

2012年8月21日 全5頁

コーポレートガバナンス情報

2012年株主総会シーズンの議決権行使結果
～TOPIX Core30 採用企業の分析～

上場会社が株主支持を得る意義に立ち返り、毎年の議決権行使を議論すべき。

コンサルティング・ソリューション第一部
藤島 裕三

[要約]

- 2010年3月施行の開示府令で強化された情報開示が、本年6月の株主総会シーズンで3回目を迎えた。TOPIX Core30 採用企業を対象として、議決権行使の結果開示を確認する。
- 社外取締役の賛成率は上昇、社外監査役は前年並みだが、独立性の要求水準は厳しくなった感がある。役員報酬については、業績連動性が関連議案を判断する明確な軸となった。
- 資本市場が求めるコーポレートガバナンスを伴わない場合、業績悪化や買収防衛の局面で株主の支持を得られるとは限らない。上場会社に最低限のインフラと捉えるべきである。

1. 本稿の分析対象

TOPIX Core30の議決権
行使結果を確認

2012年6月の株主総会シーズンが終了したことを受けて、同総会における議決権行使結果に関する臨時報告書（以下、臨報）が提出された。2010年3月に「企業内容等の開示に関する内閣府令（以下、開示府令）」が施行されて以来、3月決算企業においては3回目、その他企業については2回目の開示となった。

本稿はTOPIX Core30の採用企業を対象に、臨報開示を確認する。具体的な社名は下記の通り。決算期が3月でない企業2社（12月のキャノン、2月のセブン&アイ・ホールディングス）が含まれている。なお2011年サンプルには、2011年10月に追加されたファナックの代わりに、除外となった東京電力が含まれる。

TOPIX Core30 採用企業(2011年10月31日現在)

日本たばこ産業、セブン&アイ・ホールディングス(*)、信越化学工業、武田薬品工業、アステラス製薬、新日本製鐵、小松製作所、東芝、ファナック(**)、パナソニック、ソニー、日産自動車、トヨタ自動車、本田技研工業、キャノン(*)、任天堂、三井物産、三菱商事、三菱UFJフィナンシャル・グループ、三井住友フィナンシャルグループ、みずほフィナンシャルグループ、野村ホールディングス、東京海上ホールディングス、三菱地所、東日本旅客鉄道、日本電信電話、KDDI、エヌ・ティ・ティ・ドコモ、関西電力、ソフトバンク

注(*):セブン&アイ・ホールディングスは2月決算、キャノンは12月決算

注(**):2011年10月31日付で、東京電力と入れ替え

2. 議案別の議決権行使状況

440議案の会社提案が
全て可決された

TOPIX Core30 採用企業が 3～6 月に開催した株主総会において、合計で 440 議案の会社提案が上程、全てが可決された(役員選任議案は候補者ごとに 1 議案とする)。図表 1 は、各議案の平均賛成率を、議案別に昨年対比でまとめたものである。以下、主要な議案ごとに、2012 年株主総会シーズンの傾向を概観する。

図表 1 TOPIX Core30 採用企業の議案別賛成率 (会社提案)

議案	2011年(30社444議案)			2012年(30社440議案)		
	社数	議案数	賛成率	社数	議案数	賛成率
剰余金処分	25	25	96.9%	26	26	96.7%
事業再編	0	0	-	2	2	98.1%
定款一部変更	8	8	93.4%	5	5	94.4%
取締役選任	28	332	93.6%	29	348	93.0%
(社内取締役)	28	255	94.0%	29	277	93.3%
(社外取締役)	22	77	91.1%	22	71	91.9%
監査役選任	23	57	92.7%	21	41	93.4%
(社内監査役)	17	26	95.0%	15	18	95.4%
(社外監査役)	16	31	91.8%	16	23	91.8%
補欠監査役	1	1	95.0%	0	0	-
役員賞与・報酬額改定	10	13	96.3%	11	11	94.7%
役員退職慰労金	0	0	-	1	1	69.4%
ストックオプション	7	7	92.3%	4	4	92.6%
買収防衛策	1	1	63.1%	2	2	68.9%

出所：各社臨時報告書より大和総研コンサルティング・ソリューション第一部作成

3. 社内取締役

業績の不振が主因で
賛成率が低下

取締役選任議案の平均賛成率は、昨年対比で 0.6 ポイント減の 93.0%となった。うち社内取締役が 93.3%と 0.7 ポイント低下したため。業績不振が主因(図表 2)。なお 30 社のうち、直近決算で最終赤字を計上した企業は 4 社、当期純減益が 12 社、株主資本利益率 (ROE) が 8%未満は 18 社(赤字含む)あった。

