

株主総会の議決権行使結果の開示における現状と課題

—当日出席株主の賛否を一部集計しない開示実務の実態について—

Disclosures of shareholders' meeting vote results in Japan

—Focusing on in-person attendees' vote counting methods—

立花 和将

TACHIBANA, Kazumasa

本研究の目的は、近年活発化するコーポレート・ガバナンスに関する議論の中で、上場企業と株主の重要な対話の場として株主総会が挙げられながらも、その株主総会の議決権行使結果の開示実務において、当日行使された議決権の一部が賛否不明として扱われている現状に着目し、その実態を検証することである。従来、多くの上場企業では、株主総会当日の決議において拍手による採決が行われており、2010年3月期より臨時報告書による議決権行使結果の開示が義務化されて以降も、当日行使された議決権の一部は賛否の分からない「不明票」として扱われている。しかし、企業の最高意思決定機関である株主総会における決議が不明瞭な状況では、株主による意思を経営層が正確に把握できず、コーポレート・ガバナンス向上の議論と矛盾しているとの問題意識を持った。本研究では、議決権行使結果の開示が義務化された2009年度から直近となる2015年度までの、東証一部および二部に上場する原則全ての企業の開示データを検証し、不明票の実態を検証した。

キーワード：コーポレート・ガバナンス、株主総会、議決権行使、臨時報告書、投資家

1 はじめに

近年、日本においてはコーポレート・ガバナンスに関する議論が高まりつつあり、特に、2012年に第二次安倍内閣が発足して以降は「日本再興戦略」の一環として各種政策が打ち出され、具体的な動きが見られるようになった。日本再興戦略は、コーポレート・ガバナンスを、企業が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みと定義し、コーポレート・ガバナンスの強化により、攻めの経営判断を後押しすることを目的に位置づけている。当該戦略に基づく施策として、金融庁からは2014年に「『責任ある機関投資家』の諸原則<日本版ステewardシップ・コード>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を

促すために～」(以下、日本版ステewardシップ・コードという)、2015年に「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(以下、コーポレートガバナンス・コードという)が公表され、上場企業と投資家の双方が投資の主体と客体としての責任を果たすことで、企業価値を向上させようとする機運が高まっている¹⁾。

従来、日本におけるコーポレート・ガバナンスの議論は、コンプライアンス(法令順守)に重きを置いた守りのガバナンスが中心であったとされるが、近年では、企業と株主の関係強化を企業価値の向上につなげる攻めのガバナンスを促そうとしている。守りのガバナンスと攻めのガバナンスの関係については、井須(2016)において、二者択一の方ということではな

く、そのバランスの程度との意見があるように、どちらに対しても常に取り組んでいくべき課題であろう。その一方で、近年、攻めのガバナンスの議論が高まっていることについて、神田（2016）では、かつては不祥事が起きるから守りのガバナンスを議論しなければならなくなったが、なぜ今、攻めのガバナンスを我々が議論し実践しなければならぬかという点、企業が成長しないからとの意見があるように、大きな成長が見られない経済局面において、解決のための一つの試みとして取り組みが推奨されているものとも解される。本研究では、守りのガバナンスの重要性を認識しつつ、近年注目が高まる攻めのガバナンスについて考察する。

攻めのガバナンスの議論では、特に上場企業と投資家の対話の重要性が謳われている。対話の形態としては、アクティビズムやエンゲージメント、IR（インベスター・リレーションズ）のほか、株主総会の議決権行使が挙げられる。株主総会については、神作（2016）において、議決権行使を通じて株主がガバナンスを効かせることが、特に攻めのガバナンスという観点から重要であり、また、株主には企業価値向上のために、監督を効かせる十分な経済的インセンティブがあるのみならず、それを行う法的な正当性もみとめられるとの意見があるように、コーポレート・ガバナンスに関する議論において重要な論点として捉えられている。

2 株主総会の議決権行使結果の開示実務

コーポレート・ガバナンスに関する議論において、上場企業と投資家の重要な対話の場として株主総会のあり方に関心が高まる中、2010年3月に「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令」（平成22年内閣府令第12号）が公布・施行され、2010年3月31日以後に終了する事業年度にかかる定時株主総会から、議決権行使の結果を臨時報告書で開示することが義務化された。

当該開示において、当初、実務の観点から議

論されていたのは、当日出席した株主による議決権行使をどのように扱うかという課題であった。多くの上場企業では、当日の決議を行う際は出席株主の賛否確認を明確に行わず、拍手等によって賛成多数として扱う手法が慣習化されている。そのため、議決権行使の開示を行うにあたり、実務上の労力やコストを勘案し、当日出席株主のうち大株主等の一部については何らかの形で賛成の意思表示を確認し、それ以外の株主については賛否不明として扱うことが認められた。

しかし、企業の最高意思決定機関である株主総会における決議が、前日までの事前行使や一部の当日行使の集計により可決または否決という結果は確約されているにしろ、詳細かつ最終的な議決権行使結果が不明瞭なまま放置されていることは、賛成および反対の比率、ひいては株主による意思決定の正確な内容を、経営層が把握できていないことを意味している。

