

2011年6月23日 全2頁

議決権行使助言会社への反論事例

資本市場調査部
鈴木裕

議決権行使助言会社の反対投票推奨に対して会社が反論した事例

[要約]

- 議決権行使助言会社は、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。
- 株主総会議案に反対推奨を受けた会社が、議決権行使助言会社に反論する事例が散見される。

議決権行使助言会社とは？

議決権行使助言会社は、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。これら機関投資家は、国際的な分散投資を実施しており、日本株を保有している場合も多い。そこで、議決権行使助言会社は、日本の上場・公開会社の株主総会議案の分析を行っており、個々の議案について、理由をつけて賛成・反対の投票を推奨する。

主な議決権行使助言会社

現在は、ISS (Institutional Shareholder Services) が最も有力な業者となっているが、グラス・ルイス (Glass Lewis) と日本プロクシーガバナンスも、日本株の議決権行使に関する助言を行っている。

議決権行使助言会社は、判断基準を独自に策定しているので、同じ議案でも助言会社によって判断が分かれることは珍しくない。今年も、電力会社の株主総会議案を巡って、役員選任議案や原子力発電所の廃止に関する株主提案について各助言会社が異なる推奨をしていたということもあり、このような議決権行使助言会社の存在が広く知られることにもなった。

企業側には好ましくない助言が出ることもある

多くの株式を保有する機関投資家向けに結果的に会社側提案に反対を推奨したり、株主提案に賛成を推奨したりすることは、企業側にとって時に経営に困難をもたらすことがある。このような場合に、助言会社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、決議の成否が変わる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からだ。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る。そこで、助言会社の推奨に対して反論をする事例が生じてくる。

例年、数社で議決権行使助言会社の投票推奨に対する反論を公表する事例が見られる。議決権行使助言会社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、反論する会社はごく僅かである。本年は、現在までのところ次の3社で議決権行使助言会社の推奨に反論している事例が確認できた(図表参照)。

図表 議決権行使助言会社の反対投票推奨に対する反論事例

会社名	議決権行使助言会社	議案内容
TOTO	ISS	定款一部変更の件 取締役の定員を 20 名から 14 名に減員 補欠監査役任期を 4 年とする
横河電機	ISS	資本準備金及び利益準備金の額の減少並びに剰余金の処分の件 及び 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
オムロン	グラス・ルイス	取締役 7 名選任の件 （反対推奨は、うち 1 名に対するもの）

出所：TOTO 株式会社 6 月 20 日付「第 145 期定時株主総会 第 1 号議案（定款変更）に関する補足について」、
横河電機株式会社 6 月 17 日付「第 135 回定時株主総会、第 1 号議案及び第 3 号議案に対する ISS Proxy Advisory Services（ISS 社）の反対推奨に対する当社見解について」、
オムロン株式会社 6 月 15 日付「第 74 期定時株主総会 第 2 号議案に関する補足について」
をもとに大和総研資本市場調査部作成

議決権行使助言会社の判断基準

議決権行使助言会社の判断基準の大枠は各社の WEB など公表されており、議案内容によっては、ある程度で推奨内容を予想することは可能であるし、推奨の理由も推量できる。

取締役定員削減は買収防衛策と判断されることもある

まず定款変更は、内容が多様であるから、ケースバイケースの判断になる。取締役定員減員は、これが買収防衛策となり得るという考え方がある。定員が満ちていれば、仮に敵対的買収者が取締役候補者を株主提案したとしても、定員超過を理由に提案を拒絶できるので、買収者の影響を減殺できるということである。そこで、定員減員の定款変更議案に反対という判断がされることがある。

買収防衛策は、反対推奨が出やすい議案だ。一般株主の利益を損なわない買収防衛策であれば賛成するとして、その場合の条件がいくつか設けられている。その一つに買収防衛策の発動を検討する委員会（第三者委員会などと呼ばれる）が経営者の利害から独立していることというものがある。例えば取引先企業の役職員は独立性がないとみなされる。そのような委員で構成される第三者委員会を組み入れている買収防衛策には反対であるという判断に至る。

議決権行使助言会社によっては、最低 2 名の独立社外役員がいない場合には、代表役員の選任（再任）に反対する判断基準を有しているところもあるようだ。単に社外ということではなく実質的な独立性を要求するので、会社側の判断では独立性があるといっても助言会社では異なる判断をすることもあり、反対推奨につながることもある。

会社側の行動

外国人の保有比率が増大すれば議決権行使助言会社の影響力は強まると思われる。会社の株主構成によっては、助言会社の判断基準を織り込んで議案を作成する必要があろう。