

2009年 株主総会の概況



鈴木 裕

株主提案件数が減少傾向にあることや否決事例があまり見られないなど、今年の株主総会は、平穏であったように見える。その一方で、株主総会の投票賛否数を詳細に公表したり、議決権行使コンサルタントの推奨に反論したりする会社が少なからずあるなど、総会議案に関する様々な情報が会社側から開示されるようになってきている。
会社と株主のコミュニケーションを充実させる方向での制度改正も検討されている。

目次

1. はじめに
2. 分散開催の状況
3. 個人株主の参加意欲
4. 株主総会議案の否決
5. 株主提案
6. 株主総会結果開示
7. 議決権行使コンサルタントとの摩擦事例
8. むすび

1. はじめに

2009年の株主総会は、アデランスで株主提案の役員選任議案が可決したほかに大きな波乱は無く、平穏であったように見える。しかし、議決の詳細公表などこれまでの株主総会実務とは異なる動きが顕在化しつつあることも確かだ。来年以降、上場会社には、情報開示の充実等新たな対応が求められることとなる。

2. 分散開催の状況

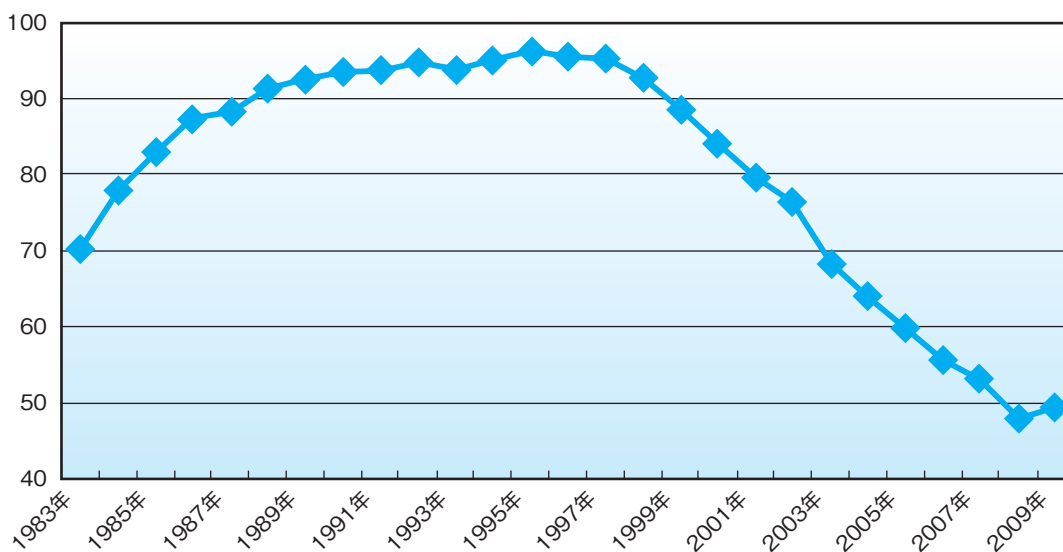
3月決算の東京証券取引所上場会社の株主総会は6月26日に集中し、26日への集中率は49.3%であった。2007年3月決算会社の集中率が52.9%、2008年3月決算会社では48.1%であったので、昨年を若干上回っている。集中開催がピークだった95年には96.2%が特定日へ集中し

ていたことを思い起こせば、今年の集中率は5割程度であり、分散開催の流れが逆転としたとまではいえないだろう。

分散化が進んだとはいえ、株主総会は平日に行われることが多く、仕事を持つ個人投資家の多くは参加を断念していた。今年もそのような傾向が大幅に変わることは無く、こうした投資家には参加の機会が制限されているままだ。一方、平日に総会に参加する人の多くは、仕事をリタイアした個人投資家であるから、総会開催の分散化が進めば、こうした方々はより多くの総会に参加できるようになる。

機関投資家にとっても、分散開催は歓迎されている。機関投資家が総会に参加することはあまり無いのだが、議決権は行使している。議決権行使に当たっては、投資先の株主総会議案を精査する必要があると、多くの会社に投資している場合には、議案精査の事務負担が莫大になる。そこで、総会日が分散すれば、いくらかでも事