また、コーポレートガバナンス・コードにおいても、株主総会の議決権行使について、以下のように謳われている。

○基本原則1

上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。

また、上場会社は株主の実質的な平等性を確保すべきである。

少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

○原則1-1. 株主の権利の確保

上場会社は、株主総会における議決権をはじめとする株主の権利が実質的に確保されるよう、適切な対応を行うべきである。

○補充原則1-1①

取締役会は、株主総会において可決には

至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである。

○原則1-2. 株主総会における権利行使

上場会社は、株主総会が株主との建設的な対話の場であることを認識し、株主の視点に立って、株主総会における権利行使に係る適切な環境整備を行うべきである。

これらは、いずれも株主総会を、企業と投資家の対話の場として充実させることを趣旨としたものであり、特に「補充原則1-1①」の実現にあたっては、議決権行使結果を正確に把握することが不可欠である。

本研究では、上記の不明票を許容している現行の開示実務が、コーポレート・ガバナンスの向上と矛盾しているとの問題意識から、当該不明票の実態について検証し、株主総会における議決権行使結果の開示実務のあるべき姿を考察する。

3 株主総会の議決権行使に関する先行研究

平田(2001)によれば、コーポレート・ガバナンスに関する研究は、1990年代に入ってから世界において注目を浴びるようになった。その中でいち早く論じられるようになったのは、法律、会計、経済、金融、証券、財務などの分野であったが、1990年代後半に入ると実務を含む経営の分野でもコーポレート・ガバナンスに関する研究が急増した。現在、日本におけるコーポレート・ガバナンスの議論では、学術的な研究が多数行われ、その内容も多方面に展開されている。その中でも、株主総会の議決権行使に関する主なものとしては、機関投資家による議決権行使の動向についての研究が多くある。国内外の機関投資家は、投資先の上場企業に対する議決権行使の結果を開示しており、主

要な機関投資家の議決権行使結果を集計した分析が行われている。

本研究の趣旨に沿った先行研究としては、円谷(2014)が、外国人投資家がどのように経営に規律を加えるのか、外国人投資家の属性を①現経営陣に敵対する各種行動を実施することに積極的な投資家、②投資リターンを純粋に追及する投資家、③株主総会で議決権を積極的に行使する投資家、④株主総会で議案に反対票を投じる投資家の4パターンに分類し、それぞれ検証している。①および②については定性的な分析を行っており、③および④については議決権行使結果のデータを用いた統計的な分析を行っている。実証結果としては、すべてのタイプの外国人投資家について、国内の機関投資家と比べて議決権行使および投票行動に大きな違いはないことが分かった。したがって、株主総会における議決権行使を通じて、外国人投資家が特に積極的に日本企業へ圧力をかけているという証拠は得られなかったと結論付けている。なお、③の検証過程において、本研究の目的に合致した内容の記載があった。当該検証では、株主の属性ごとに、株主総会において議決権行使を行った比率を推定し、外国人投資家が他の投資家に比べて積極的に議決権行使を行っているかを検証している。その際、議決権を行使した比率を算出するため、各社が作成している臨時報告書のデータを用いているが、株主総会における議決権の総行使個数を算出する際、行使結果が「賛成」「反対」「棄権」のどれにも当てはまらない不明票が一定程度存在することに言及している。

4 株主総会の議決権行使結果の開示に関する検証

株主総会における議決権行使については、コーポレート・ガバナンスに関する議論のもとで、さまざまな改革が進められている。ここでは、議決権行使に係る実務の概要について整理したあと、近年進められている開催日の分散化

について触れた上で、本研究の目的である当日行使における不明票について検証する。

(1) 議決権行使の概要

株主総会における議決権の行使方法は、大きく分けて当日行使と事前行使の2種類がある。当日行使とは、株主総会の当日に会場へ行き、出席した上で賛否の意思表示を行う方法である。一方、株主総会の前日までに議決権を行使する事前行使を可能とするため、書面投票（議決権行使書）制度と委任状制度が設けられている。これらは、どちらも総会に出席できない株主に議決権行使の機会を保障するための制度である。

また、従来、株主総会の議決権行使については、議事録に可決または否決された旨を記載する程度で、詳細な結果の開示は求められていなかったが、2010年3月31日付で「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令」（平成22年内閣府令第12号）が公布・施行され、臨時報告書による議決権行使結果の開示が義務付けられた。なお、金融庁は、当該内閣府令の公布・施行に先駆けて実施した「企業内容等の開示に関する内閣府令（案）」等のパブリック・コメント（意見募集期間は2010年2月12日～3月15日）に寄せられた意見等に対し、「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（以下、金融庁考えという）を公表しており、実務的な論点について、改正の趣旨を踏まえた見解を示している。

株主総会における議決権行使の結果について、臨時報告書による開示が求められる事項は以下のとおりである。

- ・当該株主総会が開催された年月日
- ・当該決議事項の内容
- ・当該決議事項に対する賛成、反対および棄権の意思表示に係る議決権の数、当該決議事項が可決されるための要件ならびに当該決議の結果
- ・上記の議決権の数に株主総会に出席した株

