2010年株主総会の展望

鈴木　裕

●会社のコーポレート・ガバナンスに関する情報開示が充実する方向にある。

●純投資目的以外の目的で保有する株式（いわゆる持合株式）の詳細を開示することが求められていることや、社外役員の活用に関する会社側の方針を明らかにするなどである。

●投資先会社のコーポレート・ガバナンスを投資判断の一要素とする投資家は多く、また、ガバナンスの向上を期待して株主総会の議決権を行使してきた。

●新たな情報が利用可能になることで、機関投資家の議決権行使は一層厳しさを増すことになると思われる。

目　次

1．はじめに
2．会社関係の制度改正
3．社外役員の独立性
4．役員報酬開示
5．持合株式など会社保有株式
6．親子上場見直し
7．株主総会議決結果の公表
8．その他の注目点
9．結び

1．はじめに

昨年の政権交代以来様々な分野で新たな政策が検討・実施されているが、会社関係の制度でも大幅な見直しが行われようとしている。株式や債券に投資する投資家から見ても、経営判断を行う会社の機関がどのように構成され、どのような責任の下で行動するかは、会社の価値に大きな影響を及ぼすので、会社制度のあり方は注目に値するものである。

2．会社関係の制度改正

会社を取り巻く諸制度は、会社の活動環境の変化に合わせて変化を繰り返してきたが、現在は特に大きなうねりが生じているように思える。

小規模非公開会社も大規模な上場会社も同じ会社法で規制するよりも、上場会社の場合にそれにふさわしい規制を検討するべきだという指摘は、自民党政権の下でも存在したしかし、上場会社の特色である株式や債券の流通は金融商品取引法による規制で、十分適正な対処がされていると考えられていたため、新たな法制度の検討は本格化しなかった。しかし、労働組合を支持母体のひとつとする民主党が政権に就いたことによって、会社経営へ労働者が参加する仕組みとして新たな法制度を制定しようとする動きが一気に加速した。法制審議会において、「会社を取り巻く幅広い利害関係者からの一層の信頼を確保する観点から、企業統治の在り方や親子会社に関する規律等を見直す必要があると思われる」[1]との諮問が行われ、会社法制の大幅な改正検討が始まる。

情報開示の面では、「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」（以下、開示府令）の施行も決まり[2]、役員報酬や株式持合など機関投資家の関心が高かったにもかかわらずこれまで公表されていなかったものが有価証券報告書等へ記載されるようになる。企業会計においてもIFRSによって、株主が利用する財務情報が変貌しようとしている。会計は、会社の財政状態を表示するいわば鏡に過ぎず、会社の実態を変えるものではないが、目に見える会社の姿が変われば、それに応じて投資家の評価も変化するであろう。見えなかったことが見えるようになれば、投資判断のプロセスも変わるかもしれない。

新たな法や会計の実施を待つまでも無く、会社側がその趣旨を先取りした対応するようにもなるだろうし、上場規則などそうした会社側の動きを後押しするソフトな規制も始まっている。

本稿は様々な制度見直しが、機関投資家の行動をどのように変えようとしているかを概観し、2010年の株主総会を展望するものである。

3．社外役員の独立性

社外役員の独立性に関する情報開示は、図表１のように、これまでに比べ大きく進展した。

2009年暮れに東京証券取引所等は規則改正を行い、上場会社に対して「独立役員」を１名以上確保することを義務付け、これを届け出るとともにコーポレート・ガバナンス報告書に記載することを求めた。社外取締役・監査役の独立性についての会社の考え方や独立役員の確保の状況がこれよって明らかにされる。独立役員が存在しない場合は、その旨及び独立役員の確保に向けた今後の予定の記載が求められる。