図表1：3月決算会社の株主総会集中率



(出所)東京証券取引所

務負担が軽減できるので、機関投資家もこのような傾向を歓迎している。

しかし、集中日の前後に分散するのみでは、事務負担軽減も限定的だ。より広い分散を可能にする制度構築が一層望まれるところである。

3. 個人株主の参加意欲

今年の株主総会は、多くの会社で過去最高の参加者を記録したようだ。大型の会場を用意するだけでなく、第2会場・第3会場を設けて総会を運営した例もある。

参加者が増大した要因として考えられるのは、第一に個人株主が増加していることが挙げられよう。東京・大阪・名古屋・福岡・札幌の各証券取引所の連名による「平成20年度株式分布状況の調査結果について」（6月18日）によれば、個人株主数（延べ人数）は4,223万人（前年比227万人増）で、はじめて4,000万人の大台に達した。3年連続で過去最高を更新、その保有比率も20.1%で、前年比で1.9%増加した。

第二の要因としては、経済危機の中で行われた総会であるというだ。経営者の所信や見通しを直接問える数少ないチャンスである株主総会への関心が高まったということもあろう。また、団塊世代の株主が退職年齢に差し掛かり、時間に余裕ができたことも株主総会への参加者を増やした要因であるとも考えられる。

会社側にとっても、個人株主層は外国人株主の売却の受け皿となりうることから、積極的な個人向けIRに取り組むようになってきている。こうしたIRの活発化が、個人株主を量的に増や

しているだけでなく、経営への関心を喚起することになったとも言えよう。

4. 株主総会議案の否決

株主総会では、剰余金処分や役員選任など、毎年同じような内容の議案が付議されており、機関投資家は類型的な議案については事前に判断基準（ガイドライン）を設けて、賛否を決している。また、制度改革が頻繁に行われる昨今では、これに対応するためのガイドラインも事前に定められるが、定款変更の場合は元となる制度変更の内容が様々なので、それぞれに賛否の基準が異なる。

本年の株主総会では、多くの会社で定款変更議案が付議された。株券電子化への対応につき、本年1月5日に決済合理化法が施行されたため、これへの対応として株券の存在を前提とした株式取扱規程を変更するために定款を変更する必要が生じたからだ。法改正に対応するための形式的な定款変更であるから、機関投資家が反対をすることは考えられないものである。

しかし、少なからぬ会社が、株式取扱規程に株主提案権の行使方法について一定の枠を設け、これに関係して定款を「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。」（下線部が変更部分）と改める議案を付議した。これが一部の機関投資家の強い反発を呼ぶこととなった。

株主提案権の行使について株式取扱規程に変更を加える目的は、株主提案の提案理由を参考

書類への記載するにあたり400字の字数制限を設けるところにある。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。

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。会社法で明文の定めが無いからといって、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。

そこで、株主の権利行使に関して株式取扱規程に定める旨の定款変更議案が、株主提案に字数制限を設ける意図があると見える場合には反対するとの方針を持つ機関投資家が少なからずあったということだ。しかし、この定款変更の必要性・許容性を認める機関投資家も多く、定款変更議案の否決に必要な行使議決権の3分の1の反対を集めるのは難しいだろうと考えられていた。

こうした中で、アルプス電気で、株主の権利行使に関する規程を含む定款変更議案が否決されるという事例が生じた。しかし、同社は定款

変更によって株主提案に字数制限を設けることまで意図していたわけではない。確かに、同社の定款変更議案には、株式取扱規程に株主の権利行使に関する事項を定めるとしているのだが、それが直ちに株主提案権に制限を加えるものではない。定款変更によって株主の権利行使手続きに関する文言を設けたとしても、その後株式取扱規程を改正して株主提案議案に字数制限を設けるとは限らないのである。株式取扱規程は、取締役会が改正するものであり、個々の会社の状況によっては、字数制限を設けないこともありえる。

