

わが国株主総会の過去 10 年間を振り返る —開かれた総会への変容と議決権行使への関心の高まり—

岩谷 賢伸、瀧 俊雄

■ 要 約 ■

1. わが国の株主総会は、①集中日開催の緩和により参加が容易になった、②総会を IR の場と捉える会社が増えた、③外国人株主による議決権行使が容易になった、といった点で従来よりも株主に対して開かれたものになっている。
2. 所謂シャンシャン総会から開かれた総会へ変容した背景には、①プロ株主の活動が沈静化したこと、②株式持ち合いの解消が進行する中で、個人株主を新たな安定株主として開拓する会社が増えたこと、③相次ぐ企業不祥事と企業統治強化の流れの中で、総会の透明性向上が求められたことなどが指摘できる。
3. 10 年前は、会社側の議案に対する反対票は少なく、総会は全般的に形骸化していた。だが、機関投資家の受託者責任への意識の高まりと議決権行使ガイドラインの策定や、アクティビスト・ファンドの登場とそれに伴う議決権行使助言会社の台頭などを背景に、議決権行使に対する注目が高まっていった。
4. その結果、議決権行使比率が上昇し、反対票が増加した。中には、会社側提案が否決されるケースも出てきた。加えて、過去数年、アクティビスト・ファンド等による大幅な増配や自社株買いの積極化などを求める株主提案が目立つようになった。
5. 近年、増加する株主提案や敵対的買収の脅威が経営者を防御的にし、買収防衛策の導入や安定株主工作のための持ち合い復活が起きており、開かれた総会への潮流に一部揺り戻しが生じている。
6. 過去 10 年間、わが国の株主総会において経営陣と株主のコミュニケーションが改善したことや、経営陣の企業価値向上への規律が高まったことは評価できる。今後の課題としては、コミュニケーションの中身と質の向上や、外国人投資家とのコミュニケーションの更なる改善などが挙げられる。

I はじめに

わが国の株主総会は過去 10 年間で様変わりした。過去には質疑応答もほとんどなく短時間で終わらせる所謂シャンシャン総会が多く、一般の株主はあまり省みられなかった。

だが、プロ株主の活動の沈静化などを経て、株主に開かれた総会が今や主流になってきている。また、開かれた総会を前提に株主による議決権行使への注目が高まり、近年、総会が本来の会社の意思決定機関としての機能を果たし始めている。本稿では、わが国株主総会の過去10年程の変化を振り返るとともに、株主総会の今後の課題について述べる。

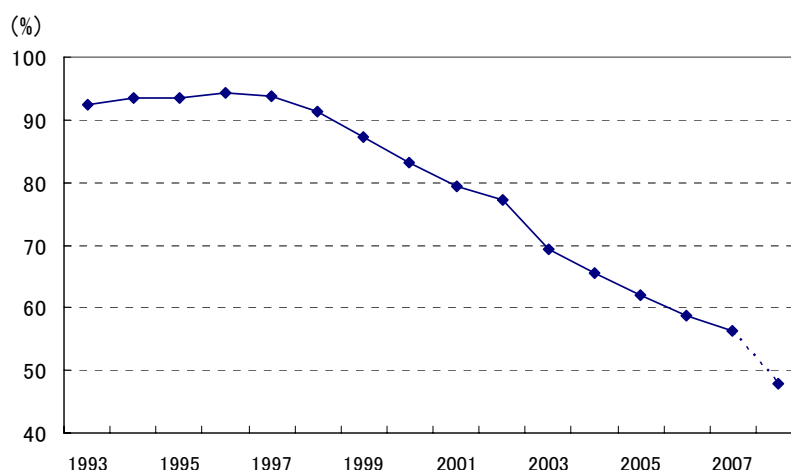
Ⅱ シャンシャン総会から株主に対して開かれた総会へ

1. 株主に対して開かれた総会とは

株主に対して開かれた総会とは、第一に、一般株主が参加しやすい総会を指す。従来、プロ株主が総会に出席しにくくするために、6月の最終木曜日に多くの会社が集中的に総会を開催していたが、集中日開催が徐々に緩和されてきている。商事法務研究会の『株主総会白書』によれば、1997年6月総会の集中日開催率は93.8%（上場会社1927社中1807社）と非常に高かったが、2007年6月総会の同比率は56.2%（上場会社2025社中1138社）であった。また、日本経済新聞社の集計によれば、2008年は同比率が約48%まで低下し、初めて5割を下回ったとされる¹（図表1）。依然として3月決算の会社の半分以上が集中日に総会を開催しているものの、以前に比べれば株主は総会に参加しやすくなっている。

