

株主総会での議決権行使と長期投資

金融調査部 主任研究員
鈴木 裕

株主総会における議決権行使と長期投資

投資家が投資先企業と対話をするための端緒として、株主総会が考えられます。株主総会は、定期的で開催され、議案や報告事項に関連した様々な質疑が行われます。企業の長期的な価値に影響を及ぼすかもしれない様々なことが話し合われ、決定される場面ですから、株主の中には強い関心をもって株主総会に臨む人もいます。機関投資家が株主総会の会場に姿を現すことはあまりありませんが、総会議案への議決権行使を適正に行うことを、機関投資家は期待されています。

機関投資家と株主総会

一般に上場企業の株主総会に実際に参加する投資家は、圧倒的に個人投資家が多く、持株数も大きなものではありません。通常は、書面による事前投票分を集計すれば、定足数と可決要件を満たしているため、株主総会の現場での投票が決議の成否に影響を及ぼすことはほとんどありません。つまり、多くの場合、株主総会自体は、形骸化しセレモニーとなっているのが実態とされています。しかし、参加する株主に満足感を与えることで長期安定保有株主となることを期待できますし、経営者と一般株主が直接触れ合うほとんど唯一の場ですから、セレモニーであったとしても重要なものです。

場所としての株主総会への参加に、機関投資家はあまり大きな関心を持っていません。しかし、最も頻繁に付議される取締役や監査役の選任議案は実質的には経営者を決めることになり、ほかにも企業の組織再編（合併や事業譲渡・譲受など）や敵対的買収防衛策などもあり、中長期的にみて企業価値に影響を及ぼし得る議案が多々あります。そのため、機関投資家は、投資先企業の株主総会議案を精査して、慎重に賛否を検討して、投票につなげています。機関投資家は、数百から場合によっては千を超える企業に投資をしているため、株主総会議案の精査を迅速に行うことを一つの目的として、議決権行使に関する判断基準を策定しています。これを議決権行使のガイドラインや基本方針などと呼びます。

機関投資家の議決権行使に関する各国の政策

米国の開示政策

年金基金とその資産の運用に携わる機関投資家が、積極的に議決権を行使するようになったのは、1980年代の米国でのことです。背景には、当時活発に行われたM&Aとそれに対する買収防衛策を巡る機関投資家と経営者の戦いがあります。買収防衛策を導入した企業に対しては、企業買収が困難になることは当然です。その企業の資産を一層効率的に運用して経営の成果を高めようとする投資家がいたとしても、買収コストを考えて買収を断念してしまうかみせ、企業経営の効率化が阻害される恐れが生じます。反面、現在の経営者は、その地位が保証されることとなります。つまり、買収防衛策の導入は、株主が手にするはずの企業の中長期的な成長の機会を、経営者の身分保証のために失わせることになるかと思える余地があるということです。そこで、米国の機関投資家は、買収防衛策の廃止を目指した株主権行使を志向して行きました。

このころ米国では、経営者が自社の年金基金の保有株式の議決権を、自社や他社で買収防衛策を維持するために行使するよう圧力をかけることがよくあったようです。年金基金が保有する株式の議決権を経営者自身の保身のために流用したことになります。これに対して、米国労働省は1988年に企業年金基金の受託者に対して、経営者からの圧力行使を警告する書簡（エイボン・レター）を出しました。年金基金の保有株式に係る議決権は「年金資産」であり、経営者の流用は許されないという解釈を表明したのです。その後、労働省はこの書簡の趣旨を徹底したERISA法（Employee Retirement Income Security Act＝従業員退職所得保障法）の解釈通達を1994年に発布しています。年金基金の議決権行使への取り組みを強固にすることとなりました。

こうして、年金基金をはじめとする中長期的な運用を目指す機関投資家は積極的に議決権を行使すべきとする制度的な基盤が作られていきました。しかし、エンロン事件¹などの企業スキャンダルによって、機関投資家による投資先企業への働きかけが機能していないのではないかと疑われるようになりました。機関投資家は、議決権行使などによって投資先企業と対話・エンゲージメントを行っているはずなのに、それが期待通りの効果を発揮せず、大きなスキャンダルの発生を許し、企業価値が失われてしまったのではないかと、ということです。議決権の適正な行使を求めるだけでは不十分ではないかという疑問が生じました。そこで、機関投資家の行動を可視化して、真に効果的な投資家として行動をとっていることを明示させようとする政策が導入されました。これが、エンロン事件後にSEC（米国証券取引委員会）が策定した登録投資会社の議決権行使方針及び結果の開示規定（Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies）です。米国の投資信託には、保有株式の議決権行使に関する方針や行使結果を開示することが義務化されたわけですから、開示情報の閲覧方法として、投資信託の購入者からの請求

