

わが国議決権行使の現状と展望

—急がれる商法改正とE（エレクトロニック）ポーティングの導入—

年金運用資産の増大と受託者責任の意識の高まりを受けて、わが国機関投資家の議決権行使への取り組みも洗練されつつある。

本レポートでは、個別インタビューを通じてわが国機関投資家の組織的な議決権行使への取組状況を取りまとめ、わが国機関投資家の株主行動を通じて今後一層株主利益を向上させるために解決されるべき問題点や諸施策について検討する。

1. 金融ビッグバンによる機関投資家の台頭と高まる受託者責任

1) 高まる機関投資家のプレゼンス

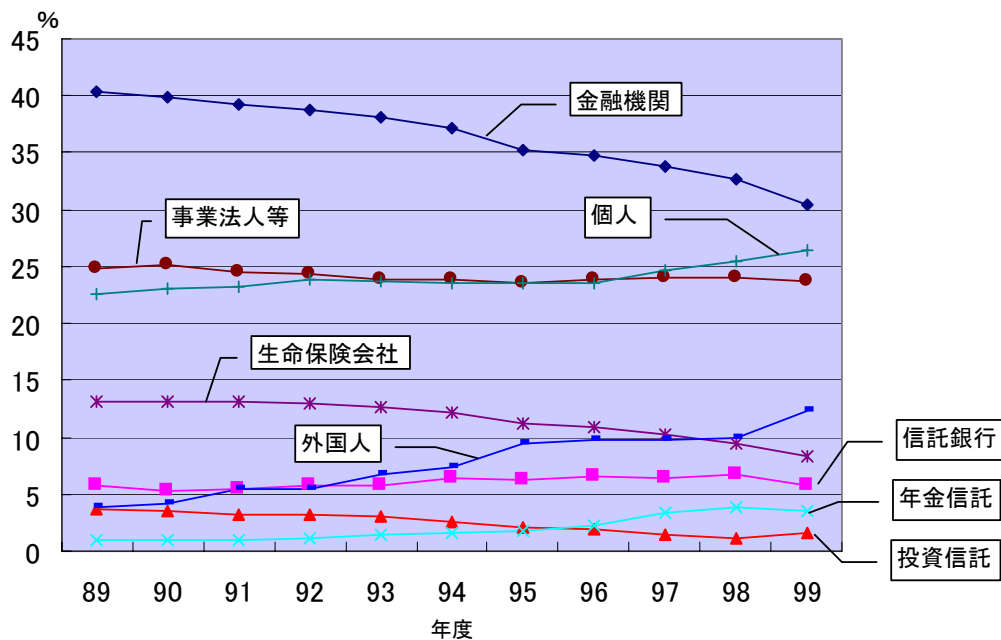
金融ビッグバンを契機として、金融機関及び事業法人間の株式持合の解消が進む一方、公開企業における海外及び国内の機関投資家の持株比率が相対的に上昇している。全国証券取引所協議会が毎年6月に公表している「株式分布状況調査」の推移をみると、外国人および年金信託の持株比率は着実に上昇している（図1）。89年3月末と2000年3月末を比較すると、外国人は3.9%から12.4%へ、年金信託は0.9%から3.6%へとほぼ一貫して上昇基調にある。他方、金融機関および事業法人等の持株比率は、90年以降徐々に減少傾向にあり、両者の合計持株比率は、65%（89年）から54%と約10ポイント減少している。

企業別の株主構成を見ると、株式分布状況調査の水準（12.4%）以上に外国人持株比率が高い会社があることがわかる（図2）。東証1部上場企業のうち、外国人持株比率が1/3超を保有している企業は34社¹であり、10%以上の会社も3割近くになっている。

これまで不動の安定株主であった金融機関が、不良債権処理と公的資金注入により、資産効率の一層の向上を迫られている。一般の事業会社としても、連結会計・時価会計の導入により、ディスクロージャーの透明性が高まるため、同様に資産効率の向上を図らなければならない。こうした要請が、株式持合の解消の強力な促進剤となっている。これに対し、市場に放出された持合株式をブロックで引き受けることができるのは機関投資家である。企業は機関投資家を株式持合解消後の安定株主として期待しており、IR活動を通じた積極的なアプローチを行っているところも増えているようである。

¹ 99年では29社であり、5社増である。

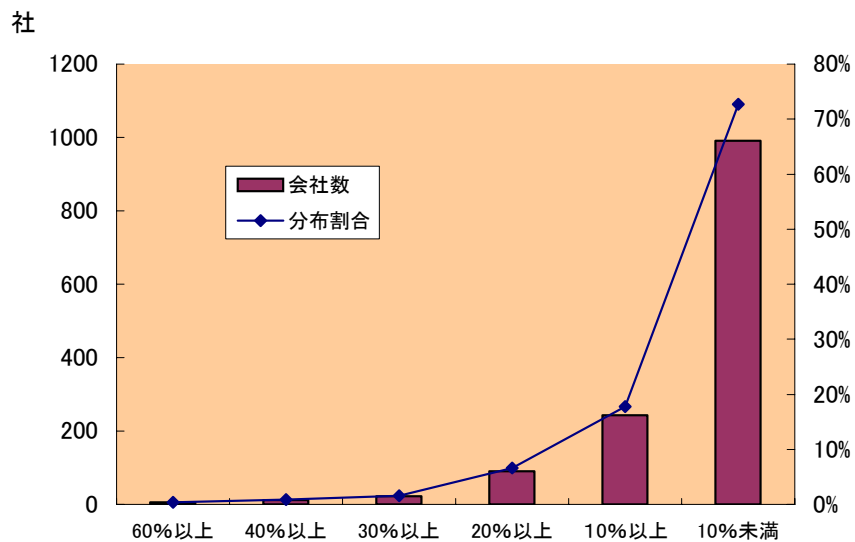
図1 所有者別持株比率の推移



(注) 金融機関には、年金信託、投資信託、生命保険会社を含まず、長信銀、地銀、損害保険会社を含む。

(出所) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」(1989~99年度)より作成

図2 東証一部上場企業の外国人持株比率分布状況



(出所) 会社四季報 CD-ROM (2000年新春号)より作成

2) 拡大続く年金資産の株式投資

企業年金資産が着実に増えている。92年から98年の6年間で、47兆円から71兆円と5割増となっている。99年後半からはわが国株式市場が活況を取り戻しつつある中で、企業年金資産の株式投資回帰も鮮明になっており、年金受託運用機関の2000年度の国内株式への投資比率は、計画ベースで4割に達している。超低金利が続くなか、株式などのリスクをとっても高い利回りを求めた運用資産が拡大したためである。

機関投資家への資金の流入はさらに加速する見通しの中、企業年金受託運用機関の勢力図も変わり始めている。97年度と98年度の企業年金受託運用機関トップの内訳を見ると、生命保険会社は38.6%から34.8%、信託銀行は50.4%から48.7%へ減少したものの、投資顧問（アセット・マネジメント）会社は11.1%から16.3%に増加が目立っている²。生命保険会社に運用委託された資産の収益が減少し、かつ、生命保険会社の経営破たんが相次いだことから、生命保険会社からの系列の投資顧問会社等への資産シフトが起こったことが指摘される。

