

<ノート>

## 米国にみる機関投資家の議決権行使の現状

年金研究所 高村 静

### 要 約

株主行動にはコストとベネフィットがありそのトレードオフで決まる株主利益は、状況次第で変わってくる。株主行動を積極化させた方がよい場合として、エージェンシー問題<sup>1</sup>が深刻な場合がある。特に株主提案が株式総会で通りやすい状況では、積極的にエージェンシー問題の深刻な項目に対し、株主行動をとることが株主の利益になると考えられる。

議決権行使の受託者責任が明らかであるDB制度に対し、DC制度では必ずしもそうではなく、投資信託の運用会社は、年金ビジネスでの取引関係の深い企業に対して経営者寄りの議決権行使を行っている指摘されることもあったが、SECは2003年7月以降の投資信託の議決権行使について、議決権行使基準とプロセス、実際の行使結果等に関する情報開示を求めている。投資信託も今後一層株主よりの判断を示す機関投資家となっていく可能性が高く、それによって株主行動は株主総会で支持されやすくなり、有効性を高めるものと思われる。

なお、エージェンシー問題の深刻な「entrenchment」項目については、一般のガバナンス項目よりも、株主の価値を損ねているとの米国における分析結果もあり、実際米国では、株主はこれらの項目に対する株主行動を積極化している。

東京証券取引所による電子投票システムの提供など、議決権行使のためのプラットフォーム整備の動きも、株主行動への追い風になるだろう。外国人投資家、国内外機関投資家の議決権行使のしやすさの向上は、企業のコーポレート・ガバナンスに対する株主の監視を強め、支配権を巡る争いをも増加させることが予想される。企業には経営の効率化と株主価値の向上を目指す経営がより一層求められる。浮動株式を吸収し安定株主をつくる1つの方法にESOPがある。安定株主化対策といった観点からESOPを検討してみるのも一考である。

### 目 次

1. はじめに
2. 株主行動の効率性
3. 投資信託と議決権行使の現状
4. エージェンシー問題と株主価値
5. 日本への示唆
6. おわりに

<sup>1</sup> 本人(principal)と代理人(agent)との間の利害の不一致から生じるさまざまな問題。株式会社では、株主がprincipal、経営者がagentとして扱われる。

## 1. はじめに

90年代以降の株式の持ち合い関係解消とともに、年金資金を運用する国内外の機関投資家、企業の合併・買収(M&A)を促進する投資会社などが、株主としての存在感を高めている。

長期にわたった持ち合い関係のもとでは重視されることの少なかった株主提案や議決権行使といった株主行動(Shareholder activism)だが、新たに存在感を増してきた株主は、積極的にこれらの権利を行使し、企業のコーポレート・ガバナンスに関与しようとする志向をもつ。実際、今年6月の株主総会では、取締役会による提案が、年金資金を運用する機関投資家を中心とする株主の反対によって否決されるというわが国ではじめての事例<sup>2</sup>が生じたが、支配証券としての株式に対する関心は、今後ますます高まるであろう。

本稿では、第2節で株主行動が効率性を確保するための条件を整理し、第3節ではDC制度の資産の運用先として重要な位置を占める投資信託の米国での議決権行使の状況を紹介し、4節では、エージェンシー問題が特に発生しやすい項目が株主価値を損ねているとの実証研究を紹介、米国ではそれらの項目に対する株主行動が活発化している状況を紹介する。5節では日本市場での今後の議決権行使に関し示唆される点について考えてみる。

## 2. 株主行動の効率性

株主行動とは法的な企業の所有者である株主が、経営者に委託している経営判断の一部を自ら行うことであり、直接的に経営判断を示す方法として議決権行使と株主提案がある<sup>3</sup>。株主行動の具体的なコストとベネフィットについて、多くの米国の文献を分析しつつ論じた佐々木(2002)によれば、エージェンシー関係<sup>4</sup>にある株主と経営者の間における株主行動の有効性の問題とは、「何を経営者に任せて何を株主が意思決定するかという問題」であるという。株主は、株主がどこまで意思決定に関与することが最も効率的かを考慮し、株主行動を起こす必要がある。佐々木(2002)は Aghion and Tirole(1997)の権限委譲モデルを基に、株主および経営者が経営判断につき込むそれぞれの努力水準は、そのそれぞれの努力とそれによって相手の努力を減少させる程度(コスト)の結果得られる自身の効用(ベネフィット)が限界点に達するところで決まることを説明している。このモデルは、1) エージェンシー問題の程度が大きいと、経営者の判断が株主の効用を満たす程度が低くなること、2) 経営者の努力水準は、株主行動が積極的になるほど低下すること、3) 経営判断に必要とされる情報や専門知識の量が多い場合、それらに劣る株主の努力量は増加し、努力量は加速度的に株主の負担量を増加させること、等を前提に、次のようなインプリケーションを与える。