第二に、総会がインベスター・リレーションズ（IR）活動の場となることである。多くの会社で、経営陣が自社の業績等に関してスライドや映像などを用いながら株主にわかりやすく説明したり（ビジュアル化）、株主からの質問にも以前より丁寧に応じたりするよ

図表1 集中日の開催比率



（注） 3月決算の会社について集計したものである。2007年までの値は『株主総会白書』の集計だが、2008年は日本経済新聞記事からの値につき、2007年以前とは連続しない。
（出所） 商事法務研究会『株主総会白書』、日本経済新聞記事より野村資本市場研究所作成。

¹ 「株主総会 集中度5割下回る」『日本経済新聞』2008年6月8日付け。

うになった。また、総会と同時に自社製品の試食会やコンサートなどのイベントを開催して個人投資家の参加を促したり、総会後に株主との懇談会を開催して積極的に株主の意見を聴く場を設けたりするケースも増えている。

第三に、外国人株主にとっても議決権行使が容易な総会を意味する。外国人投資家からは以前から株主総会の開催が6月下旬に集中している上、招集通知の発送から総会日までの期間が短く、議案を精査する時間がないことが問題として指摘されてきたが、これに対して招集通知の発送時期を早める会社が増えている²。また、2001年の商法改正後、招集通知の発送や議決権行使をインターネット経由で実施できるようにしている会社も徐々にではあるが増加しており³、外国人株主の議決権行使の利便性は高まっている(図表2)⁴。

以上のように総会が一般株主に開かれたものになってきた結果、個人株主を中心に総会への出席や発言・質問が増え(図表3)、総会の所要時間は長期化傾向にある(図表4)。

2. 開かれた総会の背景

以上のように株主総会が株主に対して開かれたものになってきた背景は何か。第一に、プロ株主の活動が沈静化したことが指摘できる。プロ株主の活動は、1990年代終わり頃には、当局の監視の強化、会社側のプロ株主との決別の努力、利益供与要求罪の新設と罰則の強化(1997年商法改正)などが実り、急速に減少していった。その結果、会社側としては、集中日に総会を開催する必要性が低下した⁵。また、会社側のプロ株主対策も、1998年3月の大阪地裁による住友商事総会決議取消訴訟判決で、裁判所が会社による一方的な議事進行を批判したことが影響し、その後は、会社側の一般株主に対する威圧的な

図表2 外国人株主の議決権行使促進策

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
招集通知・議決権行使をIT化	-	-	0.9	2.6	4.4	6.1	8.8	11.1
ホームページに英文招集通知を掲載	-	3.5	4.8	5.9	7.7	8.9	8.7	9.9
英文招集通知を作成・送付	5.8	5.8	6.1	7.0	7.2	7.8	8.7	9.1
専門会社に依頼して株主判明調査を実施	2.7	3.4	3.8	3.7	4.3	6.0	6.8	9.0
専門会社に依頼して促進等を実施	2.3	2.3	3.0	3.1	3.3	3.4	3.4	3.8
特に何もしていない	89.5	87.7	87.9	85.6	83.2	80.2	80.3	78.4

(注) 調査対象は東京、大阪、名古屋等全国5証券取引所に上場されている国内会社。重複回答。

(出所) 商事法務研究会『株主総会白書』より野村資本市場研究所作成

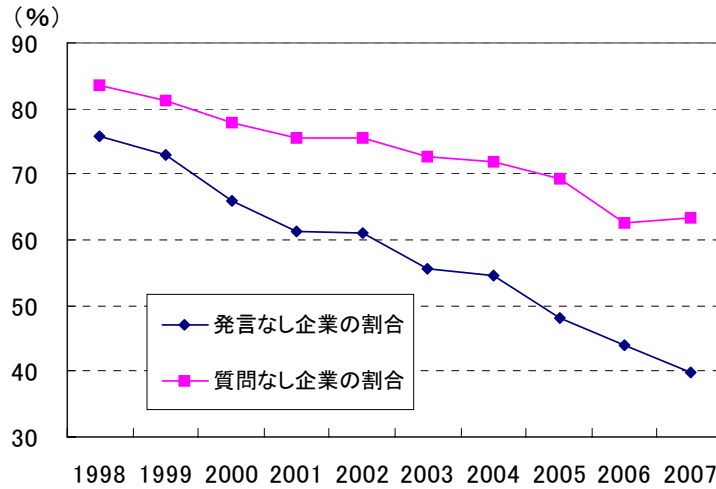
² 『株主総会白書』によれば、議決権行使書又は委任状の返送率を高める方策として、2007年の調査では回答した会社の35.5%が招集通知の早期発送を行ったとしている。ちなみに1999年の調査では同7.4%であった。