また、2000年6月22日の投資顧問業協会の発表では、投資顧問会社約140社の運用残高が2000年3月末で90兆円（90年で30兆4000億円）を突破し、前年比3割増で過去最高となったもようである³。年間増加額は、この数年の伸びがめざましく98年度が約10兆円、99年度が約20兆円であった。また、投資顧問会社の契約資産に占める年金資金の比率も、10年前には7%程度であったが、2000年3月末には50%程度に拡大している。

3) 受託者責任としての議決権行使

わが国において機関投資家とは、生命保険会社、信託銀行、アセット・マネジメント会社などの運用機関が中心であり、米国のように年金基金が主として登場してきたことはない。これは、従来、年金資産は厳格な規制の下、すべて運用機関への委託運用とされてきたためである。議決権行使についても特段の関心事項でなく、数年前までは運用機関も経営陣に対して白紙委任をするのが一般的であった。だが、年金基金の運用規制の緩和と受託者責任への意識の高まりを背景に、わが国機関投資家による投資先企業に対する評価・選別が一段と厳しくなっている。その評価・選別に当たっては、顧客（年金基金）の利益のために、投資効率の向上につながるよう投資先企業に株主価値の最大化を求めている。

こうした投資行動の一環として議決権行使の重要性も高まりつつある。この原動力となっているのが厚生年金基金連合会（以下、「厚基連」という）といえる。厚基連は、98年6月総会に先立って、委託調査として、コーポレート・ガバナンスに関する年金基金の「行動指針」と受託運用機関の議決権行使に際しての「視点」を提示した。なかでも、「運用

² 日本格付投資情報センター（現・格付投資情報センター）「年金情報」（99年10月18日）222号。

³ 日本経済新聞朝刊「投資顧問の運用90兆円に・2000年3月末」（2000年6月23日付）。

受託機関は、受託者責任の観点から、年金基金の利益に配慮した適切な判断基準を持って議決権を行使すべきである。」と議決権行使の推進が唱えられたことから、運用機関において議決権行使のための社内体制の整備やガイドライン策定が急がれた。また、この時期、米国公的年金 CalPERS による対日本企業に対するコーポレート・ガバナンス原則⁴や、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムによる「コーポレート・ガバナンス原則」なども相次いで発表されたことも、刺激となったもようである。

法律上、信託銀行、生命保険会社、投資顧問会社が年金資産について議決権行使を行う根拠はそれぞれ異なる。投資顧問会社では、協会自主規制ルール（90年11月28日）として「年金投資一任契約に係る議決権の適正な行使について」⁵に基づき、問題となる議案（株主提案含む）についてはその理由と意思決定の理由を記録し、当該議案に関わる諸データを保存することが義務づけられている（投資顧問業法30条の2）。信託銀行や生命保険会社では、議決権行使に関する法令上の根拠は必ずしもスペシフィックに定められていない。信託銀行では、信託契約に基づき受託者の管理義務として議決権行使の指図を行っている（信託法20条、22条の解釈）。生命保険会社では、元本および利率が保証される一般勘定資産は別として、運用リスクを委託者が負う特別勘定資産には「運用誠実義務」が契約上明記されていることから、受託者責任としての議決権行使の余地はあると解釈できる。発行会社からみると、年金資産に関する株主名簿上の株主は、年金信託では「信託銀行」、年金特金では「信託銀行」だが議決権行使に関しては「投資顧問会社」が投資一任契約（委任契約）に基づく年金基金の代理人として指図を行う。生命保険会社の運用する年金資産では「生命保険会社」である。

なお、2000年4月に厚基連の受託者責任研究会でまとめられた「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」でも、運用機関が年金資産の中の株式議決権の適切な行使をし、委託者である年金基金はその行使体制及び行使状況をモニタリングすることが望ましいとされている。運用機関の議決権行使に関する責任については、法的な強制力は持たないながらも、この『受託者責任実務マニュアル』が初めて横断的に示したといえよう⁶。

2. わが国運用機関の議決権行使への取組状況

98年6月株主総会および99年6月株主総会において、いくつかの運用機関が会社側提案に対して反対票や棄権票を投じ、わが国機関投資家が「もの言う株主」となったと報道された背景には、このような要請に基づく運用機関の組織的な議決権行使への体制が始動し

⁴ 橋本基美「カルパースの求める日本企業のガバナンス」『資本市場クォーターリー』98年春号参照。

⁵ 同自主ルールは、投資顧問会社による年金資産運用の解禁を受けて整備されたものである。

⁶ 橋本基美「運用機関の受託者責任—受託者責任研究会の議論と成果を踏まえて」『資本市場クォーターリー』2000年夏号参照。

たことがうかがえる⁷。

以下では、年金資産を運用する信託銀行6行、生命保険会社5社及び投資顧問（アセット・マネジメント）会社9社の合計20社に対する個別インタビュー⁸をもとに、2000年6月の株主総会を経て、わが国運用機関が実際にどのようなスタンスで議決権行使に取り組んでいるのかを概観する。

なお、機関投資家の議決権行使に関する調査としては、99年末の厚基連の調査⁹や、QUICK社の2000年7月の株式月次調査¹⁰がある。

1) 議決権行使に関する社内体制

(1) 概要

98年～2000年の6月総会への対応を中心に、各運用機関で議決権行使に関わる社内体制の整備が進んだ。信託銀行や生命保険会社では、従来から議決権行使に関する社内手続きはあったが、98年以降のコーポレート・ガバナンスに対する関心の高まりと、受託者責任が厳格になったことから、この1、2年で議決権行使規程の文書化や、議案書のスクリーニング過程が導入されるなどの社内フローが一新されている。他方、投資顧問会社では、この1、2年の間に合併・統合が進められたこともあって、新体制の下での社内基準作りが新たに行われたもようである。インタビューを行った20社すべてに社内体制が整備されていた。

(2) 議決権行使に関わる部署や組織

議決権行使の社内フローは以下のようになっている。まず、企業から招集通知がバックオフィスに届き関係部署に回送される。関係部署とは、(年金)運用部のファンドマネジャーおよびアナリストが中心となる。アナリストは、セクター別に6～18名が、議決権行使書とこれまでの開示書類を照らし合わせる。スクリーニングおよび議決権行使の判断のための情報収集は、アナリストの日常の業務の一環として行われている。なかには、外部データ・ベースを購入しているところもある。ファンドマネジャーおよびアナリストのところでは問題があるまたは判断が難しいとされた議案を中心に、運用担当部長や議決権行使のための特別委員会が最終判断をし、議決権行使の指図を行う。