主の議決権の数の一部を加算しなかった場合には、その理由

下山（2010）によれば、賛成、反対、棄権の数の記載が求められているのは、決議要件を充足したことの根拠を示す趣旨である。さらに、当該改正布令は、株主総会当日の議決権行使の集計（すなわち議場投票）を義務化する内容ではなく、実務的に過度な負担を求めるわけではないとされている²⁾。このため、議決権の大半が、書面投票や電子投票により、株主総会前日までに行使されており、この前日までに把握した賛否の票数によって可決要件が充足されている場合はこの票数を開示すれば足り、また、株主総会前日までに可決要件が充足されていない場合であっても当日出席した大株主の分の賛成票を集計した結果、可決要件が充足されれば、その票数を開示すれば足りる³⁾。ただし、いずれの場合であっても、当日出席の株主の議決権の一部を集計していないので、集計をしなかった理由を臨時報告書に記載しなければならない⁴⁾。

なお、「企業内容等の開示に関する留意事項について（基本ガイドライン）」では、「当該決議の結果」には、可決・否決のほか、その根拠となる賛成または反対の意思表示に係る議決権数の割合を記載することとされている⁵⁾。この賛成または反対の割合を算定する分母となる議決権個数は、出席株主の議決権個数（書面投票により事前行使された議決権個数と当日出席した株主の議決権個数の合計）であるが、議決権の不統一行使や無効分があることから、議案ごとに分母の議決権個数は異なる場合も想定される。

また、株主総会当日の採決について、一般に、議案の可決の確認は、議決権行使書の賛成多数で事前に確定していることが多いので、株主総会当日は、会場に出席している全ての株主の個々の意思を確認するような投票等は行われず、主に拍手等で採決し、議長から議決権行使書による賛成を含め、可決要件を満たす賛成の

議決権行使があったことを発表し、可決を宣言する取扱いとなる。したがって、プロキシファイト（委任状争奪戦）などの特段の事情がなければ、会場での投票は行われない。採決方法としては、拍手による賛否確認が最も一般的で、「株主総会白書 2016 年版」によれば上場企業の9割以上が拍手によって採決を行っている。

臨時報告書に記載する賛成・反対・棄権の集計範囲については、大きく以下の3つに分類できる。

①事前行使分のみ

株主総会前日までの書面投票により、議案の可決が確認されたため、事前行使された議決権行使結果のみを開示する方法。

②事前行使分+当日出席の全株主

株主総会当日に出席した全ての株主の議決権行使結果を集計し、事前行使された議決権と合算した上で開示する方法。

③事前行使分+当日出席株主の一部

株主総会当日に出席した株主のうち、取締役および監査役のほか、議決権保有比率の高い大株主など一部の株主についてのみ議決権

行使結果を集計し、事前行使された議決権と合算した上で開示する方法。

近年における上記3分類の比率は、図1のとおり推移しており、②「事前行使分+当日出席の全株主」は若干の増加傾向、③「事前行使分+当日出席株主の一部」は若干の減少傾向が見てとれる。

(2) 開催日の分散化

株主総会で議決権を行使できる株主を確定するために基準日を設定している企業では、会社法において基準日から3か月以内に株主総会を開催することが義務付けられている⁶⁾。日本の上場企業における約7割が3月決算であることから、多くの企業で株主総会は6月に開催される⁷⁾。鈴木(2016)によれば、株主総会の開催日は運営に係る実務上の観点から、①「該当月の最終営業日から1営業日前」、②「当該日が月曜日である場合は前週の金曜日」といった要件を満たす日に集中する傾向がある。その結果、株主総会の開催日は6月下旬に集中することとなる。

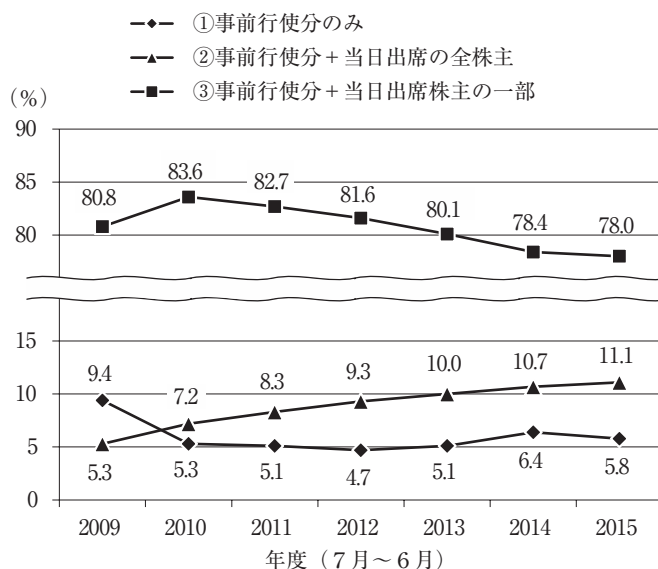


図1 臨時報告書における議決権行使結果の集計範囲

出所：商事法務研究会「株主総会白書」より筆者作成。

株主総会の開催日が集中することによる問題は、大きく分けて2点挙げられる。

一つ目は、複数の上場企業の株式を保有している株主にとって、投資先企業の株主総会が同日に重なった場合、どちらかの株主総会への参加ができなくなる点である。株主総会は、質疑応答等で企業の経営者と直接対話できる機会であり、個人投資家のみならず、機関投資家においても出席を希望する声がある。

