

2009年4月22日

全8頁

# 2009年株主総会の争点 - 議案関係

経営戦略研究部  
鈴木裕

## 定款変更の内容によって反対票の増加も

### [要約]

- 6月株主総会への準備が進んでいる。年金基金や投資信託などの機関投資家は、会社側にとって厳しい議決権行使を行なうようになっている。
- 特別決議事項である定款変更については、法改正に対応する技術的な改正が中心であるが、内容によっては株主権を制限・縮小するものとして機関投資家の強い反対を受ける可能性のあるものも散見される。
- 社外役員の独立性に関する議論が活発化しており、この点からも機関投資家の反対票が生じるものと予想できる。

## 1. 引き続き活発な株主行動

景気後退局面の中で、多くの日本企業は決算を迎え、株主総会に臨もうとしている。日本企業に投資している株主にとっては、株価が下落していることで損失を生じているにとどまらず、投資収益改善に向けた具体的なシナリオを描きにくい状況だ。このような状況では、経営に不信感を抱き、経営者にプレッシャーをかけることで、経営改善の努力を引き出そうとする株主行動が活発化すると思われる。

既に終了した3月総会では、サッポロHDの取締役選任議案に筆頭株主のスティール・パートナーズが反対を表明したものの、無事可決した。ヘッジファンドの資金量が激減する中で、今年は平穏な総会を迎えることができるとも期待したいところだが、必ずしもそのようにはならないのではないだろうか。昨年5月のアデランスの定時総会では、取締役選任議案の否決と言う稀有な事態が生じ、今年も取締役選任について大きな波乱が生じるかもしれない。

株価の下落がアクティビストの行動を沈静化するとは考えにくい

株価が低迷していたとしても、投資家の行動までも不活化するわけではなく、物言う株主の声は今後相対的に高まると予想できる。「アクティビストは今後強化するか？」<sup>1</sup>に記したように、他の投資家が保有株を減少させていく中で、米国年金基金などの伝統的な物言う株主には、株式保有を拡大するだろうと予想できる様々な理由がある。アクティビスト・ヘッジ・ファンドの運用結果も相対的には好調のようであり、

<sup>1</sup> 拙稿 2008年12月12日付けコンサルティングレポート

他の投資手法からアクティビスト手法へのシフトもあり得る。日本をターゲット候補として考えているファンドもあるようなので、今後様々なアクティビスト・ファンドが日本に投資をすることも考えられるのである。

本稿では、来る株主総会に付議される議案について、投資家がどのような判断の基準を有しているかを概観し、総会運営の参考とすることを意図している。株主総会に付議される議案について、どのように機関投資家は考えているかを踏まえ、それに対して事業会社はどのように行動するかを検討する。

## 2. 議決権行使ガイドライン

議案賛否の判断基準は事前に策定される

株主総会において少なからぬ影響力を有しているのは、機関投資家である年金基金や投資信託だが、典型的な議案については、多くの機関投資家がガイドラインと呼ばれる判断基準を既に策定しており、これにしたがって賛否を決定している。近年多く見られるようになった買収防衛策に関する議案も同様で、賛否の基準を予め定めて、それに当てはめる。

ガイドラインは、それぞれの年金基金や投資信託が定めるものである。基本的な考え方に大きな違いは無いものの、ケース・バイ・ケースとする場合もあり、機関投資家ごとに賛否が分かれることはあり得る。とはいえ、明らかに多くの機関投資家が反対すると予想できる例もあることは確かだ。

そこで、事業会社としては、機関投資家のガイドラインがどのような内容なのかを把握しておけば、反対を受ける可能性を縮小できるし、票読みへの便宜ともなる。会社側提案議案が否決されることは、現状でも稀なことであるので、多くの会社が否決の可能性と言う深刻な危機に直面しているわけではないが、反対票が出ることを好ましいと考える経営者はいないだろう。相手側（機関投資家）の考え方をしておくことは、株主総会対策として決して意味のないことではあるまい。