⁷ 日本経済新聞（1999年7月5日、1999年6月1日、1999年4月10日）。

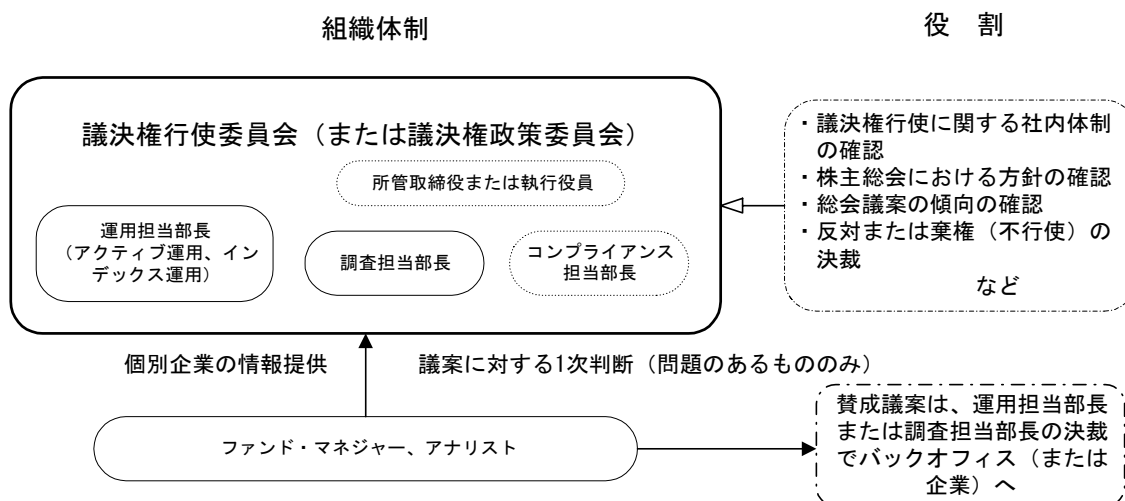
⁸ 回答を頂いたのは、アナリスト、ファンドマネジャー、バック・オフィス担当者であった。

⁹ 厚基連は、99年7月に改定した運用基本方針の中で、「受託機関は、専ら投資家たる厚基連の利益増大のために株主議決権を行使するものとする。」という規定を新設し、運用を委託している35社（国内株式20社、海外株式15社）に対して議決権行使に対する社内体制や姿勢の調査を行っている。

¹⁰ 日経金融新聞「機関投資家、株主総会、議決権どう行使、一部反対・棄権28%—QUICK調査。」（2000年7月11日）。

議決権行使に関する方針、手続き、実際の行使判断などについて、議決権行使専門の委員会を組織する会社と、運用部および調査部の一業務として行っている会社がある。議決権行使委員会（または議決権政策委員会）は、年金運用を所管する取締役または執行役員（または年金運用の本部長など）、年金運用担当部長（アクティブ運用だけでなくパッシブ運用担当も参加するところもある）、調査担当部長、コンプライアンス担当部長など10名程度で構成される（図3）。議決権行使委員会では、議決権行使に関する社内体制及び方針の確認、株主総会における議案の動向、問題議案や重要議案についての最終判断（反対や棄権の判断はこの場で決定される）などを行っているようだ。

図3 議決権行使の社内体制の一例



(出所) インタビューをもとに野村総合研究所作成

2) 議決権行使ガイドラインと議案のスクリーニング

(1) 議決権行使ガイドライン

インタビュー先運用機関のほとんどが、議決権行使の社内体制とともに、議案のスクリーニング（精査・審査）のためのガイドラインを定めている¹¹（表1）。ガイドラインの策定に当たって参考としたものとして、CalPERS や TIAA-CREF のコーポレート・ガバナンス原則や議決権行使ガイドライン、厚基連の「議決権の適正な行使に付いての指針」のほか、同業他社へのヒアリング、ISS（Institutional Shareholder Services）や IIRC(Investor Responsibility Research Center)といった米国の委任状サービス（議決権行使情報提供）会社などが挙げられた。社内手続きについては、自社内で検討したところがほとんどであった。

¹¹ 厚基連の調査では、ガイドライン等により議決権行使の社内ルール化を図っているのは国内受託機関17社、海外受託機関9社であり、うち国内株式についてみると、9社に精査対象企業のスクリーニング基準がある。

表1 議決権行使ガイドラインの項目例

運用機関	ガイドラインの概要
投資顧問会社	6項目：取締役・監査役の適正性、役員報酬・利益配当の妥当性、ディスクロージャー、問題議案
	2項目：多額の損失計上、過去5年間無配を継続し復配の見込みなし +株主提案
	5項目：取締役会の構成と再選任、監査役の資質と再選任、配当政策・役員報酬、財務全般、社会的責任
	6項目：利益処分（過大・過小な配当性向）、取締役の数、社外監査役選任、退職慰労金（不祥事）、定款変更（新規事業など）、株主提案
生命保険会社	2項目：債務超過か無配か、監査人の適正意見があるか +特別議案（合併、営業譲渡）
	議案毎（利益処分案、取締役・監査役選任議案、資本異動議案、定款変更議案）に項目、定量基準なし。
	株主の利益になっているか、不祥事を起こしていないか
	2項目：経常基準（赤字かどうか）と突発的基準（不祥事など）
信託銀行	3項目：重要な議案（利益処分-2期連続赤字・無配、合併・買収）、一般議案（取締役等の選任-2期連続赤字・無配）、株主提案
	2項目：3期連続赤字企業、株主利益の毀損もしくは反社会的行為等の可能性
	3項目：ネガティブ・リスト銘柄か、不正行為をした役員がいるか、株主提案-各議案に議案別に吟味する基準がある。
	3項目：定量基準（配当性向など）、定性基準（不祥事関係）、株主提案-各基準に議案別のガイドラインがある。

(注) インタビューを通じて明確なもののみ取り上げた。

(出所) 野村総合研究所

ガイドラインの内容や運用方針についての特徴を分類すると、①明確にしない方針の会社と明確に提示する会社、②詳細な基準にしている会社とケース・バイ・ケースの判断が多くなる会社、③招集通知（議案書）が到着する前にスクリーニングを行い(1次チェック)議案書が到着してから2次チェックを行う会社と、議案書が到着してからすべてをチェックする会社、④発行会社に対して事前に議決権行使基準を示したりアンケートを通じて運用機関サイドの考え方を間接的に伝えるという会社や、招集通知（議案書）の中で、納得できない議案について総会日までに発行会社に問い合わせるところもある。ガイドラインに基づく最終判断として悪影響がでなければ賛成すると回答した機関では、その理由として、投資先および保有継続の決定において経営陣に対する信頼と経営に対する裁量を認めることが前提にあるため、基本的には会社側提案に反対する理由はないということである。

投資顧問会社では、もともと投資対象としての保有銘柄数が絞られているため、1件当たりの時間はかけられるが、信託銀行や生命保険会社では保有銘柄が多く、会社ごと、議案ごとに吟味する時間をかけることが難しく、スクリーニングの基準および適用を厳格にすることは難しいとの印象を持った。

(2) 99年6月総会および2000年6月総会における議決権行使状況

99年6月総会において、社内体制が整備されスクリーニングの対象となった企業数は、各運用機関の保有銘柄数によって異なる。回答機関の保有銘柄数は、多いところで3000銘柄(6月総会に限定せず)少ないところで200銘柄と、バラつきが大きい。パッシブ運用の比率を上げた関係から99年度より2000年度の方が保有銘柄が増えたと回答した機関がいくつかあった。スクリーニングの対象となった企業数は、保有銘柄の少ないところほど多く(保有銘柄すべて)、多いところほど少ない(おおむね、10~300社のレンジ)。