二つ目は、総会の議案を添付した招集通知の発送日から開催日までの期間が2週間～3週間と短い上場企業が多く、開催日も集中しているため、機関投資家が議案を精査できないことであり、これは機関投資家が株式を保有する形態に起因する問題である。汪（2015）によれば、日本において、機関投資家は企業の株式を直接保有するのではなく、運用と管理を担う機関を間に挟んだ形で保有している。例えば、年金基金は年金資産の運用を投資顧問会社等の運用受託機関に委託しており、それらの運用受託機関は年金基金から年金資産の管理を受託した信託銀行等の資産管理機関に対して運用指示を行う。そして、企業の株主名簿には年金資産としての株式を管理する資産管理機関が掲載されることとなり、企業から発送される株主総会の招集通知についても送付先は当該資産管理機関となる。そのため、送付された招集通知が機関投資家の手元に届くまでには、それらの仲介を担う機関を経由することとなる。

株主総会の招集通知は、会社法において株主総会開催日の2週間前までに発送することになっており、多くの上場企業では招集通知の発送から事前行使の締切までが2週間～3週間と日程的に余裕が無い状況となる⁸⁾。機関投資家は多数の企業の株式を保有しているため、それぞれの企業における株主総会の議案の内容を精査するための時間が必要となるが、非常に短い期間内でその判断を下さなくてはならない。

上記のような状況において、開催日の分散化が進められている。株主総会を企業との対話の

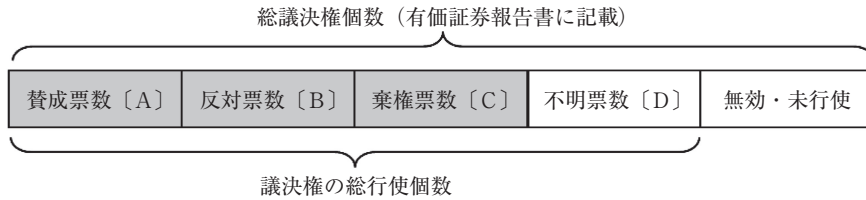
機会と捉える機関投資家を中心に、集中日の分散化に関する要望が根強いことから、従来、各証券取引所は上場企業に対して集中日を避けた総会開催を呼びかけてきた。さらに、コーポレートガバナンス・コードが発行されたことで、補充原則1-2③における「株主総会関連の日程の適切な設定」を意識して、開催日を分散させる意識が企業においても高まっている。

株主総会の日程を決定する判断要素として「集中日をできるだけ避ける」と回答した上場企業の比率は近年に入って上昇傾向にあり、東京証券取引所によれば、6月に開催される株主総会において、最も開催社数が多い第1集中日への集中度は、1995年6月に96.2%を記録したのち低下傾向が続いており、2016年6月は32.2%と以前に比べて格段に低い水準となっている。

(3) 不明票にかかる実態の検証

上記のとおり、企業と投資家による対話の場を充実させるべく、株主総会の開催を分散化させる努力が継続されている。そのような状況にも関わらず、多くの上場企業では、当日の決議を行う際は出席株主の賛否確認を明確に行わず、一部の株主については賛否不明として扱う実務が慣習化されている。しかし、企業の最高意思決定機関である株主総会において、詳細な議決権行使結果が不明瞭なまま放置されていることは、賛成および反対の比率、ひいては株主による意思決定の正確な内容を、経営層が把握できていないことを意味している。

ここでは、不明票を許容している現行の開示実務が、コーポレート・ガバナンスの向上と矛盾しているとの問題意識から、当該不明票について、開示が義務化された2009年度から直近となる2015年度までの、東証一部および二部に上場する原則全ての企業の開示データをもとに算出した上で、時系列での推移等を確認しつつ、その実態を検証する。



※網掛け部分が臨時報告書での開示項目

図2 議決権の内訳と臨時報告書での開示項目

出所：円谷（2014）を基に筆者作成。

1) 不明票の推計方法

不明票の推計方法には、円谷（2014）で使用された手法を同様に用いる。まず、上場会社が提出した臨時報告書から議決権の総行使個数を推定する。臨時報告書では、「企業の内容等の開示に関する内閣府令」第19条第2項第9号の2の規定に基づき、株主総会における賛成、反対および棄権を表明した議決権の個数が開示されている。議決権の内訳と臨時報告書の記載事項の関係をまとめたものが図2である。

