

2009年7月14日 全8頁

上場会社による議決権行使の結果開示

～ 2009年開示事例の概要および分析～

経営戦略研究所
藤島 裕三

今総会シーズンが終わった時点で、結果開示した企業は27社に達した模様。

[要約]

- 議決権行使の結果開示が注目された端緒は、外国人など機関投資家の働きかけの強まりだったと思われる。近時さらに東証や金融庁による検討会が、ルール化に積極的な姿勢を示している。
- わが国会社法は株主総会の決議について、その票数を開示することまで予定していない。一方で米英企業においては、個別の取締役候補者に対する得票結果まで開示するのが一般的である。
- ほとんどの開示例は役員選任議案の候補者別得票を開示しておらず、誰の何が問題視されたかは推測の他ない。それでも株主の投票行動を推し量る上で、ある程度は有用な情報を得られよう。

はじめに

2009年の開示事例は
少なくとも27社

株主総会における議決権行使の結果を開示する企業が増加している。大和総研経営戦略研究所が集計した限りでは、2008年は4社（ソニー、マブチモーター、資生堂、角川グループホールディングス）であったが、2009年については6月総会シーズンが終わった時点で、すでに27社に達している。

上場会社による議決権行使の結果開示が注目された端緒は、国際的な機関投資家の業界団体であるACGA（アジア・コーポレートガバナンス・アソシエーション）が2007年5月に発表した「日本のコーポレートガバナンス白書」だったと思われる。同白書は「年次株主総会その他の株主総会において、すべての決議に関して投票の集計・記録を行なう（中略）翌日迄に全投票結果を発表する」と提言していた。

株主意を反映する
媒体として注目

加えて2009年に開示企業が増えたのは、投資家による働きかけが強まったことが背景にあると考えられる。今総会シーズンを前にした彼らの関心事に、社外取締役の選任義務付けおよび独立性強化があった。しかし経産省や金融庁による検討の結果、法改正はされないことになった。期待が外れた投資家としては、自分達の意思が反映される媒体として、議決権行使の結果開示に注目した可能性がある。

本稿においては、議決権行使の結果開示を取り巻く内外の法規制、わが国における近時の議論を俯瞰した上で、2009年に議決結果を開示した27社について、若干の分析および考察を試みる。2010年総会シーズンには開示ルールが設けられるかもしれず、現状を総括しておくことは企業・投資家の双方に有意義と考える。

1. 結果開示に関する法規制

票数開示を法は予定していない

わが国会社法は株主総会の決議について、第 309 条第 1 項で「議決権を行使することができる株主の議決権の過半数を有する株主が出席し、出席した当該株主の議決権の過半数をもって行う」と定め、第 2 項では「出席した当該株主の議決権の 3 分の 2 以上に当たる多数」が必要な場合を規定する。すなわち原則、株主総会において行使された議決権のうち、議案に応じた一定割合を超える得票を求めている。

ただし賛否に関わる具体的な票数については、株主に対する開示はもちろん、正確な集計を課す規定も存在しない。会社法施行規則第 72 条第 3 項は、株主総会議事録の記載事項として「株主総会の議事の経過の要領及びその結果」を挙げるが、実務上、「過半数の賛成を以って」などの記載でも差し支えないようである。重要なのは決議要件を満たすことで、その内訳を明示することまでは予定していない。

株主が集計結果に疑問を持った場合には、議決権行使に関する記録の閲覧・謄写を会社に請求することができる。会社法の第 311 条は議決権行使書（送付による事前行使）、同第 312 条は電磁的記録（インターネットを通じた事前行使）を、株主総会の開催当日から 3 ヶ月間、本店に備え置くよう求めている。事前行使で決議要件が満たされることが多いため、以上の開示で足りるとするのが通例となっている。

企業の任意による投票結果の開示については、単純な横並び意識に加えて、過剰な情報提供は企業経営を阻害するのではないかと恐れや、当日の賛否を拍手などで済ませて正確に集計していない実情などから、ほとんど検討されてこなかった。また、取締役候補者それぞれの得票数を明らかにすることは、取締役会を運営する上で阻害要因になりかねないとの懸念もあろう。実際、2008 年に開示している前掲の 4 社においても、個別の候補者が獲得した票数の開示までには踏み込んでいない。

