

2007年株主総会概況 - 議決権コンサルとの摩擦 -

経営戦略研究部
鈴木裕

議案に反対推奨した議決権行使コンサルに対する会社からの応酬事例

議決権行使コンサルタントは、各社の株主総会議案を分析して、株主がこれに賛成すべきか反対すべきかを推奨している。

昨年来、議決権行使コンサルタントに対して、会社側から反論する例が見られるようになってきている。

1 はじめに

米国では年金基金が保有する株式の議決権は経済的な価値のある資産であるから、年金制度加入者すなわち最終受益者の利益に配慮した株式議決権行使が1980年代から義務付けられるようになった。その後、投資信託についても、同様の規制が証券取引委員会（SEC）によって制定され、投資信託の議決権行使結果は全て公表されるようになった。しかし、全ての機関投資家に適正な議決権行使行動を可能にする内部的な資源があるわけではない。そこで、そのような業務を請け負うコンサルタント会社が設立されており、現在は、老舗のISS（Institutional Shareholder Services）が最も有力な業者となっているが、グラス・ルイス（Glass Lewis & Co.）と日本プロクシーガバナンス（Proxy Governance, Inc.）も、日本の上場・公開会社の株主総会議案の分析を行っている。これらのコンサルタントは、個々の議案について、理由をつけて賛成・反対の投票を推奨する。ここに名称を記していないが推奨は行わず、データ提供のみを行う業者もある。

2 昨年の応酬事例

議決権行使コンサルタントは、議案を独自のスキルをもって分析し、結果的に会社側提案に反対を推奨することや、株主提案に賛成を推奨することが少なくない。このような場合に、会社側はコンサルタントの推奨に従う株主からの反対票や株主提案への賛成票が増えれば、現経営陣の方針と齟齬をきたす恐れが生じる。そこで、これらコンサルタントを株主総会前に積極的に訪問して、議案への理解を得る努力を払う会社も少なくないようだが、会社側からの説明を拒否するコンサルタント業者もあるので、その努力が空振りに終わることもある。

コンサルタントが持っている議案分析の方針を検討して、会社側が自発的に反対推奨されそうな議案については、修正したり、あるいは最初から議案とすることを断念したりすることもある。しかし、会社側が必要であると判断して、株主の判断を仰ごうとしている議案であれば、総会に諮ることは当然だ。そのような場合に、コンサルタントから反対推奨が出ることは、会社にとっては是非とも避けたいところであるが、時に反対を受けることはあり得ないではない。そこで、コンサルタントの推奨に対して反論をする事例が生じてくる。

昨年、会社側の反論が明らかになった事例として次の2例がある。

(ア) オリックスの事例

委員会設置会社であるオリックスの社外取締役選任議案に対して、ISS社は候補者の実質的社外性に疑問があるとして選任に反対の推奨をした。ISSの反対理由は候補者が2年9ヶ月前までオリックスの会計監査を担当していたからだ。これは、ニューヨーク証券取引所(NYSE)の「独立性」の定義(NYSEでは、3年間の期間を置かなければならないとしている)に抵触するが、日本法の下では問題ない。オリックスは、独自基準によるISSの反対推奨に対して、同氏が日本の会社法における「社外取締役」の要件を当然満たしているし、独立性も十分に確保されていると反論した¹。

(イ) 資生堂の事例

資生堂では、買収防衛策導入を定款変更と新株予約権無償割当の議案として、株主総会に付議した。これに対して、グラスルイス社が設置される第三者委員会の委員に関し、メンバーである社外監査役についての情報開示が不十分であること、および、同じくメンバーである社外取締役候補者の独立性に疑問がある、ということを中心とした理由として、議案に対して賛成できない旨主張し、資生堂の議案に対して反対の助言をした。情報開示は十分であるし、独立性も確保されているとする資生堂側の反論を受け入れ、グラスルイスが、反対推奨を撤回したという事案である²。

3 今年の反論事例

議決権行使コンサルタントの推奨に対する反論は今年もいくつか見られた。株主総会での否決事例が珍しいものではなく、議決権行使コンサルタントの影響力は、軽視できるものではなく、会社側の関心は高い。

