

【投資家フォーラム 第7回会合 報告書】

テーマ： 議決権行使についての企業・投資家のコミュニケーションのあり方

日時：2016年8月4日 18:30-20:30、2016年9月8日 18:30-18:50

場所：株式会社 QUICK 会議室

参加者：23名

- 目的： ① 企業が議決権行使の内容について機関投資家へ問い合わせても、投資家がなかなか答えてくれないとの声が近時聞かれる。機関投資家は、議決権行使の内容について企業へ十分説明をしているか。仮に十分説明していないとすればどのような理由・背景があるか。
- ② 機関投資家と投資先企業のそれぞれの組織内において、議決権行使について担当者間でどのように情報共有を図ってゆくべきか。
- ③ 以上について投資家の考え方を発信する。また、議決権行使のあり方についても議論する。
- ④ さらに、個別議案開示に関する近時の議論について、機関投資家の考え方を発信する。

以下では、投資家フォーラム 第7回会合における参加者からの主な意見をなるべくそのまま列挙している。なお、議論の所在および内容を明らかにするため、必ずしも両立しない意見はこれを併記している。

1. 議決権の行使内容の説明

- ◇ <問題提起> 企業が議決権行使の内容について機関投資家へ問い合わせても、投資家がなかなか答えてくれないとの意見がフォローアップ会議で出された（注）。企業側の担当者からも、そうした意見を聞くことがある。
- ◇ これは投資家側の認識と合致しない。実際、株主総会開催後に企業から反対理由について質問を受けたり、直接会って議論したいとの申し出がある場合、基本的に応じるという意見が主流だった。ただ、総会前に個別の議決権行使について質問を受ける場合、事後と異なる考慮が必要になるという指摘があった。また、どこまで明確に当該案件への賛否を伝えるかについても投資家の間で差がある。

(注) 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第8回）議事録」上田メンバー発言（2016年6月1日）。

<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20160601.html>

(1) 株主総会開催前

(明確に賛否を説明している)

- 議決権行使基準に沿って、明確に賛否を回答している。
- 会社側の議案に反対するときは、議決権の行使前に会社側へ反対する旨を伝えている。

(明確に賛否の説明までしない場合がある)

- 企業から問い合わせがあれば応えるが、個別議案の賛否については株主総会前であれば明確に回答しない場合もある。
- 議案が固まる前後で対応が異なりうる。議案が固まる前なら、投資家の議決権行使基準を伝えることで場合によっては差し替えが期待できる。議案の確定後は、最終決定でない旨を断ったうえ賛否の感触を伝えている。
- そもそも反対しなければいけない議案は出して欲しくないので、事前に感触をできるだけ伝えている。
- 会社から直接質問を受ける場合と、アドバイザー会社などの第三者経由で質問を受ける場合とで、投資家側の対応が異なる場合もある。第三者経由だと、理由の十分な説明なしに結論だけが独り歩きする可能性もあり、直接連絡を受ける方が望ましい。

(2) 株主総会の開催後

- 議決権行使のシーズンが終わってから来社する企業には、聞かれなくてもこちらから行使内容を伝えるようにしている。
- 議決権の行使結果には興味がない企業が多い。あえてこちらから持ち出さないと議論にならない。

(3) 議決権行使の内容を投資家側が説明していないとの指摘が出た理由

- 企業のIR担当者がファンドマネージャーに質問して、回答を得られなかったケースが相当程度含まれているのではないかと。ファンドマネージャーは一般に議決権行使については知らない。
- ファンドマネージャーが知らないとしても、企業側から質問があれば、普通は議決権行使担当者に繋ぐだろう。連携が不十分だったとすれば残念だ。
- 企業側のIR・SR担当者は、議決権行使方針の内容も把握しており、反対理由も概ね理解しているはずだ。それが経営者や企業の他の部署にまで伝わっているかが問題なのではないか。
- また、企業と投資家との間のコミュニケーションの窓口がしばしばお互いに明らかでないことが関係しているかもしれない。

2. 組織内での担当者間のコミュニケーション

(1) 運用会社内でのコミュニケーション

- 運用会社の社内で、投資判断と議決権行使判断とが整合していることが重要だ。

- ▶ 議決権行使も運用も同じ部隊で実施し、ファンドマネージャーが基準づくりに関わる体制の場合、投資判断と議決権行使判断とでずれは生じない。
- ▶ 千数百社に対し一時期に集中的に議決権行使しなければならないような運用会社では、個別事情に応じてきめ細かく判断することがどうしても困難だ。そのため、議決権行使担当者とファンドマネージャーとを組織的に分ける場合が多い。
- ▶ ファンドマネージャーと議決権行使担当とが、かつては別の組織であったところ、スチュワードシップ・コードの受け入れの過程で、議決権行使基準の検討にファンドマネージャーの意見が反映されるようになった例もある。
- ▶ 個別の議決権行使判断にファンドマネージャーやアナリストが関わるとなると、アクティブとパッシブで基準を変えざるを得なくなるのではないか。
- ▶ 運用会社にもよるだろうが、ファンドマネージャーやアナリストの中には、議決権行使やガバナンスにあまり興味がない者が一定数存在する。対話で接するアナリストやファンドマネージャーに対して、もっと議決権行使やガバナンスに興味を持つべきだと企業側の IR 担当者が思う場合もあるのではないか。
- ▶ 議案によっては、例えば、組織再編などのコーポレートアクション関連の議案などの場合、事前の票読み情報と合わせると自身の賛否が「未公表の重要情報」に近いと見做される懸念があるため、議決権行使担当者とファンドマネージャーは分離している例がある。

