

外国人株主によるわが国企業への議決権行使

わが国の企業の中で外国人持株比率の高い企業は、これまで主に定足数の確保という観点から、外国人株主の議決権行使に注意を払ってきた¹。だが、最近では、議決権行使を巡る内外の状況変化によって、定足数以外の観点からも、彼らの議決権行使動向に注意を払わざるを得なくなってきた。

本稿では、そのような状況を踏まえた上で、発行体が把握しておくべき外国人株主のわが国企業への議決権行使プロセスに関して、詳しく紹介する。

1. 外国人株主の議決権行使を巡る最近の変化

ここ数年、外国人株主のわが国企業への議決権行使を巡る状況に、いくつかの変化が生じている。

第一の変化は、米国の年金基金を中心に外国人株主の議決権行使が増加している点である。この背景としては、まず外国人によるわが国企業の株式保有比率（金額ベース）が90年代を通じて一貫して上昇していることが指摘できる。2001年度末は、外国人が保有している株式の価格下落が、全体の下げよりも大きかったことなどが影響し、前年度比0.5ポイント下げて18.3%となったが、10年前に比べて保有比率は3倍以上になっている（図表1）。

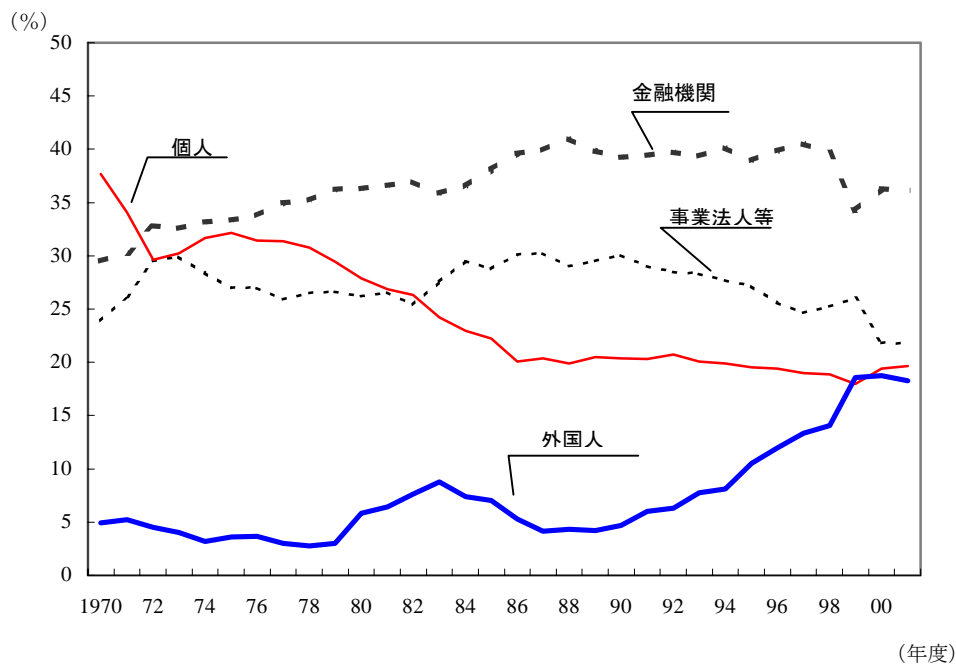
次に、近年、わが国の企業に議決権行使をする外国人株主が増加していることが指摘できる²。しかも、外国人株主は、国内の投資先に対しては、既に議決権行使ガイドラインに照らして問題があると判断した議案に反対票を投じているが、最近では、投資先の外国企業へも同様の対応をするところが増えている。『株主総会白書』（商事法務研究会）によれば、議案に対して「否」の意思表示をした外国人機関投資家等³がいたと回答した企業の割合は、年々増加しており、2001年7月から2002年6月までに開催された定時株主総会を対象にした調査（2002年調査）では29.7%（585社）に達した（図表2）。「否」の指示のあった議案としては、2002年調査では、退任取締役の退職慰労金議案が最も多く、利益処分案、取締役の選任議案が続いている（図表3）。

¹ 定足数に関しては、2002年の商法改正により、株主総会の特別決議の定足数を、定款の定めにより、総株主の議決権の3分の1まで引き下げることが認められたため（従来は過半数）、今後は定足数の確保に腐心する企業数は減少すると考えられる。