上場会社であれば社外監査役はすでに選任しているし、社外取締役も５割近い上場会社で選任さ

1　法制審議会諮問第91号
http://www.moj.go.jp/SHINGI2/100224-2.html

2　http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100323-2/01.pdf

図表１：社外役員に関する新規制（３月決算会社の場合、以下同じ）

10年3月末	コーポレート・ガバナンス報告書に、独立役員の確保の状況に関する情報とともに、以下の事項を記載する。 ①現状のコーポレート・ガバナンス体制を採用している理由 ②社外取締役に関する事項 ③監査役の機能強化に向けた取組状況 ④社外取締役・社外監査役の独立性についての会社の考え方
10年6月株主総会前	株主総会参考書類に、取締役・監査役選任議案において「重要な兼職の状況」を記載する。 事業報告に、社外役員が重要な兼職をしている場合、「兼職（兼務）先と自社の関係」を開示する。
10年6月株主総会後	独立役員を１名以上確保する。
	有価証券報告書等の「コーポレート・ガバナンスの状況」等において、以下の事項を記載する。 ①コーポレート・ガバナンス体制の概要・当該体制を採用する理由 ②財務及び会計に関する相当程度の知見を有する監査役又は監査委員の有無 ③社外取締役・社外監査役と内部統制部門との連携 ④社外取締役・社外監査役の設置状況・設置していない場合の理由　等
11年6月株主総会後	独立役員確保について、実効性確保措置の適用開始。
公開会社法	独立社外取締役の選任義務化検討。

（出所）開示府令等より大和総研経営戦略研究所作成

れているが、単なる「社外」ではなく、「独立」性を必須としたところに意義がある。経営者や支配的株主から影響を受けない独立役員を置くことで一般株主の利益を守ろうとしている。

有価証券報告書等においては、これまでも社外役員について「社外役員の員数及び社外役員と提出会社との人的関係、資本的関係又は取引関係その他の利害関係について具体的に、かつ、分かりやすく記載すること。」とされていたが、さらに、「社外役員の選任状況に関する提出会社の考え方を具体的に記載すること。」が、義務付けられた。取引所に提出するコーポレート・ガバナンス報告書ともあいまって社外役員の独立性に関する会社側の考え方が明らかになり、その情報は株主の議決権行使の判断に組み入れられることとなろう。

社外性要件を独立性要件に強化するべきとの要望は、一部の機関投資家が要望していた。機関投資家は、通常、支配的株主（親会社など）になることは無く、支配的株主の専横を防止する仕組みとして、独立役員の選任を求めてきた。今回の証券取引所の規則改正に対して、１名では不十分であるとか、独立「役員（監査役を含む）」ではなく「独立取締役」とするべきであるとか、独立性の規定が緩すぎるなど、機関投資家からの不満も聞こえるが、まずは一歩前進という前向きの評価を与えていいのではないだろうか。

ところで、「社外性」ではなく「独立性」を求めるとしたときに、株主総会の役員選任議案に独立

性に疑義のある社外役員候補者がいた場合どのような判断をすべきであろうか。独立性が認められないのであれば、選任に反対するという考え方もある。しかし、不十分な独立性であっても社外役員がいること自体は望ましいとするなら原則的に賛成という対応もあり得る。実際上は、こうした両極端の対応ではなく、到底独立性があるとは言えないような場合を類型化して反対という判断をする場合が多いように思える。特に一般株主の利益が害されやすい状況、つまり支配的株主が存在する場合に限って「独立性」を厳しく吟味するという立場もある。たとえば親会社がある場合、子会社の経営者は親会社の意向のみによって実質的に選任され得るため、一般株主の利益を害する経営が実施される恐れが強いと思われるので一般株主を守るべき独立取締役が必要だと考えるのであれば、独立性の無い社外取締役候補者に反対票を投じるべきということになる。

このように、独立性の不十分な社外役員候補者に株主が反対することは珍しくないのであるが、では株主がその選任議案の否決を望んでいるかといえばそうでもないようなのだ。上場会社のおよそ半分が社外取締役を選任しているとはいえ、わずかな委員会設置会社を除けば会社法上は選任しなくとも問題は無い。会社側が社外取締役に期待する株主の声に応えて選任しているのである。そうした中で、社外取締役選任議案を否決することは、自分で出した要求を自分で否定するようなものだ。多くの会社では社外取締役の選任自体が必須であるわけではないのだから、否決されれば社外取締役がいなくなるというだけの話だ。株主にとって100%満足のいく社外取締役ではないにしても、いないよりはずっといいと考えるのが普通だろう。上場子会社での社外取締役選任議案に限定して、独立性を吟味するという対応にしても、もともと親会社が賛成している以上否決されようが無い状況で反対するのであるから、議案の成否という点に限っていえば意味のある投票ではない。

しかし、反対票がまったく無意味だということではない。社外役員候補者に多くの反対票がでたとすれば、それは株主がより高度の独立性を備えた社外役員を望んでいるというメッセージだ。社外役員候補に反対票が多ければ、独立性に不安を感じる機関投資家が少ないないということになろう。反対票の多寡は、株主の期待を汲み取る指標として役立てることができるのである。