99年6月総会と2000年6月総会の両方の会社提案に対する行使実績の違いについては、99年度のほうが反対、棄権または不行使をした機関が多く、2000年度ではすべて賛成としたところもあった。特に、不祥事を起こした企業では、役員賞与を見送ったり、問題を起こした部署を担当する取締役の再任や退職慰労金の贈呈の議案を出さないなど、株主の意向を事前に汲み取り、厳正な処分をする傾向がみられたことから、2000年度は「不祥事企業=会社提案反対」という態度が必ずしも必要でなくなったと指摘する運用機関もある。逆に、不祥事を起こしているにもかかわらず、まったくそれに触れない企業も一部あり、そうした企業の会社提案は不祥事に関係しないものばかりで、経営に対する不満の意思表示をする機会がないという指摘もある。

招集通知(議案書)到着後、スクリーニングで残った企業について議案の内容や理由等を投資先企業に直接確認したり、場合によっては今後の対応について投資先企業の担当者(財務担当・IR担当など)と直接議論したと答えた機関では、最終的な議決権行使は会社提案に賛成したという回答であった。なかには、事前に投資先企業に対して、アンケートを提示する過程において、経営に関する方針や株主利益に関する考え方について議論を行っているところもある。

他方、議案の吟味時間が最もタイトな投資顧問会社では、議案に関して投資先企業に特にアプローチせず、最終的にガイドラインに抵触した議案については反対票や棄権などを行ったところが多く、反対票を投じた件数でも他の運用機関に比べて高い。投資スタイルとして、投資銘柄としても絞り込んで行っているが、さらなる株主重視の経営の浸透を図り、パフォーマンスを向上させようという期待が高いようだ。

2000年6月総会において反対または棄権の対象となった会社及び議案には、以下のようなものがある¹²。

- ・ 短期間の取締役在任で退職慰労金を贈呈する議案
- ・ 候補者が同じ企業グループから出ている社外監査役の選任議案
- ・ 赤字決算であるのに役員報酬を増額する定款変更議案
- ・ 不祥事を連続して起こしている企業の取締役再任議案

¹² QUICK社の調査では、2000年6月に開催された株主総会における機関投資家(有効回答71人)の行使状況について、「一部反対投票ないし棄権した」と答えた機関投資家は全体の28%と、「白紙委任状を出した」と答えた機関投資家の18%を上回っている。

- ・ 赤字決算であるのに有配とした利益処分案

なお、棄権とするか、反対票を投じるか、不行使とするかの判断基準としては、「棄権は定足数から除外されるので、不行使としている。」「棄権も賛成ではないことには変わらないので反対とする」「反対は社内の他部門からの反発が厳しいため棄権とする」、といった回答があった。全体的に、議決権行使ガイドラインに抵触した会社提案に対して反対票を投ずるよりも棄権とする方が多いようである。

株主提案に対しては、その多くが社会的・政治的な色彩を持っているため、各運用機関が特殊提案として扱うものの、賛成することはまずないようである。だが、最近、エム・イー・シーによる昭栄に対する株主提案（増配提案、社外取締役の選任など）や株主オンブズマンによる住友銀行に対する株主提案（役員報酬の個別開示）に対しては、海外機関投資家を中心に賛成票が集まるようになった（いずれも否決されている）。わが国機関投資家の中にも賛同する向きがあったようだ¹³。

（3）年金資産以外での株式保有資産との関係

信託銀行、生命保険会社および投資顧問会社は、いずれも年金資産の受託運用のほかに、それぞれ、政策投資および投資信託などの性質の異なる資産としても株式を保有している。

年金運用資産以外の勘定で株式を保有している場合、その他資産に属する株式に関する議決権行使についての対応を聞いたところ、いずれも委託者からの指図がある場合を除き、信託銀行では「別部署で行っており、特に基準をすり合わせしていない」、生命保険会社および投資顧問会社では「すべて同じ基準で行っている」という回答であった。合併や業容拡大などにより新たに投資信託委託業を兼業することになった投資顧問会社では、投資一任勘定資産では優良銘柄に絞って保有しているが、投資信託では、幅広く分散投資をするもの、コーポレート・ガバナンスへの関与が高くならざるを得ない M&A ファンドなどもある。投資信託は、信託的投資商品のうち唯一、投資信託委託業者（運用の受託者）の議決権行使が法律上明確に指定されている（投資信託法 22 条）。これらへの対応を鑑みると、今後スクリーニング基準の定め方に工夫が必要になるだろうというところもある。

3) 投資先企業に対するプレッシャー

機関投資家による（反対または棄権の）議決権行使は、企業及び経営者に対してプレッシャーになるかについての質問には、9 割の機関がなっていると回答している。その根拠として、企業の IR 担当者からの議決権行使の要請が多くなった点を指摘している。プレッシ

¹³ 例えば、住友銀行の株主提案については、（趣旨は理解できるものの、）「一社のみ賛成とすることはできない」、「報酬開示は定款ですべきではなく、しかるべきディスクロージャーを自主的に考えるべきだ」、「個別に聞けば教えてくれる」「マスコミ的な取り上げ方をされてしまうことには問題がある」といった理由から、反対したとの意見があった。

ヤーになっていないと答えた機関では、売却による株価下落の方がプレッシャーになっているという。つまり、機関投資家は、IR活動で十分企業の魅力をアピールしないと業績に敏感に反応して売却してしまうため、株価の下げ要因となりやすいというプレッシャーであり、安定株主とするためには、企業側できちんと対応しておこうという姿勢が伺われるようだ。

ほとんどの回答機関が議決権行使の結果について、投資先企業が公表することはないし、機関投資家も自ら表明しなければ、実際のところはわからない。投資顧問会社では、指図権はあっても、名義上は信託銀行になっていることから、投資先企業に対して自らの意見として経営改善を求めるメッセージは届かない。こうした点に関して、「投資顧問会社が名義上の株主として現れるべきだ」「事前に議決権行使ガイドラインを投資先企業のIR担当者などに知らせておく」「名義はでなくても一部の株主が反対することがあるということを示せばよい」「名義が出ない分もっと厳格に反対・棄権の行使をしてもよい」という意見があった。

反対または棄権の議決権行使に対して、事後的に投資先企業から、その理由の問い合わせなど、アプローチがあったと回答した運用機関は、2割程度であった。なかでも、スクリーニング基準に抵触した議案のある企業に対しては、事前に企業担当者にヒアリングするため、反対や棄権というアクションがあるかもしれないと考えるであろうということもあった。

会社提案に賛成しない議決権行使を行う機関投資家の意図としては、会社はどの議案に対して反対票または棄権がどのくらいあるのかを分析し、次の総会議案を検討する際に、確認してほしい、また、機関投資家が議決権行使に当たって首を傾げるような議案を出さないよう、経営陣が常に株主を意識するよう期待しているという。

受託者責任を果たすという観点のほかに、投資収益の向上を図るために行うという目的が問われている。ほとんどの運用機関が、議決権行使を適切に行うのは義務であり、その姿勢を示すことが目的であり、パフォーマンスを向上するために行うという考え方は現状では期待であって、実際にはわからない。したがって、あまり厳格に議決権行使を行うことで、発行会社に対して不必要なプレッシャーを与えることは良しとしないし、委託者からの理解も得られないであろうと考えている。

4) 年金基金との関係

議決権行使に関する社内体制を整え、議案を吟味し、必要に応じて反対票を投じたり、棄権をするという姿勢は、主として、企業年金運用における受託者責任の観点から行われている。厚基連では99年7月に運用基本方針に議決権行使に関する事項を定め、それに基づ