² 主に議決権行使事務の関係者に対するヒヤリング調査による。

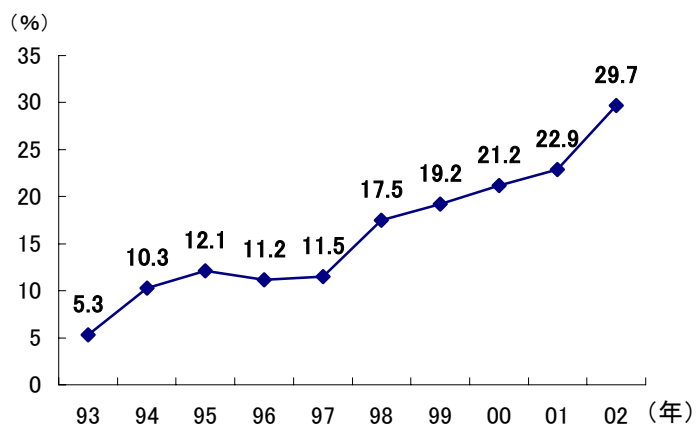
³ 外国人機関投資家（年金基金・投資信託を含む）、国内機関投資家（信託・生損保を含む）、大株主（投資ファンド等を含む）を指す。

図表1 投資部門別株式保有比率



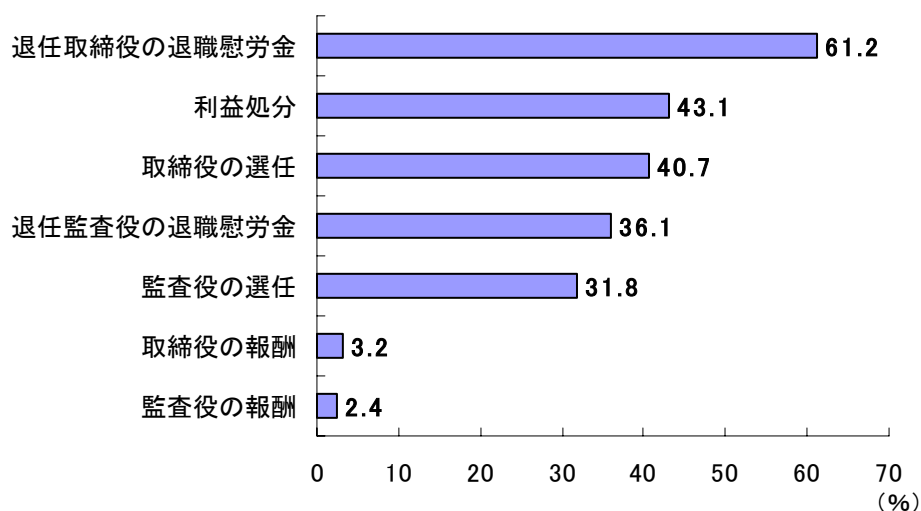
(出所) 全国証券取引所『株式分布状況調査』

図表2 議案に対して「否」等の指示をした外国人機関投資家等がいたと答えた企業の割合



(注) 商事法務研究会『株主総会白書』より野村総合研究所作成

図表3 外国人機関投資家等から「否」の指示のあった議案（重複回答）



(注) 2002年調査。「議案に対して「否」等の指示をした外国人機関投資家等がいた」と答えた585社をアンケート対象とする。

(出所) 商事法務研究会『株主総会白書 2002年版』より野村総合研究所作成

以上のように、外国人株主の議決権行使が活発化すると、彼らの動向次第では、わが国企業の総会議案に対する反対票の割合が高まるおそれがある。

第二の変化は、わが国においても、委任状の勧誘など、株主に対する積極的な議決権行使の働きかけを伴うような株主提案がなされ始めている点である⁴。2002年には、わが国で初めて2件の委任状争奪戦（プロキシファイト）⁵が繰り広げられ、外国人株主の注目を集めた。結局全ての株主提案が否決されたものの、配当の増額や自社株買いの買取り枠の設定、社外取締役の選任などの株主提案がなされた。その際にも指摘されたように、提案の内容によっては、純投資家である外国人株主の多くが株主提案に賛成票を投じる可能性がある。

このように、外国人株主の議決権行使動向が以前よりも発行体にとって重要性を増す中で、わが国企業としては、外国人株主とのコミュニケーションを円滑化するためにも、いかなるプロセスを経て彼らが議決権を行使するのか把握しておく必要がある。

⁴ 『株主総会白書 2002年版』（商事法務研究会）によれば、2001年7月総会から2002年6月総会の期間に、株主提案権の行使があった取引所上場企業は14社であった。株主提案の件数自体はここ数年ほぼ横ばいである。