³ 『株主総会白書』によれば、招集通知のネット配信を行っている会社は回答会社の2.3%(2007年)に過ぎないが、ネット経由の議決権行使を採用している会社は2007年には383社(回答会社の19.6%)に上った。

⁴ 加えて、東京証券取引所、日本証券業協会、米国ADP社(現Broadridge Financial Solutions社)が合併で設立したICJが運営する機関投資家向け議決権電子行使プラットフォームが、2005年12月期決算銘柄からサービスを開始し、2008年6月現在、309社の上場会社が参加している。

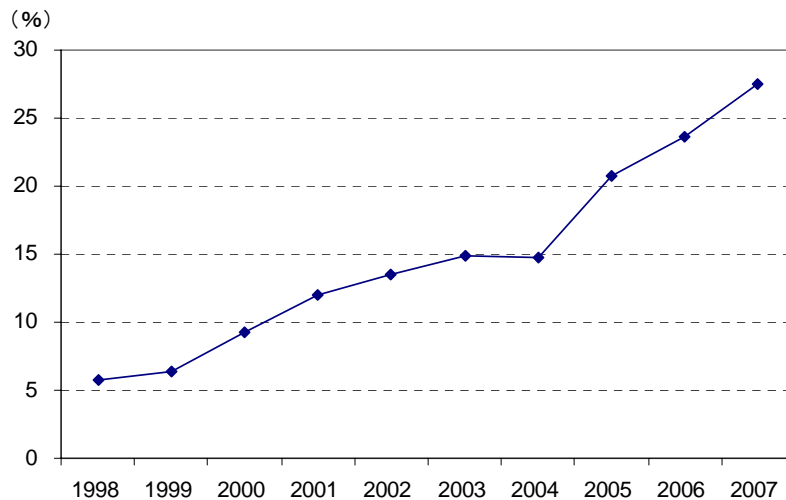
⁵ 加えて、会社法施行規則により、集中日開催の理由開示が義務付けられたことも、集中日緩和を促進した。

図表3 総会会場での株主による発言と質問の有無



(注) 調査対象は東京、大阪、名古屋等全国5証券取引所に上場されている国内会社。
 (出所) 商事法務研究会『株主総会白書』より野村資本市場研究所作成

図表4 総会の所要時間（60分以上かかった会社の割合）



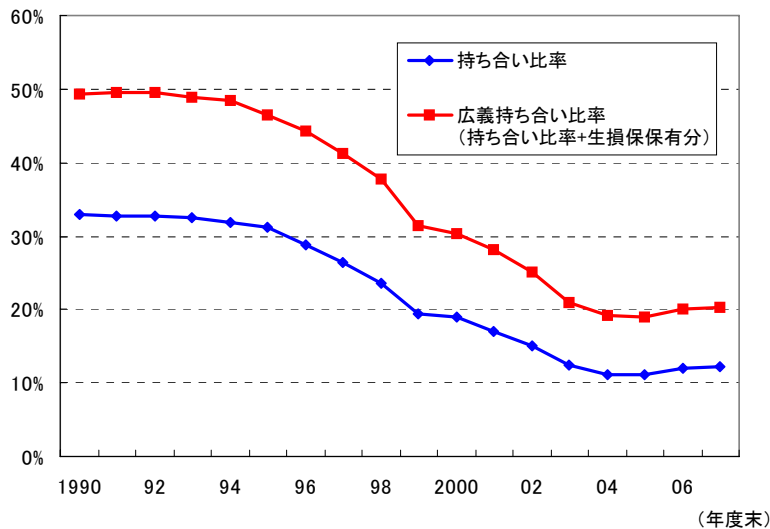
(注) 調査対象は東京、大阪、名古屋等全国5証券取引所に上場されている国内会社。
 (出所) 商事法務研究会『株主総会白書』より野村資本市場研究所作成