米英においては票数開示が一般的

一方で米英においては、上場会社に議決権行使の票数開示を課す明確な規定が存在する。米国上場企業は SEC（証券取引委員会）の規則によって、FORM 10-Q（四半期報告書）の提出が義務付けられる。その PART II - OTHER INFORMATION における ITEM4 は、同報告書の対象期間中に株主総会が開催された場合、決議された各議案の簡単な説明に加えて、賛成・反対・棄権など投票数の記載を上場企業に求めている。

英国 LSE（ロンドン証券取引所）は、上場企業に望ましいコーポレートガバナンスのモデルとして、THE COMBINED CODE（統合規範）を示している。同規範に強制力は伴っていないが、不遵守の場合には理由の開示が求められる（Comply or Explain）。その SECTION 1 COMPANIES における D.2 は「株主総会の建設的な活用」として、議案に賛成および反対した投票数をウェブサイトを開示するよう推奨している。

以上の規定が根拠となって、米英の上場企業においては議決権行使の結果を、具体的な票数まで開示するのが一般的となっている。またその際、取締役候補者の全員について、各々の得票数が明確に把握できるよう、区分された一覧表が付されるのが通常である。わが国の現状とは大いに異なる点、認識しておく必要はあろう。

2. わが国における近時議論

開示義務化を巡って
議論が分かれる

2009年4月14日に日本経済団体連合会は、「より良いコーポレートガバナンスをめざして（主要論点の中間整理）」とする報告書を発表した。同報告書は議決権行使の結果開示を、株主とのコミュニケーションを充実させるものと評価しつつ、弊害が少ないことを指摘して、自主的な取り組みに止めるべきとする。

ほぼ時を同じくした2009年4月23日、東京証券取引所の上場制度整備懇談会は、「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」とする報告書を発表した。同報告書において、議決権行使の結果開示は投資者から強く要望されている事項で、株主が容易にアクセスできる制度を整備することが望ましいと指摘している。

さらに2009年6月17日には、金融庁の金融審議会金融分科会が設置する、我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループが、「上場会社等のコーポレートガバナンスの強化に向けて」とする報告書を発表した。日本経団連も指摘した当日の投票分について、同報告書は総会前日までの票数でも十分に意義があるとした上で、法改正あるいは上場規則の整備によってルール化すべきと主張している。

図表 1 議決権行使の結果開示に関する近時の議論

	日本経済団体連合会 (2009/4/14)	東証 上場制度整備懇談会 (2009/4/23)	金融庁 金融審議会 (2009/6/17)
総論	<ul style="list-style-type: none"> -法律や上場規則等で開示を義務付けるべきではない -企業が自主的にこのような取り組みを推進していることは評価に値する 	<ul style="list-style-type: none"> -近年、投資者から強い要望が寄せられている -株主が議決権行使結果に容易にアクセスできる制度の整備を進めることが望ましい 	<ul style="list-style-type: none"> -賛否の票数まで公表することが適当である -法定開示及び取引所ルールにより、ルール化が進められるべきである
意義	<ul style="list-style-type: none"> -株主とのコミュニケーションを一層充実させる 	<ul style="list-style-type: none"> -投資者に議決権行使の重要性とその成果を認識させる -株主との対話の端緒となる -委任状又は書面投票について不正解釈等の疑義を払拭する 	<ul style="list-style-type: none"> -株主の意思が明確化される -市場を通じた経営陣への牽制効果も期待できる
備考	<ul style="list-style-type: none"> -当日投票分を含めた開示は実務的に対応困難である -株主総会の外からの影響力が増大したり、誤解を生じかねない数字が一人歩きする 	<ul style="list-style-type: none"> -委任状及び書面投票を閲覧できたとしても、株主が自ら集計などの作業をすることは容易ではない 	<ul style="list-style-type: none"> -総会前日までに把握した賛否の票数についての開示でも十分に意義がある

各報告書よりD I R 経営戦略研究所作成

3 . 2009 年開示企業の概要

開示の態様は多岐にわたっている

2009 年に議決権行使結果をウェブサイトで開示した企業は現状、大和総研経営戦略研究所が集計した限りで 27 社となっている。ニュースリリースとしてトップページで告知している例、投資家情報の株主関連ページにリンクを貼っているだけの例など、開示の様態は多岐にわたっている。また、上場取引所に適時開示情報として届け出た企業としては、少なくとも 5 社（ニッセンホールディングス、トラスコ中山、三菱製紙、住友信託銀行、オートバックスセブン）が確認されている。