(2) 企業内でのコミュニケーション

- ▶ 株主総会の担当者など SR 担当者は、議決権行使の内容について強い関心を持っている。他方で、IR 担当者は議決権行使の内容についてあまり興味を持っていない場合が多いと感じる。
- ▶ 株主総会后に企業側が関心を示さないのは、IR 担当者と SR 担当者の連携に起因する面もあるのではないか。総会前に SR 担当者と対話し、議決権行使において会社側提案に反対した後で、その理由を説明しようとする、IR 担当者は話を聞いていないからあまり興味を示さない場合がある。
- ▶ 議決権行使に関するミーティングへ、企業側の IR 担当者が同席する例も増えてきた。SR と IR の連携がより一層密になっている場合と、依然 SR と IR が別部隊として活動している場合があり、企業側の対応は二極化している。

3. 議決権行使のあり方

- ◇ <問題提起> 企業側が反対理由を最も知りたい場合の一つは、経営トップの選任議案への反対だろう。他の事柄に異議があるが総会議案となっていないから経営トップに対して反対する、といった「メッセージとしての反対」のケースでは、企業側は反対理由が分かりにくいのではないか。

(1) メッセージとしての役員選任議案への反対

(メッセージとしての反対に疑問)

- 企業に対する投資家側の意思表示だとしても、経営トップや取締役全員が不選任となってしまうと、投資家側はその結果に責任を負えるか。反対する場合には、対案を提示することが期待されるのではないか。もしそうだとしたら、米国と違って日本では、対案を用意するほど投資家側にリソースがない。
- 結果的には否決はされないだろうという認識で、反対の議決権行使によりメッセージを送るということには、考え方にある種のねじれがあるように思う。
- 余人をもって代えがたい代表者が選任されないような事態がもし生じるとすれば、それは「個別議案に挙げられていない経営全般に対する意思表示を代表者または取締役に対する不信任で表明する」という議決権行使方針が間違っているということではないか。
- 代表者の選任議案には、よほどの事がないと反対しない。トップに反対するということには重みがあり、反対するくらいなら売却する。
- 規模の小さい企業については、トップがいなくなったら会社経営に支障を来すと心配することがある。
- 投資家は、議決権行使が企業価値の向上に繋がるかを意識して、議決権行使の判断を行っている。社長が辞めたら株価が半分になってしまうようなケースでは、アナリストやファンドマネージャーは選任に賛成する。

(メッセージとしての反対に肯定的)

- 株主からのメッセージを示すのは大事。メッセージとしての反対票を投ずる株主各々は否決まで意図していなくても、それが結果的に株主の総意であれば取締役が全員否決されることもありうる。しかし、そのことが即、経営の機能停止ということではない。総会決議の結果を受けてもう一度取締役選任をする機会があるので、否決になった場合の対案がなければ反対票を投じるのを慎むべきということではないと思う。

(2) 議決権行使基準はミニマムリクワイアメント型にするか、ベストプラクティス志向にするか

(ミニマムリクワイアメント型)

- 多様な考え方を持ったポートフォリオマネージャーがいる中では、最大公約数として、本当に問題が大きい事項に限って反対する方針になりがちだ。
- 議決権行使の件数が増えると、分担して作業をする中で統一的な判断が確保できるよう、定性的な基準はどうしても少なくなりがちだ。
- ミニマムリクワイアメント型だと、誰が判断しても同じ結論が出るし、外部からもわかりやすい。
- ミニマムリクワイアメント型に近い場合、個別対話の場で、反対していないがこの点が実は問題だと指摘するなど、企業へ改善を働きかけることが重要だ。

- 運用会社によって「ミニマム」だと考える水準は異なる。ここでいう「ミニマムリクワイアメント」とは、あくまで概念上の整理の方法だ。

(ベストプラクティス志向)

- 議決権行使基準へ裁量や定性的判断の余地を残すことにもメリットがある。例えば、ある条件を満たしたら還元性向の引き上げが必要だといった基準を設けていると仮定する。その場合も、企業毎の設備投資の時期・必要性や、今期業績が特別利益で嵩上げされているといった個別判断を加えた方が、より妥当な議決権行使が可能となる。
- ファンドマネージャーが投資先企業のファンダメンタルズを精査した結果を、議決権行使判断で尊重しようとするれば、裁量が必要になる。透明性や分かり易さのみを追求することが必ずしも望ましいわけではない。
- 議決権行使基準の位置づけは、投資対象によって異なる。超優良企業に絞って投資するならば、ベストプラクティスを満たしていなければ反対というスタンスも選択肢だろう。他方で、IPOしたばかりの会社に、超優良企業と同じ基準を当てはめると、取締役の選任議案の大半に反対する結果となりかねない。
- 行使基準のハードルを高く設定し、投資先企業にそれをクリアしてもらうことで、企業価値の向上に繋げていくことも重要である。