定款変更議案否決を伝える同社のプレスリリース(6月25日)では、「当社としましては、株券の電子化に伴い、株式取扱規則の定めのうち株券に関する規定がなくなり、株主の権利行使手続きが同取扱規則の定めを中心となりましたことに伴い、その実態に定款の表現を合わせるための文言を追加したに過ぎず、株主の権利行使を当社取締役会によって制限することを意図したものではありません。」と記している。

今回の否決事例は、一部株主側に何らかの誤解があった可能性がある。株主の権利制限に関する定款規程は、その具体的内容が明らかでないことから、株主が警戒感を抱くのも理由が無いことではなく、会社側においては、その警戒感を解くための情報提供を充実させていくべきであるのかもしれない。

5. 株主提案

わが国の株主提案権は1981年(昭和56年)の商法改正によって設けられたものであり、現在

の会社法に受け継がれている。6ヶ月以上前から株主であって、発行総数の100分の1以上、または300個以上の議決権を有する株主に株主提案権は与えられる。

この権利は、複数の株主の持ち株数を合計することでも行使できるため、小規模な株主が合同して提案を出す事例も多い。この権利を有する銀行や機関投資家は、少なくないと思われるのだが、わが国の銀行や生保・信託など提案する事例は見られない。2007年の株主総会において、スティール・パートナーズをはじめとする海外ファンドが活発に株主提案を行ったことから、にわかに注目されるようになった。2006年までは年間合計20件程度で推移していたのが、2007年に増加を示したのは、こうした海外ファンドの提案による。2008年総会では、海外ファンドの株主提案は、チルドレンズ・インベストメンツによる電源開発（Jパワー）に対するものと、ブランデス・インベストメンツによる日比谷総合設備に対するものの2件に激減した。機関投資家によるコーポレート・ガバナンスは、会社側から提案される議案に賛否の票を投じる受動的なものであったが、海外ファンドが提案権行使に積極的な姿勢を見せたことは注目すべき変化だったが、今年も低水準にとどまり、合計件数は2006年以前の水準に戻ったといえよう。

こうした状況は、株主の行動が消極的になっているからか。日本の会社は株主が何を言っても変わらないので、外資さえモノを言わぬようになってしまったのだろうか。実態はそうではなく、むしろ株主と話し合えば会社経営が変わっていくので、あえて株主提案という敵対的な印象を与える手段を取ることが少なくなってい

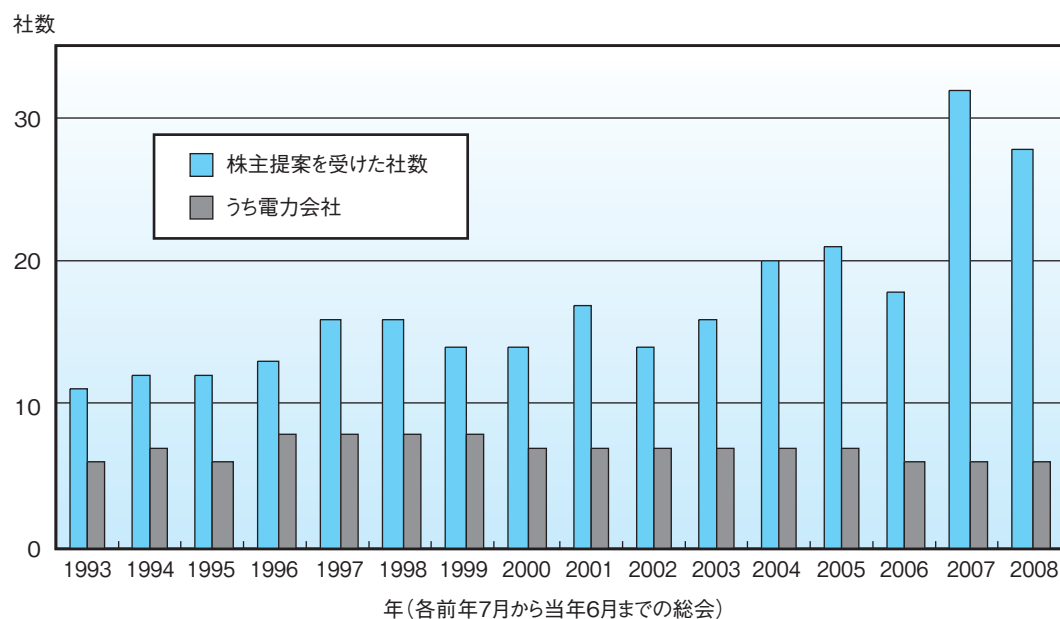
るからであろうと思われる。年金基金を含む海外投資家、それに生保を含む国内の投資家は、頻繁に経営者と話し合い、経営効率の改善や財務構造の適正化を求めている。外資系ファンドや海外年金基金から、配当政策などについて話し合いの機会を求めるレターを受ける会社はかなり多くなっているようだ。