行為や従業員株主の総会参加は減少していった。

第二に、株式持ち合いの解消が進行する中で、個人株主を新たな安定株主層として開拓する会社が増えたことが指摘できる。株式持ち合いは1990年代後半から解消が進み、2005年度末には11.1%まで低下した(図表5)。その背景には、第一に、2000年に時価会計制度が導入され、持ち合い株式は貸借対照表上で毎期時価評価しなければならなくなり、株価が低下すると含み損を抱えることになったこと⁶、第二に、不良債権処理で体力の弱まった

⁶ 時価の変動による評価差益は、貸借対照表の純資産の部に「その他有価証券評価差額金」として直接的に計上される(純資産直入)。

図表 5 株式持ち合い比率



(出所) 野村証券金融経済研究所

銀行が持ち合い株式を放出したこと、第三に、銀行の相次ぐ統合によるメガバンクの誕生によって所謂株式保有の 5%ルール⁷を超えるケースが続出し、超過保有持分が売却されたことなどがある。その結果、多くの日本企業は新たな安定株主として個人株主に期待した。個人株主を増やすために、株式分割を行って投資しやすくするなどの工夫をするとともに、株主総会を IR 活動の一環と位置付け、個人株主に積極的な参加を促す会社が増えた。

第三に、相次ぐ企業不祥事と企業統治強化の流れの中で、総会の透明性向上が求められたことが指摘できる。米国では、2001 年のエンロン事件、2002 年のワールドコム事件といった大規模な不正会計事件を経て、企業統治の強化などを意図したサーベンス・オクスリー法 (SOX 法) が制定された。その影響や 2000 年代前半から相次いで明るみとなった企業不祥事によって、わが国でも企業統治強化に対する投資家の要請が高まった。その結果、総会は株主による企業統治機能が発揮されるように、即ち、株主の年に一度の経営チェックの場となるように開かれたものとなっていった。

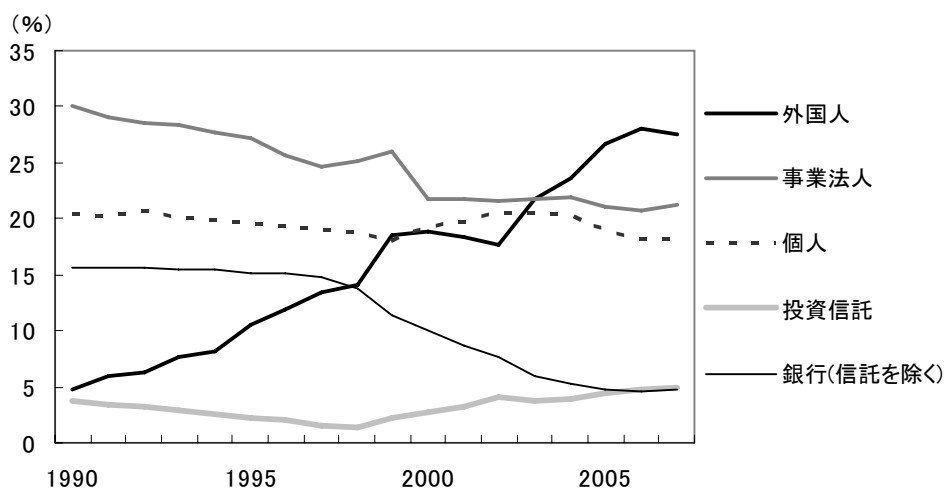
第四に、外国人投資家の株式保有比率が高い会社では、定足数問題等から、外国人株主の議決権行使を促すために様々な工夫を行ったことも指摘できる。わが国企業の投資主体別株式保有比率の推移を見ると、外国人の保有比率は、過去 20 年間、一部の時期を除き一貫して上昇基調にあり、2006 年には 28%にまで達した (図表 6)。事業法人や銀行の保有比率の低下に加え、個人の保有比率に大きな変化が見られないことから、外国人投資家や国内機関投資家が持ち合い解消の受け皿になっていることがわかる⁸。そして、会社によっては 50%以上を外国人株主が保有しているようなケースもある (図表 7)。外国人株主の株式保有比率の高い会社では、総会の特別決議の定足数である総株主の議決権の過

⁷銀行法第 16 条の 3 第 1 項により、銀行又はその子会社は、国内会社の 5%以上の議決権の取得を禁じられている。

⁸ 加えて、持ち合い株式の売却に対して、会社が自社株買いで応じたケースも多い。

半数を外国人株主の議決権行使なしに確保するのが難しいケースも生じてきたことから⁹、外国人の議決権行使を容易にするための工夫が行われるようになった。そのために、中には外国人株主の判明調査サービスや議決権行使促進サービスを提供するソリシターと呼ばれる専門業者を利用する会社も出てきている。

