

欧州におけるコーポレートガバナンスの潮流と日本企業

わが国の企業経営者の間で、機関投資家の議決権行使に対する関心が高まっているが、コーポレートガバナンスに関する積極的な発言と聞くと、公的年金を中心とする米国の機関投資家のアクティビズムを想像しがちである。しかし、日本株投資に取り組んできた歴史や投資残高などを考えた場合、イギリスを中心とする欧州の機関投資家も決して無視できない存在であり、彼らの考え方が日本企業に与える影響も大きくなってきているといえよう。本稿では、イギリス、オランダに焦点を当てながら、欧州の資産運用業界におけるコーポレートガバナンスに対する考え方の変化と議決権行使の状況、日本企業に対する見方について概観してみたい。

1. イギリスの状況

1) これまでの経緯と規制改革

まず、イギリスでは、1990年代初めに年金の不正流用事件などが生じたことから年金基金に対する規制改革が実施されていったが、その一方で、年金基金が株主として積極的な役割を果たすことを重視もしくは推奨する報告書が相次いで公表された。例えば、1992年12月に発表された「キャドベリー委員会報告」は、イングランド銀行、ロンドン証券取引所、イギリス経団連、会計専門家などによって構成された委員会（コーポレートガバナンスの金融的側面に関する委員会）が、取締役会会長とCEOの分離、社外取締役を含めた取締役会のあり方などを提言したものである。その後、取締役報酬に関する「グリーンベリー委員会報告」（1995年7月）、コーポレートガバナンスに関する「ハンペル委員会報告」（1998年1月）が出され、前者は株主が長期インセンティブプランを新規に導入する際承認権を明確に有すること、後者は機関投資家は株主の権利として議決権行使の利点を考慮すべきであることを主張した。

さらに、1998年6月には、ロンドン証券取引所によって「コーポレートガバナンス原則」と「ベスト・プラクティス・ガイドライン」を定めた統合規則（Combined Code on Corporate Governance）が出されるに至った。イギリスの上場企業は、アニュアルレポートにおいて統合規則に定められた原則を採用しているかなどの開示を義務づけられることとなり、一方で投資家にとっては議決権行使を判断する上で有用な情報が手に入るようになったのである。

2001 年 3 月に発表された機関投資家の資産運用に関する「マイナーズ委員会報告」も、議決権行使について提言している。本報告で特徴的なのは、イギリスで運用会社による議決権行使が少ないことの本質的な背景を、①運用会社が短期的なパフォーマンスで評価されてしまうこと、②議決権行使を行う企業の年金運用を任される可能性があり議決権を行使しにくいこと、③金融業界に事業法人と対立することを嫌う風潮があること、などであると指摘したことである¹。本報告は、こうした分析の上で、運用会社が注力しなければならないのは年金基金のパフォーマンスである以上、そのためにガバナンスへの積極関与が必要なのだという主張を展開した。そして、米国労働省の 1984 年解釈通達²と同様のコーポレートガバナンスに対する関与が、年金基金と運用会社との契約に盛り込まれるべきだとした。

2) イギリス企業に対する議決権行使の状況

こうした状況の変化を踏まえて、イギリスの資産運用会社は、90 年代後半にかけて、徐々に積極的に議決権を行使しはじめた。

議決権行使に係る各種の問題についてアドバイスしている PIRC (Pension Investment Research Consultants) 社は、1990 年代半ばから、イギリス主要企業における議決権行使の実態や行使された議決権の内容の分析を行っている。同社の実態調査によれば、イギリスの大手運用機関が保有する主要企業 (FTSE350 種総合株価指数の対象銘柄) では、2001 年まで平均 (メディアン) でみて 50%前後の議決権しか行使されていない。また、議決権行使比率は 1994~96 年頃の 35~40%に比べると上昇してはいたものの、横ばいが数年続いていた。しかし、直近の 2002 年調査³では、FTSE350 構成企業に対する議決権行使比率は 57%に急上昇している。上昇の背景には、イギリスの株式市場で上昇しつづける外国人株主比率と、エンロン問題など世界的にコーポレートガバナンスが注目される事件が起きたのを契機にイギリス内の運用会社においても議決権行使への意欲が高まっていることがあげられよう。また、イギリス株式において 80%程度の決済を担っているクレスト社が、2003 年度よりカストディアン向けに新たな議決権行使システムを導入することから、行使比率はさらに上昇すると予想されている⁴。