経営者に影響を及ぼす手段として、経営者と対立的な株主提案という手段を使わなくなっただけで、対話を通じたプレッシャーはむしろ強まっているのではないだろうか。

6. 株主総会結果開示

株主総会の当日は、質疑応答の後、異議の有無を確認して採決を行い、議長から議案の可決について報告される。「圧倒的多数の賛成で原案の通り承認可決されました」と報告されるのが通常で、賛成が何票で反対が何票であったか、詳細が株主に知らされることはほとんど無い。株主総会における採決については、法令上特別の規定は置かれていない。判例でも、定款に別段の定めが無い限り、決議の成立に必要な賛成数に達していることが確認できればいかなる方法を用いてもいいとされている（最判昭和42年7月25日）。実際上は、前日までに郵送されてきた議決権行使書面とインターネットによる議決権行使結果を合わせて、定足数が確保され、また可決に必要な賛成票があったことが判定できればよい。例えば100個議決権がある会社の株主総会で、特別決議を成立させるためには、定足数の50が決議に参加して、その3分の2が賛成して

図表2：わが国における株主提案件数等



(出所) 商事務務「株主総会白書」1993年版～2008年版

図表3：2009年の株主提案事例

会社名	提案者	総会日	株主総会議案				備考
			定款変更	剰余金処分	取締役選任・解任	その他	
コージツ	小杉産業	2月26日			○		
ビービー・カストロール		3月27日		○			
ダイキサウンド		5月27日			○		可決
アデランスHD	スティール・パートナーズ	5月28日			○		可決
パイブドピッツ	キャピタルズワン	5月28日		○			
NowLoading	イースタジアグループ	6月 4日			○		
つうけん		6月19日		○			
JR東日本		6月23日	○	○	○	○	
JR西日本		6月23日			○		
東芝		6月24日	○				
RISE	エス・サイエンス	6月25日			○		
東京電力		6月25日	○	○			
中部電力		6月25日	○				
ローム	ブランデス・インベストメンツ	6月26日				○	自己株式取得の件
アールテック・ウエノ	S&R Technology Holdings, LLC	6月26日	(○)		○		可決
関西電力		6月26日	○	○	○		
中国電力		6月26日	○	○	○		
東北電力		6月26日	○				
九州電力		6月26日	○				
王子製紙		6月26日			○		
ソディックプラスチック	ソディック	6月27日			○		可決
オープンリール	エスケイ・キャピタル	8月	○			○	
ビューティ花壇		9月			○		

(出所) 大和総研

いけばいいのだが、67の議決権が賛成しているのであれば、定足数も自動的に充足することになる。つまり、67の議決権の賛成が確認できれば、残りの議決権の行方を確定しなくてもいいわけである。投票における賛否数に具体的に言及することなく、圧倒的多数で可決承認されたという説明が実務では行なわれているのである。

しかし、こうした現状が大きく変わりつつある。機関投資家は、2000年代に入ってから、投資先の株主総会で多くの反対票を投じるようになってきている。そのため、結果的に全議案が可決されようとも、自身の投票がどの程度他の株主の投票と一致しているか知りたくなることもある。また、投票と言う民主的多数決制を採用しているのだから、その結果を投票した者に知らしめるのは当然であるとの考え方もあり、賛否の詳細な報告を行うべきではないかと考えられるようになった。

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」（4月23日）において「株主が議決権行使結果に容易にアクセスできるような制度の整備を進めていくことが望ましい」と提言した。また、金融審議会「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」でも、「各議案の議決結果について、単に可決か否決かだけでなく、賛否の票数まで公表することが適当であり、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」との報告書をまとめている（6月17日）。