⁵ 東京スタイル（東証第一部）と日本ドレーク・ビーン・モリン（ジャスダック）のケース。

2. 外国人株主の議決権行使プロセス

1) 複数の“票の仲介人”～グローバルカストディアンとサブカストディアン

外国人株主がわが国企業へ議決権を行使する場合、国内の個人株主による議決権行使に比べて、2つの理由からプロセスが複雑になる。

第一に、株主名簿に記載されている株主と、議決権行使の指図をする主体が、通常異なる点である。

海外の機関投資家がわが国企業の株式に投資した場合、株券の名義は年金基金等の実質株主ではなく、グローバルカストディアンの名義となり、例えば、株主名簿には、“ステート・ストリート・バンク・アンド・トラスト・カンパニー”といったグローバルカストディアンの名前が記載される。グローバルカストディアンとは、海外有価証券の売買決済や保管、複数通貨の統合処理、利子/配当の受け取りといったグローバルカストディ業務を営む銀行のことを指し、年金基金等の機関投資家は、通常、彼らと信託契約を結んで国際分散投資を行う。グローバルカストディ業務は多額の設備投資を必要とする装置産業であるため、合従連衡や淘汰が進み、現在では、一部の欧米有力銀行に受託資産が集中している（図表4）。

図表4 グローバルカストディアンの受託資産（2002年3月末）

順位	銀行名	受託資産(グローバル・カストディー分) (10億ドル)	受託資産全体に占めるグローバルカストディー分の割合(%)
1	シティバンク	3,453	67.0
2	JPモルガン・チェース	2,022	30.6
3	バンク・オブ・ニューヨーク	1,920	28.0
4	ドイチェ・バンク	1,720	47.0
5	BNPパリバ	1,430	80.1
6	ステート・ストリート	1,147	18.1
7	ブラウン・ブラザーズ・ハリマン	528	66.0
8	RBCフィナンシャル・グループ	497	54.0
9	メロン・グループ	492	16.9
10	ノーザントラスト	470	27.4

(出所) Institutional Investor 誌 (2002年9月号)

一方、議決権行使の指図をするのは、グローバルカストディアンではない。年金基金等の実質的な株主が直接議決権行使の指図をするケースもあるが、一般的には、年金基金等から運用を委託された運用機関のファンドマネージャー、あるいは議決権行使の専門部署が行使の指図をする。

しかし、発行体には、グローバルカストディアンの背後に存在する年金基金等の実質株主が誰であるかわからないため、招集通知や議案を含む参考書類はグローバルカストディ

アンに送られる。その結果、議決権行使プロセスにグローバルカストディアンが介在することになる。これは、例えば、わが国の信託銀行が信託勘定で運用している部分に関して、背後に存在する運用機関や、年金基金などの実質株主が誰であるかすぐにはわからないのと同じである。

第二に、外国株式投資においては、現地での様々な事務処理を行う機関がグローバルカストディアンとは別に存在する点である。

グローバルカストディアンは、グローバルカストディー・サービスを提供する全ての市場において、現地で各市場の仕組みに沿った証券の受渡しや保管・決済等を行うために、現地のサブカストディアンを選任する。海外企業への議決権行使においても、このサブカストディアンが利用される。例えば、シティバンクはサブカストディアンを活用して47市場で議決権行使サービスを提供している。国際的な拠点網を持つグローバルカストディアンは、現地法人をサブカストディアンに選任することが多いが、必ずしも現地法人が選ばれるわけではない。ちなみに、シティバンクの場合は、47市場中39市場で現地法人をサブカストディアンに選任している⁶。