¹ 落合大輔「イギリス機関投資家運用の問題点—マイナーズ報告書の要点—」『資本市場クォーターリー』2001 年夏号参照。

² 米国労働省解釈通達 (Interpretive Bulletin) 94-2 (1994 年 7 月 21 日)。議決権は年金基金の資産であることから、年金プランの保有する株式の議決権行使は受託者責任に含まれるとした。また、受託者は議決権行使に関する正確な情報を残し、結果を年金加入者に報告することを求めている。

³ PIRC “Proxy Voting 2002” (2002 年 10 月)。2001 年 8 月から 2002 年 7 月までに開催された株主総会における行使状況。機関投資家の自主的な回答によるもの。

⁴ ただし、クレスト社の新システムは会員でない年金基金や運用会社には活用できないので、会員権料が普及の障壁となる可能性がある。そこで、クレスト社は議決権行使の指示だけに絞った特別な会員権 (Voting Service Provider membership) の導入を検討している。

また、会社提案に対して株主が反対の意向を示すことも、徐々にではあるが、増えてきている。同じく PIRC の調査によれば、反対票が 20% を超えた企業の比率は 2002 年で 3%、棄権票が 20% を超えた企業の比率は 6% となっており、ともに増加する傾向にある。

また、2002 年の定時株主総会では、大手不動産開発業のブリティッシュランド社で株主提案があり注目を集めた。米国における新興のアクティブ投資ファンド Laxey Partners が、パフォーマンスおよびガバナンスの向上を目指して、相当量の資産の運営を第三者に委託すること、自社株買いの実施など 3 つの株主提案を行ったもので、いずれも否決されたが、その後の経営陣の姿勢あるいは取締役会議長・CEO の分離などに、少なからず影響を与えたとされている。

経営陣への反対や対抗提案を伴うような積極的な企業経営への関与、すなわちコーポレートガバナンスにおける行動主義（アクティビズム）は、時に他の運用会社の議決権行使に対する態度にも影響を与えることがある。イギリスにおいては、米国の公的年金などにみられるようなアクティビズムは、伝統的にはあまり見られなかった。その中で、ハーミーズ・インベストメント・マネジメント社の動きは、若干異彩を放っている。同社は、イギリスの 2 大年金基金である郵便貯金（Post Office）およびブリティッシュテレコム（BT）の従業員年金の運用を目的として 1983 年に設立された資産運用会社（旧称 PosTel）である。同社は、イギリス最大のインデックスファンドマネージャーのひとつであり、しかも多様なクライアントベースを持つ他の運用会社と異なり議決権行使に対してあまり躊躇する必要がなかったことなども手伝い、コーポレートガバナンス論議におけるリーダーシップを発揮している。また、ロバート・モンクス氏が率いる米国のレンズインベストメントマネジメント社と合弁会社を設立し、現在アンダーパーフォーマーだが経営改革によって潜在的な企業価値を発揮できる企業を選び、積極的に提言することを目的とした「ハーミーズ UK フォーカスファンド」を立ち上げた（1998 年）ことなどでも注目されている。さらに、コーポレートガバナンスの指針として「ハーミーズ原則 The Hermes Principles」を策定し、イギリスのすべての上場企業に送付するなど、企業への提言にも積極的である（図表 1 参照）。ただし、ハーミーズの動きは、決して米国の機関投資家の後追いだけではなく、ハーミーズ原則にみられるようにコミュニケーションを重視する独特のものである。また、敵対的な買収や委任状争奪戦（プロキシファイト）の企業価値への効果には懐疑的であるとす点などでも、米国のアクティビズムとは一線を画すものといえよう。

図表 1 ハーミーズ原則 (The Hermes Principles : 要約)