また、臨時報告書では賛成票数の総行使個数に対する比率（以下、賛成率という）が開示されており、その計算式は以下のとおりである。

$$\text{賛成率} = \frac{\text{賛成票数〔A〕}}{\text{総行使個数〔A + B + C + D〕}}$$

そのため、賛成票数〔A〕を賛成率で除すことで、総行使個数を算出できる⁹⁾。その上で、総行使個数から賛成票数〔A〕、反対票数〔B〕および棄権票数〔C〕を引いた残りが不明票数〔D〕となる。

本研究では、東京証券取引所の市場第一部および市場第二部に上場する企業を対象に、2010年3月末から2016年3月末までに終了した事業年度に係る定時株主総会における議決権行使結果を、各社の臨時報告書から全て収集した¹⁰⁾。対象となった企業は2,710社で、調査対象期間（7年間）に開催された定時株主総会の件数は延べ15,780件となった¹¹⁾。なお、上記のうち臨時報告書の訂正報告書が295件提出されており、それらについては訂正後の開示内容

をもとに算出を行った。

収集した各社の議決権行使結果について、議案ごとに不明票数〔D〕が総行使個数に占める比率（以下、不明率という）を算出した上で、株主総会の開催ごとに平均を集計した¹²⁾。なお、決算期の変更により同一年度内に複数回の定時株主総会が開催された場合は、それぞれの開催を区別して1件ごとに集計している。

2) 不明率の動向

不明率については、2010年3月末から2016年3月末までに終了した事業年度に係る定時株主総会を、年度（4月～3月）に区分して、それぞれの分布状況を確認した。対象となる7年間（2009年度～2015年度）の推移は表1のとおりである。

2009年度は、臨時報告書による議決権行使結果の開示が開始された年度であり、開示対象となる株主総会は、該当する事業年度の末日を2010年3月末とするものに限られる。そのため、標本数は他の年度に比べて少なく、1,803件となっている。2010年度以降は、年間を通じて議決権行使の結果が開示されているため、標本数は2,200件～2,500件程度となり、横ばいから漸増で推移している。

平均値についてみると、2009年度は2.68%であったが、毎年下降傾向が続いており、2015年度は1.77%まで引き下がってきた。これは、本章（1）で述べたように、近年は、議決権行使結果の開示の範囲について、「事前行使分+当日出席株主の一部」とする企業が減少し、「事前行使分+当日出席の全株主」とする企業が増

表1 不明率の概況（2009年度～2015年度）

（年度）	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
平均値	2.68	2.31	2.22	2.07	1.97	1.86	1.77
中央値	1.21	1.04	0.94	0.83	0.78	0.70	0.66
最頻値	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
標準偏差	4.00	3.57	3.64	3.35	3.30	3.10	2.98
最小値	- 0.19	- 16.38	- 25.72	- 22.55	- 18.41	- 18.74	- 3.20
最大値	34.26	42.25	36.32	28.87	32.43	35.47	28.39
標本数	1,803	2,224	2,284	2,303	2,319	2,380	2,467

出所：各社の臨時報告書を基に筆者作成。

加しており、これが平均値の引き下げに影響を及ぼした一つの要因と考えられる。

平均値の推移だけを見ると、不明票に関する現状の実務に大きな問題はなく、改善傾向にあるとさえ言えそうだが、そもそも約2%という水準は、議決権行使において十分な影響力を持った比率である点に留意を要したい。

株主総会の議決権行使においては、特別決議を単独で阻止できる「3分の1超」や、普通決議を単独で成立させられる「2分の1超」といった比率が目されがちだが、会社法では、議決権保有比率が「1%以上」の株主には「総会検査役選任請求権」、「多重代表訴訟提起権」に加え、「株主提案権」が認められている。さらに、議決権保有比率が上昇すると、より重要な事案に対して権利を保有することになり、それだけの影響力を持った比率の議決権が、全体の平均として、賛否不明で処理されていることになる。

また、不明票の分布状況を見ると、平均値を大きく上回る事例も確認できた。図3は、2009年度から2015年度まで、7年間の累計における不明率の分布状況を1%ずつ区分して表したものである¹³⁾。

これによれば、「0%以上1%未満」の件数が一番多く、1%以上の分布状況としては、不明率が上がるにしたがって該当件数が減少する傾向が見てとれる。なお、「0%以上1%未満」の事例が全体に占める比率は4割程度となっており、2009年度の33.7%から2015年度は40.9%

と上昇傾向にある。表1において中央値および標準偏差が年々低下していることから、不明率の分布状況は低い数値に集約されつつあることが伺える。

もっとも、全体的に不明率が低下傾向にあるとはいえ、10%や20%を超える事例がどの年度においても常に存在している。不明率が10%以上の事例について、該当する企業の業種を確認したところ、「小売業」が40社と最も多く、次いで「卸売業」が26社、「サービス業」が21社となった。業種ごとの上場企業数に対する比率でみると、「海運業」が25.0%（12社中3社）、「空運業」が20.0%（5社中1社）、「小売業」が17.5%（229社中40社）と多かった一方、「水産・農林業」、「パルプ・紙」、「保険業」では10%以上の事例が0件であり、業種によって不明率に差が生じていることが分かる¹⁴⁾。