図表 2 2009 年に議決権行使の結果を開示した企業

株主総会 開催日	証券 コード	上場 市場	社 名
2009/3/18	8248	大証 1	ニッセンホールディングス
2009/3/27	6592	東証 1	マブチモーター
2009/5/26	2651	東証 1	ローソン
2009/5/28	7512	東証 1	イオン北海道
	8170	東証 1	アデランスホールディングス
2009/6/12	9830	東証 1	トラスコ中山
2009/6/17	2811	東証 1	カゴメ
2009/6/19	4756	東証 1	カルチュア・コンビニエンス・クラブ
	6758	東証 1	ソニー
	8697	HCS	大阪証券取引所
2009/6/21	9477	東証 1	角川グループホールディングス
2009/6/22	7832	東証 1	バンダイナムコホールディングス
2009/6/23	4902	東証 1	コニカミノルタホールディングス
	6645	東証 1	オムロン
	8729	東証 1	ソニーフィナンシャルホールディングス
2009/6/24	4911	東証 1	資生堂
	8058	東証 1	三菱商事
2009/6/25	8012	東証 1	長瀬産業
	8130	東証 1	サンゲツ
	9409	東証 1	テレビ朝日
2009/6/26	1979	東証 1	大気社
	3864	東証 1	三菱製紙
	4203	東証 1	住友ベークライト
	4568	東証 1	第一三共
	6890	JASDAQ	フェローテック
	8403	東証 1	住友信託銀行
	9832	大証 1	オートバックスセブン

各社開示資料より D I R 経営戦略研究所作成

必ずしも外国人比率は高くない

開示企業の属性としては、業種の偏りなどは特に認められない。外国人株主比率についても、27社の単純平均は24.5%（2008年期末ベース；各社有価証券報告書より）となっており、全国5証券取引所の外国人比率（23.6%；東証など株式分布状況調査より）と大差ない。必ずしも外国人株主を意識して開示したとは限らず、純粋にIRを充実させる狙いを掲げる企業も相応に含まれているのだろう。

なお、特に外国人株主比率の高い企業としては、アデランスホールディングス（51.2%）、大阪証券取引所（47.5%）、バンダイナムコホールディングス（39.7%）、ソニー（39.1%）などが目立っている。逆に外国人株主が少ない事例としては、カゴメ（1.2%）、イオン北海道（1.2%）、フェローテック（6.3%）、カルチュア・コンビニエンス・クラブ（7.8%）といった企業が挙げられる。

各社の期末時点における大株主の状況を、有価証券報告書および大量保有報告書でチェックすると、英国の投資ファンドであるシルチェスター・インターナショナル・インベスターズ・リミテッドが、7社において上位株主の座を占めている。また米国のフィデリティ投信が、5社に対して投資していることが分かる。これらの株主構成が、個別のケースにおいて影響を及ぼしている可能性はあるだろう。

ほとんどは事前行使のみの開示

結果開示の書式については各社各様となっている。争点の当日投票分については、大多数の事例は開示しておらず、事前行使のみを対象としている。これに役員の日行分を加えた例が5社（マブチモーターなど）、当日出席の株主が行使した議決権のうち確認できたものを加えた例が1社（テレビ朝日）あった。

当日投票分も含めた最終の集計結果を開示したと見られる事例は3社。アデランスホールディングスは株主総会から2週間が経過した後、「最終決議結果について」と題して発表した。イオン北海道の開示では、賛成票と反対票の合計が、当日を含めた議決権行使の全体と等しい。オートボックスセブンは「事前行使における賛成数」に加えて、「当日出席を含めた賛成数合計」を公表している。

取締役候補者の個別開示は2社のみ

取締役候補者の得票を個別に開示したのは、アデランスホールディングスとイオン北海道の2社のみ。ほとんどは個別ではなく一本化している。特に多かったのは、全候補者の最少得票と最多得票を幅で表示する方法。その他の例としては、最少得票だった候補者の内訳を記載した企業も、三菱商事など数社あった。