株主総会で株主側の提案が通りやすい状況の想定のもとでは、エージェンシー問題

<sup>2</sup> 授権資本枠の拡大を提案した東京エレクトロン、横河電機、ファナックの3社である。

<sup>3</sup> 間接的に経営判断を示す方法としては、選任した独立取締役(Independence director)を通じた経営関与がある。

<sup>4</sup> 法的な所有者である株主(依頼人、委託者)が経営者(代理人、受託者)に企業経営を委託している関係。受託者(経営者)の企業経営に関する受託者責任の遂行体制を問うものが、コーポレート・ガバナンスであると捉えられる。

が深刻である場合には、株主行動による利益が経営者の努力低下というコストを上回るため、関与を強めたほうがよい、株主と経営者間のエージェンシー問題が深刻でない場合や、判断に高い専門性を必要とし株主の努力負担が大きくなるような問題である場合には、株主行動は行わないほうが望ましい、等である。

一方、経営者側に立って議決権を行使する株主が多く、よい株主提案を行っても却下される可能性が高い場合には、株主にとって最適な株主行動への努力水準が低下する、経営者と株主の利害が一致する(エージェンシー問題が深刻でない)条項に関して株主行動をとったほうが好ましい、という内容に変化する。

今後の議論の展開のために以上の内容を整理すると、企業の株主構成上経営者に近い立場で判断する者が多い(株主の意見が通りにくい)場合には、エージェンシー問題が深刻な項目に関する株主行動は取らないほうが効率的である一方、株主の意見が通りやすい株主構成である場合には、エージェンシー問題の深刻な条項ほど、株主行動をとったほうが効率的であるということである。

### 3. 投資信託と議決権行使の現状

米国における、内国歳入法 401 条(k)項に該当する従業員退職給付プラン(以下、「401(k)プラン」と呼ぶ)の資産残高の増大は、株主の議決権行使の効率性にも大きな影響を与えつつある。

ERISA に準拠する確定給付型(Defined Benefit)の退職給付プランでは、議決権も企業年金の資産であり、議決権行使も受託者としての行為の中に含まれるとの労働省の見解(1988年、エイボン・レター<sup>5</sup>)があり、議決権行使の受託者責任は明確である<sup>6</sup>。

一方、401(k)プランをはじめとする確定拠出型の年金資産の議決権行使の責任の所在は必ずしも明らかではない。むしろ投資信託を提供する運用会社は401(k)プランのプランスポンサーである企業との年金ビジネス上の取引関係を重視しがちで、本来的な受益者との間に深刻な利益相反を起こしているのではないかと、との指摘もあった<sup>7</sup>。

これらの疑念に対し、2000年12月、1,300万人(当時)の労働組合員を抱える米労

<sup>5</sup> 経営者が、その企業の株式を年金資産として保有する他の多くの経営者に、議決権行使にあたり年金基金や運用会社に圧力をかけるよう要請したという事例に対し、労働省は複数の年金基金の議決権行使状況を調査した上、エイボンの年金基金の受託者に対して、経営者の圧力行使を警告する書簡(エイボン・レター)を出し、公表した。エリサ法には議決権行使に直接触れた規定がないため、議決権行使に対する受託者責任規定の適用を明確化したエイボン・レターは、その後も注目され、米国労働省は1994年にエイボン・レターの見解を、年金基金の海外での議決権行使についても拡大した。

<sup>6</sup> 1994年に出されたERISAの解釈通達の中では、資産の一部である議決権行使に関する方針(「議決権行使ガイドライン」)は投資方針文書の重要な一部であり、記名受託者(基金で定められた責任者、Named Fiduciary)は外部資金運用者に対して、議決権行使ガイドラインを含む投資方針文書の内容に従うよう要求しなければならないこと、外部資金運用者は、指示された内容がERISAに反しないがきり、その内容を遵守する義務を負うこと、また記名受託者には外部資金運用者を監督する義務があること、外部資金運用者に投資を委任した場合には、もっぱら投資マネージャーが議決権行使の義務と責任を負うこと、を明らかにした。また、外部資金運用者の活動報告とそれを監査した記名受託者の監査報告は文書化されていなければならない。