図表 2 社内取締役選任議案の事例

	役職	備考	賛成率
A社	代表執行役グループ CEO	経常減益 8%、当期純減益 59%	63.6%
B社	代表執行役会長	経常損失 831 億円、当期純損失 4,566 億円	66.0%
C社	代表取締役会長	経常損失 2,655 億円、当期純損失 2,422 億円	82.8%
D社	代表取締役社長	経常損失 8,128 億円、当期純損失 7,721 億円	84.0%

出所：各社臨時報告書・招集通知より大和総研コンサルティング・ソリューション第一部作成

4. 社外取締役

出席率の向上などで
賛成率は改善傾向

社外取締役の賛成率は平均で91.9%と、前期比で0.8ポイント向上した。前年の取締役会出席率が75%未満だった再任候補者が、昨年の3名から今年は1名に減ったことに加え、外国人株主比率が昨年の33.9%から今年は32.2%と1.7ポイント低下したこと(30社平均)、さらには各社が賛成率を確保するため議決権行使促進や議案事前説明などSR活動に注力したことが奏功したと考えられる。

賛成率が特に低い個別事例(図表3)として、独立性が疑問視されたケース(金融機関、大株主、担当監査法人の出身など)、実効性が疑問視されたケース(取締役会出席率が低い、社外役員の兼任が多いなど)が挙げられる。もっとも監査役設置会社の場合、独立性に疑義があっても賛成する投資家は少なくない。

図表3 社外取締役選任議案の事例

	役職・経歴	備考	賛成率
E社	元・監査法人代表社員	委員会設置会社	65.9%
F社	事業会社経営者	取締役会出席が11回中8回(出席率72%)	76.7%
G社	経営コンサルタント	社外役員を5社兼任(G社を含む)	83.0%
H社	元・金融機関(保険)経営者	社外役員を8社兼任(H社を含む)	85.1%
I社	事業会社経営者	所属する企業が大株主(15%保有)	85.6%

出所：各社臨時報告書・招集通知より大和総研コンサルティング・ソリューション第一部作成

5. 社外監査役

独立性が厳しく判断
され昨年と同水準

社外監査役の平均賛成率は前年と変わらず91.8%だった。社内監査役(95.4%)と比較すると4ポイント近く低い。社外監査役は独立性について、社外取締役よりも厳格に判断される傾向があるが、実効性に関しては疑義のある候補者が比較的少ないこともあって、結果的に賛成率はほぼ同じ水準となっている。

個別に賛成率が低い候補者は、金融機関出身者が占めている(図表4)。いずれの金融機関も大株主もしくは主要借入先に名を連ねており、投資家には重要な取引先と判断された模様。なお一般には弁護士や公認会計士などの専門家が選任されることも多いため、顧問契約や監査担当などの関係がチェックされる。

図表4 社外監査役選任議案の事例

	役職・経歴	備考	賛成率
J社	元・金融機関(銀行)経営者	所属していた金融機関が大株主(2%保有)	62.5%
	元・金融機関(保険)経営者	所属していた金融機関が大株主(4%保有)	62.5%
K社	元・金融機関(政府系)経営者	所属していた金融機関が主要借入先(1位)	76.3%
L社	元・金融機関(銀行)経営者	所属していた金融機関が主要借入先(3位)	79.8%

出所：各社臨時報告書・招集通知より大和総研コンサルティング・ソリューション第一部作成

6. 役員報酬関連

業績連動性の有無が
賛成率に影響する

役員報酬の関連議案においては、業績連動性を求める声が色濃く反映されている（図表 5）。特に役員退職慰労金は年功的要素が大きく、業績との関係が不透明だとして、投資家の批判が強い。取締役報酬枠改定については、業績連動型報酬の導入や拡大に触れていないなど、記載次第では反対され得る。

ストックオプションに関しては、上程された 4 議案ともに比較的高い賛成率を確保した。対象者に社外取締役や監査役を含んだ議案が上程されなかったことに加えて、業績連動型の報酬制度を評価する観点から、株式報酬型（1 円）ストックオプションに対する反対票が減少したことが要因として考えられる。

図表 5 役員報酬関連議案の事例

	議案	備考	賛成率
M社	退職慰労金贈呈	退職取締役が対象、内容は取締役会一任	69.4%
N社	取締役の報酬改定	定款所定の員数が増員されるため増額	88.3%
O社	ストックオプション	株式報酬型、執行役員・子会社取締役が対象	89.4%
P社	ストックオプション	株式報酬型、取締役（社外を除く）が対象	92.2%