今総会シーズンにおいては資生堂のフォーマットが、比較的多くの開示企業で参考にされた模様である。同社が2008年から用いている書式は、事前行使のみの集計で、役員候補者の個別開示はない。取締役選任議案については、最少得票と最多得票の幅によって表示している。その他、票数や得票率を表示する方法から、発表資料のレイアウトに至るまで、類似した事例が10社程度、確認できている。別のフォーマットとしては、ソニー開示資料を踏襲したと思われる例も数社ある。

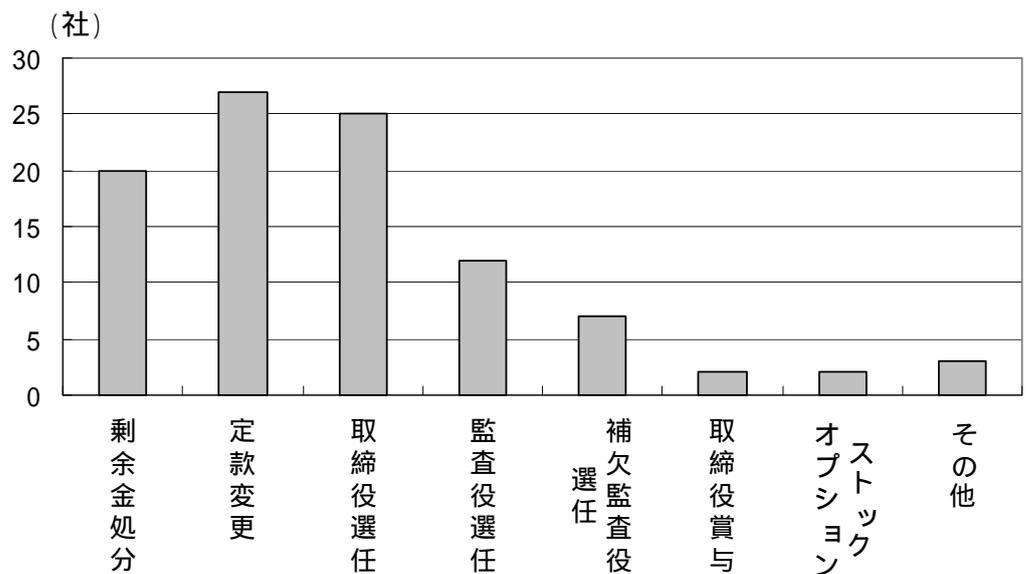
4 . 2009 年開示事例の分析

ほとんどは事前行使
で賛否が決する

開示 27 社における議決権行使の状況を俯瞰する。まず議決権の行使率については、単純平均で約 8 割に達しており、定足数の充足には問題ない水準となっている。事前行使と当日出席の割合は必ずしも全社で開示されていないが、判明している範囲ではおよそ 1~2 割が当日の行使となる。もっとも、イオン北海道やソニーフィナンシャルホールディングスなど、親会社の分が当日出席に含まれる例もあるため、実質的にはほとんどの企業が、事前行使で賛否が決する状況といえよう。

次に各社の議案をチェックする。例外なく上程されたのは定款変更。株券電子化に伴う文言の変更が中心である。取締役選任が議案にならなかった企業は、任期 2 年で改選期を迎えていないと考えられる。同様に剰余金処分については、委員会設置会社への移行または定款変更で取締役会に授權済みの企業では議案にならなかったため。なお「その他」の内訳としては、役員退職慰労金の支給、買収防衛策の継続（宣言的決議）、取締役選任の株主提案が、それぞれ 1 件ずつとなっている。

図表 3 結果開示した 27 社における議案の分布



各社開示資料より D I R 経営戦略研究所作成

定款変更は圧倒的な
多数で可決

定款変更議案については今総会シーズン、「株主の権利行使に際する手続」を株式取扱規定に定めるとする内容が、外国人株主を中心に反対票を集めたと報じられた。しかし開示 27 社においては、特に反対比率が高かった形跡はない。株主総会招集通知をチェックした限りでは、少なくとも 5 社が同種の変更を上程している。事前の議案説明を尽くすなどして、投資家の理解を得た結果かもしれない。