会社側が、自社のWEB上で反論した事例は次の通り、今のところ3件が確認できる。この他に、新聞紙上で、会社が反論をしたとの記事が掲載されることもあった。

¹ 2006年6月9日付けオリックスからの公表資料。

² 2006年6月23日・28日付け資生堂からの公表資料。

(ア) オムロンの事例

オムロンでは、社外監査役選任議案を株主総会に諮ったが、ISSがこの議案に反対投票を推奨した。候補者は、同社の取引先銀行の一つで国際業務等に従事していた従業員だった。

ISSの反対推奨に反論して、当該銀行からの長期借入金ほとんど無いことや、当該銀行の持株比率は3%程度であり、社外監査役候補者の独立性に問題は無いと考えていることなどを主張した³。

(イ) ミツミ電機の実例

ミツミ電機は「発行可能株式総数及び自己の株式の取得」に関する定款変更を議案としたが、ISSが反対投票を推奨した。発行可能株式数の増加を内容とする場合には、買収防衛策になり得ることや、希薄化の恐れが高まることなどを理由として反対と判断する機関投資家は少ない。しかし、同社の場合には、但し書きの「ただし、株式の消却が行われた場合には、これに相当する株式数を減ずる。」という規定を削除するものであった。同社は、これは純粋に会社法の施行に伴い対応が必要になると解釈されている事項であり、買収防衛のような意図は全くないと反論した⁴。

(ウ) クラレの実例

クラレは、買収防衛策を株主総会で承認を得るための議案を提出していたが、ISSはこれに反対を推奨した。今年、多くの会社で買収防衛策導入の承認を得る議案が付議されたが、ISSは、その多くに反対投票を推奨しているようで、クラレもその内の一例だ。ISSが反対した理由は、特別委員会の委員が不明であること、取締役会に独立取締役が不在であること、であるようだ。これに対して、同社は、特別委員会委員の決定は、WEBやプレスリリースで開示しているし、さらに招集通知にも添付していると反論した。また、特別委員会の決定は、取締役会といえども最大限尊重しなければならず、通常は想定できない極めて例外的な場合を除き、取締役会は特別委員会の判断に従うことになるとして、取締役会が恣意的な判断を下すことは無いと反論した⁵。

4 プロクシーファイトでの情報利用

今年、株主が自らが提案した議案の可決を目指して、また逆に会社側提案の否決を目指して、他の株主に積極的に働きかける動きが多々見られた。株主提案権行使者が他の株主に議決

³ 2007年6月11日付けオムロンからの公表資料

⁴ 2007年6月19日付けミツミ電機からの公表資料

権行使の勧誘をし、自らに委任状を提出するよう動けば、会社側もそれを阻止するための行動に出る。議決権行使の委任状（Proxy）を巡る争い（Fight）であり、委任状争奪とかプロクシーファイトとかと呼ばれる。

プロクシーファイトでは、一般株主は双方の主張を比較して、どちらかの主張に共感すれば、そちら側に委任状を提出したり、あるいは自ら投票したりする。双方は、自己に有利な情報であれば、それを利用して他の株主の協力を得ようとするのはもちろんだ。委任状争奪でどの程度まで、積極的な働きかけが認められるかは、必ずしも明確な線引きがあるわけではないが、今年は、議決権行使コンサルタントの推奨を有利に活用しようとする委任状勧誘者が現れた。

買収防衛策導入の阻止を目指す株主提案を出した場合に、コンサルタントが客観的な意見として、導入に反対という見解を出せば、それは自己に有利な情報であるから、提案の正当性を補強する材料になる。

5 議決権行使コンサルタントとの交渉

近年、会社側から議決権行使コンサルタントへの積極的な接触を検討する会社も多いようだ。争点となり得る議案を上程しようとする場合に、その必要性や相当性について議決権行使コンサルタントに説明し、議案への賛成推奨を得る目的だ。

コンサルタント業者の中には、会社側との接触を原則的に行わないという方針を持つところもある。株主に等しく公開された情報のみによって賛否は判断するとの考え方であろう。

会社側による説明を受けることを拒否しない業者でも、そのような会社があまりにも増大しでは、対応するための時間をとることができなくことも危惧されるようになる。業者によっては、案件を限って説明に応じる場合もある。

会社側としては、否決を避けることはもちろんだが、反対票もできるだけ減らしたいと考えるところだ。議案の作成にあたり、コンサルタントの持つ議案評価指針を考慮に入れることは珍しくないし、積極的な情報提供にも取り組んでいる。今後、コンサルタントの影響力が高まれば、このような取り組みの重要性も増すだろう

⁵ 2007年6月7日付けクラレからの公表資料