7年間のうち不明率が20%以上の年があった企業48社について、発行済株式総数に対する大株主の所有株式数の割合を各社の有価証券報告書で確認したところ、大株主上位10名の保有比率の合計が「2分の1超」の企業は28社（58.3%）、「3分の1超」の企業は42社（87.5%）であった。それらの企業は、株主総会において賛成多数であることを確認しやすいことから、詳細な議決権行使結果の集計を要していないとも考えられる。

また、不明率が「1%以上」、「3%以上」および「10%以上」であった事例の延べ件数の推移

不明率	件数
0%～1%	6,001
1%～2%	2,319
2%～3%	1,462
3%～4%	976
4%～5%	714
5%～6%	478
6%～7%	366
7%～8%	249
8%～9%	192
9%～10%	161
10%～11%	95
11%～12%	74
12%～13%	64
13%～14%	36
14%～15%	35
15%～16%	30
16%～17%	29
17%～18%	33
18%～19%	18
19%～20%	22
20%以上	85

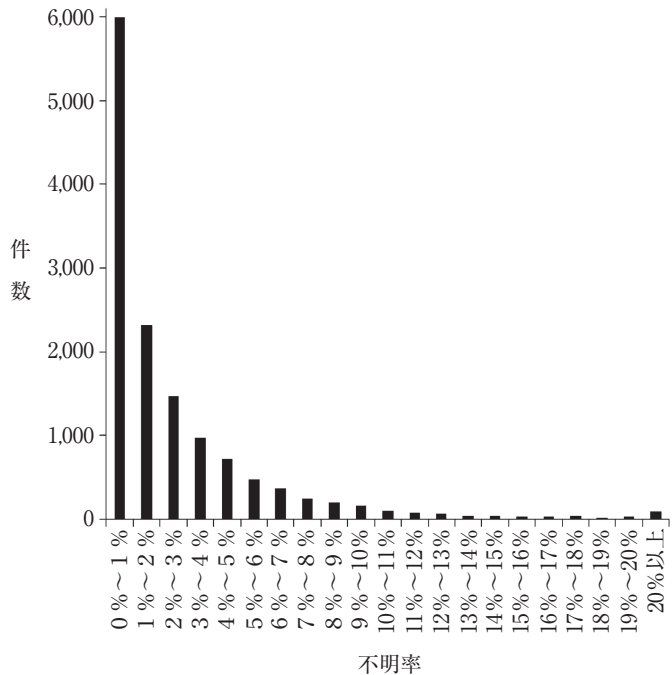


図3 不明率の分布状況 (2009年度～2015年度)

出所：各社の臨時報告書を基に筆者作成。

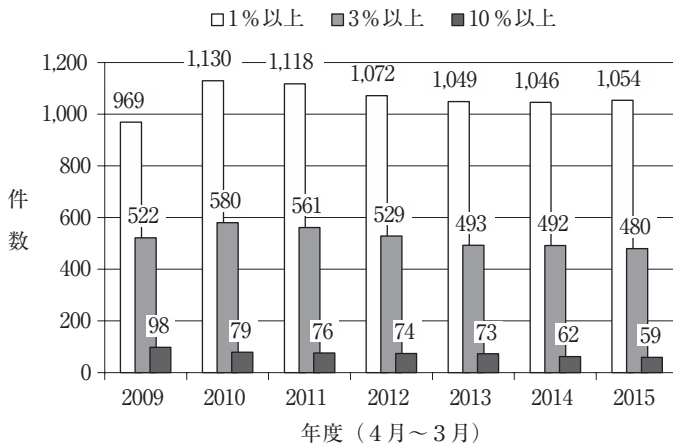


図4 不明率ごとの件数の推移

出所：各社の臨時報告書を基に筆者作成。

は、図4のとおりである。全体として不明率の高い事例は減少傾向にあるが、「1%以上」は毎年1,000件を超えており、「3%以上」は500件前後、「10%以上」も50件超が存在する。会社法においては、3%以上の議決権を保有する株主には、「総会招集請求権」等の各種権利が認

められ、さらに10%以上であれば、「一定の募集株式発行等における株主総会決議要求権」や「解散請求権」が認められる。これらの重要な株主権が認められるような高い比率の議決権が、賛否不明として取り扱われていることが確認できた。

不明率が特に高い事例に着目してみると、7年間で最も不明率が高かった事例では、不明率は42.25%となっており、当該企業の議決権行使結果をみると、該当する株主総会における13個の議案全てにおいて不明率は40%を超えていた。その中で最も賛成率の低い議案では賛成率が52.66%であったが、仮に不明票が全て賛成だった場合の賛成率は94.91%となり、可決という結果に変わりはなくとも、議案に対する株主の賛否の意思の程度を判断する上では、全くと言って良いほど異なる結果と言える。さらに、上記の議案の反対率は5.09%であったが、不明票が全て反対だった場合は47.34%と、賛否が肉薄する結果となる。

