

2009年6月26日

全3頁

# 相次ぐ議決権コンサルへの反論

経営戦略研究部  
鈴木裕

## 議決権行使コンサルタンの推奨に対して会社が反論した事例

### [要約]

- 議決権行使コンサルタンは、株主総会議案について株主が賛成すべきであるか反対すべきであるかを推奨している。
- 株主総会議案において、会社側提案につき反対投票推奨を受けたり、株主提案につき賛成投票推奨を受けたりした会社が、議決権行使コンサルタンに反論する事例が相次いでいる。

### 1. 議決権行使コンサルタンへの反論

株主総会議案について賛否を推奨

6月11日付けコンサルティング・レポート<sup>1</sup>で紹介しているように議決権行使コンサルタンから、会社側提案につき反対投票推奨を受けたり、株主提案につき賛成投票推奨を受けた会社が、反対投票推奨に対して会社側から反論する事例が生じている。

新たな反論事例が明らかになったので、これまでの事例とともに紹介する。

### 2. 2009年株主総会議案に関する反論事例

会社側が、自社のWEB上で議決権行使コンサルタンの推奨に対して反論した事例は次の通り、今のところ5社が確認できる。

#### (1) オリックス株式会社(8591)

役員選任議案に関する反論事例

オリックスの社外取締役選任議案に対して、ISS(Institutional Shareholder Services, Inc.)は候補者の独立性に疑問があるとして選任議案に反対投票の推奨をしている。ISSの反対理由は、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)によっては、同候補者の社外取締役の独立性を判定できないということのようだ。

オリックスは、ISSの反対推奨に対して、同候補者がかつて所属していた監査法人から完全に独立していることを確認しており、財務専門家として代え難い人材である

<sup>1</sup> 2009年6月11日付けコンサルティング・レポート「議決権コンサルへの反論事例」

と反論した<sup>2</sup>。

### (2) 株式会社メイテック (9744)

メイテックは、代表取締役社長の取締役再任議案について、グラス・ルイス (Glass Lewis & Co.) から反対投票推奨を受けている。グラス・ルイスは、監査役会設置会社に対し、最低 2 人の独立した社外取締役を求めており、2 人に満たない場合、会長あるいは社長の選任に反対を助言する方針であり、社外取締役が 1 名である同社はこれに該当した。

これに対して、メイテックは、社外監査役 2 名を含む 3 名の監査役を選任しており、監査役は、業務執行に対する監督機能を十分に果たしていることや、取締役会の機能の充実と監督機能とのバランスを考慮した結果の役員構成であると反論している<sup>3</sup>。

### (3) オムロン株式会社 (6645)

オムロンは、取締役選任議案について、グラス・ルイスと ISS から異なる候補者に対して反対投票推奨を受けており、それぞれに反論している。

ISS への反論。

ISS は、オムロンの社外取締役候補者 1 名に反対投票を推奨している。これに対してオムロンは、候補者の再任理由、独立性、取締役会への出席率について補足説明を加え、株主の理解を求めている<sup>4</sup>。

グラス・ルイスへの反論

グラス・ルイスは、現取締役会長の再任議案について反対することを推奨しており、その理由は、社外取締役候補者 1 名の独立性が十分に保たれておらず、社外取締役として認められないこととなるので、実質的には社外取締役が 2 名に達しないため、取締役会長に対し反対票を推奨するというものである。

これに対して、オムロンは、当該社外取締役候補者の独立性に関して補足説明を加えるとともに、取締役候補者の取締役在任期間に関し、グラス・ルイスの分析と異なる認識であることを表明している<sup>5</sup>。

### (4) 横河電機株式会社 (6841)

買収防衛策関連議案  
について反論した事  
例

横河電機では、買収防衛策を継続するための議案（「当社株式の大量取得行為に関する対応策（買収防衛策）の継続導入の件」）に関して、ISS から反対投票推奨を受けているとのことである。ISS は、買収防衛策における独立委員会委員候補者であり社外取締役候補者の独立性に疑義があるとして反対投票推奨を行っているようだ。

これに対して、横河電機は、同候補者は、買収防衛策における独立委員会委員候補者及び社外取締役候補者として現経営陣から独立していることについて、株主の理解

<sup>2</sup> 2009 年 6 月 3 日付けオリックスからの公表資料。

<sup>3</sup> 2009 年 6 月 5 日付けメイテックからの公表資料。

<sup>4</sup> 2009 年 6 月 5 日付けオムロンからの公表資料。

<sup>5</sup> 2009 年 6 月 12 日付けオムロンからの公表資料。

を求めている<sup>6</sup>。

### (5) ローム株式会社 (6963)

株主提案議案への賛成投票推奨について反論した事例

ロームでは、ブランドス・インベストメントからの株主提案（自己株式取得の件）を受けている。これについて、ISSが行った賛成推奨に対してロームが反論している。

ISSは、ロームの財務構造においてキャッシュが過度であるために、市場における評価が低く、PBRが一倍を割っているため、自社株取得を促進するブランドスの提案に合理性があると判断したようである。

ロームは、事業の継続性及び経営の安定性の観点から現在の財務構造を維持することが望ましいと判断されることや、配当によって着実な株主還元を行っていることなどを主張して、ISSの推奨に従わないように株主に呼びかけている<sup>7</sup>。

## 3. 反論の方法

判断基準を攻撃する場合と事実認定を攻撃する場合

議決権行使コンサルタントは、典型的な議案については、あらかじめ判断基準を策定し、これに事実を当てはめることで賛否を決定している。そこで、議決権行使コンサルタントの推奨に反論する場合には、判断基準の合理性を攻撃するか、事実認定の誤りを攻撃することが考えられる。

判断基準の合理性を攻撃する場合には、議決権行使コンサルタントの判断基準が、日本の実情や常識からはかけ離れていることを主張することになる。しかし、議決権行使コンサルタントは、基準自体が不合理であるとは認めないので、判断の見直しを行うことにはならないであろう。しかし、議決権行使コンサルタントの推奨レポートを利用する機関投資家の判断に影響を与えて、賛否を覆す可能性はある。

一方、事実認定を攻撃する場合には、場合によっては、議決権行使コンサルタントの判断を覆すことも可能である。非常に多くの会社の株主総会議案を短期間で判断する場合には、事実認定に誤りが生じる可能性もある。

<sup>6</sup> 2009年6月15日付け横河電機からの公表資料。

<sup>7</sup> 2009年6月10日付けロームからの公表資料。