

2010年7月21日 全6頁

開示府令の事例分析③ 議決権行使結果の臨報開示

～TOPIXcore30 構成銘柄に見る開示状況～

経営戦略研究所
藤島 裕三

企業・投資家双方の開示規制を背景に、議決権行使は厳格化する流れにある。

[要約]

- 3月31日施行の開示府令によって、6月総会の企業は有報および臨報における対応を迫られた。本稿はTOPIXcore30構成銘柄を対象として、議決権行使結果の臨報開示を確認する。
- 対象となる28社ベースで、会社提案は425議案が全可決、株主提案は40議案(5社)が全否決だった。社外取締役選任、ストックオプション、買収防衛策などに反対が目立つ。
- 8月には投信・投顧会社による議決権行使結果の開示が控えている。その中でも比較的緩やかに賛成票を投じた運用機関は、2011年において厳格なスタンスに転じるかもしれない。

1. 本稿の分析対象および目的

3月期決算企業は開示府令の対応が必要

2010年6月の株主総会シーズンが終了した。東京証券取引所(以下、東証)上場企業の約4分の3に当たる1,741社の3月期決算会社が、集中日であった6月29日など同月中に株主総会を実施した。これら3月期決算会社は3月31日に施行された「企業内容等の開示に関する内閣府令」(以下、開示府令)の適用対象で、昨年までは求められていなかった情報開示について新たに対応した。

具体的な開示事項として開示府令は、コーポレート・ガバナンス体制、役員報酬、株式保有の状況、議決権行使結果を挙げている。このうち前3点は有価証券報告書の記載事項なので、事業年度の終了後3ヶ月以内、すなわち6月中旬に同報告書において開示する必要がある。後1点については臨時報告書による開示事項であり、株主総会の終了後に「遅滞なく」提出することが義務付けられている。

TOPIXcore30の議決権行使結果を確認

本稿は「開示府令の事例分析③」と銘打ち、TOPIXcore30構成銘柄を対象に、臨時報告書(以下、臨報)の議決権行使結果開示を確認する。なお同構成銘柄のうち3月期決算会社は28社(キヤノン12月、セブン&アイ・ホールディングスは2月)。これら企業の開示内容を分析することを通じて、わが国を代表する企業における株式保有の実態を明らかにすることを、本稿は目的としている。

※関連レポート：2010年5月31日付コンサルティングレポート

「開示府令の要点② 議決権行使の結果開示」

<http://www.dir.co.jp/souken/consulting/report/strategy/cg/10061001cg.html>

1. 総会開催日と臨報提出日

臨報提出は総会終了
平均2.9営業日後

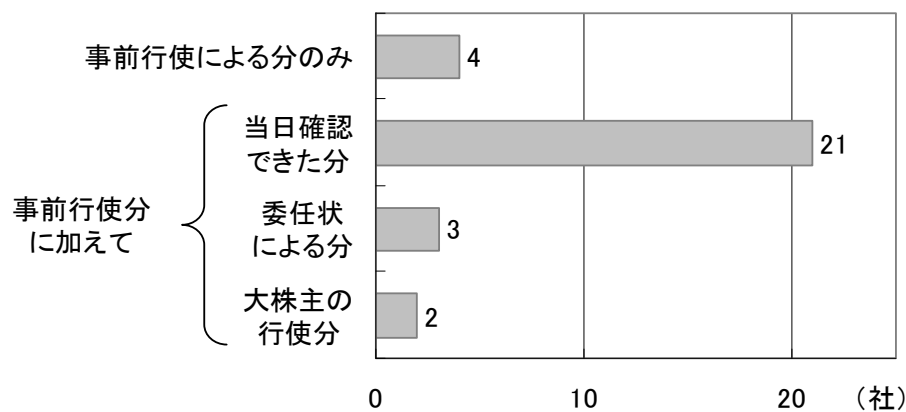
TOPIXcore30 採用銘柄（3 月期決算 28 社）の総会開催日は、集中日（6 月 29 日）が 6 社、第二集中日（6 月 25 日）が 5 社だった。最も早い開催日は 17 日に実施した KDD I。総会終了後の臨報提出日は平均で 2.9 営業日後。総会終了後に最速で開示したのは当日提出のジェイ エフ イー ホールディングスである。なお金商法は臨報の提出時期を「遅滞なく」と定める（第 24 条の 5 第 4 項）。

2. 集計した議決権の範囲

事前行使と当日確認
できた分が大多数

開示府令は行使された議決権全ての集計は義務付けておらず、総会当日に出席した株主の行使分など一部を除いて開示することを認めており、その場合には理由の注記を求めている（事前行使分のみで可決要件を満たした、など）。各社の理由に関する記載によると、事前行使分に当日出席株主のうち確認できた分を加えて集計した例が最多で、全体（28 社）の約 4 分の 3 を占める（図表 1）。もっとも「確認できた分」の具体的な内容には委任状によるものや大株主によるものが含まれており、事前行使分に限定して開示した 4 社以外は大差ないと見るべきだろう。

