

議決権行使とコーポレート・ガバナンス

【ポイント】

1. 議決権行使結果の開示が決まるなど、投資家による上場企業のガバナンス・チェックが求められている。
2. 一方で、議決権行使に係る環境整備は、精査するに際して多くの改善余地がある。
3. 投資家は、受託者責任に基づく適切な議決権行使を行うためにも、日頃の企業との対話を一層進めるべきである。

昨年6月に金融審議会による「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告」が公表された。また、コーポレート・ガバナンスに関する内閣府令が改正され、2010年3月期以降の株主総会から、議案ごとの議決権行使の結果を臨時報告書で開示されることになった。こうした動きは、取締役会の在り方や監査役の機能強化など上場企業等自身による見直しのみならず、投資家による議決権行使を通じた上場企業のガバナンス向上が求められていることが背景にある。

投資家に含まれる生命保険会社について言えば、かつては、「サイレント・パートナー」と呼ばれ、企業経営にほとんど関与しない株主であった。しかしながら、近年は「受託者責任」を負う者として、議決権の行使を通じて投資先である企業側のガバナンス向上を求めようようになってきている。

生命保険会社に限らず投資家の上場会社への議決権行使の在り方については、多くの見方がある。本稿では、生命保険協会が実施したアンケート調査¹の結果を紹介しつつ、投資家の議決権行使について考えてみたい。

1. 議決権行使にかかる問題点

生命保険協会では、毎年アンケートを実施しているが、2009年に実施したものから議決権に関する部分について見てみよう。

まず、投資家が、株主の議決権行使の充実のために企業に取り組んで欲しいとしているものは、「招集通知の早期発送」(64.0%)で最も多く、「集中日を回避した株主総会の開催」(55.1%)、「招集通知の議案説明の充実」(42.7%)と続いている。

また、招集通知の到着日について、総会日の「1 ヶ月前」に到着していることが望ましいと考えており(48.3%)、「会社法が公開企業に対して認める最低限の発送期日で十分」との回答は少数(6.7%)にとどまった。

投資先企業の株主総会については、8割以上が「ほとんど出席していない」との回答であった。

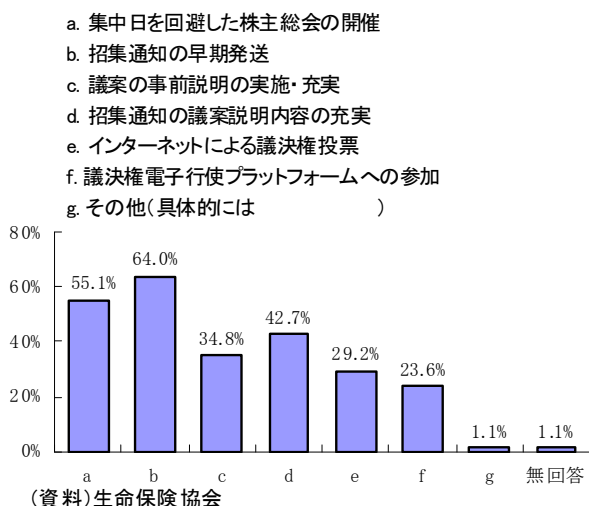
これらから分かることは、投資家は、もっと時間をかけて議案を精査したいと思ってい

¹生保協会が昨年秋に行った株式価値向上に向けた取り組みについてのアンケート。調査対象は、上場企業 1,132 社、機関投資家 168 社。回答社数は、上場企業 644 社 (回答率 56.9%)、機関投資家 89 社 (回答率 53.0%)。

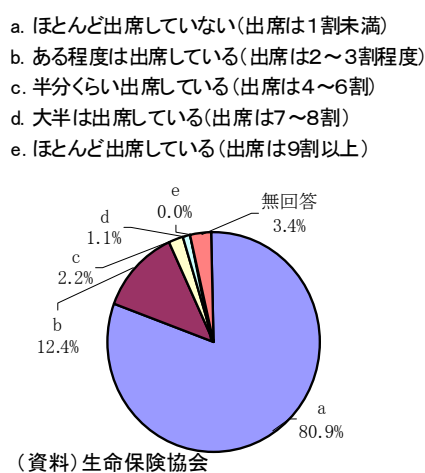
るが、株主総会は6月下旬に集中しているために、議案の判断に際し企業側の説明を聞く機会や株主総会への出席は時間的に大きく制限されてしまっているということである。

このため、総会開催日の分散や議案の早期発送等は、投資家の議決権行使を充実させる環境改善に不可欠な要素である。とは言うものの、企業側からすれば、会社法で定められる期限の厳守で精一杯の側面もあり、にわかに改善は進みにくい。議案検討期間を延ばす一手法としては、議決権電子行使プラットフォームへの参加がある。国内機関投資家の場合、委託している証券代行(株主名簿管理人)から、管理信託銀行に招集通知が発送され、そこから機関投資家に届く。その後、機関投資家の中での事務フローに従って検討が開始されるため、日数ロスが生じている。議決権電子行使プラットフォームを活用すれば、証券代行から招集通知が発送になった時点で、招集通知のPDFがプラットフォームにアップされ、機関投資家はその日にも議案を知ることができる。参加企業数の上場企業数に対する割合はまだ高くないなど普及にはまだ時間がかかりそうではあるが、有望な改善策の一つであろう。