図表6 投資主体別株式保有比率



(出所) 国内証券取引所『平成19年度株式分布状況調査』より野村資本市場研究所作成

図表7 外国人投資家の保有比率が高い会社

順位	企業名	業種	外国人保有比率(%)	時価総額(億円)
1	オリックス	その他金融	66.03	15,288
2	ヤマダ電機	小売業	59.10	7,095
3	日東電工	化学	55.94	5,404
4	イー・アクセス	情報・通信	55.47	795
5	メイテック	情報・通信	55.36	941
6	HOYA	精密機器	51.91	9,701
7	ソニー	電気機器	50.73	41,387
8	三井不動産	不動産	50.52	21,771
9	ミスミグループ	卸売業	50.49	1,820
10	クレディセゾン	その他金融	50.31	4,156
11	ローム	電気機器	50.29	7,342
12	アデランスホールディングス	その他製品	49.96	800
13	SMC	機械	48.53	7,762
14	ケネディクス	サービス	48.50	501
15	レオパレス21	不動産	48.28	2,328
16	コニカミノルタホールディングス	電気機器	46.82	9,442
17	アステラス製薬	医薬品	46.66	23,636
18	富士フィルムホールディングス	化学	46.59	17,497
19	ヒロセ電機	電気機器	45.57	4,110
20	リサ・パートナーズ	不動産	45.47	443

(注) 1. 2008年7月末時点での直近数値。TOPIX構成銘柄が対象。
2. 事業会社やプライベート・エクイティ・ファンド等による出資分を除く。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁹ 定足数に関しては、2002年の商法改正によって、総会の特別決議の定足数を定款の定めにより総株主の議決権の3分の1まで引き下げることが認められたため、定足数確保に腐心する会社の数は減少した。

Ⅲ 本来の意思決定機能を果たし始めた株主総会

1. 形骸化していた株主総会

株主総会は「会社の最高意思決定機関」と言われることもあるが、会社法上、取締役設置会社では株主総会の権限は原則として会社法で定められた事項に限られる。それらの事項とは、①取締役・監査役などの機関の選任・解任に関する事項、②会社の基礎的変更に関する事項（定款変更、合併・会社分割等、解散等）、③株主の重要な利益に関する事項（株式併合、剰余金配当等）、④取締役に委ねたのでは株主の利益が害されるおそれが高いと考えられる事項（取締役の報酬の決定等）で、それ以外の事項の決定は取締役会に委ねられる¹⁰。ただし、限られた事項といっても、取締役の選解任や合併の承認、定款変更など会社経営の根幹に関わる事項ばかりで、法律上、株主総会が重要な権限を持っていることに変わりはない。だが、従来、総会の意思決定は形式的なもので、会社側の議案に株主が反対票を投じることはほとんどなかった。その意味で総会における投票は形骸化、セレモニー化していたといえる。しかしながら、以下に述べるような事柄を背景に、2000年代に入った頃から議決権行使への注目が高まり、株主総会が本来の意思決定機関としての機能を果たしつつある。

2. 議決権行使への注目が高まった背景

第一に、機関投資家の受託者責任への意識の高まりと議決権行使ガイドラインの策定である。厚生年金基金連合会（現・企業年金連合会）は2000年に「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」をまとめ、その中で、運用機関は年金資産の中の株式の議決権を適切に行使し、委託者である年金基金はその行使体制及び状況をモニタリングすることが望ましいとした¹¹。また、2001年には「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」を策定し、受託運用機関に提示した。それらを踏まえて、信託銀行や生命保険会社などわが国の機関投資家は、社内の議決権行使体制を整備し、議決権行使ガイドラインを作成した。その結果、国内機関投資家もガイドライン等に照らして、必要であれば会社提案に反対票を投じるようになった。また、厚生年金基金連合会自身も株式の自家運用を2002年に開始し、2003年には「コーポレート・ガバナンス原則」及び「株主議決権行使基準」を制定して、それに従って総会で多くの反対票を投じるようになった。

第二に、アクティビスト・ファンドと言われる物言う株主の登場である。アクティビスト・ファンドとは、保有株式を裏付けに、投資先企業に対して様々な要求や提案を行い、それを実施させることで企業価値の向上を目指す投資ビークルである。米国では、「アク