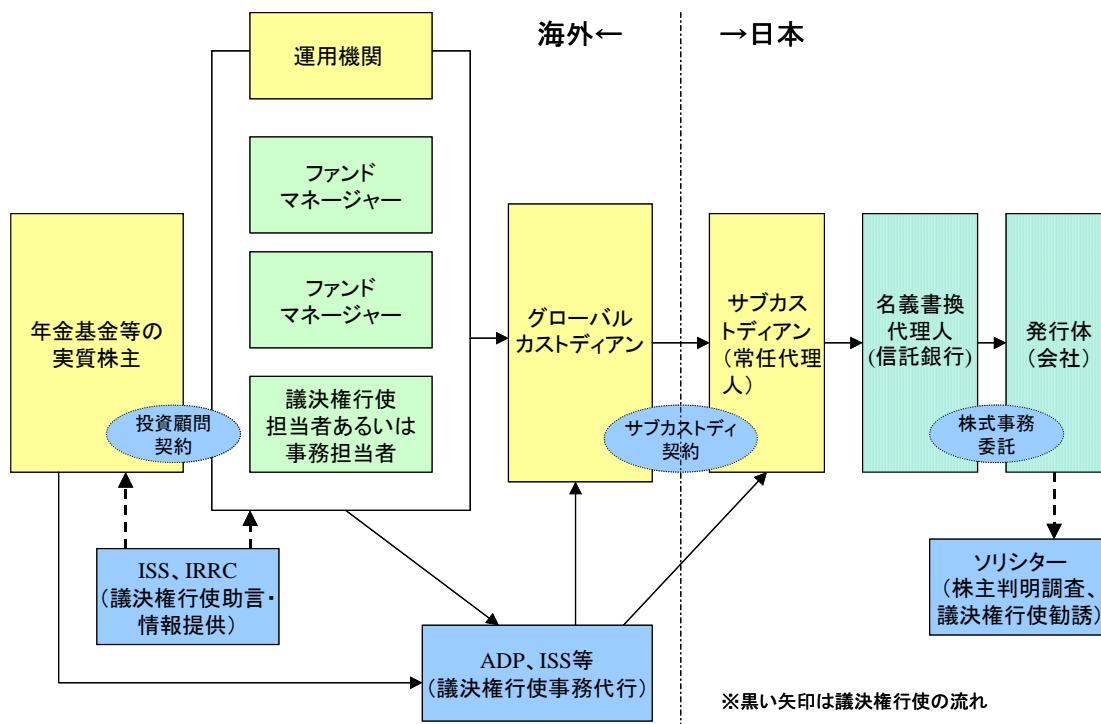
わが国では、銀行や証券会社などが常任代理人としてサブカストディアンの役割を担っている。常任代理人の設置は、法令上の義務ではないが、全国株式懇話会による「外国株主に関する統一取扱指針」に、外国人株主は原則として⁷常任代理人を選任し、名義書換請求権の行使、株主総会における議決権の行使、諸通知の受領、配当金の受領などを委任すべきことが定められている。この指針に基づき、ほとんど全ての外国人株主は、常任代理人を選任している。

以上の2点から、外国人株主がわが国企業に対して議決権を行使する場合は、グローバルカストディアンとサブカストディアンという複数の“票の仲介者”が間に入ることになる。

⁶ 2002年11月実施のヒヤリングによる。

⁷ 国内に通知を受くべき場所を定めたときは、選任しなくてもよい。

図表5 外国人株主によるわが国企業への議決権行使の流れ



(出所) 野村証券資料より野村総合研究所作成

2) 議決権行使のプロセスとカストディアンの役割

(1) 総会情報の伝達

発行体から株式事務の委託を受けている名義書換代理人（信託銀行）は、株主名簿にあるグローバルカストディアンとサブカストディ契約を結んでいる常任代理人に対して、招集通知と議案等の参考書類を郵送する。

サブカストディ契約の内容には、グローバルカストディアンが常任代理人に、ファンドマネージャーからの議決権行使の指図を議決権行使書に記入し、名義書換代理人に送ることのみを求める場合や、加えて議案の通知も求める場合などがある。常任代理人が議決権行使の判断を下すことはない。常任代理人が議案の通知をする場合、名義書換代理人から送付されてきた元の議案のうち、「取締役選任議案」といった議題のみを翻訳し、フォーマットに当てはめるのが一般的で、その内容をファックス、スウィフト（SWIFT⁸）、郵便などの手段によりグローバルカストディアンに伝達する。議決権行使書は、常任代理人の手元に保管する。

グローバルカストディアンは受け取った情報を、自らの持つ顧客のポジション情報に基

⁸ The Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication の略。世界中の銀行間の通信・決済システムで、外国為替の決済などにも用いられる。

づいて、運用機関のファンドマネージャーなど、議決権行使担当者に伝達する。

議案などの総会情報は、必ずしも常任代理人を通して取得しなければならないわけではなく、ファンドマネージャー等は、後述する議決権行使事務代行業者などが用意した、より詳しい英語の議案を参照することもあるという。

(2) 議決権の行使

グローバルカストディアンは、常任代理人が設定した締切日 (cut-off date) までに議決権行使担当者から行使の指図を受け、それらを集計後、結果を常任代理人にファックス、スウィフト、郵送などの手段により伝達する。