取締役選任議案には
バラツキがある

一方、取締役選任議案に関しては、各社ごとにバラツキが大きい。否決された事例としては、アデランスホールディングスの会社提案が挙げられる。本件は筆頭株主のスティール・パートナーズ・ジャパンが株主提案を実施、双方による候補者を株主が判断する図式だった。同社の結果開示は各候補者の賛成割合を示しており、会社側が提携先としたユニゾン・キャピタル出身の候補者（3人）が37%台に止まったこと、他の候補者も55～57%と僅差だったことが明らかになっている。

否決には至らなかったものの、他の議案と比べて賛成率が著しく低かった事例は、少なくとも5件が確認できる。ただし候補者個別の得票は開示していないため、どの候補者がどのような理由で反対されたのかは、推測に頼る他ない。各社の招集通知をチェックすると取締役会の出席率が低い社外取締役の再任議案が目立っており、これが機関投資家などの議決権行使基準に抵触した可能性はある。

オムロンは2009年6月5日付の株主総会補足資料で、議決権行使助言コンサルタントのISSが、同社社外取締役の再任議案に反対票を推奨していると明らかにした。同資料によるとISSは、当該候補者による取締役会の出席率が61.5%に止まったことを問題とした模様。これに対してオムロンは、取締役会出席率は社外取締役候補者の適否を判断する一要素に過ぎないと、株主に理解を求めた。

投資家の投票行動を
知る有用な情報

その他、社外取締役候補者が筆頭株主の上級役員である例、血縁者がグループ会社の代表者を務める例などは、投資家の賛同を得にくかったかもしれない。また今総会シーズンにおいては、社外取締役が2名以上いないケースや、株式持ち合いに明確な説明がない場合、会長もしくは社長の再任議案に反対票を投ずる動きも報じられた。前述した通り、開示から真の理由を読み取ることはできないが、投資家の投票行動を推し量る上で、ある程度は有用な情報を得られるともいえよう。

なお監査役については、各人の任期（4年）に満了時期の違いがあること、取締役と比べて人数が少ないことなどから、候補者1名のみが議案として上程されることがある。今回の開示事例では4社が、監査役1名の選任議案を上程した。また補欠監査役の選任議案は通常1名に限られることが多い。これらの場合に反対票が多ければ、その理由は比較的容易に把握できよう。実際に今回の開示企業で、顧問弁護士を補欠監査役候補者とした議案において、相対的に賛成率の低かった事例が確認できる。

今回の開示27社のうち、買収防衛策に関わる議案を上程した企業は、カゴメ1社に止まった。買収防衛策は機関投資家を中心に批判が大きいですが、同社の継続議案は事前行使のうち9割以上の賛同を得た。外国人株主比率が1.2%と低いことはあるが、60.4%を占める個人株主が支持した結果だと理解できる。買収防衛策に関する、機関投資家と個人投資家の温度差が現れているのかもしれない。

おわりに

ルール化に関係なく
進んで取り組みを

議決権行使の結果開示については、投資家サイドの関心が高まっていること、東証や金融庁が前向きに議論していること、開示事例が積み重なってきたことなどから、2010年総会シーズンには一定のルール化が図られるかもしれない。具体的には、証券取引所による適時開示制度の対象とする、コーポレートガバナンス報告書の記載事項とする、などが考えられる。強制力を伴わせるか、英国式の「Comply or Explain」とするかについては、今後の更なる議論を待つことになる。

もっとも上場企業においては、ルール化の情勢に左右されることなく、IR活動を充実させる観点から、進んで結果開示に取り組んでよいだろう。わが国企業と投資家の間では、社外取締役などコーポレートガバナンスの議論について、必ずしも認識が噛み合わないことが多々ある。もちろん企業サイドは投資家の主張を丸呑みすることはないが、真摯に捉える姿勢を示すことは望ましいのではないかと。議決権行使の結果を明らかにすることは、議論の場を持つ第一歩とも思われる。

開示内容について、事前行使の範囲内で十分とする見方は、恐らく企業・投資家の双方に共通のコンセンサスだろう。もちろん僅差の場合は総会当日に投票を行う必要もあるが、平常であれば投資家も過大な手間など要求しない。見解が分かれるのは役員候補者個別の票数開示ではないか。前述したように企業側の抵抗感が強い一方、英米は個別開示が当然という実態もある。当面は結果開示だけで評価されるステージだが、徐々に個別開示を求める投資家の声も強まってこよう。

- 以上