## 3. 剰余金処分議案

配当議案は資本政策としての評価する見方

剰余金処分、つまり配当は多くの株主にとって重要な関心事だ。しかし、本来配当の多寡により株主の利益状況が変動するわけではない。配当額が多ければ配当落ちにより株価は大きく下落するし、配当が少なければ配当落ちも少なくすむ。つまり、配当額と配当落ち後株価の合計額は、配当政策に関係せず同程度であるはずだ。にも拘らず配当議案に対する株主の関心が高いのは、配当と内部留保が密接に関連しているからだ。配当が少なければ内部留保が大きくなり、経営者の裁量に委ねられる資金が増大する。経営者が裁量によって、必ずしも株式の価値増大に寄与しない用途を選択する可能性があることから、内部留保の適正化の手段として剰余金処分が注目されていると考えるべきであろう。つまり、剰余金処分は配当政策と言うよりも、資本政策と位置づけられているのである。そこで、剰余金処分議案に対する判断基準は、まずは当期利益の中での内部留保への配分を検討するために配当性向基準が用いられ、内部留保全体の適正化の見地から将来の資本政策と投資政策の関連性が問われることになる。

配当性向については、一応数量的客観的基準を策定することができるが、内部留保の適正化については、実質的判断が必要となる。配当性向基準については、30%程度

を最低限として、それに達しない場合には剰余金処分議案に反対するという方針を持つ機関投資家が少なくない。配当性向 30% という基準は、何か理論的な裏づけがあるわけではないが、わが国の上場会社の配当性向が、長期的には概ねこの水準に近いとみて不合理とはいえず、これに達してない場合には、配当が不十分であり内部留保が過大になると危惧されるということであろう。また、逆に配当性向が高すぎる場合には、必要な投資資金を内部で調達できず、投資の機動性を失う恐れがあるとして、反対することもあるようだ。

内部留保との関係においては、成長企業が成熟企業かで判断は異なるし、投資計画の具体的可能性をどう評価するについては、実質的な判断が必要となり、その産業のおかれている現在の環境や将来予想、投資案件の具体性などを総合的に考慮することになる。

図表 1 剰余金配当議案に関する議決権行使方針

配当性向を重視する場合	資本政策と関連付ける場合
連結配当性向 10% ~ 80% なら賛成。ただし、取締役会の裁量を認めるのは、PI 値 <sup>2</sup> が同業グループ中価値比一定水準を下回らないことが条件。 (JPG のガイドライン <sup>3</sup> ) 剰余金処分は原則賛成、ただし次の場合を除く <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 配当性向が十分な説明無しに継続的に 30% を下回り場合</li> <li>・ 当該会社の状況から見て過大であると認められる場合</li> </ul> (ISS のガイドライン要約 <sup>4</sup> )	単に毎期の利益の分配に止まらず、適正資本構成の観点も含め、株主価値の増大を図る上で適切な配当政策であるか、取締役会は十分な説明責任を果たしているかを下記の項目でチェックし、賛否を決定します。 いわゆる「キャッシュ過剰企業」等に関しては、株主価値の観点から特に注意深く検討を行います。 (大和住銀投信投資顧問のガイドライン <sup>5</sup> )

出所：各社 WEB ページより大和総研作成

資本政策に対する懸念の表明と考えるべき

ところで、剰余金処分議案は、仮に否決すると株主は配当を受領できなくなるだけである。否決しても、事後的に株主の望む水準で配当が行なわれるわけではない。これを避けるには、会社側の剰余金処分議案に対して株主提案によって別途の剰余金処分議案を提案し、これを可決する必要がある。株主提案で剰余金処分案が出されることは、年に何件かあるものの、可決された事例はないようだ。前記の通り、否決しても配当が出ないだけなので、機関投資家のほとんどは、否決を望んではいないはずだ。したがって、剰余金処分議案への反対票は、会社の資本政策に対する不満の表明であると考えられるべきであろう。

