反論を出していることがわかるのは、図表に掲げた 12 社だ。決算日が異なる会社では、12 月決算 3 月総会の DMG 森精機株式会社などが反論を出している。また、図表には含めていないが、公表資料の中で特に議決権行使助言業者の賛否推奨に関する言及をせず、議案に関して追加説明を行う会社も散見される。これらの中には、議決権行使助言業者が争点としている議案に関するものが少なくない。実際には、議決権行使助言業者の賛否推奨を意識した公表文であろうと思われる。

議決権行使助言業者は、典型的な議案については、あらかじめ賛否判断基準を策定し、これに事実を当てはめることで賛否を決定している。そこで、議決権行使助言業者の推奨に反論する場合には、判断基準の合理性に関する疑いを指摘するか、事実認定の誤りを指摘することが考えられる。

判断基準の合理性を問題にする場合には、議決権行使助言業者の判断基準が、日本の実情や常識からはかけ離れていることを主張することになる。もっとも、このような反論を受けたとしても、議決権行使助言業者は、判断基準自体の不合理性は認めないので、賛否推奨判断の見直しを行うことにはならないであろう。しかし、判断基準の不合理性を指摘することで、議決権行使助言業者の推奨レポートを利用する機関投資家の判断に影響を与えて、賛否を覆す可能

性はある。

一方、事実認定の誤りを指摘する場合には、議決権行使助言業者自身の判断を覆すことができることもあるようだ。議決権行使助言業者は、非常に多くの会社の株主総会議案を短期間で判断しなければならないので、事実認定に誤りが生じる可能性もある。そこで、事実関係の誤りを指摘し、議決権行使助言業者の判断基準に真実を当てはめてみれば、賛成が推奨されるはずだという指摘は効果を持つだろう。

図表：2017年6月総会における議決権行使助言業者への反論事例

日付	社名	公表資料表題
6月2日	株式会社第一興商	第42回定時株主総会、第3号議案に関する補足について
6月2日	野村ホールディングス株式会社	ISSレポートに対する当社の見解について
6月8日	川崎汽船株式会社	第149期定時株主総会上程議案(第2号議案 取締役9名選任の件)に関するISS社の反対推奨に対する当社の見解
6月8日	新日鐵住金株式会社	当社の第93回定時株主総会の議案に関する補足説明について
6月9日	新明和工業株式会社	第93期株主総会第3号議案に関する補足
6月9日	株式会社キッツ	第103回定時株主総会、第3号議案に関する補足について
6月9日	株式会社池田泉州ホールディングス	当社第8期定時株主総会 第4号議案に関する補足説明について
6月12日	上村工業株式会社	当社第89期定時株主総会の議案に関する補足説明について
6月13日	日本コロムビア株式会社	当社第166期定時株主総会の第1号議案及び第2号議案に関するISSレポートに対する当社の見解について
6月14日	日本信号株式会社	当社第134回定時株主総会の第3号議案に関するISSレポートの事実誤認とそれに対する当社の見解について
6月15日	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
6月16日	株式会社フェイス	当社第25期定時株主総会の第2号議案、第3号議案及び第4号議案に関するISSレポートに対する当社の見解について

(出所)各社公表資料をもとに大和総研作成

議決権行使助言業者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、議決権行使助言業者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えられる。議決権行使助

言業者は、通常、株主総会議案に関する賛否推奨の結果を積極的に会社側に知らせるわけではない¹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、議決権行使助言業者の推奨に大きな影響力はなく、議案の成否に関係しないと考えれば、反論するまでもない。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ろう。反論しようとするれば、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助言業者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とされる議決権行使助言業者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。

日本版スチュワードシップ・コード改訂の影響は？

今年、機関投資家向けの行動原則である日本版スチュワードシップ・コードが改訂された。機関投資家は投資先企業の株主総会議案にどのように投票したか、個別議案ごとに賛否を公表せよとされた。これにより、機関投資家の議決権行使がどのように変わるかが注目される。

従来は、議決権行使結果を集計して開示すべきとしていたものを、改訂日本版スチュワードシップ・コードでは、「個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべき」とするとともに、「少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべき」とも記している。これは、従来通りに集計開示したとしても、個別開示していない以上は、その理由をエクस्पラインせよということだ。これまでは保険会社を中心に議決権行使状況の概要を説明するにとどめる機関投資家が見られたが、最低限の対応として集計開示に取り組むべきということだ。また、「賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資する」として、単に賛否の結果だけを開示するのではなく、その理由まで公表するように期待している。こうした取り組みを機関投資家に求めるのは、「(前略) 運用機関において、議決権行使をめぐる利益相反への適切な対応がなされていない事例が多いのではないかと懸念を払拭するためにも、個別の議決権行使結果を公表することが重要である。」とされている通り、利益相反状況を可視化することで、利益相反自体を回避する動機となるとの期待があるからだ。

議決権行使結果の個別開示は、利益相反を解決するための手法であるが、そのために機関投資家は議決権行使プロセスをどう変えるべきかについても、改訂日本版スチュワードシップ・コードは例示している。指針 2-3 は、「例えば、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべき」としている。このほか、2016年 11 月に出された金融庁『「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書(3)』では、海外の取り組み例として、「外部の第三者機関に自らの議決権ガイドラインを示すなどの工夫を行いながら、その第三者機関の判断を活用」

¹ 上場会社側が請求すれば、議決権行使助言業者は、会社側に賛否推奨レポートを交付する。

ISS「企業がISS分析レポートを入手する方法」

<https://www.issgovernance.com/file/policy/how-to-get-copy-of-proxy-analysis-japanese.pdf>

グラスルイス“Purchase a Proxy Paper” <http://www.glasslewis.com/request-a-proxy-paper-or-alert/>

することも紹介されている。独立社外取締役や監督のための第三者委員会は、コストもかかるだろうし、人選自体が適正に行われているかという問題をはらむだろう。そこで低コストで、利益相反を排除することを示す証跡として明瞭な、議決権行使助言業者の利用が進む可能性がある。

これを見越して、上場会社からの反論では、機関投資家に対して慎重に判断するように求めている。外部の情報に安易に依拠することは、日本版スチュワードシップ・コードの趣旨に反するだろうから、機関投資家自身の自律性が問われることとなる。