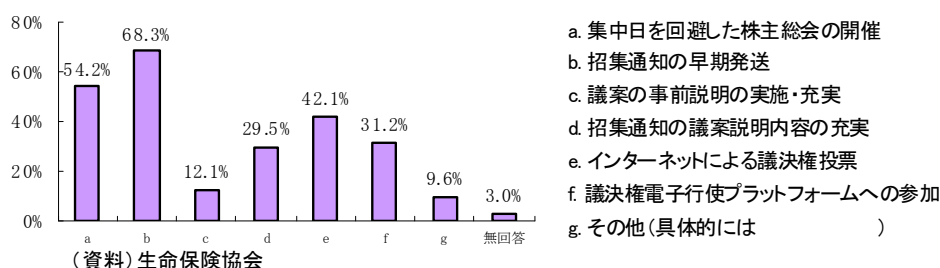
図表1. 議決権行使の充実のために期待される内容(投資家)



図表2. 投資先の株主総会への出席状況(投資家)



図表3. 議決権行使を充実させるために取り組んでいる内容(企業)



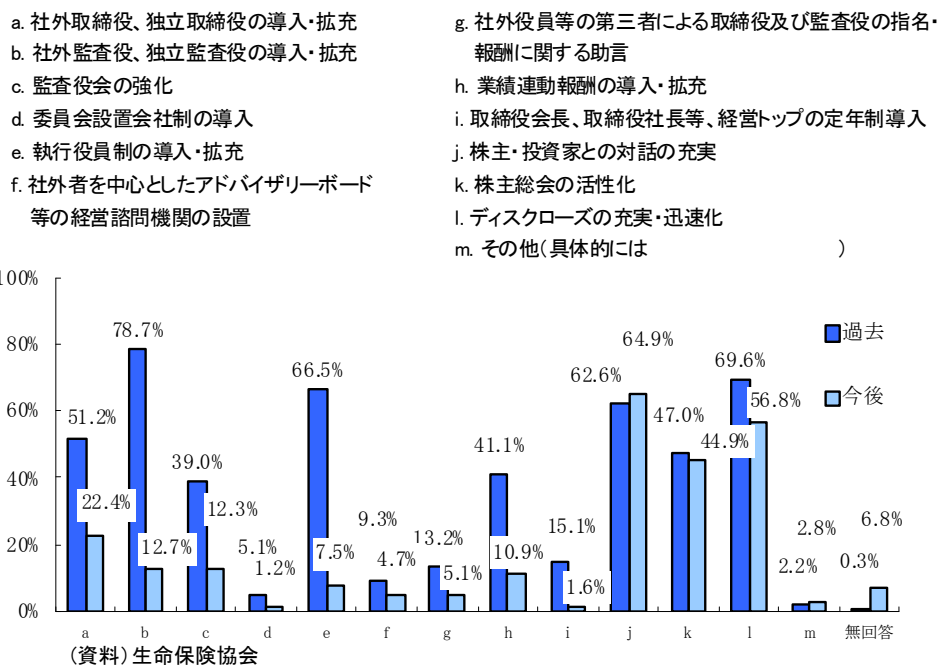
2. コーポレート・ガバナンス充実のために

同アンケートでは、コーポレート・ガバナンスの充実に向け、企業が今後より一層取り組むべき内容について問うているが、投資家の意識は、「株主・投資家との対話の充実」が48.3%と最も多く、「社外取締役、独立取締役の導入・拡充」と「ディスクロージャの充実・迅速化」がともに46.1%と続いている(アンケート結果の図表は掲載略)。一方で、企業側は、これまでに取り組んできた項目としては、「社外監査役、独立監査役の導入・拡充」

(78.7%)、「ディスクロージャの充実・迅速化」(69.6%)、「執行役員制の導入・拡充」(66.5%)などの回答が多数を占め、今後重点的に取り組むべき内容としては、「株主・投資家との対話の充実」が64.9%と最も多く、「ディスクロージャの充実・迅速化」が56.8%と続いている。

投資家が、企業側との対話の充実を求めているのに対し、企業側はこれまでは制度面、組織面の充実を優先させており、株主・投資家への対話の充実はやや後回しになっていた感がある。しかし、両者とも「対話の充実」について重要視している点は一致しており、今後の充実に期待がかかる。

図表4. コーポレート・ガバナンスの充実に向けた取り組み(企業)



議案の賛同基準について、利益水準やROE(株主資本利益率)など当期のみの業績を基に賛否を決める投資家は少なくないが、こうした評価軸は、企業経営者の長期的な経営スタンスと相反する可能性がある。企業がゴーイング・コンサーンである以上、投資家は短期、長期両方の評価軸を持って議案賛否にあたるべきであろう。

株式を保有しつつ議案へ反対する行動は、長期投資の観点からの企業への応援メッセージとも解することもできる。なぜなら、投資先のコーポレート・ガバナンスに対し全く評価できないのであれば、投資家は株式を売却するであろうからである。企業側は、賛否比率の確認により賛同・信任の程度を把握することができるわけで、それを今後のガバナンス向上に活かすことができる。議案の賛否の公表は、投資家のメッセージがどこにあるのかが明確になるという意味で推進されるべきであろう。

一方で、投資家に対して議決権賛否の集計結果の開示を求める動きがあるが、重要なのはそうした開示ではなく、企業との対話(エンゲージメント)を通じ、受託者利益に寄与できる投資先であるかをきちんと見極めているかどうか、そのプロセスであろう。投資家においては、自らの運用方針に適う投資先であるか、常にフォローし企業側と対話を重ねていくことが受託者責任につながると思われる。

(株式部 掛川 敏幹)