近年の経済環境の悪化は、配当性向を引き上げる結果となっている。企業の利益が減少したとしても、配当を大幅に削減することはあまり無いので、配当性向が引きあがるわけだ。当期赤字であっても配当を行なうこともあり、配当性向はむしろ高めに出るので、配当性向基準では反対と言う結論にはなりにくくなる。とはいえ、内部留保の適正化と言う視点からも評価されるので、これまで継続的に配当性向が低く内部

<sup>2</sup> Proxy Indicator と言う。株主総利回り、ROE などの 4 指標を 5 年間のデータにウエイト付けして得た相対パフォーマンス評価指標。

<sup>3</sup> 「議決権講師 09 年版」(日本プロクシーガバナンス編著) 88 ページ。

<sup>4</sup> [http://www.riskmetrics.com/sites/default/files/RMG2009InternationalSummaryGuidelines\\_1.pdf](http://www.riskmetrics.com/sites/default/files/RMG2009InternationalSummaryGuidelines_1.pdf)

<sup>5</sup> <http://www.daiwasbi.co.jp/pdf/giketsu.pdf>

留保が潤沢であり、現預金などの流動性資産が多い場合には、配当額を決定した理由について具体的に説明できるように準備しておくことはこれまでと変わらず必要であろう。

#### 4. 定款変更議案

定款変更議案は年によって全く異なる内容

定款変更議案は多様であるが、会社法などの法令改正に対応する目的で提案される場合が多い。そのため、法令改正の前後に多くの定款変更議案が付議されるが、その内容はどの会社も同様である。つまり、法改正対応のため改正年に大量に付議されるのだが、次年度以降は議案にならなくなる。法改正への対応であるから、会社ごとと比べると内容に違いはわずかな字句の違いにとどまる。

機関投資家から見れば、年によって同じような変更を内容とする定款変更議案が多くの会社で付議されるので、あらかじめ対応方針を定めておくことが事務処理の便宜になる。そこで、予めガイドラインなどで予想される定款変更議案への賛否判断の基準を定めることになる。

例えば、2002年施行の商法改正では、定款に規定することで役員の実任責任が機動的に行なえるようになった。これについては経営に緊張感を欠くようになると懸念し反対する機関投資家と、責任減免は人材を確保する上で必要との観点から賛成する機関投資家に分かれた。

2003年5月施行の商法改正では、それまで2分の1とされていた特別決議の定足数を、定款に規定することで3分の1まで緩和することが認められ、その年の株主総会では、この変更を行う会社が続出した。これに対して、機関投資家の一部には、重要な事項を多くの株主の参加無しに決められるようにすることは株主軽視ではないかと言う疑問もあり、少なからぬ反対票が投じられることになった。

このように、機関投資家は、変更内容を検討し、是々非々で投票の賛否を決している。本年の株主総会では、幾つかの定款変更が予定されているが、少なからぬ会社で付議が予想されるもののうち、概ね賛成が得られると考えられるもの、反対が多くなると予想されるもの、反対すると考えられる理由を以下に説明する。

##### 電子化対応

電子化対応はみなし変更も

既に昨年の株主総会で、株券電子化への対応につき、定款変更の効力発効日を株式等決済合理化法施行日として定款変更を実施した会社もあるが、本年1月5日に電子化が施行されたため、本年は多くの会社で定款変更を行なうことになる。これに関しては、機関投資家が反対をすることは考えられない。そもそも法改正に対応する定款変更であるから、株券電子化の施行日を効力発効日として、従来の定款の定めを廃止する定款変更の決議をしたものとみなされることとなる(株式等決済合理化法附則6条)からだ。

##### 株式取扱規程

これに対して株式取扱規程に株主権の行使に関わる事項を定める旨の定款変更は、議論を呼びそうだ。この定款変更は、図表2のように提案される。これだけでは、どのような変更が行なわれるか、よくわからないのだが、少なからぬ会社では、株式取扱規程に図表3のような株主提案権の行使方法について一定の枠を設けることを予定している。