<sup>7</sup> 例えば2002年に、投資信託の議決権行使状況の開示を要求するSECの書簡の中に、Tyco Internationalから従業員のベネフィットプランのアドミニストレーターであり同社より年間数百万ドルの手数料を受け取っているFidelityに関し、同社に対し社外取締役選任を要求する株主提案に反対したことは(歴代経営者による会計及び財務上の不正があったことを認め自らの取締役再任を否定している取締役が9名いるにもかかわらず)だれの利益のための行動であるか、と言及している。(http://www.sec.gov/rules/proposed/s73602/s73602formletterg.htm)

働総同盟産別会議 (AFL-CIO)<sup>8</sup>は SEC に対し、401(k)プランに関わる問題として、投資信託の議決権がどのように行使されているのか、行使状況の調査並びに行使状況の開示を運用会社に課すよう要望した。

2002年9月には、投資信託の運用会社と登録投資顧問者は、SEC から議決権行使方針と行使のプロセスおよび行使の状況について報告するよう求められ、2003年7月以降、毎年6月末までの1年間の議決権行使の記録を、それぞれの年の8月末までに、N-PX 報告書により開示するように要求されることとなった。

この開示規制による初めての報告書 (2003年7月~2004年6月を開示期間とする投資信託の議決権行使状況) が2004年に開示された。

開示情報を、投資信託の運用会社と、年金関連のビジネス上の取引関係がある企業との関係にフォーカスして分析した G. D. Davis and E. H. Kim (2005) の研究に依拠し内容を概観してみる<sup>9</sup>。

彼らの分析によると、分析対象となった892社のFortune1000企業のうち、30社以上を顧客にもつ運用会社はデータを集計した23<sup>10</sup>の運用会社グループのうち6グループ (Fidelity, Vanguard, American Fund, Putnam, AIM/Invesco, T. Rowe Price)<sup>11</sup>であった。この大手6グループの退職給付プランに関する手数料収入の目安 (表1) と、ポートフォリオによる企業の株式組入れ状況は下表 (表2、表3) の通りである。

<sup>8</sup> 発足から50年目の2005年、8月の年次総会開催を前に、複数の産別労組がAFL-CIOから離脱、離脱した産別労組は新組織を結成した。AFL-CIOが製造業を中心とした活動を行っていたのに対し、サービス業を中心とするサービス従業員労組8SEIU)、トラック運輸労組、食品・商業労組、縫製・繊維労組などが離脱した。離脱後の組合員数は800万人程度に減少した模様である。

<sup>9</sup> 企業年金を実施する企業が労働省ならびにISR(内国歳入庁)に提出する退職給付プランに関する報告書Form5500、運用会社の資本関係に関するデータ、および投資信託の議決権行使の状況を開示するN-PXの3つの情報ソースをもとに、分析をしている。Form5500からはFortune1000に含まれる企業のうち、公開企業でかつ機関投資家による株式の所有が行われている企業892社について、実施する退職給付プランに関し、年間5,000ドル以上の手数料を支払っているサービスプロバイダー<sup>9</sup>の名称と金額をデータとして取得している<sup>9</sup>。資産運用手数料については、委託している運用会社ごとの資産残高に一律50bpを乗じて求めており、必ずしも正確な数値ではないが、分析用の概算値として算出している。また、議決権行使の状況については同じ資本系列に属する運用会社のグループ全体として見るため、運用会社の資本構成に関するデータを取得し、グループ会社を特定している。N-PXファイルからは、2003年7月~2004年6月までの運用会社ごとの議決権行使の記録に関する情報を取得している。

<sup>10</sup> Fidelity, Vanguard, American Fund, Putnam, AIM/Invesco, T. Rowe Price, Alliance Capital Management, American Century, Ariel, Barclays, Dreyfus, Franklin, Janus, Legg Mason, Oppenheimer, PIMCO, Schroder, Scudder, State Street Global, CalPERS, CREF。公的年金であるCalPERSとCREFの議決権行使に関するデータはそれぞれのウェブサイトから取得。

<sup>11</sup> 年間に、100万ドル以上の運営手数料を支払う大口の顧客が、Fidelityには18社、Vanguardには6社、Americanには7社、Putnamには7社、AIMには2社、T. Rowe Priceには6社ある。

表1 運用会社グループごとの運営手数料収入の目安

	手数料の平均値 (ドル)	手数料の中央値 (ドル)	手数料(目安) (百万ドル)
Fidelity	429,080	106,193	87
Vanguard	581,156	110,672	45
American Funds	541,586	200,043	29
Putnam	362,255	159,665	30
AIM/Invesco	252,528	91,407	14
T. Rowe Price	373,316	189,857	20