<p>ハーミーズの優先的な要求は、企業が株主の長期的な利益のために経営されることである。この原則を守る企業は株主だけではなく、その企業と株主が属する経済全体に対しても便益を与えるであろう。株主の長期的な利益のために経営される企業は、従業員、取引先、顧客とも良い関係を築くことが必要であり、また、倫理的に行動し、環境や社会全体に対しても考慮する必要がある。</p> <p>[コミュニケーション]</p> <p>■原則 1 : 企業は、公正、オープン、継続的な株主との対話を求めるべきである。また、企業は自ら目指すプランとその結果予想される財務的な指標などを明快に伝えるべきである。理想的には、目標、プラン、進捗状況は、アニュアルレポートにおいて議論されるべきである。</p> <p>[財務]</p> <p>■原則 2 : 企業は、どの活動・競争力が株主価値の最大化に最も貢献できるかを知ることができるように、適切な方法およびシステムを持つべきである。</p> <p>■原則 3 : 企業は、すべての投資計画を、長期的な株主価値をもたらす可能性という点から、公正にかつ批判的に検討すべきである。</p> <p>■原則 4 : 企業は、無意味な多角化よりもコアビジネスの中で成長機会を追求する投資に資本を配分すべきである。これは買収による成長を考える際には特に考慮されるべきである。</p> <p>■原則 5 : 企業は、コスト効率がよく、経営者を長期的な株主価値をもたらすように動機づける、パフォーマンス評価とインセンティブシステムを有するべきである。</p> <p>■原則 6 : 企業は、長期的な資本コストを最小化するような効率的な資本構成を目指すべきである。</p> <p>[戦略]</p> <p>■原則 7 : 企業は、各事業部門に合致する戦略を有し、かつ発展させ続けるべきである。これらの戦略は、市場の予測および当該事業が持つ競争力について表現されることが望ましい。</p> <p>■原則 8 : 企業は、運営する事業にとって自社がなぜ「最良の親会社」なのかを説明すべきである。最良の親会社でない事業においては、その課題を解決するプランをたてるべきである。</p> <p>[社会・倫理・環境]</p> <p>■原則 9 : 企業は、従業員、取引先、顧客および企業活動に法的な利害を有するものとの関係をマネージするべきである。また、倫理的に行動し、環境・社会全体にも配慮すべきである。</p> <p>■原則 10 : 企業は、社会全体に損害を与える外部化費用を最小化する自主的・法定の方法を支援すべきである。</p>
--

(出所) ハーミーズ・インベストメント提供資料より野村総合研究所作成

3) 日本株に対する対応⁵

イギリスの資産運用会社にとって、クロスボーダーでの議決権行使は依然として複雑で障壁の多い課題と考えられているが、問題の中心は、欧州域内の企業に対して円滑かつ効果的に議決権を行使するにはどうしたらよいかという点におかれているようである。現時

⁵ 本節の記述は、筆者等が 2002 年秋に行った米国・欧州の資産運用会社へのインタビュー調査などに基づいている。2.4)でも同様である。

点では、日本企業に対する議決権行使に関する姿勢・取り組みには、運用会社によって、若干の格差があるとみられる。

その中で、議決権行使に関する判断という点で、日本株のポートフォリオマネージャーに任せる運用会社が多い一方で、最近、一部の運用会社ではコーポレートガバナンス専任の担当者・部署を設置し、議決権行使に取り組ませていることは注目される。後述するように、日本企業の海外 IR 活動においても、こうした内部体制の変化が影響する可能性があるからである。

各運用会社においては、議決権行使ガイドラインを整備しており、具体的な行使にあたっては、何も問題にする論点がなければ経営陣に賛同する方向での議決権行使が多いようだが、委任状争奪戦などが生じた場合には、個別の判断を行っているともみられる。2002 年には、日本でも委任状争奪戦（東京スタイルと日本ドレーク・ビーム・モリンの 2 社）が起きたため、今後のわが国での動向が注目されているが、日本企業に対する情報がそれほど多いわけではなく、また米国の機関投資家ほど議決権行使助言サービス会社に依存しない傾向もあるため、確固たる判断基準が定まっている段階ではないのが実態であろう。中には、日本の商慣習や会社法が異なっていることを考慮して、対日本企業の議決権行使ガイドラインを独自に設定している運用会社もある。