常任代理人は送られてきた行使の指図を集計し、議決権行使書に記入して、名義書換代理人に郵送する。これらは全て手作業で行われる。わが国の総会日は6月に集中しているため、常任代理人にとっては、ピーク時には相当の事務負担となる。グローバルカストディアンの中には、常任代理人が実際に締め切りまでに議決権行使書を送付したかどうか確認するところもある。

3) 議決権行使事務代行業者

(1) オートマティック・データ・プロセッシング社

現在、多くのグローバルカストディアンは、外国企業への議決権行使事務を全て、もしくは部分的に代行業者にアウトソーシングしている。議決権行使事務は、労働集約型の作業であり、各社がそれぞれ設備や人員を割いて独自に行うよりも、アウトソーシングした方が効率がよいからである。その結果、米国では、最大手の代行業者オートマティック・データ・プロセッシング社 (以下 ADP) が、議決権行使プロセスの中で重要な位置を占めている。同社はニューヨーク証券取引所に上場し、50年以上の歴史を持つ会社であり、米国最大の給与処理 (payroll processing) サービス業者としても有名である。

同社は、93年に国内企業への議決権行使事務の代行を手がけ始めた。この事業は、国内の企業を顧客としており、SEC規則や、ニューヨーク証券取引所、ナスダックなどの取引所規則により、サービス内容やフィー体系、業務上の権限などに関して規制を受けている。国内企業への議決権行使事務代行に続き、94年に米国労働省が、受託者責任の下にある年金基金に対し、投資先の外国企業に可能な限り議決権を行使するよう通達したことなどを受け、96年から外国企業への議決権行使サービス (Global Proxy Services) の提供を開始した。このサービスのフィーは、そもそも運用機関側のニーズに沿って始めたことと、ADPと外国の発行体が直接つながりを持たないことから、発行体ではなくグローバルカストディアンから取っている。

ADPは2002年現在、シティバンク、バンク・オブ・ニューヨーク、ステート・ストリートなどの有力なグローバルカストディアンを含む16のグローバルカストディアンを顧客と

し、この業務では独占的な地位にある。運用機関等に対して議決権行使の助言サービスを提供するISS（インスティチュショナル・シェアホルダー・サービス）社も同様のサービスを実施しているが、今のところ、ノーザントラストやBNPパリバなどいくつかのグローバルカストディアンが採用するにとどまっている。

（２）インターネット経由の議決権行使の指図

ADPは2002年1月に、インターネット経由でファンドマネージャーが簡単に外国企業への議決権行使を指図できるシステム“プロキシエッジ・ライト（ProxyEdge Lite）”をリリースした。以下に、そのシステムを通じた議決権行使のプロセスを説明する。

① グローバルカストディアンによる顧客のポジション情報配信

グローバルカストディアンは、顧客のポジション情報を毎日ADPに配信する。これによりADPは、外国企業の総会情報を伝達すべきファンドマネージャー等の議決権行使担当者を定常的に把握しておくことができる。

② ウェブサイトへの総会情報の登録と議決権行使担当者への通知

株主総会前には、ADPは、サブカストディアンやローカル・エージェントから、英訳された議案などの総会情報を受け取り、それをProxyEdge Liteに登録する。そして、登録した銘柄を保有し、かつ同銘柄に関して予め議決権行使の意志を表明していた⁹ファンドマネージャーに対して、登録したことを電子メールで通知する。

③ 議決権行使担当者によるウェブサイトへのアクセス

通知を受けたファンドマネージャー等の議決権行使担当者が、ユーザーIDとパスワードを入力して、ウェブサイトアクセスすると、端末の画面上で図表6のようなリストを見ることができる。リストには、会社名、国籍、総会日、指図の状況、総会情報を受け取った日、総会の種類、基準日（record date）、指図の締切日¹⁰などが掲載されている。

⁹ ファンドマネージャーは、全ての保有銘柄について議決権行使をするとは限らない。

¹⁰ わが国企業の場合は、総会の8営業日前に設定している。

図表 6 ProxyEdge Lite の株主総会リストの画面（イメージ図）

Company Name	Country	Security ID	Meeting Date	Voting Status	Meeting Received Date	Meeting Type	Record Date Market	Vote Deadline Date
NTT	Japan	112233	6/26/02	Unvoted	6/14/02	annual	5/26/02	6/19/02
BT	United Kingdom	445566	6/15/02	completed	5/26/02	special	none	6/10/02