き委託先運用機関へのヒアリングを行っている¹⁴。個別の企業年金ではどの程度の関心が寄せられているのであろうか。

こうした問いに対する回答から、基金サイドからの議決権行使に対する取り組み方針や実際の議決権行使に関する問い合わせは非常に少ないことがわかった。大手総合年金を中心に、受託者責任の観点から運用機関に対する横断的なチェックとして、アンケートの一項目に議決権行使体制の状況に関する質問などがあつたようだが、どのような体制で行っているかということが中心であり、実際にどのような議決権行使をしたかについてまで質問を受けることはほとんどないようである。

運用受託機関としては、社内体制及び実際の議決権行使について自主的に年金スポンサーにレポートを行っているところもあるが、多くは、社内的に記録を残し、必要に応じて報告できる体制を整えているというところが多かった。

運用機関の中には、委託者のニーズは、まずは目に見える形でのパフォーマンスの向上であり、議決権行使など株主活動による長期的パフォーマンスの向上を図る方法は、年金スポンサーがガバナンス行動に対して上記の趣旨を理解するとともに、そのスタンスを取ることを明確に伝えてこない限り、積極的に取りにくいようである。株主行動による客観的かつダイレクトなパフォーマンス検証についても、米国ですら明確な効果があると言い切れないうえ、わが国での株主行動は緒についたばかりであり、運用機関サイドからの説得も難しい、という意見もある¹⁵。

5) 横断的な議決権行使ガイドラインの必要性

米国では、公的年金基金および企業年金が参加する CII（機関投資家協議会）が機関投資家の横断的なガイドラインを定め、それに基づき、毎年業績の悪い企業やガバナンスの悪い企業をフォーカス・リストに載せることにより経営者に警告を発している。

わが国機関投資家の議決権行使ガイドラインの項目や実際の行使状況は様々である。なかには、親会社や関係会社との関係、その他の営業取引などとの関係から、純粋な議決権行使がしづらい場合も想定される。こうしたプレッシャーを排除する考え方として、信託銀行、投資顧問会社、生命保険会社に横断的な議決権行使ガイドラインの策定提案を試みた。これに対し、回答機関の 8 割が、横断的な議決権行使は必要ないとの見解であった。その理由としては、「議決権行使は各社の投資判断の問題である。」「投資スタイルによってガイドラインの基準も異なる。例えば、配当すべきか、内部留保とすべきかの判断に

¹⁴ 筆者がインタビューした 20 社のうち、厚基連から運用を受託している機関（99 年 10 月現在）は 15 社であった。

¹⁵ コーポレート・ガバナンスとパフォーマンスとの関係については海外でいくつかの実証研究が行われているが、特に機関投資家のガバナンス行動とパフォーマンスとの関係については CalPERS 効果などに限られている。橋本基美「機関投資家とコーポレート・ガバナンス」『証券アナリストジャーナル』（98 年 8 月号）参照。

については、判断がわかれるところである。」というものがある。なかには、横断的なガイドラインの作成を契機とする機関投資家による企業の支配を懸念する声もある。

また、横断的議決権行使ガイドラインを設ける上での条件としては、「原則的なもので各社の裁量が利くものであること」「ある程度の強制力をもったものであること」など意見が分かれる。

なお、業界別のガバナンス行動に関する取り組みとしては、生命保険協会が毎年12月に「株主への利益還元調査」を行っているほかは、日本証券投資信託協会、信託協会での活動は具体的に行われていないようである。

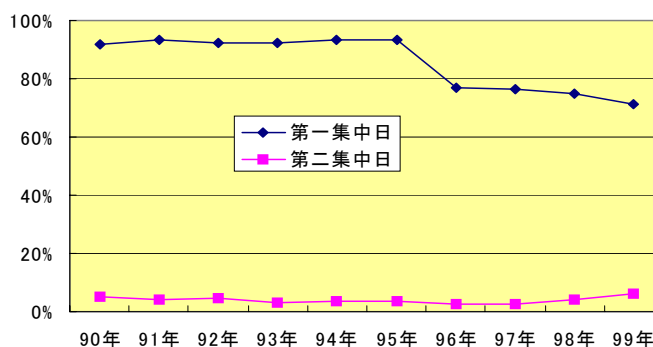
6) 議決権行使の障害

議決権行使の障害として総じていえることは、招集通知到着から議決権行使書返送までの期間が短い(法定ベースで2週間)ことと、6月総会のような株主総会の特定日集中が、議決権行使を適切に行う上での大きな障害となっている。十分に時間をかけた検討ができないことを挙げる機関がほとんどであった。

91年～99年の「株主総会白書」によると、6月開催の株主総会の集中度は、90～95年まで9割以上(95年が最高で93.5%)で推移していたが、96年に76.8%と急低下し、99年では7割をわずかに上回る程度まで緩和されている。だが、99年の第二集中日でも6.4%であり、依然として第一集中日の集中度合いは高い¹⁶(図4)。

議案の吟味にかけられる時間は、投資顧問会社で3日、生命保険会社が長くて12日である(図5)。それぞれ、保有銘柄数やスクリーニング企業数の違いはあるものの、1件当たりの吟味時間は決して十分とはいえない。

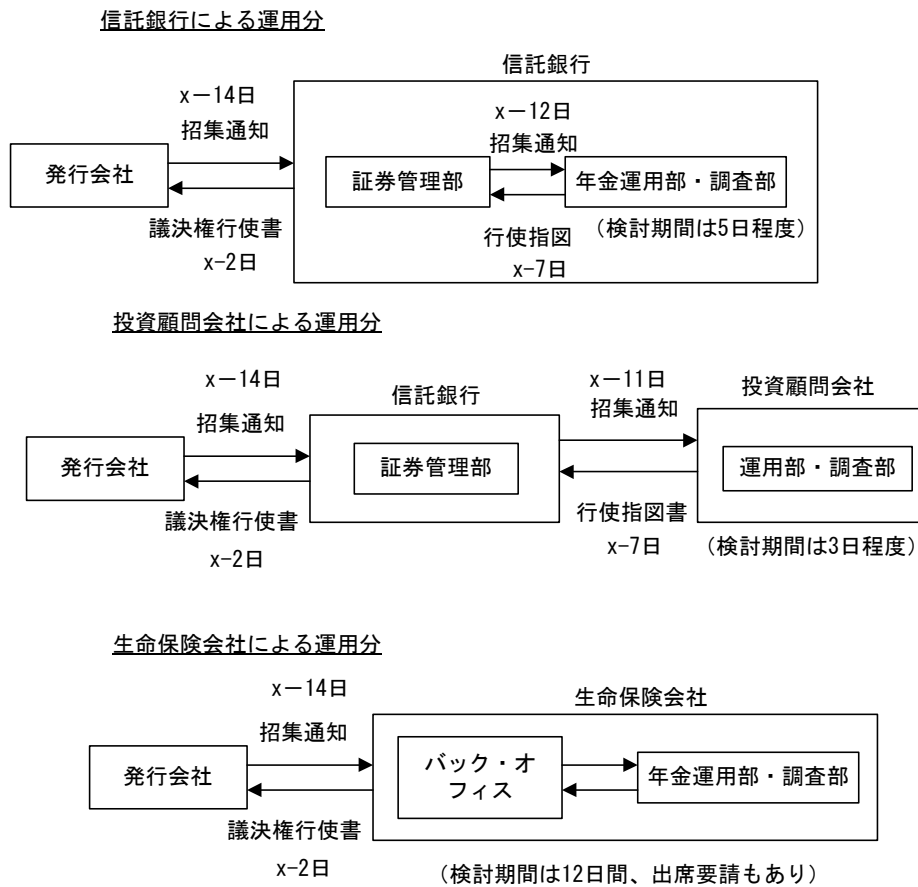
図4 6月株主総会の集中日と第二集中日の集中度



(出所) 商事法務研究会『株主総会白書(91年版～99年版)』より野村総合研究所作成

¹⁶ 2000年6月総会では、全国取引所上場会社(東証マザーズ、大証新市場部、ナスダックジャパンを除く)218社のうち、第一集中日(6/29)に開催したのは1680社で、集中度は前年比4%減の83.3%であった。なお、第二集中日(6/28)は148社で集中度は7.3%であった。商事法務研究会「資料版商事法務」(2000年7月号)12～13頁参照。