また、コーポレートガバナンス関連での経営改革については、日本企業における社外取締役の積極的な導入に言及するファンドマネージャー・議決権行使担当者が多い。イギリス企業の一部では、社外取締役専任のセクレタリーを置いて、情報収集などの機能を向上させようとしている例などがあるようで、そのような提言も含めて、社外取締役のメリットを強調することが多い。さらに、イギリスがすでに日本企業による海外 IR 活動の拠点のひとつとなっていることが影響しているのか、経営トップとのより直截な意見交換を望む声もある。

2. オランダの状況

1) かつての状況

次に、オランダにおける議決権行使をとりまく状況を概観する。オランダでは、従来、銀行・保険と事業法人の間で株式を相互に持ち合ったり、ファウンデーション（オランダ法に準拠する財団でスポンサーとなる企業との資本関係はない）を設立してそこに議決権を集中させたり、また無議決権優先株式を上場させるなどの方法がとられることも少なくなかった。そのため、オランダの企業においては、議決権行使はほとんど行われてこなかったとされている。

2) ピーターズ委員会報告書

オランダの資産運用業界に、議決権行使への関心を高めさせる契機になったのは、イギリスと同様、学界の専門家・運用会社などで組織した専門家委員会の提言である。このコーポレートガバナンス委員会（Committee on Corporate Governance、通称ピーターズ委員会）が、1996年10月にとりまとめた報告書によって、機関投資家の投資先企業へのコミットメントの方向性が示された。

ピーターズ委員会報告は、別名「40の提言（Forty Recommendation）」と呼ばれ、オランダの有力機関投資家が投資先のコーポレートガバナンスを評価する際に指針としているものである。40項目の提言は、大別すると①監査役会（Supervisory Board）、②取締役会、③株主総会の機能と投資家の役割、④会計監査に関する提言の4分野に分けられる。図表2はその抜粋であるが、監査役会の機能を独立性が高いものにし、取締役会に対してモニタリング機能が十分に発揮されるよう配慮した点が特徴的といえよう。オランダの会社法では、ドイツなどと同様、監査役会と取締役会との「デュアル・ボード・システム」をとっており、監査役会の機能が重視されていることの現われともいえる。

図表2 ピーターズ委員会による提言（抜粋）

分野	提言（抜粋）
監査役会：義務、構成など（1～13）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 監査役会の構成は、各監査役がお互いに、また取締役会から、独立して監査役会の運営にあたるようなものであるべきである。 ➤ 2名以上の元取締役会メンバーが監査役会メンバーになるべきではない。 ➤ 監査役会メンバーの再任については慎重に行うべきであり、一定の任期を設けるべきである。 ➤ 監査役会メンバーは、意見の根本的な相違、利益相反などに直面したときには即時に退任すべきである。 ➤ 監査役会メンバーの報酬は、会社の業績に依存すべきではない。 ・・・（略）・・・
監査役会：手続き（14～20）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 監査役会と監査役会議長の義務は、規則に記載されるべきである。 ➤ 監査役会は、指名・監査・報酬の各委員会の設置について考慮すべきである。 ➤ 最低年一回は、会社の戦略とリスク、取締役会の内部管理の結果についてレビューし、アニュアルレポートの監査役会報告に記載すべきである。 ➤ 監査役会は、最低年一回は、取締役不在の場所で、取締役会との関係、取締役の後継や報酬などの課題を議論すべきである。 ・・・（略）・・・
取締役会（21～25）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 取締役会は、企業の目的、戦略、リスクなどについて監査役会に書面で報告すべきである。 ➤ アニュアルレポートにおける取締役報酬の合計額は、現職の取締役と前職の取締役とに分けて開示すべきである。 ・・・（略）・・・
株主総会の機能と投資家の役割（26）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ すべての企業において、株主総会は、監査役会・取締役会が報告を行う、また彼らが業績について説明責任を負っている場所（フォーラム）である。