出所：各社臨時報告書・招集通知より大和総研コンサルティング・ソリューション第一部作成

7. 買収防衛策

機関投資家から賛成
票の獲得は難しい

買収防衛策の導入議案については今年、2 社から継続導入が諮られたが、いずれも賛成率は低く抑えられている（図表 6）。同議案に対して、外国人投資家は原則反対のスタンスで、国内機関投資家も限りなく原則反対に近付いている模様。外国人株主比率によっては否決リスクも無視できない議案といえる。

下記の 2 社ともコーポレートガバナンスの充実を図っており、複数の社外取締役を選任している。しかし投資家の立場としては、取締役会の大多数が社内取締役で占められている以上、防衛策が経営陣の保身に用いられる恐れを拭い難い。なお TOPIX Core30 以外で今年、社外取締役が過半数を占める企業で、外国人比率が 30% 近くにも関わらず、90%近い賛成率を獲得した事例があった。

図表 6 買収防衛策導入議案の事例

	議案	備考	賛成率
Q社	継続導入(期限 1 年)	監査役設置会社、社外取締役 5 人	62.4%
R社	継続導入(期限 3 年)	委員会設置会社、社外取締役 4 人	75.4%

出所：各社臨時報告書・招集通知より大和総研コンサルティング・ソリューション第一部作成

8. 株主提案

ガバナンス・株主還元
関連の賛成率が高い

TOPIX Core30 採用企業においては今年、6 社に対して株主提案が実施された。電力会社に対して地方自治体の大株主が実施した脱・原発依存の提案が話題になったが、比較的多くの賛成票を集めた議案は例年の傾向と同様に、コーポレートガバナンスの強化や株主還元の積極化を訴えたものだった（図表 7）。

なお近年、特定の株主が数十件、場合によっては百件に達する株主提案を繰り返して実施するケースが目立っている。その中には個人的な動機や信条に基づくと思われる内容も少なくなく、株主共同の利益に適った制度活用と言えるのか疑問視する向きもある。会社法による要件（総株主の議決権の 1%以上または 300 個以上の議決権）の妥当性も含めた論議が高まる可能性はあるのではないかと。

図表 7 株主提案の事例

	議案	備考	賛成率(*)
S 社	定款一部変更	社外取締役の責任限定契約	38.0%
T 社	定款一部変更	取締役報酬額の個別開示	[66.0%]
U 社	定款一部変更	議決権行使における白票の取扱い	28.0%
V 社	定款一部変更	自己株式の取得(1 年以内)	[84.0%]
	剰余金処分	普通株式 1 株当たり 20,000 円	[83.0%]

(*) []内は臨時報告書における反対率（賛成率は非開示）

出所：各社臨時報告書・招集通知より大和総研コンサルティング・ソリューション第一部作成

9. 2012 年臨報開示の総括

企業に対する投資家
の要求が鮮明化

今年の株主総会シーズンを通じた特徴として、投資家のコーポレートガバナンスに関わる要求が、より鮮明に議決権行使に表れた点が挙げられる。社外取締役は賛成率が上昇、社外監査役は前年並みだが、賛成票獲得に向けた企業側の努力を考え併せると、むしろ独立性に対する要求水準は厳しくなった感がある。役員報酬については、業績連動性の観点に関連議案を判断する明確な軸となった。

投資家のスタンスは今後、さらに厳格化することは避けられない。議決権行使助言最大手 ISS は来年から、社外取締役がいない企業のトップ選任に反対推奨する。また法制審議会の会社法制部会が金融商品取引所に対して、取締役である独立役員の設置努力を規定することを求める附帯決議を行ったことも、独立取締役を求める声を勢い付けよう。役員報酬議案については今年、米国ラッセル 3000 採用企業の 51 社で反対多数になるなど、グローバルに関心が高まっている。

毎年の議決権行使を
真摯に議論すべき

コーポレートガバナンスは経営陣が株主から信認を受けるため、最低限必要となるインフラと捉えるべきである。資本市場が求める水準のガバナンスを伴わない場合、業績悪化や買収防衛の局面で株主の支持を得られるとは限らない。上場会社が投資家の支持を得ることの意義に立ち返り、毎年の株主総会における議決権行使結果が示す意味を、企業は真摯に議論することが望ましいだろう。