- 注)1. G. F. Davis and E. H. Kim "Would Mutual Funds Bite the Hand that Feeds Them? Business Ties and Proxy Voting" Table 1 より作成。  
 2. データは Form5500 より取得。プロバイダーサービス手数料は直接支払われた金額、運用手数料は、資産運用残高に一律 50bp を乗じて得られた額とし、その合計額を手数料の目安として表示。  
 3. 各運用会社グループごとに、グループに属するすべての会社の数値を合計して算出。

表2 運用会社グループごとのポートフォリオへの顧客企業株式の組入れ状況(1)

	ポートフォリオ 組入銘柄数 (A)	うち顧客企業 (B)	(B)/(A)
Fidelity	779	178	22.8%
Vanguard	863	79	9.2%
American Funds	366	32	8.7%
Putnam	701	69	9.8%
AIM/Invesco	703	50	7.1%
T. Rowe Price	651	38	5.8%

- 注)1. G. F. Davis and E. H. Kim "Would Mutual Funds Bite the Hand that Feeds Them? Business Ties and Proxy Voting" Table 2 より作成。  
 2. 「ポートフォリオ組入銘柄数」「うち顧客企業数」とともに、同じ資本系列に属するすべての資産運用会社の数値を合算。

表3 運用会社グループごとのポートフォリオへの顧客企業株式の組入れ状況(2)

	顧客企業数 (A)	うちポートフォ リオ組入企業数 (B)	(B)/(A)
Fidelity	200	178	89.0%
Vanguard	80	79	98.8%
American Funds	49	32	65.3%
Putnam	84	69	82.1%
AIM/Invesco	59	50	84.7%
T. Rowe Price	52	38	73.1%

- 注)1. G. F. Davis and E. H. Kim "Would Mutual Funds Bite the Hand that Feeds Them? Business Ties and Proxy Voting" Table 2 より作成。  
 2. 「顧客企業数」「うちポートフォリオ組入銘柄数」とともに、同じ資本系列に属するすべての資産運用会社の数値を合算。

表 4 企業との取引関係の有無と投資規模

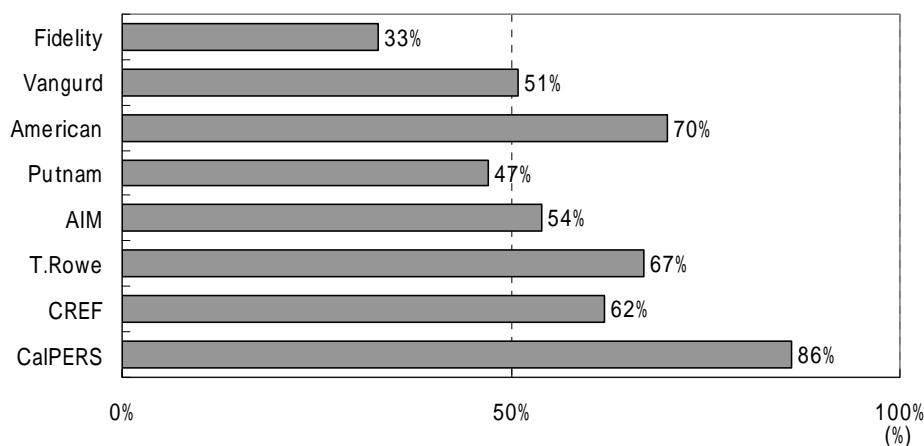
(単位：百万ドル)

		ファンドが保有する1 銘柄当りの時価総額 の平均値(Mean)	ファンドが保有する 1 銘柄当りの時価総 額の中央値(Median)
Fidelity	顧客企業	605	87
	非顧客企業	375	71
Vanguard	顧客企業	220	38
	非顧客企業	159	25
American Funds	顧客企業	590	404
	非顧客企業	387	173
Putnam	顧客企業	178	16
	非顧客企業	187	21
AIM/Invesco	顧客企業	89	11
	非顧客企業	52	4.3
T. Rowe Price	顧客企業	71	9.7
	非顧客企業	68	10

注) 1. G. F. Davis and E. H. Kim "Would Mutual Funds Bite the Hand that Feeds Them? Business Ties and Proxy Voting" Table3 より作成。

2. 顧客情報は 2001 年の Form5500 より取得、保有銘柄の時価については 2001 年第 2 四半期の Compact Disclosure for second quarter より取得。

図 1 経営陣と利害が対立する株主提案に対し「賛成」の議決権行使を行った割合



注) 1. G. F. Davis and E. H. Kim "Would Mutual Funds Bite the Hand that Feeds Them? Business Ties and Proxy Voting" Table 4 より作成。