図5 各運用機関における議決権行使の流れ



(注) xは株主総会開催日である。また、各日数は概算である。
 (出所) 野村総合研究所

そのほか、ディスクロージャーについて、議案の内容が詳細でない、または議案の提案理由がはっきりしていないことも指摘されている。特に、招集通知に関する参考書類について、「退職慰労金という社内流出分の金額が明示されていない」「営業報告書では貸借対照表に前年度が記載されず比較できる形式になっていないため、会社のトレンドがどちらを向いているかを確認するには、前年の営業報告書を保管または入手（前年保有していない場合もある）しなくてはならない」「各取締役・監査役の候補者の経歴記載が定型化しすぎて、どの程度の適正があるかわからない」といった意見があった。

事務手続き面での煩雑さという観点からは、紙媒体でのやりとりなどもっと効率化されることが望まれている。例えば、投資顧問会社から信託銀行へ議決権行使の指図書を送るケースにおいて、50ファンドに同じ銘柄がある場合に、銘柄毎の指図書の送付であれば1度の送信で済むが、ファンド毎の指図という取り決めになっているため、50枚の指図書をFAX送信する必要があるなど、時間が差し迫っている中で大変な手間がかかっているようだ。なかには、電子メールでの指図を可能とするところもある。

3. 議決権行使手続きの効率化と E（エレクトロニック）ポーティング

インタビューを総括すると、わが国機関投資家が議決権行使を適切に行う上で、最大の障害は現行商法にあるようだ。特に、招集通知を受け取ってから議決権行使書を返送するまでの期間が短いことや、6月最終週の特定日・特定の時間に公開会社の9割近くが株主総会を開催することは、海外の機関投資家のみならず、わが国機関投資家にとっても問題視されている。保有銘柄の多い運用機関では2週間足らずの間にすべての議案に目を通すだけでも精一杯である。

そこで、こうした障害について制度的解決及び技術的解決の両面から検討を試みた。

1) 英米で拡大する E ポーティング

欧米では、議決権行使を効率的に行う上での障害が認識され¹⁷、ペーパーレスによる時間・コストの節約、国際的に拡散する株主への便宜等により、インターネットやパソコン通信等の手段を使用した E（エレクトロニック）ポーティング（電子的議決権行使）が法律上可能または推進されている。また、議決権行使のインフラとしても、米国では ADP-GPS の Proxy Vote、英国では e-Vote が稼働している。

(1) 米国

米国では、SEC 規則 14A に基づき、年次株主総会における議決権行使は会社による委任状勧誘を介して行われている。95年に SEC が株主に対する電子的な文書の配布を認めたことにより、今日では、委任状および委任状勧誘のための説明書等を電子メールやインターネットを通じて処理、集計することが可能となった¹⁸。99年5月末では、400社を超える企業が E ポーティングを採用している。

ADP（Automatic Data Processing）の子会社である ADP-GPS（Global Proxy Services）は、他に先駆けて、インターネット上での議決権行使サービスを提供している。同社は大企業のほとんどに紙媒体での議決権行使書の配送を手がけていたが、98年に <http://www.proxyvote.com> を立ち上げ、99年より本格的に議決権行使を促進するサービスを開始している。ADP-GPS では、これまで、郵便、電話・FAX、通信ソフト（ProxyEdge）を通じて発行会社と株主間のコミュニケーションを支援していたが、インターネット・ポーティングのシステムを導入したことにより、従来より低コスト・短時間でのやりとりを可能にした。発行会社は、PDF または HTML 形式で委任状および委任状説明書を ADP-GPS に電子メールで送り、ADP-GPS は各株主に振り分け、<http://proxyvote.com> のサイトを通じ

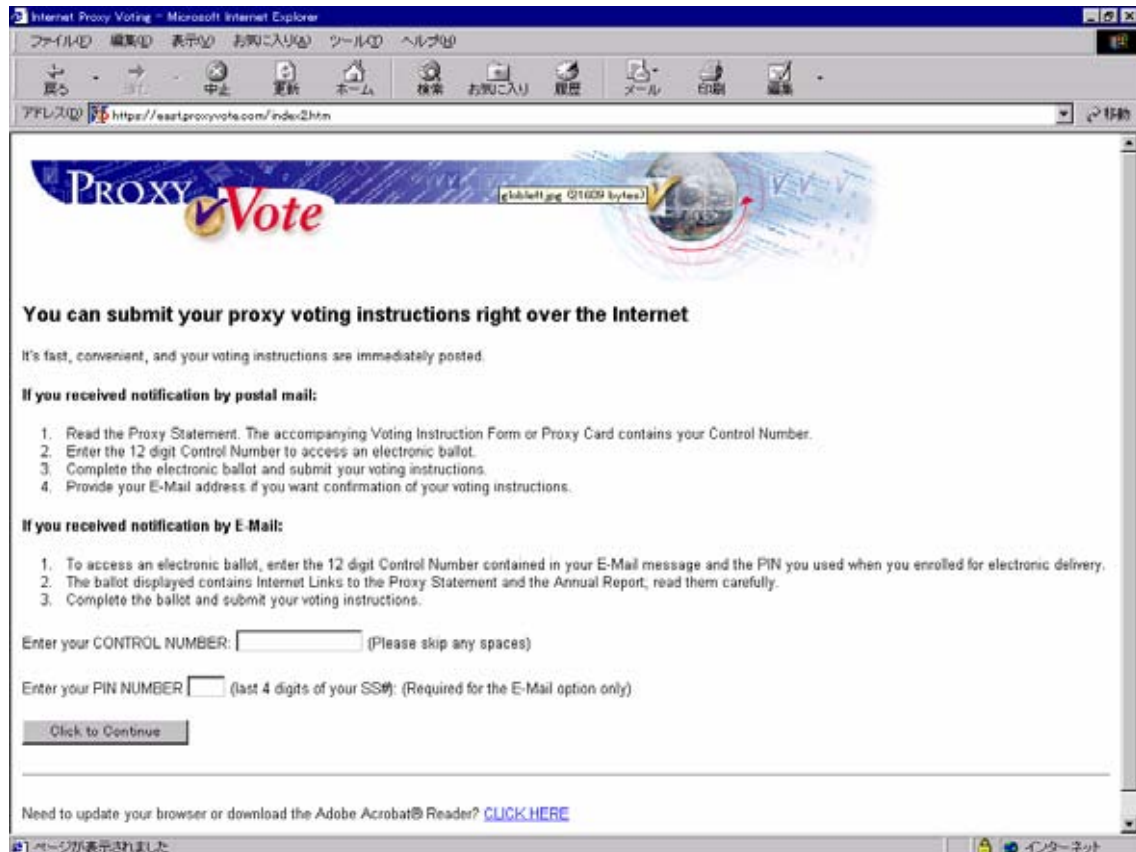
¹⁷ 橋本基美「コーポレート・ガバナンスのグローバル化と市場の効率性」『資本市場クォーターリー』99年秋号参照。

¹⁸ <http://www.sec.gov/rules/proposed/33-7233.txt>, <http://www.sec.gov.rules/prpopsed/33-7234.txt>.