1) 2001年に発覚した、米国のエネルギー業界の大企業だったエンロン社（Enron Corporation）の粉飾決算に端を発する事件。同社に続いて、他の有力企業の不正会計が次々と明るみに出たため、米国のコーポレートガバナンス改革が進められる契機となった。

に応ずる方法以外に、SECの運営する電子開示システム（EDGAR）への記載も義務化したことにより、購入者以外でも広くこれを入手することができるようになっていきます。

欧州の株主権指令改正動向

欧州でも、機関投資家の議決権行使とその可視化に対する関心は高まりを見せています。2012年にEUが公表した会社法制に関するアクションプラン²では、機関投資家行動として投資先企業との対話の状況や議決権行使の方針・結果の開示を求めていくことが明らかにされました。国によっては、既に独自の対応を行い、機関投資家行動に関する開示を進めつつあります。たとえば英国では、2010年に策定されたスチュワードシップ・コードによって、機関投資家に対して議決権行使の方針と結果の開示を強く促しています。こうした動きをEU加盟国に広げていこうということです。機関投資家行動の強化や開示に向けたこのような一連の政策は、投資先企業と対話・エンゲージメントを重ね、適正な議決権行使を行うことが、長期的な資産運用を行うに当たって効果的であるとの前提に立ち、これを促進することを目指しているものといえるでしょう。

EUの株主権指令改正案³でも、エンゲージメントや議決権行使の活性化に言及しています。議決権を適正に行行使し、その結果を開示することは、欧州の機関投資家に強く期待されるようになっていきます。‘comply or explain’であるとはいえ、議決権行使に取り組まない理由あるいは議決権行使結果を開示しない理由を説得的に述べることは難しいので、機関投資家はこうした行動に一步踏み出すよう強く背中を押されている状況であるといえるでしょう。

日本における議決権行使関連の開示政策

わが国においては、企業不祥事による株価の急落によって、年金基金の積立金が毀損される例が見られたことから、年金基金の管理者の間で企業経営を監視する必要性が自覚されるようになりました。特に、1990年代以降、日本株への投資リターンが押し下げられたように感じられたために、年金基金は企業経営の監視に乗り出し、自らの利益を防衛するために、株主総会議案に関して議決権を適切に行行使するようになりました。もっとも、年金基金の株式運用のほとんどは、投資顧問会社や信託銀行等への委託運用で行っているため、議決権行使の適正化は、主に年金基金から運用を受託する運用会社において進められることになりました。

顧客である年金基金の要望に応えるための議決権行使でしたが、業界全体での標準的な対応指針も定められるようになります。2010年には、投資顧問業界等業態別に、議決権行使結果開示の方針が定められ、株主総会における議決権等行使指図の集計結果を、原則として毎年8月末までに公表することとなりました。

2) Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52012DC0740>

3) EU “Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement /* COM/2014/0213 final - 2014/0121 (COD) */ ”
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2014:213:FIN>

こうした議決権行使結果の開示に関する業界ルールによる対応以前から、議決権行使の基本方針の策定や行使実績の記録などは、義務的なものとなっており、金融庁による検査においてもチェック事項の一つとして掲げられています。「議決権行使についてはその行使に係る事跡を保存しているか」、「投資収益の増大を図るという観点から、各議案を検討し株主議決権を適切に行使しているか」など、議決権行使の開示こそ義務付けられてはいませんでしたが、機関投資家は、議決権行使に関する様々な対応を続けてきたと言えるでしょう。こうした運用会社内部にとどまっていた情報が、業界ルールによって広く公表されるようになったということです。

対話のツールとしての議決権行使

議決権行使ガイドラインは、運用会社内の事務処理手続きの規定と言うにとどまらず、広く公表を促されるようになってきました。これは、たとえば年金基金が投資顧問会社や信託銀行など機関投資家に年金積立金の運用を委託しようとする場合に、議決権行使への取り組みを委託先決定のための検討の考慮要素とすることがあると考えられるからですし、年金基金はそのようにするべきであるとの理解が広まっているからです。つまり機関投資家と年金基金等顧客とのコミュニケーションに役立てるために公表されていると考えられます。

また、議決権行使ガイドラインを公表すれば、それは投資先企業も読むことになります。投資先企業では、投資家の議決権行使方針を知ること、投資家がどのような基準でたとえば社外取締役の適格性を判断しているか、わかる様になります。投資先企業とのコミュニケーションにも使えるということ、です。

長期投資に取り組む機関投資家の議決権行使は、株主総会議案を糸口とした投資先企業との対話の一つの形です。議決権行使に関する様々な政策対応は、こうした行動を可視化して、さらに資産保有者(ASSET OWNER)である顧客も含めた行動の輪に広がりを持たせようとするものだと考えられます。

以上