また、7年間継続して不明率が10%を超えている事例もあり、当該企業においては、全7回の株主総会のうち、6回で不明率が20%を超えていた。各議案の結果をみると、全7回で述べ48個の議案が決議されており、それらの賛成率は70.8%から80.9%となっている。仮に不明票が全て賛成だった場合は、いずれも賛成率が99.5%を超える結果となり、これも、株主の賛否の意思を確認する上で、判断に大きな違いが生じる事例と言える。

さらに、年度によって不明率が大きく変動している事例も確認された。変動が大きかった事例の一つでは、7年間で全7回の株主総会が開催されており、不明率は2009年度から2015年度まで時系列に、32.98% → 2.25% → 31.12% → 0.85% → 0.00% → 0.00% → 20.89%と乱高下している。それぞれの年度で議案ごとの不明率に大きな差はなく、各年度で見ると賛成率、不明率ともに全議案でほぼ一定している。このような変動が生じた理由としては、年度によって株主総会当日の出席株主数が増減することで賛否確認ができない株主の数が変化している場合や、出席株主の議決権保有比率に変動がある場合など、複数の要因が考えられるが詳細は不明である。当該事例のように、そもそも不明票が存在することで株主の賛否の意思を正確に把

握しづらくなっているところに、年度ごとの不明率が大きく変動するような分析もできない。また、株主にとっては、企業側で恣意的に議決権行使結果の集計範囲を操作しているのではないかという疑念すら生じかねない。

上記のような不明票の実態に鑑みると、議決権行使結果の開示において一部を賛否不明として処理する現状の実務には問題があると言わざるを得ない。そもそも、企業の最高意思決定機関である株主総会の議決権行使結果が正確に集計されなければ、株主による賛否の意思表示を企業側が正確に把握したとは言えず、株主総会そのものの意義が、議案の可否だけを問う表層的な位置づけになり、株主の意思を経営に反映させるという本来の目的が損なわれる。ましてやコーポレート・ガバナンスの向上により企業の持続的な成長を実現するという政策の中で、企業と株主による重要な対話の場として株主総会の運営改善を論じていながら、根幹ともいえる議決権の行使について、不透明な開示を許容し続けることは、コーポレート・ガバナンス向上に向けた昨今の流れと矛盾するものであると結論づけたい。

5 おわりに

近年のコーポレート・ガバナンスに関する議論の高まりにより、株主総会を企業と投資家の対話の場として捉える考え方が広がってきた。

このような状況において、今後は、株主総会の議決権行使結果が従来以上に注目されていくことが予想される。本研究では、多くの上場企業において、当日出席株主の一部について賛否を不明とする実務が行われていることに着目し、その動向を分析することで、株主総会の運営について、今後に向けたあるべき姿を模索することを目的とした。

その結果、実務の実態としては、全体的な平均で見れば不明率は低下傾向にあることが確認できたものの、個々の事例を分析すると、10%

や20%を超えるような、議決権行使における影響力を考慮した場合に、看過できないほど高い比率の議決権を賛否不明として処理している事例が多数存在することが分かった。そのため、従来の慣習に則った現状の株主総会の実務は、コーポレート・ガバナンス向上に向けた昨今の流れと矛盾するため改善すべきであると結論付けたが、実際にどのような改善策があるのか考察したい。

議決権行使を明確に集計する最も確実な方法は、株主総会の会場における投票である。日本においても、プロキシファイトが行われるような、厳密な賛否確認が必要とされる株主総会では、会場で電子機器等を利用して、投票から集計までをリアルタイムで行うような事例もあり、当日投票を実施することの技術的な問題は解決されていると言える。

2010年に臨時報告書による議決権行使結果の開示が導入されてから7年が経とうとしている。導入当時と比べてITによる技術革新も進んでおり、「日本再興戦略2016」では、「第4次産業革命の実現～IoT・ビッグデータ・AI・ロボット～」として、技術革新による産業の発展を標榜している。金融市場においてもFinTechなどITの活用を推進する動きが加速する中、株主総会の運営についても、技術革新による改善を進めるための素地は整っていると考えられる。なお、上場企業における現状の実務を変更するためには、法令等による強制力を持った政策が不可欠であり、金融庁や証券取引所が主導する改革が望まれる。

最後に、本研究では議決権行使結果の開示について、現行の実務の検証を第一義としたが、今後に向けた具体的な改善策については考察が十分とは言えない。国内外の株主総会について、現状実施されている事例の検証を、今後の課題としたい。