図表 1 臨報開示における議決権行使の集計範囲（重複あり）



出所：各社臨時報告書

実際には総会前日までに可決要件に達したケースが多いだろう。しかし議決結果に説得力を持たせる（賛成率を高める）ため、比較的把握しやすい範囲で当日出席分を上乗せしたものと考えられる。ちなみに出席株主全員を含めた議決権行使全体を集計した事例は、TOPIXcore30 採用の 28 社にはなかった。いずれも出席株主が多いため、総会運営の立場から難しいと判断されたのではないかと推察される。

3. 議案別の議決権行使状況

会社提案は全可決で
株主提案は全否決

TOPIXcore30 採用 28 社が 6 月に開催した株主総会において、合計で 465 の議案が上程されている（役員選任議案は候補者ごとに 1 議案とする）。このうち会社提案は 425 議案で全て可決、株主提案は 5 社で計 40 議案が提出されたが全て否決であった。各議案の平均賛成率を議案別にまとめてみる（図表 2）。

図表 2 TOPIXcore30 採用 28 社の議案内訳と賛成率

議案	社数	議案数	賛成率
剰余金処分	23	23	96.2%
定款変更	5	5	94.1%
取締役選任 (社内取締役)	27	348	93.7%
(社外取締役)	27	290	94.3%
	21	68	90.3%
監査役選任 (社内監査役)	16	24	95.5%
(社外監査役)	7	8	95.1%
	13	16	95.3%
取締役賞与	9	9	95.3%
役員退職慰労金・退任時報酬	2	2	88.0%
ストックオプション・株式型報酬	8	10	84.1%
買収防衛策(継続)	2	2	60.4%
株主提案	5	40	9.6%

(注) 他に補欠監査役選任が 1 議案、資本準備金減少が 1 議案ある

出所：各社臨時報告書

取締役選任、ストック
オプションなど注目

剰余金処分案は全体を通じて反対票が少なく、ほとんどの企業において全議案中で最も賛成率が高い。定款変更も多くは賛成率が高いが、発行可能株式総数（授權資本株）を増加させる内容の議案については、剰余金処分案の賛成率を 10 ポイント以上下回っている（三井住友フィナンシャルグループ）。

取締役選任は計 348 議案、1 社当たり 13 人の候補者が可決された。最多はトヨタ自動車の 27 人で、最少は信越化学工業の 2 名（ただし同社の取締役任期は 2 年）。同議案の賛成率は全般的には高いが、個別には反対票が目立った候補者も存在する（詳細は後述）。監査役については 24 議案に止まった。監査役の人数が取締役より少ないこと、任期が 4 年であることが影響している。

取締役賞与は若干のばらつきがあるものの、賛成率が 90% を割り込んだケースはなかった。退職慰労金は具体的な個人に支給する内容のものが賛成率 80% を割った（三井住友フィナンシャルグループ）。ストックオプションでは複数の議案に反対が集まっている（詳細は後述）。防衛策の継続議案は 2 社（信越化学工業、三菱地所）が上程したが、共に 60% 前後の賛成率に止まった。

4. 取締役選任議案

独立性と取締役会の出席率がポイント

前頁図表 2 が示すように、平均すると社内取締役よりも社外取締役の方が、賛成率は低い。これは機関投資家を中心に近時、社外取締役の独立性や実効性を厳しく判断する傾向にあるため。反対が目立った事例として、社外取締役選任の 68 議案のうち賛成率が 80%に満たず、かつ各企業が上程した全議案の平均賛成率から 10 ポイント以上の乖離が生じたものを以下に抽出する（図表 3）。

反対票が集まった理由としては、大株主やグループ企業、主要取引銀行、担当監査法人など、一定の関係を有する法人の経営者または出身者のため、社外取締役として独立性が疑わしいと懸念されたことが想定される。また取締役会の出席率が一定割合（4分の3、3分の2など）を満たしていない場合、社外取締役としての実効性が果たされていないと判断されたこともあると考えられよう。

図表 3 賛成率が相対的に低かった社外取締役候補者の例

社名	属性	取締役会出席	賛成率
A社	経営者(金融持株会社)	17 回中 11 回(65%)	71%
B社	経営者(生命保険会社)	12 回中 8 回(67%) ※臨時 1 回は欠席	67%
	経営者(金融持株会社)	12 回中 8 回(67%) ※臨時 1 回は不参加	77%
C社	元・経営者(グループ会社)	15 回中 11 回(73%)	78%
	経営者(グループ会社)	15 回中 10 回(67%)	76%
D社	公認会計士	10 回中 9 回(90%)	72%
E社	大学教授	9 回中 6 回(67%)	78%
F社	経営者(主要株主)	8 回中 5 回(63%)	65%
	経営者(主要株主)	8 回中 5 回(63%)	65%

(注 1) 賛成率が 80%未満かつ全議案（会社提案）平均と 10 ポイント以上乖離している事例を抽出

(注 2) B社は定時取締役会（12 回）の出席状況と臨時取締役会（1 回）の欠席・不参加を別記

出所：各社臨時報告書・事業報告

社外取締役の不在は会長・社長に影響

さらに投資家の中には、独立性を備えた社外取締役が 1 名あるいは 2 名以上いない場合、会長や社長などに反対票を行使する方針を持つものがある。TOPIXcore30 採用 28 社では、新日本製鐵（社外取締役は 1 名も選任していない）やエヌ・ティ・ティ・ドコモ（社外取締役は親会社使用人の 1 名だけ）において、会長・社長に対する賛成率が他の取締役と比べて低かった。社外取締役の不在・不足が全ての理由だとは限らないが、一定の影響があったことは想像に難くない。