2. 経営陣と利害が対立する 6 つの区分 ( 独立取締役議長の要求、CEO が取締役会議長を兼任しないこと、ポイズン・ピルの導入時・消却時には株主総会の議決を必要とすること、ストックオプションの付与、費用計上、期差任期取締役会の廃止、ゴールデン・パラシュートの導入時・廃止時には株主総会の議決を必要とすること、取締役の選任に関する加重議決権を認めること) に分類される株主提案に賛成した議決権の行使状況。
3. 運用会社グループごとに、グループに属するすべての会社の議決権行使状況を合わせて算出。
4. Fortune1000 のうち、かつ機関投資家による株式の所有が行われている企業 892 社が対象。

運用会社のポートフォリオ組入銘柄数のうち、顧客企業が組み入れられている比率は1社を除いて5~10%程度とそれほど高い水準ではないが(表2)顧客企業がポートフォリオに組み入れられる比率は1社を除いて70%以上と、かなり高い割合になっている(表3)。また、ポートフォリオで保有する顧客企業1銘柄あたりの時価総額は、顧客でない企業の値にくらべほとんどのケースで高くなっている。しかし顧客であるというステータスと、ポートフォリオへの組入れ比率、あるいは組入額の大きさを分析した結果、両者には有意な関係はないとしている。

議決権行使状況(図1)との関連については、次のような分析結果が得られている。

まず、運用会社はあらかじめ制定した議決権行使基準に従って議決権を行使しており<sup>12</sup>、顧客であるか否かという企業のステータスによって、議決権行使態度を変えているという証左はない。その意味において、利益相反行為は行われていないといえる。

次に、各運用グループの議決権行使基準に関して、図1に見られるような「経営陣と利害が対立する株主提案に賛成票を投じた割合(%)」を従属変数とし、「Clients(顧客数)」、「Finance Parent(銀行・保険会社等の金融会社のグループ会社ダミー)」、「Size(運用会社に所有される時価総額)」を独立変数として23の運用グループのデータを分析すると、「Clients」は「%」に常にマイナスに有意であることが検出され<sup>13</sup>、また、同様に独立変数に「Log[fees](手数料のlog)」、「fees/size(手数料を資産運用残高の時価総額で除したもの、運用資産1単位当たりの手数料水準)」、「#recordkeeper contracts(レコードキーパーの契約数)」を用いて分析した結果では、顧客と緊密な関係の代理変数と考えられる「#recordkeeper contracts」がマイナスに有意であることが確認されている<sup>14</sup>。更に上記モデルに、「Index%(各運用会社グループが運用する株式ファンドのうち、インデックス運用ファンドであるものの時価総額比)」や、顧客企業数に特殊値をもつ3グループ<sup>15</sup>を分析対象からはずした分析も行っているが、傾向は変わらなかった。

以上の分析から筆者らが導いた結論は、投資信託の運用会社は株主行動に関して、対象企業が顧客であるか否かというステータスの違いによって態度を変えるような利益相反は行っていないが、顧客企業の経営陣と対立する行動を避ける傾向があるということである。

”Would Mutual Funds Bite the Hand that Feeds Them?(投資信託は飼い主の手を噛むか?)”という論文のタイトルに対する彼らの回答としては、“飼い主の手を噛むリスクを回避するために、なるべく手を噛まずにすむような基準を設けたルールに従って行動している”ということである。

しかし、図1を見ると、投資信託の運用会社6グループのうち4グループは、経営

<sup>12</sup> 基準はグループ全体で統一的に定めている場合もあれば、細部の判断についてはファンドごとに設けられたアドバイス・コミッティーに裁量権が残されているような場合もある。

<sup>13</sup> Financial Parentsはマイナスだが有意ではなく、Sizeには一定の傾向がなく有意ではなかった。

<sup>14</sup> 「Log[fees]」は「fees/size」はネガティブであるが、有意ではなかった。

<sup>15</sup> レコードキーパーの契約件数がゼロであるCalPERSとCREF、次点の2.5倍の契約件数をもつFidelityの3グループ。

陣と対立する内容の株主提案に、半分以上の賛成票を投じている。投資信託は株主と経営陣に対してほぼ中立か、株主よりの立場である。仮に投資信託が従来指摘されてきたように従来経営者よりの判断を行っていたとすると、議決権行使状況の開示が、株主としての立場を中立、もしくは株主よりの立場に、質的に転換させたと言える可能性もあるのではないだろうか。