(3) 議決権を統一行使するか否か

(統一行使が望ましい)

- 機関投資家の意見が企業へより分かり易く伝わる。また、議決権を統一行使することで、より強く企業に働き掛けることも可能となる。
- アクティブであってもパッシブであっても企業価値向上という目的が共通する以上、議決権は統一行使すべきではないか。
- ファンドマネージャーの間で意見の不一致がある場合には両方で議論を行い、どちらかが相手を説得することで統一行使とする方法もある。

(不統一行使の正当性)

- 同一企業に対する議決権行使であっても、投資スタイルや時間軸の異なる個々のファンドマネージャーの意見を議決権行使へ忠実に反映させることで、各ファンドにおいて一貫性ある投資判断と議決権行使判断が可能となる。その結果、運用会社としては、ファンド間で不統一行使の状況が生じる可能性がある。
- 個別の面談を通じた対話を重視する方針であれば、対話の進展についての評価など、定性的判断の余地が比較的大きく、結果として統一行使にこだわることは必ずしも重要ではない。

4. 議決権行使結果の個別開示

- ◇ <問題提起>日本の運用会社も、海外と同様に、議決権行使結果について個別議案ごとに賛否を開示すべきだ、という指摘がフォローアップ会議でなされた。
- 議決権行使の結果について、会社に直接伝えることに問題はないが、一般に公開するとマスコミなどで賛否の結果を過度に強調して取り上げられる懸念がある。その場合、本来、投資家と企業という当事者間の対話だったものが、投資家とマスコミ、企業とマスコミという形で、当事者の信頼関係を越えた別次元の対応となり、対話で積み上げてきた企業との信頼関係にもマイナスに影響する。慎重な検討が必要だ。
- 議決権行使結果の個別開示により、エンゲージメント活動が前進するとは考えにくい。対話の基本は、特別の事情がないかぎり、当事者間の対話内容を第三者に漏らさない、ということだ。個別開示は対話の内容に折り合いがつかないことを外部に公表するようなもので、こうした考え方と整合しない。
- イギリスでは、議案が確定する前の議論が大事だと考えられている。事前に問題視されている議案については、総会の前の段階において投資家と企業との間で対話もたれており、結果として最終議案に関しては賛成の比率が高い。日本でもそういう形になることが望ましい。
- 行使結果の個別開示がなされると、賛否の結果にのみに関心が集中して対決色が強調され、せっかく盛り上がっている対話の機運が削がれる懸念がある。また対決色が強調されると、当事者である企業、運用会社双方にとって、評判という面でのマイナスが大きい。
- エンゲージメントや企業のガバナンスを前進させる、という観点から個別開示のメリットが大きいとは考えにくい。一方、システム面での対応など運用会社のコスト負担は大きい。一律に個別開示を強制することには弊害が多いように思う。利益相反の問題が懸念される場合については、第三者機関に議決権行使を委託するなどの対応が可能だ。

<投資家フォーラムについて>

日本が高齢化と人口減少に直面する中、いかに国富を維持・形成するかは国民にとって重要な課題です。この課題に取り組むためには、価値を生み出す資本の一層の有効活用、すなわち人的、知的そして財務的資本をより有効に組み合わせて新たな価値を創造することが求められます。それを行う場が企業です。個々の企業が競争力と収益力（稼ぐ力）を強化することが、日本全体として価値を創造する力を養うために必要な条件と考えます。

一方、投資家の役割はこうした課題を担う企業に対して資金を提供すること（新規公開や増資のみならず、内部留保もその一つ）です。投資した資金からリターンが生まれ、それがさらに再投資されて企業に一層の価値創造を促す。そうした好循環をつくりだすインベストメント・チェーンの一端を担う主体として投資家にも重要な役割“スチュワードシップ責任”が期待されています。

こうした観点から我々は企業の長期的な価値創造の取り組みについてより深く理解し、その上で企業が直面する課題について上場企業の方々と虚心坦懐に話し合いたいと考えています。

このような我々の関心に対して、コーポレートガバナンス・コードの施行により「株主との対話」のための環境が一層整うと期待される半面、日本版スチュワードシップ・コードや伊藤レポートが指摘^(注1、2)するように、機関投資家等が知識や経験を共有し、企業との対話や判断を適切に行う「実力」を高める必要性が求められています。

そこで我々は、機関投資家が投資先企業に対するスチュワードシップ責任を適切に果たす実力を備えることを支援し、もって機関投資家と投資先企業との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長へ貢献することを目的として、「投資家フォーラム」を運営しています。

(注1) 日本版スチュワードシップ・コード指針 7-3

「対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。」

(注2) 伊藤レポート (p.90)

「企業との対話に向けた『実力』を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することも重要である。対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう。」

*投資家フォーラムの活動内容については下記のHPをご覧ください。

<http://investorforum.jp>

以上