<p>～33)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 経営陣は、会社の戦略や配当政策などに対する株主の影響の度合い、その変化、また株主の影響力を向上させるための手立てなどについて検討すべきである。 ➤ 発行済み株式の1%以上、もしくは50万ギルダー以上の株式を保有する株主による提案は、30日前に取締役会もしくは監査役会議長に提出された場合には尊重されるべきである。 ➤ 委任状勧誘システムが導入されるべきである。 ➤ 公開企業の50%以上の持分を取得したものは、しかるべき期間の間に現実的な方法で残りの持分の買取を申し出るべきである。 <p>・・・(略)・・・</p>
<p>会計監査など(34～40)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ アニュアルレポートでは、会社のコーポレートガバナンスに関する原則が説明されるべきである。 ➤ 年次決算の監査はコーポレートガバナンスの最重要な部分を占めている。 ➤ 格付機関のレポートは監査役会で議論されるべきである。 ➤ 自社株買いに関する規制は取り除かれるべきである。 <p>・・・(略)・・・</p>

(出所) Committee on Corporate Governance “Recommendations on Corporate Governance in the Netherlands” (1997年6月25日)より野村総合研究所作成

3) 最近の動向

オランダでは、ピーターズ委員会報告の後に進展した環境変化、すなわち持合いの解消、株式市場の低迷、EU統合などを背景に、年金基金・運用会社の間で、議決権行使に対する関心が徐々に高まってきている。

また、透明性の向上や株主の権利の重視を企業に求めるような規制改革もいくつか行われている。代表的なものでは、政府に諮問された専門家委員会「社会経済会議 (Socio Economic Council)」によって公布された合併憲章 (Merger Code of Conduct) の第一章が、公開買付に関する規則を定めている。この Merger Code of Conduct には今のところ法的効力がないが、ユーロネクスト・アムステルダムが公開買付規制に準用しているほか、EUの公開買付に関する指令 (The 13th Directive) が採用された暁には、実定法化されることが期待されている。また、競争的買収法 (Contested Takeover Bill) でも、オランダの企業が採用する買収防止策に関する制限や排除について取り決めている。さらに、委任状勧誘に関する規則も1999年に定められた。こうした規制改革やエンロン問題の影響で、企業経営者の間でも、透明性が重要であるとの認識が広がっている。

有力な機関投資家の中では、欧州最大の年金基金である ABP (Algemeen Burgerlijk Pensionfonds、2001年末運用資産約1,470億ユーロ) が、取締役会改革などについて発言を積極化している。ABPは公務員、教職員、警察官などの職域年金で、1996年に完全民営化されるまでは株式投資は法律で制限され、運用成績も芳しくなかった。民営化前後から、運用資産における株式の比率を上げ、一方でオランダにおけるコーポレートガバナンス関連の議論に積極的に参加し、さまざまな影響力を示そうと試みている。また、同じく旧国営年金基金である PGGM (医療・厚生関係の公務員年金、2001年末運用資産約500億ユーロ)

ロ) は、2 年前にコーポレートガバナンス専門部署を設置し、「ハーミーズ原則」や「40 の提言」を参考にしながら独自の原則を策定するとともに、実際の議決権行使も積極的に 行おうとしている。また、主要な投資信託運用会社なども、年金基金と同水準のコーポレ ートガバナンスへの取り組みをしようとしている。

4) 日本株への対応

オランダの運用会社においては、国内企業に対する議決権行使への取り組みが遅れていた 経緯から、海外企業についても、従来は議決権行使に積極的ではなかった。しかし、最 近では、公的年金が自ら実質株主 (Beneficial Owner) となって議決権行使を直接行う場合 もあり、また、今後は積極的に議決権を行使するという方針を持つ運用会社が増えている ことから、日本企業に対しても、徐々に姿勢を積極化する可能性がある。

オランダから海外企業への議決権行使については、エレクトロニック・ボーティングの システム導入によって活発化する可能性があるといわれている。実際、ADP⁶がカスタディ アンバンク経由で機関投資家に提供する議決権行使支援システム (ProxyEdge Lite) を新規 に導入し、2003 年度の総会シーズンから活用するという年金基金や、米国の議決権行使助 言サービス会社 ISS (Institutional Shareholders Services) が提供するシステムを導入して、ISS のレコメンデーションにしたがいながら議決権行使を行うとしている運用会社などがある。 日本企業への議決権行使においては、プロセス・メカニズムの複雑さが問題となるケース が多かったため、技術的な側面での改善によって行使がすすむ可能性がある。