株主からの委任状の指図（図 6）を受け取り、集計して、発行会社に電送する。

なお、ADP-GPS の E ポーティングは証券会社などの「ストリート・ネーム」で株主となっている者向けであり、株主名簿に本人名で登録されている株主に対しては、EquiServe Lp が同様のサービスを提供している（<http://www.vote-by-net.com>）。

図 6 米国 ADP-GPS の委任状指図のためのウェブ・サイト



（出所）<http://proxyvote.com>

（2）英国

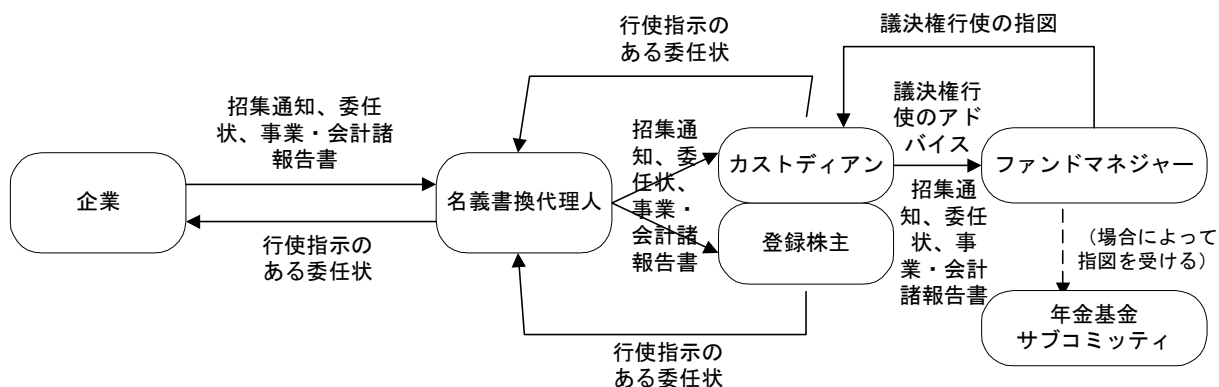
英国では、99年に、英国保険業協会（ABI）と英国年金基金協会（National Association of Pension Funds, NAPF）が、すべての議決権行使をコンピューターで処理し、投票システムの健全化と効率化を図るため、議決権行使手続き（図 7）改善のための委員会（Shareholder Working Voting Group）を設け、Thomson Financial Europe 社と共同して、E ボーディング・システムを立ち上げることに成功した。現在 300 社を超える会社について、機関投資家に対し E ポーティングのサービス（<http://www.e-vote.net>）が提供されている（図 8）。

E-Vote は、すべての英国上場企業が利用可能であり、E-Vote に契約した機関投資家には、インターネットを通じて、上場企業の株主総会の招集通知、委任状、財務報告書を手出し、かつ、議決権行使上のアドバイスや付加的情報も提供し、議決権行使自体もインターネッ

トを通じて行うことができる。年次株主総会の開催に当たっては、発行会社と機関投資家の間に、名義書換代理人やカストディアンも絡んで、保有銘柄の確認や議決権行使のアドバイスなどの情報が飛び交うという議決権行使の過程から紙媒体を省くことによって、作業ピーク時では1日当たり最低3時間の時間を節約し、数週間かかっているカストディアン作業も45分で済むという。また、E-Voteは、時間とコストを節約するとともに、人的ミスをなくし、正確かつ整然とした記録・保管も可能とする画期的なシステムである。

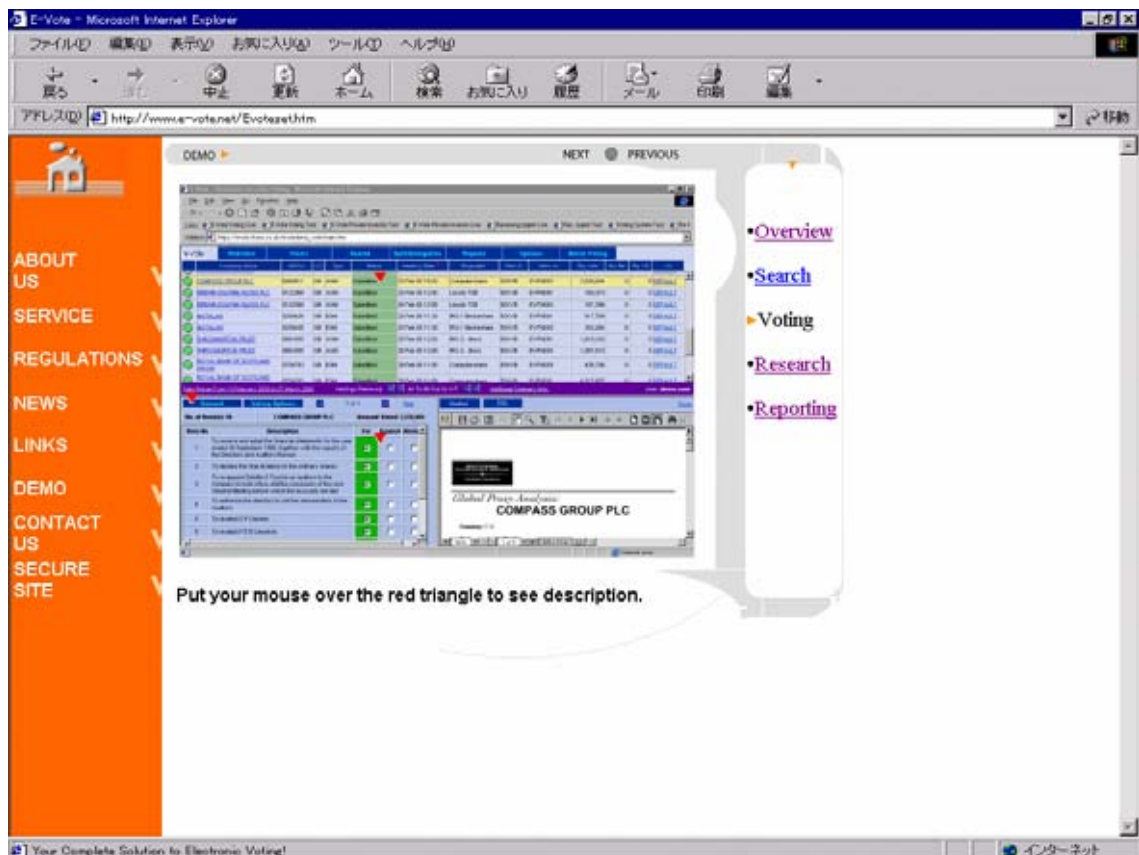
他方、法制上の整備はこれからである。85年会社法では、会社は書面で株主に対して、委任状、招集通知及びその他法定書類を送付しなければならないが、株主の議決権行使には書面の委任状に手書きの署名が必要とされている(369条)。E-Voteは、85年会社法の解釈上問題ないとする法律事務所(Simmons & Simmons)の意見を得てスタートしている。英国政府はコーポレート・ガバナンスに関する問題の解決を優先的課題に位置付けており、E-Voteの前倒し実現には、民間レベルでの早期の取り組みを奨励しているという背景がある。まずは、2000年5月に電子通信法案(the Electronic Communications Bill)が国王の署名を受けて裁可され、Eボートティングが実現可能となった。会社法の改正は2001年4月実施に向けて進行中である。