5. ストックオプション

対象者や行使価格が
チェックされる

役員を対象とするストックオプション関連の議案は、8社の株主総会において上程された。このうち反対が目立った事例として、賛成率が80%未満かつ全議案の平均賛成率から10ポイント以上乖離したものを挙げる（図表4）。

社外取締役や監査役など業績向上に直接的な関係のない役員が対象だと、投資家によっては否定的に判断している。また行使価格が株価と比較して著しく低いと、反対行使をする基準を持っている投資家もいる。さらに行使に伴う新株発行で株主価値の大幅な希薄化がもたらされる場合も反対されることがある。

図表4 賛成率が相対的に低かったストックオプション関連議案の例

社名	対象者	行使価格	希薄化	賛成率
小松製作所	取締役(社外を含む)	1円	0.02%(239,000株)	74%
ソニー	取締役(社外を含む) 子会社取締役など	割当日前10営業日における終値単純平均	0.27%(2,750,000株)	77%
三菱商事	取締役(社外を除く)	1円	※取締役報酬枠改定議案として上程	72%
三井住友フィナンシャルグループ	取締役(社外を除く) 監査役(社外を除く)	1円	0.01%(140,000株)	67%

(注) 賛成率が80%未満かつ全議案(会社提案)平均と10ポイント以上乖離している事例を抽出
出所: 各社臨時報告書・招集通知・事業報告

6. 株主提案

役員報酬の個別開示
が支持される

TOPIXcore30採用の28社で株主提案が提起されたのは、東芝(9議案)、みずほフィナンシャルグループ(2議案)、東日本旅客鉄道(8議案)、東京電力(5議案)そして関西電力(16議案)の5社だった。全て否決されたが、役員報酬の個別開示を目的とする定款変更議案は、一定の賛成票を集めた(図表5)。

図表5 賛成率が相対的に高かった株主提案による議案の例

社名	議案の内容	賛成率
みずほフィナンシャルグループ	役員報酬の個別開示	28%
東日本旅客鉄道	役員報酬の株主への個別開示	30%
東京電力	個々の取締役の報酬など公表	20%

(注) 賛成率が15%以上の事例を抽出
出所: 各社臨時報告書・招集通知

7. 2009年との比較

議案によっては昨年より賛成率が低下

TOPIXcore30 採用の 28 社で、2009 年 6 月総会の議決権行使結果も任意で開示した例として、ソニーと三菱商事の 2 社が確認されている。この両社について 2009 年と 2010 年の行使結果を比べた（図表 6）。ソニーはストックオプション議案の賛成率が低下したことが分かる。三菱商事は 3 つの議案で賛成率が高まっているが、2009 年は事前行使分のみで集計した一方、2010 年は当日確認できた分を合算したことの効果もあるだろう。そのため取締役選任とストックオプション関連の両議案における賛成率低下は、見かけ以上のインパクトがあるのかもしれない。

図表 6 2009 年と 2010 年における議決権行使結果の比較

社名	議案	2009 年賛成率	2010 年賛成率
ソニー	取締役選任(最少)	93%	93%
	ストックオプション	85%	77%
三菱商事	剰余金処分	88%	99%
	取締役選任(最少)	81%	76%
	取締役賞与	85%	99%
	ストックオプション・報酬枠改定	80%	72%
	退任時報酬	84%	98%

(注) 2009 年賛成率は賛成数を行使された議決権の総数で割って算出
出所：両社ニュースリリース・臨時報告書

8. 2011 年総会シーズンに向けて

さらに議決権行使は厳格化する流れ

2010 年 6 月総会は目立った否決事例もなく、平穏な総会シーズンだったといえるのかもしれない。しかし臨報開示によれば賛成率が 60% 台だった議案も決して少なくはなく、株式持ち合いなどで一定の票数を見込めるわが国の実態を鑑みると、むしろ上場会社にとっては厳しい結果だったのではないか。

投資家による議決権行使が厳格化した要因は一つとは限らないが、大きく影響したと考えられるのは、投資信託協会と日本証券投資顧問業協会による自主規制だろう。両協会は所属会員に対して、今年の総会シーズンにおける議決権の指図行使結果を、8 月末までに公表するよう求めている。投信・投顧各社の中には受託者責任を意識して、今年から厳しいスタンスに転じた例もあると見られる。

実際に投信・投顧会社の議決権行使結果が開示されれば、その中でも比較的緩やかに賛成票を投じた運用機関は、より厳格なスタンスを採ることを強いられるかもしれない。2011 年の機関投資家による議決権行使は、さらに厳しいものになるのではないか。上場会社としては 2010 年の議案を精査・再検討すると共に、株主に理解されるコミュニケーションの在り方を模索すべきだろう。