¹⁰ 神田秀樹『会社法 第九版』（弘文堂、2007年）の154ページより引用。

¹¹ 受託者責任ハンドブックについて詳しくは、橋本基美「運用機関の受託者責任—受託者責任研究会の議論と成果を踏まえて」『資本市場クォーターリー』2000年夏号参照。

ティビスト・ヘッジファンド」と、イベント・ドリブン戦略¹²を採るヘッジファンドの範疇に入れられることも多い¹³。わが国では、元通商産業省官僚の村上世彰氏らが率いたM&Aコンサルティング（以下、村上ファンド）が2000年に昭栄に対して敵対的TOBを仕掛けたのが、投資ファンドによる日本企業への最初のアクティビスト的行動と位置付けられる。これらのアクティビスト・ファンドが、株主総会において株主提案や委任状争奪戦を利用して投資先企業に様々な提案・要求を行うようになった。また、アクティビスト・ファンドではないが、わが国企業の長期に渡る業績及び株価の低迷に痺れを切らした外国人機関投資家の中には、議決権を背景に投資先企業に対して増配などの株主提案を始めた機関もある。

第三に、わが国における議決権行使助言会社の台頭である。議決権行使助言とは、投資先企業における大量の議案への賛否を判断する機関投資家に対し、一定の基準に基づいて助言を行う米国発のビジネスである。わが国では、米国最大手の助言会社であるISS（インスティテューショナル・シェアホルダー・サービスズ）¹⁴が1993年に日本株のカバレッジを開始し、2001年に東京事務所を開設したことで、同ビジネスが本格化した。その後、2004年にはIRRC（現在はISS傘下）、2006年には米Folio fnの子会社日本プロクシーガバナンス及び米国グラス・ルイスの事務所が開設されている。これらの助言会社では、個別の分析手法における差異は見られるものの、買収防衛策に関連した定款変更等の議案において、株主の権利を侵害する可能性が排除できないと判断されるケースでは「反対」を助言する点で共通している¹⁵。2005年以降買収防衛策に関連する議案が増加する中で、助言会社による判断が内外の機関投資家の賛否を左右することになったことから、注目を浴びることとなった。なお、2008年の総会シーズンでは、従来一部の防衛策を条件付で容認してきたISSとグラス・ルイスの2社がほとんどの防衛策に反対するなど¹⁶、判断基準の厳格化が見られている。

3. 議決権行使比率の上昇と反対票の増加

議決権行使への注目の高まりと株主総会の活性化は、議決権行使比率の上昇と反対票の増加をもたらした。まず、議決権行使比率の上昇に関しては、議決権行使書面又は委任状の総発送数に対する返送率が30%以上と答えた会社が1998年には14.6%に過ぎなかったが、2007年には55.6%まで上昇している（図表8）。これは、個人投資家による議決権行使に対する関心が高まっていること示している。

次に、総会で反対票が現実に投じられる可能性は近年高まっており、経営陣は投票結果

¹² スピンオフ、M&A、企業再生、資本の再構成、自社株買いといったコーポレート・イベントより創り出された投資機会に投資する戦略。

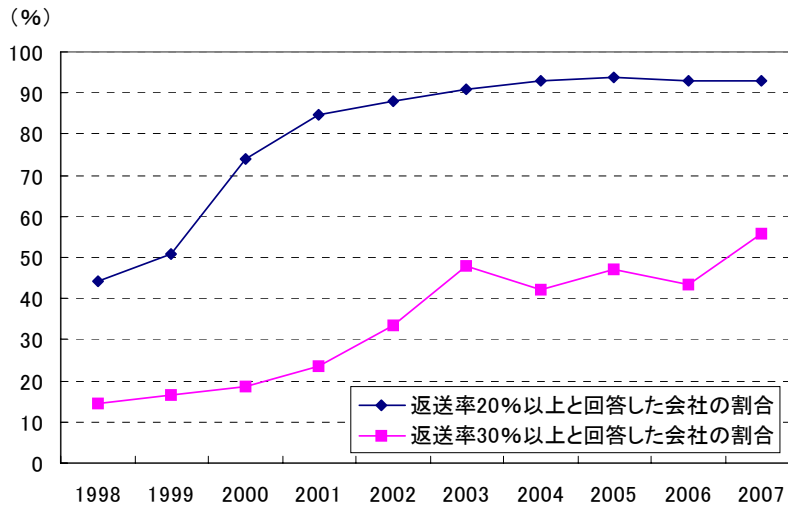
¹³ 米国のアクティビスト・ファンドについて詳しくは、岩谷賢伸「米国アクティビスト・ファンドの実態と資本市場における役割」『資本市場クォーターリー』2007年秋号参照。