社外取締役候補が複数いるときに、独立性を満たす候補とそうでない候補がいる場合にどのように議決権行使するべきかもいくつか見解がある。ひとつは、候補者個々に独立性を吟味して、非独立の候補者に反対するという考え方だ。他方、取締役会に独立役員が入る以上は、取締役会の独立性は保たれるのだから、非独立の候補者がいても反対をしないという対応も在りうる。

社外取締役が１名もいない場合の議決権行使のあり方も問題だ。株主が社外取締役の選任を望んでいるのに、選任議案を出さないのであれば、社外取締役選任議案を出さないことに対する批判として、社長・会長の選任議案に反対するという対応もある。

4．役員報酬開示

会社経営に当たる役員の報酬に対する投資家の目は厳しいものがある。世界的な株価の不振が続く中で、経営者が高い報酬を受け続けることは、株主には容認できないであろう。そこで、経営者が受け取る報酬が株主の得た利益とつりあっているかが、株主の関心を集めることになった。しか

し、現実にはわが国の企業のうち、取締役報酬の個別開示を実施しているのは、片手で数えられそうなほどしかない。

そもそも取締役・監査役は、株主総会において選任され、委員会設置会社の執行役は、取締役会で選任される。委員会設置会社の取締役会の構成メンバーである取締役は、株主総会で選任されるのであるから、全ての経営者は株主の意向の下に選任されると考えていいだろう。解任も同様である。株主総会では、取締役を解任できるし、委員会設置会社の執行役は、取締役会が解任するのであるから、間接的には、株主のコントロールが及んでいると考えることができる。

経営者の報酬もまた、株主のコントロールの下にある。通常は、株主総会で承認された取締役報酬の枠内で、取締役会の決定によって、個別具体的な報酬額が決められる。総会での承認は、定期的なものではないが、最も基本的な部分で株主が決定することになっている。これは、取締役には、株主の利益を実現することが期待されているからといって、取締役自身の利益と株主の利益が相反する状況では、取締役に自らの利益に則しない経営判断を期待することはできないからだ。つまり、経営者報酬の決定を株主が行う理由は、いわゆる「お手盛り」を防止するところにある。

委員会設置会社以外の株式会社（上場会社の大多数はこれである）では、取締役の報酬等の額、具体的な算定方法または具体的内容は、定款に当該事項を定めていないときには、株主総会の決議によって定めなければならない（会社法361条１項）。報酬額について総会決議を行う場合はもちろん、定款に記載している場合も変更については定款変更議案として株主の関与が要求される。報酬額をその都度株主総会に諮るということではなく、報酬総額の上限を総会で決議することが多いが、定款にまでこれを記載するという例は少ない。総会でいったん決議を得た報酬上限額は、その後も効力を有し、その範囲内で報酬を決定するのであれば、改めて株主の承認を得る必要は無い。役員数が増えて報酬上限を増額する必要がある場合に総会決議を得れば良い。つまり、通常の場合、取締役会が報酬額を具体的に決定する以前に投資家が知りうるのは、報酬の上限だけということである。

そして、その枠内で報酬額が実際に各役員に分配された場合には、その額が事業報告に記載されるので、投資家も知りうることとなる。会社法施行規則121条４号は「当該事業年度に係る取締役、会計参与、監査役または執行役ごとの報酬の総額」を記し、社外の役員については報酬総額を別途記

図表２：報酬開示に関する新規制

10年6月株主総会後	有価証券報告書等の「コーポレート・ガバナンスの状況」等において、以下の事項を記載する。 ①役員（報酬等の額が1億円以上である者に限ることができる。）ごとの報酬等の種類別（金銭報酬、ストックオプション、賞与、退職慰労金等）の額 ②役員の役職ごとの報酬等の種類別の額 ③報酬等の額又はその算定方法に係る決定方針の内容及び決定方法　等

（出所）開示府令より大和総研経営戦略研究所作成

載する（規則124条６号）こととされている。つまり、従来の会社法の下での開示ルールでは、総額開示にとどまり、個別開示までは必須とはされていないということなのである。もっとも、会社法上のルールは、個別開示を禁ずるものではなく、会社役員の全部または一部について個別の報酬等の額を掲げることもできる（規則121条４号カッコ書き、124条６号カッコ書き）。しかし、個別開示が行われることはまれであるから、投資家が知ることできるのは、取締役への報酬総額、監査役への報酬総額といったところだと言えるだろう。