したがって株主総会での株主提案の通りやすさは向上している可能性が高く、2節での議論に従えば、株主が株主行動をとる有効性は向上しつつあるといえるであろう。

#### 4. エージェンシー問題と株主価値

エージェンシー問題は、特に「企業買収」の可否を巡る判断において生じやすい。株主の関心は企業価値の向上にあるのに対し、経営者の関心は自らの保身にあることも往々にしてあるからである。Bebchuk, Alma, Allen(2005)はコーポレートガバナンスに関する複数の項目のうち、企業買収に関連し「(非効率経営を行っている)企業経営者の自己保身(entrenchment<sup>16</sup>)」項目を選定した上、その項目に関する個別企業のガバナンス評価を行い、企業価値および株価との関連を分析した。

IRRC (Investor Responsibility Research Center)<sup>17</sup>が継続してモニターを行う24のガバナンス項目のうちから、この問題に詳しい複数の弁護士らとの法的な議論を踏まえた上で6つのentrenchment項目を選定している。選定されたentrenchment項目は、期差任期取締役会(Staggered Boards)<sup>18</sup>、附属定款変更要求に対する制限(Limits to Amend By-Laws)<sup>19</sup>、合併に関する特別多数決議条項(Supermajority Requirements for Mergers)<sup>20</sup>、定款変更に関する特別多数決議条項(Supermajority Requirements for Charter Amendments)<sup>21</sup>、ポイズン・ピル<sup>22</sup>、ゴールデン・パラシュート<sup>23</sup>、である。IRRCのデータをもとに、企業ごとに、90年時点でのその6

<sup>16</sup> entrenchmentには「自分の立場を強固にする」「他人の権利を侵害する」といった意味がある。

<sup>17</sup> 1972年に機関投資家によって設立された非営利団体で、人種差別や環境などの社会問題に高い関心を持ちつつ、議案に対する客観的な分析を行っていた。2005年7月にISS(Institutional Shareholder Services, Inc.1985年設立で、議案の分析、賛否の推奨、議決権行使の代行業務を行う)に1,000万ドル超で売却し、売却によって得た資金をもとに現在は社会・企業問題に特化した研究機関となっている。

<sup>18</sup> 全取締役が一度に選任されないように、取締役をいくつかのグループ(米国の取締役の任期は最長3年のため、3つのグループに分けることが多い)に分け、グループによって、それぞれに属する取締役の任期の始期がずれるように設定しておく方法。この期差任期取締役会とポイズン・ピルとの組み合わせは、経営者の地位の安定性を飛躍的に高めるといわれている。ポイズン・ピルを償却するために取締役会の過半数を入れ替えようとする、1回の委任状闘争に勝利するだけでは足りず、翌年の委任状闘争でも勝利して最終的に取締役の3分の2を交代させなければならないからである。また、取締役の解任を制限するため、臨時株主総会の招集権を限定したり、取締役解任の決議要件を加重する、など、他のしくみと組み合わせることも多い。

<sup>19</sup> 取締役の解任に加え、企業のガバナンスについては付属定款に定めておき、その変更には株主総会の決議を要求することもできる。

<sup>20</sup> 敵対的買収者が取締役会の主導権をある程度確保したとしても、最終的には株主の特別多数(3分の2以上など)の賛成が必要であることを定款に入れておくことで、買収者に経営者と株主の大多数を説得するための負担を強い、買収コストを引き上げる。

<sup>22</sup> 「ポイズン・ピル」については『今月の用語』を参照。

<sup>23</sup> 敵対的TOBが成功し、対象会社の取締役や上級役員が退任することになった場合、多額の割増退職金を支払うことで、買収コストを増大させる買収予防策。たし実際には取締役らに対する保険として機能しているともいわれ、1984年連邦税制改革法により、濫用的ゴールデン・パラシュートに対しては政策的な連邦所得税が課せられることとされた。



項目に該当する項目数（得点）と残りの18項目に該当する項目数（得点）とを求めておき、それぞれの得点と1992年～2002年の期間を対象としたトービンの $q^{24}$ および株価パフォーマンスの相関を分析している。トービンの $q$ への回帰分析の結果では、entrenchment以外の18のガバナンス項目での得点は、トービンの $q$ を低めない一方（係数は微小だが、むしろ有意にプラス）、entrenchment項目での得点は、たとえ得点が1であったとしても、1%水準で有意にマイナスの効果を示している。株価に関しては、entrenchment項目での獲得得点ごとにソーティングポートフォリオを作成し、1990～1999年、1990～2003年の2つの期間の累積月次収益率を作成しているが、ポートフォリオが等ウェイト、時価ウェイト如何にかかわらず、該当項目での得点の多いポートフォリオほど、得点の多い順に、リターンが劣化する傾向が検出された。また同じソーティングポートフォリオを使い、entrenchment項目への該当項目数の少ないポートフォリオをロングし多いポートフォリオをショートするヘッジポートフォリオを作成しFama-Frenchモデルをベースとした4ファクターモデルでその差を検証してみると、いずれのポートフォリオ間においても、等ウェイト、時価ウェイト如何にかかわらず、有意にプラスの差が検出された。