¹⁴ ISSは2007年にRiskMetrics社に買収され、その傘下に入った。

¹⁵ もっとも、杓子定規に特定の要件に基づき判断が行われるわけではなく、企業、もしくは議案ごとの事情への配慮も行われるため、近年は事業会社がこれらの助言会社に対して事前に説明を行うケースも増えている。

¹⁶ 「議決権大手2社、防衛策の導入、大半に反対。」『日本経済新聞』2008年6月25日付け。

図表 8 発送数に対する議決権行使書面又は委任状の返送状況



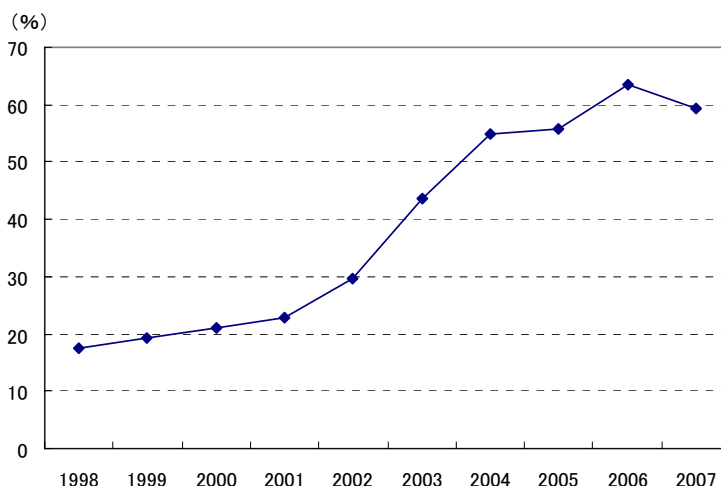
(注) 調査対象は東京、大阪、名古屋等全国5証券取引所に上場されている国内会社。
 (出所) 商事法務研究会『株主総会白書』より野村資本市場研究所作成

を意識せざるを得なくなっている。議案に対して「否」等の指示をした機関投資家の有無について、「いた」と回答した会社の割合が1998年の17.5%から2007年の59.3%まで上昇している(図表9)。資本金1,000億円以上の大会社に到っては、2007年に89.9%の会社が「いた」と回答しており、国内外の機関投資家が議決権行使ガイドラインに従って個別議案を精査するようになった結果、反対票はもはや例外的ではなくなっている。

そして、中には会社側の提案が否決されるケースも出てきた(図表10)。2007年2月の東京鋼鉄による大阪製鐵の経営統合議案の否決は、経営陣同士が合意したM&Aの案件が、わが国でも株主の反対によって成立しないケースが起り得ることを示した。同ケースは約10%の持分を保有する大株主のいちごアセットマネジメントが、両社の統合における株式交換比率が不適正として反対し、委任状争奪戦に持ち込んだ。いちごアセットが、臨時総会で特別決議を否決するために必要な議決権の3分の1以上を集めることが出来たのは、個人株主の多くが反対に回ったことも影響しており、個人株主の議決権行使の活発化とその潜在的影響力の大きさを印象付けた。

更に、2008年には、アデランスホールディングスの定時株主総会において、取締役選任議案が反対多数で否決された(9名中7名)。同社に対しては、業績不振による株価の長期低迷に多くの株主が不満を持っていたと言われており、筆頭株主のスティール・パートナーズ(約29%保有)による取締役再任反対の主張に他の株主も賛同するかたちとなった。そして、最終的には、代表取締役社長を含む5名が取締役を退任し、スティール・パートナーズの推薦する2名の社外取締役が新たに就任するなど、大幅に経営陣が入れ替わった。株主総会の場で、大株主等の力によって取締役が退任に追い込まれる事態が実際に起こったという点で、わが国の株主総会史の中でも重大なイベントとして位置付けられるだろう。