しかし今後は、図表２に記すように有価証券報告書等において報酬等の額が１億円以上（会社が決めれば１億円未満の額になし得る）の役員については、報酬等の個別開示（種類別）が要求されるようになる。これによって、一定以上の報酬を受領している役員について、その内容が明らかにされるので、役員報酬が株主の利益とバランスよく構築されているかが、株主は判断できるようになる。しかし、個別役員報酬に関する情報が、株主総会前に開示されるとは限らない。通常、有価証券報告書は、株主総会後に提出されるので、総会前に任意提出する場合で無ければ、株主はこのような情報に接することはできないからだ。前記の通り、会社法上の事業報告では個別開示までは通常行われないので、株主総会後まで個別の報酬額は知らされないままだ。株主総会で、個別報酬に関する質問が出た場合の会社の対応は今後問題となるだろう。

とはいえ、一定上の報酬を得ている役員が個別に開示されるとなれば、投資家の視点で過大な報酬であると認めれば、その役員の再任に反対という投票もあり得よう。個別開示が行われる場合には、その報酬が会社の業績や株価動向とバランスが機関投資家から見て取れているか、問題となろう。それがバランスを失した額であれば、次の改選期に多くの反対票が投じられることも考えられる。

５．持合株式など会社保有株式

一般に、会社が他の会社の株式を保有することは珍しくない。事業部門を分離して子会社化すれば、子会社株式を保有することになるし、他社と提携しようとすれば事業だけなく資本での提携を行うことも多く見られる。また、当面の使途が無い資金の資産運用目的で他社の株式を保有することであろう。こうした他社株式の保有は、機関投資家からは批判的に見られることが多かった。他社との提携関係は株式の保有が必須ではないし、資産運用を一般会社が行うよりも、余剰資金は配当として株主に還元すべきではないかということだ。

特に機関投資家の警戒感が強いのは、経営者の保身につながる買収防衛を隠れた目的として株式持合いを行っているように見える場合だ。買収が困難になれば、経営変革の遅れが生じ、株主の損失に直結しかねない。株式持合いは、弊害も少なくないのである。

2009年６月17日に公表された金融審議会金融分科会の「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」報告書では、株式持合を「投資者の投資判断に際して重要な情報」と位置づけ、持合状況の開示を制度化すべきと提言されている。株式の保有状況・理由を説明し合理性を投資家が判断できるようにするということであろう。

とはいえ、会社が株式保有しているからといって、そのすべてが持合目的であるとは限らない。株価上昇期待の純粋な投資目的もあれば、支配目的での株式保有もある。複合的な目的のある株式保有のうち、何をもって持合と定義するかが問題

図表３：株式持合いに関する新規制

10年6月株主総会前	事業報告に、大株主上位 10 名の氏名（名称）、所有株数、持ち株比率を開示する。
10年6月株主総会後	有価証券報告書等の「コーポレート・ガバナンスの状況」等において、以下の事項を記載する。 ①純投資目的以外の目的で保有する株式で、イ又はロのいずれかに該当するものの銘柄、株式数、保有目的、貸借対照表計上額 イ．当期又は前期の貸借対照表計上額が資本金の1%を超える場合 ロ．貸借対照表計上額の上位 30 銘柄に該当する場合（10 年 6 月総会分は上位 10 銘柄） ②提出会社が持株会社である場合における主要な連結子会社（提出会社と連結子会社のうち投資株式計上額が最も大きい連結子会社）で一定の要件を満たすものの株式について①と同様の事項 ③純投資目的で保有する株式の上場・非上場別の当期・前期の貸借対照表計上額の合計額　等
IFRS	IFRS 適用後の包括利益計算書では、持合株式の時価の変動はその他包括利益の 1 項目として表示され、包括利益として計上。

（出所）開示府令等より大和総研経営戦略研究所作成

となる。投資家にとって重要なことは、投資先の会社がどのような資産を保有しているか、その資産価値の変動はどうかということのはずだ。とすれば、持合株に限らず、価値の変動が評価可能な有価証券の保有状況は詳細に開示すべきとも思える。

開示府令による新たな情報開示ルールでは、政策投資など「純投資以外」の目的で保有する株式のうち、（イ）資本金の１％を超える銘柄、（ロ）貸借対照表計上額の上位30銘柄、のいずれかに該当するものについて、銘柄、株式数、保有目的、貸借対照表計上額を開示することが求められている。開示されるのは「保有状況」であって「持合状況」そのものではない。