ここで、日本でも関心の高まっているポイズン・ピルについて若干の説明を加えておくと、企業支配権市場が発達している米国においては、企業が買収に関して何ら予防策を導入せず、継続的に敵対的買収の脅威に晒されている状態は、逆に非効率であるとの考えがある。企業特殊的人的資源やステイクホルダーからの長期的コミットメントなど、損なわれるものが大きいと考えられるからである。発動事由（トリガー）が合理的であり、会社の利益に適う企業買収が仕掛けられた場合には消却されることが明確となっているポイズン・ピルであれば、企業の長期的価値を守る防衛策と理解され、表5にもある通り、米国では2002年に、何らかのポイズン・ピルを導入している企業は7割にのぼっている。

企業年金連合会（旧厚生年金基金連合会）は2005年4月に、「企業買収防衛策に関する株主議決権行使の判断基準」を公表しているが、導入が長期的株主価値の向上に資するものであることの説明が充分であること、株主総会の承認を得ること、発動について第三者である社外取締役のチェックが行われること、期間を限定したものであり、更新については株主総会の承認を必要とすること、などを満たした平時のライツ・プランの導入には賛成することを表明している。

<sup>24</sup> 業種調整後のトービンの $q$ のLogを従属変数(業種調整後)とし、独立変数に資産、企業年齢、内部者による持株比率、ROA、資本コスト、R&D/売上高比、レバレッジ、業種ダミー変数、を加えた。

表5 Entrenchment 項目を導入している企業の割合

Entrenchment Index	Year (単位:%)					
	1990	1993	1995	1998	2000	2002
期差任期取締役	52.9	60.5	61.8	59.5	60.5	61.9
附属定款変更要求に対する制限	14.5	16.2	16.1	18.2	20.0	23.2
合併に関する特別多数決議条項	3.3	3.4	3.1	3.0	3.3	2.5
定款変更に関する特別多数決議条項	39.0	39.5	38.4	34.1	34.1	32.3
ポイズン・ピル	53.3	55.7	55.2	56.9	67.4	70.2
ゴールデン・パラシュート	54.4	57.6	56.6	55.4	59.9	59.0

注) 1. L. Bebchuk, A. Cohen, A. Ferrell (2005) “What Matters in Corporate Governance?” Talbe1より作成。

2. IRRRC 作成のデータベースに含まれる企業(年により 1,400~1,800 社で、S&P500 に含まれる企業をすべてカバーする。時価総額ベースで市場のカバー率は 90%以上)が対象。

Bebchuk らの分析結果が示唆するところは、エージェンシー問題の深刻な entrenchment 項目については株主は積極的に行動する価値が高いことと、それ以外の項目についての株主行動の影響は一定の傾向をもたないことの主に 2 点であるが、Bebchuk らが自ら述べている通り、entrenchment 項目が企業価値や株価へ影響を与えるメカニズムについては解明されていない。いくつかの項目は単にシグナル効果(経営が非効率であること、経営者が自己防衛的であること、等の)として作用しているという指摘もある。

ただし、実際の米国の 2004 年の株主総会における主な株主提案の内容と件数を見ると<sup>25</sup>、「取締役の報酬に対する制限」が 45 件、「政治献金に関する報告」が 28 件(これは CalPERS のみが賛成)、「独立取締役会議長の選任、CEO と取締役議長が兼任しないこと」が 40 件、「ポイズン・ピルの消却時および導入時の株主総会での決議の要求」39 件、「期差任期取締役の制限」32 件、「ストックオプションの付与、費用計上」28 件、「ゴールデン・パラシュートの廃止時または導入時の株主総会での決議の要求」22 件、「取締役選任にあたっての加重議決権の付与」19 件、となっており、概ね Bebchuk らが選定した entrenchment 項目と重複する。

エージェンシー問題の深刻な entrenchment 項目は、株主の利益を減じている可能性が高く、米国では、株主はこれらの項目への関与を強めているといえそうである。

##### 5. 日本への示唆

東京証券取引所では、2005 年 12 月決算期銘柄から、「議決権電子行使プラットフォーム」のサービス提供を開始する。12 月 14 日現在、同プラットフォームに参加を表明しているのは 11 社であるが、米国の議決権行使のほとんどが電子プラットフォームを通じて行われていること、わが国企業の機関構成において、外国人投資家の比率が高まっていること、また株主行動への積極的な姿勢をもつ企業年金資金の増大等を考慮すると、近い将来、同サービスは広い範囲に利用が拡大し、それに伴って、日本企業に対す

<sup>25</sup> IRRRC の Corporate Governance Bulletin.