日本企業のコーポレートガバナンスについては、取締役構成などの点から国際的な取り 組みから遅れているのではないかと、あるいは自社株買いができなかったことなどから、株 主への利益還元も軽視されているのではないかと認識も一部であるようである。一方で、 日本の会社法が英米法とは異なっていることや、持合いの慣習については、感覚的に理解 しやすいとする声もある。近年、IR を目的にオランダの機関投資家を訪れる日本企業の数 は増大しており、最近の規制改革や自社株買いの動向について、注意深く見始めたという 段階であろう。

3. 欧州委員会による会社法改革の動きと議決権行使

欧州における議決権行使に関しては、さまざまな制度改革の動きがある。その中で、欧 州委員会による会社法の統一あるいは調整へ向けた動きは特に注目されよう。そこでは議 決権行使も大きな話題のひとつとなっているからである。

⁶ Automatic Data Processing 社。米国の議決権行使事務の代行業者で、数年前から米国外企業に対する議決 権行使の支援サービスにも力を入れはじめている。

欧州委員会は、会社法専門家グループ (High Level Group of Company Law Experts) を 2001 年 9 月に設立した。当グループの使命は、どのように EU が欧州域内のコーポレートガバナンスを改善すべきか、加盟国の取り組みを強化すべきかという点にあるとされ、コーポレートガバナンスが主要な論点となっている。2002 年 10 月の最終報告書は、エンロン問題への対応を理由に、グループ設置当初設定されていた期限を延長してまとめられたものである。

「欧州の会社法に関する現代的な規制の枠組みについて (Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe)」と題された最終報告書では、第 3 章がコーポレートガバナンスに対する考察と提言に割かれている。全 16 項目にわたる提言のうち、比較的強調されているのは、情報開示、総会前のコミュニケーション (Pre-meeting communication)、電子的な方法による議決権行使、クロスボーダーの議決権行使である。

例えば、提言 3.1 は「上場企業は、アニュアルレポートにコーポレートガバナンスに関するルールと行動に関する主要項目をカバーした報告を記載すべきである」とする。また提言 3.2 と提言 3.3 は、上記のコーポレートガバナンス報告について、株主総会の議案や委任状をダウンロードできる機能とともに開示すること、株主との質疑応答についても開示することを求めている。

エレクトロニック・ボートイングに関しては、上場企業はハードコピーに加えて電子的方法による議決権行使の手段も講じるべきこと (提言 3.4)、インターネットもしくは衛星通信を通じた総会参加を認めるべきことを唱っている (提言 3.5)。

さらに、クロスボーダーの議決権行使に関して、実質株主 (accountholder) と受託機関 (securities intermediaries) の権利および義務は、議決権の効果的な行使という観点から EU レベルで規制されるべきことを提唱している (提言 3.6)。ちなみに、会社法専門家グループは、オランダの法務大臣が 2002 年 1 月に設立したクロスボーダー議決権行使に関する特別委員会にも協力しており⁷、同年 9 月に最終報告書を受け取っている。この報告書では、①議決権の帰属・認識、②議決権の行使、③情報開示に主要な論点を定め、域内各国での権利落ち日や決済システムの違いなどにも考慮したルールを EU が制定すべきであることを提唱している。

もともと、欧州委員会は 2001 年 7 月に EU の統一的な企業買収規制案を策定したのだが、欧州議会に否決されており、会社法専門家グループには、新たな買収規制の草案を作成することも期待されている。企業買収は、ドイツなど一部の国では、経営陣が事前に買収防止策をとることを比較的容易にする国内法制を採用するなど、EU と加盟国で対立がみられる分野であり、今後の動向が注目されている。

⁷ Jaap Winter 氏 (ロッテルダム・エラスムス大学教授)、Jan Schans Christensen 氏 (コペンハーゲン大学教授) の両氏は双方の専門家グループのメンバーとなった。

4. 欧州資産運用業界の状況と日本企業

最近、日本の企業経営者の間でも、機関投資家の議決権行使に対する関心が高まっているが、どちらかというとも米国の機関投資家にどう対応するかという問題を考えがちであるが、日本株投資に取り組んできた歴史やプレゼンスを考えた場合、欧州の機関投資家も決して無視できない存在である。特にイギリス、オランダは、議決権行使への関心を強めている年金の資産蓄積が欧州最大を誇っており、しかも海外株式での運用比率が高い。