この株式保有状況に関する情報は、有価証券報告書に記載される。通常、有価証券報告書は、株主総会後に提出されるので、株主総会に直接的な影響が生じるわけではないが、株主総会で、株式保有状況に関する質問が出た場合の会社の対応は今後問題となるだろう。厳しさを増す株主・投資者の視線に対し、上場会社はより高い説明責任を要求される可能性が高い。

株式持合そのものは、株主総会の議案にならない。そこで、持合に反対する投資家としては、どのように投票すべきかが問題となる。投資家の行動としては、株主総会議案以外の不満を表明するために、役員選任議案で反対するということがよく見られる。持合を行ったり、継続したりしている経営者の選任議案に反対するというものである。十分な説明なしに、株式持合を続け、しかも大きな評価損を生じている場合には、役員選任議案で多くの反対票を投じられる恐れがある。

６．親子上場見直し

民主党が検討している公開会社法では、グループ経営に影響を及ぼす事項も含まれている。親会

社は、子会社の会計制度・内部統制制度の構築と運営に責任を原則として負うとされる。具体的には①子会社の重要な意思決定は、親会社の株主総会の承認を要する、②親会社は、子会社の取締役による業務執行を指揮できる、③子会社債権者に、親会社および親会社取締役に対する損害賠償の請求を認める、④親会社株主に子会社の代表訴訟提起権を付与することが検討されている。

①は、子会社の事業譲渡など重要な意思決定を親会社の株主総会で行うようにするということ意味する。子会社が親会社経営者の意向のみで、事業を譲渡することになれば、子会社事業の収益力に期待して親会社株式を取得した親会社株主にとっては不測の事態ともなるので、親会社株主の意思を確認するわけである。

これまでの検討を見る限り公開会社法では、親会社は、子会社支配に伴う一定の責任を子会社の債権者や少数株主に対して負うという考え方を採用している。②によって実質的に支配力が親会社にあることを定め、③によってそれに伴う責任を明らかにしている。

④は、いわゆる二段階代表訴訟を許容するということを指す。現在の会社法では、代表訴訟提訴後に会社再編によって親会社株主になった場合には、訴訟を追行できる（会社法851条）としている。会社法は、二段階代表訴訟を原則として認めないという前提のもとに、例外的に原告適格の継続を認める場合を定めたのである。これは、代表訴訟を提起された取締役が会社再編によって親会社を作り、従来の株主を全て親会社株主にすることで、提起された代表訴訟の原告適格を失わせてしまうことは不都合であると考えられたからだ。しかし、もともと親会社の株主であった場合には、子会社取締役が親会社株主の利益に反する意思決定をしたとしても、親会社株主は子会社の株主ではないので、子会社取締役を相手にした代表訴訟は提起でないという原則に変わりはない。親会社が子会社取締役を代表訴訟で訴えないでいる場合であれば、親会社の株主が親会社の取締役の責任を追及できることもあるが、直接子会社の取締役を相手に代表訴訟を起こすことはできない。この点を問題視して、公開会社法では、親会社株主による子会社取締役に対する株主代表訴訟を肯定するものと考えられる。

投資判断においては、単体を見るのではなく企業グループ全体の収益力が重視される。その意味では、公開会社法における親子会社規制は、投資家の視点に立ったものであるといえよう。しかし、一方で親子会社が別々の法人格を持つという事実にはそぐわない。

親子会社関係を形成すると、子会社自体を取引の対象としたり、経営リスクを遮断したりできるので、グループ経営の選択肢が広がる。公開会社法は、そのような会社分割制度の利点を大きく減殺するおそれがある。親子会社関係や会社分割に関わる規制が変わり、会社を分割してもリスクや債務負担が遮断されないこととなれば、企業のグループ戦略は変わらざるを得まい。

IFRSでは、親会社が子会社株式を売却した場合の会計処理は、支配の喪失にならないもの（売却後も保有株比率が50％以上で支配権を失わないような場合）については、「資本取引」として財政状態計算書の資本に直接計上することとなっており、利益を調整するツールとして子会社株式を利用することはできなくなる。

このように、制度的に親子上場のメリットが減殺しているだけでなく、一部報道[3]では、親子上場廃止も検討されていると報じられている。親子上場は、子会社の一般株主の利益を害する恐れがあることから、その見直しが進められているが、