（出所）野村総合研究所作成

④ 議決権行使の指図

議決権行使の担当者が、指図を行いたい会社名をクリックすると、当該企業の総会の議案が表示される。そして、画面上のラジオボタン（①for（賛成）②against（反対）③abstain（棄権））をクリックすることによって、議決権行使の指図ができる。これらの指図は、締切の直前まで変更することが可能である。

加えて、ProxyEdge Lite には、継続指図（standing instruction）という機能がある。これは、議決権行使担当者から特に指示がなければ、会社側に賛成の指図をしたことにするという設定で、わが国のように、株主総会が一定の時期に集中するような国の企業に対して議決権行使をする場合などに用いられている。

⑤ 投票の集計とサブカストディアンへの結果回送

指図の締め切り後、ADP は集計を行い、グローバルカストディアンもしくは、直接サブカストディアンへ、ファックスやスウィフトなどの方法で結果を回送する。

以上のような電子的な方法による議決権行使の指図については、郵便、電話、ファックスなどで行っていた従来よりも、簡単に指図が出せるようになったので、行使率が高まるのではないかという評価もある。また、最近では米国だけでなく、欧州の機関投資家の中にも、ProxyEdge Lite を利用し始めているところがある。

4) ソリシター

わが国の発行体が、外国人株主の議決権行使を促進したい場合、ソリシター（solicitor）と呼ばれる業者を使うことがある。

ソリシターがまず行うのは、株主判明調査である。主にファンドマネージャーに対するアンケートや、電話によるヒヤリングといった人海戦術によって、グローバルカストディアンの背後にいる運用機関の議決権行使担当者を割り出してゆく。

そして、割り出したファンドマネージャー等に対して、より詳細な英文議案を送付すると共に、議決権の行使を促す。場合によっては、発行体の経営陣による議決権行使担当者への訪問をアレンジすることもある。

米国では、大企業を中心に、多くの企業がソリシターに対して、株主判明調査や議決権行使事務を委託している。ソリシターは、通常、個人投資家よりも相対的に持分の大きい機関投資家を主な標的として、議決権行使の勧誘を実施する。また、委任状争奪戦の際は、主に発行体側、場合によっては株主側のアドバイザーとなる。ソリシターは、助言する側を勝たせるように、弁護士や投資銀行、PR 会社などとチームを組んで、大々的にキャンペーンを張ったり、議決権行使担当者に強い影響力を持つ ISS のレコメンデーションが得られるようにアドバイスしたりするなど様々な努力をする。

ジョージソン・シェアホルダーが米国最大手のソリシターで、その他に DF キング、マッケンジー・パートナーズ、モロー、イニスフリー M&A といった会社があり、この内のいくつかはわが国にも進出している。昨年わが国で起きた委任状争奪戦においては、会社側と株主側の両方に、アドバイザーとして別々のソリシターがついた。

3. わが国企業に求められる対応

間に複数の“票の仲介人”を挟み、議決権行使担当者とのコミュニケーションがとりにくい中で、わが国企業は、外国人株主の議決権行使の増加にどのように対応してゆくべきであろうか。わが国企業にとって、現時点で想定される最も不本意な事態は、外国人株主が、情報不足等のために議案などについて誤った理解に立った上で、総会議案に反対票又は棄権票を投じてくることであろう。そのような事態を避け、外国人株主に会社の立場や議案の内容を正しく理解してもらった上で、議決権行使をしてもらうためには、技術的な面での改善と、積極的な海外 IR 活動の両方が求められる。

具体的な方策の例としては 3 点挙げられよう。第一に、招集通知や議案等の総会情報を英文化し、外国人株主により詳しい情報を提供することである。

第二に、総会招集通知の早期発送である。わが国企業の株主総会日が 6 月下旬に集中している上、招集通知の発送から総会日までの期間が短いことが問題として指摘されて久しい。外国人株主に適正な判断を下す余裕を与えるという意味で、発送時期を早めることが検討されてもよいであろう。

第三に、M&A 等の大きなイベントの発生や委任状争奪戦になった場合などは、議決権行使担当者に、企業の経営陣が直接会って会社の意見を説明することである。ただ現状では、企業が自力で議決権行使担当者を割り出し、直接会うことは容易ではない。そこで、海外の運用機関を顧客とし、密接な関係を築いているわが国の証券会社や、前項で紹介したソリシターなどの助けを借りる必要があるかもしれない。また、議決権行使担当者への接触に加えて、ISS 社等、外国人株主の議決権行使に大きな影響力を持つ機関に対して働きかけることも有効であろう。

(岩谷 賢伸)