図表 2 株式取扱規程に関わる定款変更議案例

変更前	変更後
(株式取扱規程) 第 条 当社の株式に関する取扱いおよび手数料は、法令または本定款のほか、取締役会で定める株式取扱規程による。	(株式取扱規程) 第 条 当社の株主権行使の手続きその他株式に関する取扱いおよび手数料は、法令または本定款のほか、取締役会で定める株式取扱規程による。

出所：株主総会招集通知事例から大和総研作成

この規程を設ける目的は、会社法上、株主提案権の行使方法を書面に限定していないため、電子メールや口頭による行使が行なわれる可能性があるため、方法を書面によって行なうよう限定しておくということだ。また、より重要なのは、提案理由の参考書類への記載に 400 字の字数制限を設ける変更だ。会社法では、提案理由の全部を記載することが適切でない程度の多数の文字である場合は、理由の概要を記載すれば足りるとされているが（会社法施行規則 93 条 1 項）、個別の具体的事例で適切でない判断することは難しい。そこで、定款変更を行って株式取扱規程において行使方法や字数制限を設けておくわけである。

図表 3 株式取扱規程の変更例

<p>第 条 少数株主権等の行使方法</p> <p>第 1 項 社債、株式等の振替に関する法律（以下「振替法」という。）第 147 条第 4 項に定める少数株主権等を当社に対して直接行使するときは、記名押印した書面により、証券会社等が交付した個別株主通知（振替法第 154 条第 3 項に定める通知をいう。）に係る受付票を添付して行うこととする。ただし、外国人は署名をもって記名押印に代えることができる。</p> <p>第 2 項 （略）</p> <p>第 条 株主提案議案の株主総会参考書類への記載</p> <p>前条第 1 項に定めるところにより株主提案権が行使された場合、提出議案につき、以下の記載の字数を超えるときは、株主総会参考書類にその概要を記載することができるものとする。</p> <p>(1)提案の理由 議案ごとに 400 字</p> <p>(2)取締役、監査役及び会計監査人の選任に関する事項 候補者ごとに 400 字</p>
--

出所：株式取扱規程事例をもとに大和総研作成

株主権の行使に制限を加えるものとの見解も

この株式取扱規程の変更は、会社法以前の商法時代における株主提案権の法規制を復活させることになるだけなので、株主の権利が縮減されるものではないと考えることもできるのだが、反対論も根強いようだ。会社法で明文の定めが無いからといって、行使方法や提案字数を制限することは、株主の権利を縮小することに他ならないのではないかと言う批判だ。また、このような株主の権利を縮小するにも拘らず、これを明瞭にせず、株主権行使の方法を定めるだけの規程を新設するかのような定款変更議案は、説明を尽くしていないという反発もある。

近年、海外籍のファンドなどが株主提案権を行使する事例が珍しくなく、これに対応するためにこのような定款変更を行なう会社も増えるだろうが、反対票が多く生じる恐れがあることを前提とするべきであろう。

## 5. 役員選任議案

独立性についての検討が進められる

役員選任に関しては、不祥事会社での再任への反対、取締役会への出席率が不振（75%程度を下回る）な場合の再任反対、経営成果が不振な会社での再任反対ともに、

社外役員の独立性が特に焦点になるだろう。機関投資家が、社外役員の独立性を重視するのは、目新しい動向ではないが、国内の幾つかの審議会や諮問委員会がこの点に関して見直しを進めている<sup>6</sup>ことから、法令改正の可能性を含めて含めて改めて注目されるだろう。

ここで社外役員の独立性の評価とは、法律上の「社外」という定義とは異なり、実質的なものになるが、その評価を行なうために幾つかの形式的基準が設けられる。例えば、親会社の役職員が子会社の社外役員候補者になる場合には、その候補者の実像がどうであるかはほとんど勘案されず、親会社の役職員と言う事実のみで独立性がないと判断される。これは、個別的な評価が必要であるものの、株主総会の集中開催や開示される情報の限界という実態に即して考えれば、予め判断基準を設けて、機械的に当てはめていかざるを得ないということだ。