3　2009年12月15日 Bloomberg報道
http://www.bloomberg.co.jp/apps/news?pid=90900001&sid=a5WPl13nq7K4

一気に廃止ということになると、子会社の一般株主の利益をどのように守るかかが問われるようになろう。親子上場を廃止するなら、親会社持株の売却なのか、完全子会社化なのか、その方法によって一般株主の利益状況は大きく異なる。子会社のあり方が株主にとって重要な関心になるだろう。

7. 株主総会議決結果の公表

日本の株主総会は、会社側の提案議案がほとんど全て可決される状況に変化は無いものの、機関投資家は議案の内容を精査し、少なからぬ反対票を投じるようになってきたことはよく知られる通りだ。株主の信頼の上に会社経営が成り立っているのであるから多くの反対票を受けることは、経営者の立場からは避けたいであろう。もっともこれまでの株主総会運営実務では、賛否の内訳を公表することも通常は無かったので、どれほどの反対票があったかは会社内部でのみ把握される情報だった。ところが、昨年の株主総会から、賛否の内訳を公表する会社が急増している。さらに東京証券取引所では、2009年10月には上場各社に賛否数の公表を強く要請したこともあり、12月総会では多くの会社が公表に踏み切った。

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ある。ほとんど全ての上場会社は、投票結果を公表していないのであるが、法的な問題とはされていない。なぜなら、株主総会は議案が可決であるか否決であるかを決める場であるので、それが達成されていれば十分だからだ。議案の可決を確認するためだけであれは、全ての投票結果を確定する必要は無いのである。

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。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、普通決議を成立させるためには、51の議決権が賛成しているのであれば、残りの議決権の行方を確定しなくてもいいわけである。残りの49の議決権が全て反対でも可決されるからだ。定足数を議決権の２分の１としている場合に特別決議を成立させるには、定足数を満たした上で、賛成数が行使議決権の３分の２を超えていればよいが、67の議決権が賛成を確認できれば定足数も自動的に充足して可決に必要な賛成比率も確保できるので、それ以上の作業は不要になる。以上の通りであるから、投票における賛否数に具体的に

図表４：株主総会結果開示に関する新規制

10年6月株主総会後	臨時報告書において、株主総会における議案ごとの議決権行使の結果（得票数等）を開示。

（出所）開示府令より大和総研経営戦略研究所作成

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。

株主が議決結果を詳細に知ろうとするなら自ら会社に出向いて、賛成数・反対数を集計することは現在でも可能である。株主は、全ての議決権行使の内容を総会後３ヶ月間は閲覧ができる（会社法311条３項４項、312条４項５項）とされているので、この権利を行使することになる。何千枚もの議決権行使書面を手作業で集計することとなり、大変な手間がかかるが、毎年数社でこの権利を行使する株主が現れるようである。

このような状況に対して、株主総会の投票結果を会社側は公表すべきではないかと考えている機関投資家は、少なくないようだ。可決したのであれば、会社側は投票結果を把握しているはずだから、それを公表すべきではないかということである機関投資家は、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いる。予め議案分析のためのガイドラインを策定し、それにそって賛成・反対を決めている。場合によって、全議案の30%程度に反対票を投じるということもあるようだ。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に関心が集まる。会社の将来を左右する議案に自分自身は反対であるのに、他の株主はどれほど賛成したのかは、興味の対象にもなろう。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る。

こうした、中で図表４の通り、開示府令においても、議決権行使結果について臨時報告書において、株主総会における議案ごとの議決権行使の結果（得票数等）を開示するものとされた。３月決算会社からの適用となるので６月総会会社は、これに対応しなければならない。

議決権行使の結果開示について、実務上の障害となっていたのは、当日行使分をどのように確定するかということであった。ほとんどの場合は、株主総会当日の行使結果は、正確に確定しなくても支障は無かった。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は、株主名簿管理人によって正確に把握され、この段階で圧倒的多数による可決が確認されるのが通例だからだ。とはいえ、これまでも有力な株主と経営陣が対立するなどの事態が生じ、当日行使分を集計しなければ成否が不確定な場合であれば、当日分の集計をする会社はもちろんあったので、当日分の集計がまったく行われていないわけではない。