【注】

- 1) コーポレート・ガバナンスに関する議論において注目を集め、日本版スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの検討にも影響を及ぼした動きとして、経済産業省のプロジェクト「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」が2014年に発表した「最終報告書（伊藤レポート）」もある。
- 2) 金融庁考え項番8.
- 3) 金融庁考え項番8, 14.
- 4) 改正布令19条2項9号の二ニ.
- 5) 基本ガイドライン24の5-30.
- 6) 会社法124条2項.
- 7) 東京証券取引所「東証上場会社情報サービス」によれば、2016年12月15日時点で東京証券取引所の市場第一部、第二部、マザーズおよびJASDAQに上場している企業のうち3月決算会社の比率は66.9%。
- 8) 会社法299条.
- 9) 賛成率は四捨五入されているため、賛成票数〔A〕を賛成率で除した結果にはごく僅かな誤差が生じるが、本研究の分析には何らの障害ではないと考えられる。また、企業によって、分母から棄権票数〔C〕を除いていたり、無効票を分母に加えて賛成率を算出していたりするが、算出式が外部からは確認できない。本研究では、棄権票は全体平均で0.1%程度、無効票も円谷(2014)で言及されているとおり一般的にはごく僅かであるという理由により、本文に記載したような推定を全サンプル一律に行った。
- 10) 臨時株主総会は、特殊な議案について決議を行うことから、定時株主総会に比べて株主の議決権行使に対する意欲が特に高まるなど、議決権行使率等に変化が生じる可能性を考慮して対象から除外した。また、種類株主総会は、議決権を保有する株主が著しく限定されるため対象から除外した。
- 11) 各社の議決権行使結果を精査した際、議決権行使率が100%を大きく超えていたり、特別決議の可決に必要とされる総行使個数を総議決権個数の3分の1としていながら、それを下回って可決されていたりするなど、異常値とみられる事例が見受けられた。事前行使分のみを開示している事例では、総行使個数に当日出席株主の議決権個数を含めていないことから本来よりも低い数値となる場合も考えられるが、詳細を確認できなかったため、本研究では集計の対象から除外した。
- 12) 役員選任議案は、1人につき1件として集計した。

なお、撤回された議案や修正動議は集計の対象から除外した。

- 13) 毎年1割以上の企業で不明率が0%未満となっていることが確認された。これは、臨時報告書に記載されている賛成率が四捨五入されていることによる誤差や、企業によっては総行使個数から棄権票数を除いていたりすることにより、賛成票数を賛成率で除して算出した総行使個数が、賛成票数〔A〕、反対票数〔B〕および棄権票数〔C〕の合計値を下回ったためと考えられる。これらの値は、平均値等を算出する際の全体の集計には含めたが、図3では異常値として省略している。
- 14) 業種ごとの上場企業数には、2016年3月末現在における東証一部および二部に上場している企業数を用いた。

【参考文献】

- 井須英次 (2016) 「攻めのコーポレートガバナンスに向けた企業の取組みについて—監査等委員会設置会社への移行を中心に—」『旬刊商事法務』No.2102, 商事法務研究会, pp.31-36.
- 汪志平 (2015) 「日本の企業統治における機関投資家の役割と課題」『経済と経営』45巻2号, 札幌大学, pp.35-53.
- 神作裕之 (2016) 「ダブルコード適用化のコーポレートガバナンスにかかわる制度面の動向」『商事法務』No.2101, 商事法務研究会, pp.4-15.
- 神田秀樹 (2016) 「総括に代えて」『旬刊商事法務』No.2103, 商事法務研究会, pp.24-25.
- 下山祐樹 (2010) 「平成22年定時株主総会終了後の実務」『旬刊商事法務』No.1899, 商事法務研究会, pp.10-20.
- 商事法務研究会「株主総会白書2010年版」『旬刊商事法務』No.1916.
- 商事法務研究会「株主総会白書2011年版」『旬刊商事法務』No.1949.
- 商事法務研究会「株主総会白書2012年版」『旬刊商事法務』No.1983.
- 商事法務研究会「株主総会白書2013年版」『旬刊商事法務』No.2016.
- 商事法務研究会「株主総会白書2014年版」『旬刊商事法務』No.2051.

商事法務研究会「株主総会白書2015年版」『旬刊商事法務』No.2085.

商事法務研究会「株主総会白書2016年版」『旬刊商事法務』No.2118.

鈴木裕 (2016) 「2016年の株主総会は、集中率が大幅低下—コーポレートガバナンス・コード導入2年目で分散開催が進展—」『金融資本市場』2016年5月17日, 大和総研, pp.1-3.

円谷昭一 (2014) 「外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR」『プロネクサス総合研究所 研究所レポート』2014第8号, プロネクサス, pp.5-16.

平田光弘 (2001) 「21世紀の企業経営におけるコーポレート・ガバナンス研究の課題—コーポレート・ガバナンス論の体系化に向けて—」『経営論集』53巻, 東洋大学, pp.23-40.

【インターネット資料】

金融庁「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」

<http://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/> (2016年12月15日閲覧)

金融庁「日本版ステewardシップ・コードに関する有識者検討会」

<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/> (2016年12月15日閲覧)

経済産業省「企業と投資家の対話」

http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/kigyou-toushika.html (2016年12月15日閲覧)

首相官邸「アベノミクス 成長戦略で明るい日本に！」

http://www.kantei.go.jp/jp/headline/seicho_senryaku2013.html (2016年12月15日閲覧)

東京証券取引所「3月期決算会社株主総会情報」

<http://www.jpx.co.jp/listing/event-schedules/shareholders-mtg/01.html> (2016年12月15日閲覧)

東京証券取引所「規模別・業種別PER・PBR(連結・単体)一覧」

<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/04.html> (2017年1月11日閲覧)