「社外」であることに加え、実質的な独立性が要求されるのは、経営者の判断を多角的に検証する機能を取締役に備えるべきと考えるからだろう。そして社外役員こそが、その機能の担い手となりうると期待される。そこで、経営者の言うがままになる恐れの高い者は独立してないので、社外役員としては不適であると判断される。

この実質的独立性を判断する基準をどのように策定するか、米国ニューヨーク証券所規則や英国統合規範などを参考にしつつ、機関投資家はそれぞれに検討を加えている。

独立性基準を各機関  
投資家が独自に策定

現在のところ、社外役員候補者に独立性をがないと判断されるのは、

- ・ メインバンクの役職員や元役職員である場合
- ・ 一定以上の持株比率等により判断される実質親会社の役職員や元役職員である場合
- ・ 一定の親等内にある親族である場合
- ・ 会社と取引関係のある弁護士・会計士・税理士等である場合
- ・ 一定期間以上の長期にわたり社外役員として在任している場合
- ・ 社外役員を互いに派遣している場合

などであるが、さらに進んで、社長や会長と個人的な利害関係や信頼関係（友人）のある場合には、どうするか、またそのような情報が入手可能か、といった点では問題が残る。個人的な信頼関係があるからといって、独立性が失われるものでは必ずしも無いのだろうが、公正な第三者的立場を堅持できるのか、疑問も残ろう。

社外役員選任のプロセスでは、一般に社外役員候補者本人に当然意向を打診することになるのだが、そうしたことが可能な関係と言うのは、以前からの知り合いである場合が多いようだ。そうした人的なつながりがある場合、どこまで具体的に独立性を客観的基準によって判断できるかは、難しい問題である。現実的には、開示された情報に特別な利害関係の存在を疑わせるようなものがあれば「反対」と言う結論に傾くのではないだろうか。

こうした機関投資家側の投票態度に対して、会社側としてはどのように対処すべき

<sup>6</sup> 拙稿コンサルティングレポート「企業ガバナンス改正の方向」（本年2月26日）

であろうか。これまでは、多くの機関投資家が反対投票を行ったとしても、行使議決権の半数には届かず、可決されている。また、会社側が提案した社外役員の独立性が不十分であるとしても、機関投資家が対抗する候補者を擁立することはほとんど無い。会社が決定した経営者が予定通りに選任されることはほぼ確かであるので、さほど気にすることも無いのかもしれない。

しかし、社外役員の独立性に疑問を持つ投資家が多くなってきており、投資判断にもこうした事情が組みこまれるようになれば、株式需要にも悪影響を及ぼし、株価が相対的に低位にとどまる理由ともなりかねない。したがって、株価対策上の観点からも、社外役員の独立性を検討してみてもいいのではないだろうか。

図表 4 社外取締役の独立性に関する判断基準例

大和住銀投信投資顧問 <sup>7</sup>	日興アセットマネジメント <sup>8</sup>
<p>会社法で定める社外性に加え、            大株主、親会社及びその関係者            主要取引銀行等の現職役職員並びに出身者            当該企業の主要取引先の現職役職員並びに出身者(“主要”の判定は、取引額、保有株式等を総合的に判断して行う)            会社と顧問契約を締結している法律事務所に所属する、もしくは所属した経験を有する弁護士            会社と会計監査契約を締結している会計事務所関係者            会社の顧問税理士            その他、一般株主にとって利益相反の恐れがあるもの            のいずれにも該当しないことを判断基準とします。</p>	<p>以下の者は「独立性」があるとはしない。            (1) 候補者が会社または子会社の常勤役員または従業員であった者は、独立性があるとはしない。ただし、退職後5年間を経過すれば、独立性があると判断する。            (2) 総議決権の1/3以上を保有する大株主            (3) 主要な取引先企業の常勤役員または従業員            (4) 当該企業と利害関係にある顧問弁護士、会計士、税理士、コンサルタント            (5) 当該企業の取締役の親族            (6) 当該企業と相互に役員派遣をしている場合</p>