つまり、大多数の会社では、総会当日の行使分を確定する必要は無かったし、実際集計をしていなかったということである。この点は、議決権行使結果の公表が検討された段階から、どうするかが問題となった。当日分を不確定なままで事前行使分だけを公表するのは、正確性を欠くことになるので公表を義務化するべきではないという意見もあれば、前日までの情報でも投資家にとって十分有益なはずであり、公表すべきという見解もあった。

開示府令は、「議決権の数に株主総会に出席した株主の議決権（略）の数の一部を加算しなかつた場合には、その理由」を臨時報告書に記載することとしているので、当日分を集計せずとも可決要件を満たしていることを理由として記載することになるだろう。

議決権行使結果の公表に当たっては、もう一つの障害もあった。役員選任議案において、役員候補者間で賛成数・反対数が大幅な相違がある場合に、公表が躊躇われるという問題だ。特に社外役

員の場合、どちらかといえば経営陣が候補者に依頼して就任を求めるものである。そうでありながら、その候補者に多くの反対票が投じられ、それを公表しては、その候補者に失礼になるのではないかという配慮があった。また、社外役員に限らず、役員の中で反対票を多く投じられた者とそうでない者との間に意識の相違が生じるのではないかという懸念もあった。そこで、これまでに議決権行使結果を公表している会社でも、個々の候補者ごとの賛否数を明らかにするのではなく、幅で示す場合や、最も反対数が多い候補者の数値を公表する例が多かった。個人別に公表するというのは、極めて例外的であった。この点、開示府令は「当該選任又は解任の対象とする者ごと」としており、候補者個人別の公表を義務化した。

このような情報が開示されると、対立する意見がどの程度支持されているかが明らかになるという効果が生じる。国政選挙で言えば、当選者と次点者とで得票が99対１であったのか51対49であったのかは、当選を決定する上で関係の無い情報であるが、対抗勢力の強さは異なる。その強さがわかることによって、その後の交渉も変わってくる。機関投資家の目から見て独立性が弱い取締役に多くの反対票が投じられたことがわかれば、再任時に候補者の交代を求める圧力は力を増すことになろう。

8．その他の注目点

制度改正に関わらないものの、依然として機関投資家の関心が高い株主総会議案もある。

a. 内部留保の適正化

2009年度の上場会社における配当総額は5.5兆円、自社株取得が0.8兆円で、ピーク時の07年度のそれぞれ7.6兆円、4.6兆円から、株主還元は大きな減少を記録している。しかし、今後の業績見通しは、東証１部上場の主要300社の09年度決算では、約12％経常増益、10年度47.4％経常増益、11年度22.7％経常増益と予想[4]されており、改めて配当政策に関心が集まることも考えられる。

近年の経済環境の悪化により、会社の利益は減少し、それが配当を削減する理由となってきたが、今後緩やかながら業績が上向くとすれば、内部留保の適正化と言う視点からも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。

b. 買収防衛策

買収防衛策の新規導入は減少しているものの、更新は未だに多い。買収防衛策は、３年程度で更新を予定しているものが多く、今年は2007年に導入した会社で買収防衛策関連の議案が付議されるものと予想される。

機関投資家の買収防衛策に対する態度は厳しさを増している。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。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

4　大和証券キャピタル・マーケッツ株式会社 金融証券研究所予想

いう対応ではないかとも疑われることもあり、機関投資家の疑念を強めている。

そこで、買収防衛策の発動等を決定するプロセスが適正であるか、独立性のある第三者委員会による検討が行われ、そこでの決定が尊重されるスキームになっているかが、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。

9．結び

以上記したように、2010年の株主総会前後には、これまで明らかにされることの無かった様々な情報が明らかになり、機関投資家の評価に晒されることとなる。株式持合などは、実態がわからず、また具体的に反対のしようがない事柄であるが、機関投資家の不満感は強かった。また、社外役員の一層の活用も、機関投資家が要望してきたが、会社がアクションを起こさなければどうしようもなかった。これらの点を問題視する機関投資家は、場合によっては役員選任議案で反対と言う行動に出ることもあったが、情報の不足は否めなかった。社外役員が不在であることが問題だとしても、それを会社がどのように改善しようとしているか、不明であったので対処が難しかったのである。

今後は、株主の判断を容易にする様々な情報が公表されようとしている。投資を受ける事業会社においては、実態を明瞭に示し、誠実に説明を尽くすよう努力を払うとともに、これまで以上に投資家の意向を勘案したコーポレート・ガバナンスの改善に取り組まなければならなくなるだろう。

■ 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