る株主行動は格段に積極性を増すことが予想される。<sup>26</sup>

このような状況に対し、企業はどのような対策をたてるべきであろうか。非公開化し支配権市場から退出する方法もあり現にそのような行動をとる企業もあるが、むしろ積極的にこの市場に踏みとどまり、企業経営の効率化と株主価値の向上を目指す経営を行ってゆくことが、競争力維持のためには必要ではないだろうか。

浮動株の吸収を目的の1つとするESOP (Employee Stock Ownership Plan) の検討にも、一定の意義があると考えられることを補足しておく。ESOPはERISA法の要件を満たす退職給付プランであり、従業員を株主化することで、株主利益に対する従業員の動機付けを行い、現時点での協力を得る(経営改善後のキャピタルゲイン果実と引き換えに)<sup>27</sup>ことができる等、人事管理面からの効果がいわれる一方、会社側からみると、従業員を実質的な大株主とすることによる敵対的買収からの防衛策という面もある。米国では判例法上もそのような設力が適法とされている<sup>28</sup>。ESOPの議決権については、各従業員の持分勘定に割り当てられている分に関しては従業員が指図権をもつ<sup>29</sup>とされており、ERISAのもとで自由かつ秘密裡に行使する権利が保証されているので、かならずしも経営陣の意向どおり、買収防衛策になり得るとは限らないことには留意が必要であるが、わが国においてもこのような制度に関し研究を進めておくことも必要であろう。

## 6. おわりに

株式の持合い関係の解消によって浮動化した株式が、国内外の企業年金資金、あるいは投資信託等を運用する機関投資家の投資対象として組み込まれる一方、機関投資家の運用に関しては、受託者責任がより厳格に問われる方向にある。このような状況下では、株主行動、とくにエージェンシー問題の深刻な項目に関し、積極的に行動することが株主価値向上につながりやすい。企業はこのような株主構造の変化に積極的に対応し、安定的な経営を目指す一方で、企業経営の効率化と株主価値の向上を目指す経営を行ってゆくことが、同時に競争力維持にもつながるものと考えられる。

<sup>26</sup> 企業年金連合会(旧厚生年金基金連合会)は2005年2月、東京証券取引所、大阪証券取引所、ジャスダック証券取引所に対し、議決権行使に関する申し入れを行っている。株式発行企業への働きかけを期待する事項として、情報開示内容の充実、株主総会開催の期日の分散化、召集通知から回答期限までの長期化、証券取引所に期待する事項として、株主総会召集通知の規格統一、東京証券取引所制定の上場会社コーポレートガバナンス原則の精緻化などである。

<sup>27</sup> 敵対的買収の可能性を低めることから、経営者の自己保身(entrenchment)として機能しているとの指摘もある。

<sup>28</sup> 武井など(2004)。ESOP、特に借入れを行って設立時に大量の自社株式を購入するレバレッジドESOPを敵対的買収に対する防衛策として利用する際の1つの利点は、「白馬の従者」を探す手間と時間の節約である。ただし判例法上は、経営陣が正当な経営上の目的のためでなく自らの保身のためにESOPを導入することは違法とされており、敵対的買収提案に直面してから導入の検討を開始したような場合には、「正当な目的がない」と考えられやすい。一方で敵対的買収提案がなされる前から導入されている場合には「正当な目的がある」と推認されやすいとされている。

<sup>29</sup> 公開会社の場合は、すべての事項について、非公開会社の場合には合併や営業譲渡など一定の重要事項について従業員が指図権をもつとされる。

参考文献

- 黒田敦子(1999)「アメリカ合衆国における自己株式報酬・年金の法と税制」税務経理協会
- 佐々木隆文(2002)「株主行動のコストとベネフィット」証券アナリストジャーナル、2002年5月、Vol.40 No.5
- 武井一浩、太田洋、中山龍太郎編著(2004)「企業買収防衛戦略」商事法務
- 土浪修(1999)「議決権行使の助言と委任状規制における『委任の勧誘』 - 米国の委任状規制・SECの見解の変遷を中心に - 」ニッセイ基礎研「所報」Vol.11
- 三和裕美子(2002)「アメリカにおける機関投資家の議決権行使」証券アナリストジャーナル、2002年5月、Vol.40 No.5
- Gerald F. Davis, E. H. Kim(2005)“Would Mutual Funds Bite the Hand that Feeds Them? Business Ties and Proxy Voting”
- Lucian Bebchuk, Alma Cohen, Allen Ferrell(2004)“What Matters in Corporate Governance?”