こうした中で、会社側が票数まで公表する事例が増加している。ソニーや資生堂は、投票結果を開示する事例として知られているが、他に

もコニカミノルタ、オムロン、三菱商事などが今年の投票結果を明らかにしており、総計では25社を超える。投票結果を公表していない会社でも、社内的には賛否の集計を行っているはずで、公表することによって新たに過大な事務作業が生じるわけでは無い。東証や金融庁での取り組みが進めば、来年以降は投票結果公表が珍しいものではなくなるのではないだろうか。

7. 議決権行使コンサルタントとの摩擦事例

議決権行使コンサルタントは、株式投資を行う年金基金・投資信託・大学寄付基金などの機関投資家を顧客として、投資先会社の株主総会議案に対する議決権行使について賛成投票・反対投票の推奨を行っている。

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、コンサルタントの推奨に従う株主が会社側提案に反対票を投じたり、株主提案への賛成票が増えたりして、決議の成否が変わるようなことがあれば現経営陣の経営方針と齟齬をきたす恐れが生じる。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る。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。

今年、オリックス・メイテック・オムロン、横河電機、ロームの5社がWEB上で反論した。

WEB等で反論を公表せずに、議決権行使コンサルタントに反論したり、機関投資家向けに個別に反論文を送付したりする例もあるようだ。

議決権行使コンサルタントから議案に反対投票推奨を受ける会社は毎年相当な数にのぼる。しかし、反論する会社は僅かだ。反対投票推奨を受けた会社が反論しない理由はいくつか考えられる。第一に、議決権行使コンサルタントの反対投票推奨自体を会社側が認識していないということが考えられる。議決権行使コンサルタントは、通常、株主総会議案に関する賛否推奨の結果を会社側にフィードバックしないので、会社側が反対投票推奨を知らなかったということは十分考えられる。第二に、議決権行使コンサルタントの推奨に大きな影響力は無く、議案の成否に関係しないと考えれば、反論するまでも無い。第三に、反論すると反対投票推奨自体が広く知られることになってしまうことを危惧する場合もあろう。反論しようとするれば、反対投票推奨に言及せざるを得ないが、そうすると議決権行使コンサルタントの情報にアクセスできない一般株主にも、議案分析のエキスパートが反対投票推奨をしていることが知れ渡るので、これを避けるためにあえて反対しないということも考えられる。

一方、反論を明らかにすることで、反対投票に判断を傾けていた投資家を賛成に導くことができる場合もある。また、投資家にとっては、議案分析に関する情報が厚みを増すという効果も期待できる。

投資信託等の機関投資家の保有する株式にかかる議決権行使結果を開示するように義務付けるか否かが検討されている。前記の金融審議会

スタディグループの報告書では、「今後、各機関投資家においては、議決権行使を通じたガバナンスの一層の向上を図る観点から、議決権行使結果を整理・集計の上、公表することについて、業界ルール等の整備が進められるべきである。」とされており、今後集計結果の開示が進められる見通しである。

この投票結果の開示によって議決権行使コンサルタントの影響が強まる可能性がある。集計結果とはいえ、行使結果が開示されるようになると、機関投資家は、議決権行使の判断の中立性や公正性を確保するために、議決権行使コンサルタント情報を参考にしようとするかもしれないからだ。

8. むすび

今年の株主総会では、株主提案権が2007年ほどには行使されなかったことや、否決事例も多くは無く、平穏であったように見える。

しかし、一方で株主総会結果の詳細公表に見られるように、これまで株主に明かされなかった情報が会社側から開示されるようになったし、機関投資家側の議決権行使状況の公表も検討されている。株主と会社とのコミュニケーションを充実させる方向で制度改正が進められようとしているといえよう。株主との対話を重視した総会運営にするための制度的な基盤づくりが進められているものと理解できる。

■ 執筆者

鈴木 裕 (すずき ゆたか)

経営戦略研究所 経営戦略研究部 主任研究員

専門：コーポレートガバナンス

投資家行動