図7 英国機関投資家の議決権行使の流れ



(出所) 野村総合研究所

図 8 e-Vote のウェブ・サイト



(出所) <http://www.e-vote.net>

(3) 国際的に拡大する E ポーティング

E ポーティングは、フランスやドイツでも法制上の見直しが急がれている¹⁹。

フランスでは、株主総会での議決権行使が厳しく求められていたが、電子署名を伝統的署名と同等の効力を持たせる新法が 2000 年 3 月 1 日に施行され、同年 5 月には、株主総会をインターネット等、新たなテクノロジー・メディアを通じた議決権行使を認める法律が成立したことにより、E ポーティングが法律上可能となった。

ドイツでは、2000 年 5 月に、1965 年株式会社法の改正が政府から提案されている。それによると、電子署名を認め、将来的には、株主に委任状を与えて、オンラインでの株主総会での議決権行使を可能とすることなどが、年末にも施行の見通しである。

そのほか、オランダ、カナダでも E ポーティングを導入する法改正が進んでいる。

¹⁹ 欧州では、EU レベルで電子サイン指令案が採択され、EU 加盟国は 2000 年 12 月 31 日までにこれを国内法化しなければならないという事情もある。

2) 商法改正の見通し

機関投資家の議決権行使に要する時間的制約を取り除く方策として、①株主総会開催日の期限の延長、②株主総会開催に絡む招集通知から議決権行使書の返送までの電子化、③株主総会参考書類の充実を検討する。①と②は発行会社の負担を軽減するという観点から、法制審議会における2002年までに商法の抜本的改正検討事項に挙げられている。

(1) 株主総会開催日の弾力化

議決権行使のニーズが高まってきたこの10年間で、最も問題とされたのは、議決権行使熟慮期間が短いことと株主総会開催日の集中である。

招集通知の発送は、総会日の2週間前にしなければならない(商法232条第1項)。この期間は、株主が議決権行使の準備として義務づけられたもので、通知を発送した日の翌日から起算して株主総会日までに中14日間なければならない。この日数が足りないと、株主総会の招集手続きに瑕疵があるとされ、当該総会での決議は取消の訴えの原因にもなる。商法特例法上の大会社で議決権株主が1000名以上である場合に、書面投票制度を採用している場合には、議決権行使書は株主総会の前日までに到着する必要があるため、熟慮期間はさらに短くなる(商法特例法21条の3第3項)。

逆に、2週間前であればどのくらいさかのぼれるかについては、株主提案の提出期限(商法232条ノ2)である総会開催日の6週間前となる日以降というラインが最長となる。

株主総会は、計算書類の承認(商法283条1項)や株主総会で議決権を行使すべき株主を定めるための名簿閉鎖期間が3カ月以内であること、または基準日は議決権行使をすべき日の前3カ月以内に定めることとする規定等(商法224条ノ3第2項、第3項)より、決算日後3カ月以内に開催しなければならない²⁰。総会に要する手続きを進めていくと、開催日は6月最終週がターゲットとなってくる。決算期が同じであれば、株主総会も同じ頃の開催となり、事実上、開催日の分散は限られてくる。

株主総会の場合だけに権利確定日の原則を外すことは難しいと考えられるが、決算日の変更を強制することもできない。こうした総会日集中や保有会社数の多い株主への配慮から議案熟慮のための期間を実質的に3週間は確保することは可能であると思われる。

(2) 議決権行使の電子化

わが国公開会社の株主総会における議決権行使は、株主総会に出席しなくとも、議決権行使書または委任状という形で行われているが、いずれも書面によることを要件としている(商法監査特例法21条の3第1項、証取法194条、委任状勧誘規則3条)²¹。

²⁰ 会社に対して権利行使をすべき者の確定のための期間は、3ヶ月を超えることができない。また、株主として権利を行使すべき日の前の3カ月以内に確定のための期間を定めなければならない。

²¹ 議決権を有する株主が1000人以上の商法特例法上の大会社では、出席しない株主に対して書面による

電子署名法が成立・公布され、本人確認に関する電子的方法が法律で認められることとなった。わが国でも、招集通知や議決権行使書のやりとりに際して E ポーティングを早急に導入すべきである。

なお、秋の臨時国会では、IT 関連法の改正が大きく取り上げられている。規制改革委員会（委員長：宮内義彦オリックス会長）の公開論点にも、株主総会における E ボーディングや FAX による議決権行使などが掲げられている。

（3）議案書の内容の充実

議決権行使にあたって、時間的な制約以外に、情報的な制約も少なくない。

連結会計や時価会計、退職給付会計など証券取引法に基づくディスクロージャーは、この 2、3 年で大きく前進した。株主および投資家と経営陣との関係を友好に維持する IR 活動も、この数年でかなり充実してきている。一方、株主総会のための参考書類などの株主への直接開示書類は、制度の新設に伴う事項は追加されているものの、株主総会の一般的な議案に関する情報の充実に関しては、手つかずである。また、参考書類は、法定記載事項が厳格に定められており、会社側の自由な記載の余地が少ない²²。機関投資家が議決権行使に当たってスクリーニングを厳格にしたり、会社提案に最終的に賛成しないという判断を取ることを考えると、現状の参考書類上の情報では十分に根拠のある判断を下すことは難しいといえる。

米国では、株主総会における議決権行使（委任状用紙上の指示）に関する情報開示（委任状説明書）も証券諸法上の規則に基づいて行われる。つまり、公開企業に投資をしている株主は、買付、保有、売却の一連の過程において、同じルールの下で作成・開示される有価証券届出書、有価証券報告書および委任状説明書を拠り所とすることができる。

森田教授が提言するように、わが国でも、米国のアニュアル・レポートのような、株主への直接開示情報として、複数事業年度の財務報告や、セグメント情報および連結情報などを盛り込んだ、株主宛年次報告書が導入されることも同時並行して検討されるべきである²³。

（橋本 基美）

議決権行使を認めている（商法監査特例法 21 条の 3 第 1 項）。上場会社では、議決権の代理行使を勧誘する場合、委任状用紙を用い、会議の目的事項について賛否を明記できるよう求めている（委任状勧誘規則 3 条）。

²² 参考書類は、法定記載事項に基づき、通常、発行会社の総務担当者が参加する全国株式懇話会が定めたひな型どおりに作成される。

²³ 森田章「会社法の規制緩和とコーポレート・ガバナンス」（中央経済社）269～281 頁参照。