出所：各社 WEB ページから大和総研作成

## 6. 買収防衛策

買収防衛策は、機関投資家をもっとも警戒する議案である。買収防衛策に対して、「原則的に賛成」と言う方針を有している機関投資家は少ないだろう。原則として反対であり、例外的に賛成する基準をどのように構築するかが現在の争点である。

買収防衛策への運用が適正に行なわれているか疑問も

賛成できるのは、取締役(会)が恣意的に保身目的で買収防衛策を発動することを防止するスキームが確保されている場合だ。日本の会社で普及している「事前警告型買収防衛策」は、いきなり第三者割当や差別的行使条件付新株予約権発行を行なうのではなく、数ヶ月にわたって、買収提案の内容を買収提案を受けた会社側(被買収会社)が精査・検討するというものである。この検討期間中に、被買収会社は、買収後の経営方針や株主対応についての詳細な計画を買収者側に要求する。

<sup>7</sup> <http://www.daiwasbi.co.jp/pdf/giketsu.pdf>

<sup>8</sup> <http://www.nikkoam.com/about/vote/sub.html>

この検討期間における交渉が果たして適切に行われているのか、その実態が疑問となることもある。被買収会社としては、買収者に対して十分な情報を求め、不足があれば追加で情報提供を要求しているにすぎないとしても、買収者側からは「解答困難・解答不能な無理難題」を問われているとして、多くの不満を残しているようだ。買収条件の交渉ではなく、交渉を引き延ばすことによって、相手方（買収者）が断念するのを待つという対応ではないかとも疑われる。

買収防衛策との関連で社外役員の独立性問題がクローズアップ

こうした引き伸ばしを許さないために、独立性のある第三者委員会による一定期間内の検討に委ね、そこでの決定が尊重されることが、機関投資家の賛成を得る最低限の条件となる。ここでは、第三者委員会の独立性が重視されるが、第三者委員会の委員は、社外役員が委嘱されることが多いので、社外役員の独立性がここでも問われることになるわけだ。

こうした買収防衛策の発動検討機関以外には、敵対的買収者への金銭交付も一応問題となりうる。日本の買収防衛策の基本的な構造は、2008年6月に経済産業省の企業価値研究会が公表した「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」に負うところが大きい。この中では、買収者に付与した新株予約権を会社が買い戻すことを否定している。敵対的買収者に成りうるアクティビスト・ファンド以外の機関投資家の多くもこれに賛成しているので、この金銭交付条項をつけた買収防衛策は反対されると考えていいだろう。「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」以降も、金銭交付条項をつけた買収防衛策や明確に排除していない買収防衛策が少なからずあり、このような場合には反対票が多く生じるものと予想できる。

## 7. 事業法人側の対応

機関投資家の議決権行使ガイドラインを踏まえた対応が必要に

ここまで記したように、機関投資家の議決権行使はその基準が公表されており、事業会社側ではどのような議案に反対を投げられるか、概ね予想可能だ。そこで、株主構成を明らかにしたうえで、票読みをすることによって否決されるリスクを回避することができる。こうした会社側の対応は、結果的に機関投資家が賛成できる議案を上程することになるので、機関投資家の意向に沿ったコーポレート・ガバナンス改善に寄与するものと言うことができるだろう。

一口に機関投資家といっても、議決権行使姿勢には濃淡がある。どのような機関投資家が株主になっているかを知っておくことが、票読みの第一歩であり、実質株主を把握しておく必要性は高いとは言うまでもないだろう。物言う株主への対応するには、誰が物言う株主であるかを把握して、どのように物言うのかを知る必要がある。こうした情報は開示制度の充実によって、かなりの程度まで明らかになってきている。米国の投資信託については、SEC規則に基づき、日本株を含め各社の株主総会議案に対する賛否が詳細に開示されている。日本の機関投資家の開示はそこまで詳細ではないが、議決権行使方針の概略を知ることは可能だ。

事業会社に対しては、投資家の意向を勘案したコーポレート・ガバナンスの改善が期待されており、株主総会の円滑な運営を図る上では、そうすることが得策であるともいえるだろう。