図表3 欧州各国の年金資産と株式運用比率（2000年時点）

	年金資産 (10億ドル)	GDP (10億ドル)	年金資産対 GDP比率	アセットアロケーション	
				国内株式	海外株式
イギリス	1,128	1,396	81%	49%	22%
オランダ	417	378	110%	9%	39%
スイス	321	251	128%	18%	11%
ドイツ	294	1,989	15%	NA	NA
イタリア	250	1,093	23%	NA	NA
スウェーデン	213	221	96%	22%	15%
デンマーク	187	163	115%	16%	13%
フランス	64	1,351	5%	NA	NA
フィンランド	60	121	50%	15%	4%
ノルウエー	50	147	34%	13%	11%
アイルランド	46	85	54%	25%	44%
ベルギー	33	232	14%	NA	NA
スペイン	29	556	5%	NA	NA
ポルトガル	12	102	12%	NA	NA
米国	7,773	9,963	78%	52%	10%
日本	2,277	4,491	51%	38%	19%

(出所) 各国政府統計、OECD、ウイリアム・マーサー資料よりフィリップ&ドリュウ
(UBSグローバルアセットマネジメント傘下)作成

本稿でみてきたイギリス・オランダのコーポレートガバナンスに対する取り組みを、米国と比較すると、いくつかの傾向を指摘できよう。例えば、法規制によるフレームワークを樹立することに腐心するよりは、行為規範（Code of Best Practice）・準則（Guideline）を示して関係者の自主的な努力に期待するアプローチを好む。また、株主と経営者の対話に重点を置き、敵対的な公開買付や委任状争奪戦（プロキシファイト）は必ずしも株主価値の向上につながらないと考える傾向がある。一方で、取引所が議論に積極的に関与したり、社外取締役の重要性を強調する点などは、米国と似ているともいえよう。エンロン・ワールドコム事件以来、米国のガバナンス・モデルの有効性に対して懐疑・批判が強まっているが、日本企業にとっては、相対的に健全に推移しているように見える欧州のコーポ

レートガバナンス関連の議論も、参考になる点が多いと考えられる。

欧州の資産運用業界における議決権行使については、全体に関心は高まっているが、実務レベルでは、運用会社によって、または実質株主によって、取り組みの仕方が異なっているようである。例えば、運用会社によっては、多くの米国機関投資家が重視している議決権行使コンサルティング会社 ISS 社のレコメンデーション通りに議決権行使はしないとしている。

日本企業への議決権行使については、もともと議決権行使が盛んでなかったことに加えて、現在は欧州域内におけるクロスボーダーの合併買収の規制改革などに注目が集まっているため、必ずしも最優先の課題ではないであろう。また、日本企業に対しては、カスタディアンバンクなどを仲介した複雑な議決権行使プロセスを経由しなければならないこと、大部分の上場企業の株主総会が一時期に集中することなど、資産運用会社にとっては事務コストに跳ね返る問題も多い。保有株式数の大きさや影響力からすれば、あまり積極的に動かない、あるいは保有株を売却してしまう方が良いとの考え方も成り立ちうるのである。しかし、現在は、長く続いている日本株の低パフォーマンスに不満が蓄積し、企業経営者に何らかの変化・ショックを期待する声も強まっている状況といえよう。商法改正や 2002 年度にわが国でも起きた委任状争奪戦（プロキシファイト）などを契機に、日本企業の経営、ガバナンスに対する注目度を高めていく可能性も高いといえそうである。

このような欧州の資産運用業界の状況を考えた場合、日本企業としては、海外投資家へのインベスターリレーションズ活動を行う際、ポートフォリオマネージャーに対する企業戦略の説明に加えて、コーポレートガバナンス（あるいは議決権行使）の担当者に対してなんらかのプレゼンテーションおよびディスカッションの機会を持つ、あるいは自社のコーポレートガバナンスに関する説明を加えることが有効かもしれない。この「議決権行使 IR」とも呼ぶべき分野が、日本企業の海外 IR 活動をより効果的にする可能性があるだろう。

(関 雄太)