図表9 反対票を投じた機関投資家がいたと回答した会社の割合



(注) 調査対象は東京、大阪、名古屋等全国5証券取引所に上場されている国内会社。
 (出所) 商事法務研究会『株主総会白書』より野村資本市場研究所作成

図表10 会社側提案が否決された主な事例

年月	会社名	会社提案の内容と否決の経緯
2005年6月	ファナック	発行可能株式総数を4億株から9億株に変更する定款変更議案が否決される。その目的は、資本政策の柔軟性・機動性の確保とされたが、会社側説明では敵対的買収者の発生時に取り得る防衛策の選択肢を拡げることにもなる、と併記。結果的に、内外の機関投資家が反対票を投じたことにより、議案が否決された。
2005年6月	東京エレクトロン	発行可能株式総数を3億株から7億株に変更する定款変更議案について、将来の資本政策の機動性に加えて、買収防衛策としての側面も念頭におくと明記。機関投資家が株式価値の希薄化を懸念し、否決された。
2005年6月	横河電機	発行可能株式数を4.8億株から10億株に変更する定款変更について、財務戦略強化の視点により行うと説明(一方で、買収防衛策は想定していない、と併記)。小差で否決された。
2006年6月	任天堂	剰余金の処分権限を取締役に委譲する定款変更議案が否決される。当期利益の50%、もしくは営業利益の30%のいずれか高い値を配当額とすることを、利益配分の基本方針とし、四半期配当を可能とすることが視野にあったものの、取締役会の権限が強すぎると見られ、海外投資家の反発を浴びた。
2006年6月	アーク	株主代表訴訟での取締役及び監査役の賠償責任に上限を設ける定款変更議案が否決される。
2006年6月	日本アジア投資	剰余金の処分権限を取締役に委譲する定款変更議案が否決される。
2007年2月	東京鋼鐵株式会社	大阪製鐵との経営統合についての特別決議が否決される。2006年10月、東京鋼鐵は株式交換による大阪製鐵の完全子会社化を発表。東京鋼鐵の株主に支払われるプレミアムはほぼゼロの状態と交換比率が決定された。いちごアセットマネジメントは、11月より株式の買い集めを開始。1月中旬には11%程度を取得し、子会社化には賛同しつつ、3割のプレミアムを乗せるべきと主張。500名以上の個人から委任状を獲得し、42.1%の反対票を獲得。
2008年1月	CFSCコーポレーション	アインファーマシーズとの経営統合議案を臨時株主総会で否決された。2007年10月にアイン社との経営統合を発表したが、大株主のイオンが反発し、委任状争奪戦となった。08年3月にイオンによる出資比率引き上げと、CFSC社長の退任が決定。
2008年5月	アデランスホールディングス	岡本社長ら取締役7人の再任議案が、スティーラー・パートナーズ、ドッチ・アンド・コックスなど大株主の反対により否決される。その後、新社長への交代及びスティーラーからの社外取締役を受け入れることを、8月の臨時総会で可決。

(出所) 各種報道等より野村資本市場研究所作成

4. アクティビスト・ファンドや外国人投資家による株主提案

株主提案に関しては、従来は、電力会社各社に対する反原発株主による定款変更（反原発・環境保護運動などに根ざす規定の新設など）の提案や、ソニーや三井住友銀行等に対する株主オンブズマン¹⁷による取締役報酬の株主への個別開示提案などが目立っていた。だが、近年の一部の株主総会は、票の獲得を巡って経営陣と株主が争う対立型の総会となり、前述したアクティビスト・ファンド等による会社提案への反対と株主提案が目立っている（図表 11）。実際にファンドから株主提案を受けた会社では、他の株主や ISS 等議決権行使助言サービス会社への事前説明とその準備、招集通知への詳細な開示など、実務負担が増している。

大幅な増配や自社株買いの積極化などを中心としたファンドによる株主提案は、メディアで大きく取り上げられたこともあり、わが国企業の経営者に警戒感を抱かせたが、①提案株主が特定の投資家に限定されていること、②件数も 2007 年こそ 10 件を超えたが、2008 年は大幅に減少したこと、③これまでに全ての株主提案が否決されていることから、今後、株主提案がアクティビスト・ファンドによる会社への対抗手段として定着するかどうかは不透明である。近年は、株主提案をちらつかせて水面下でプレッシャーをかけることで、会社側から一定の増配や自社株買いなどを引き出すケースも出てきている。

図表 11 アクティビスト・ファンドや外国人機関投資家による主な株主提案

年	会社名	提案株主	議決権比率	提案内容
2000	昭栄	M&Aコンサルティング等	6.4%	取締役1名選任
2002	東京スタイル	M&Aコンサルティング等	11.9%	増配、自社株買い 取締役選任2名等
2003	東京スタイル	M&Aコンサルティング等	13.8%	自社株買い
2004	東京スタイル	M&Aコンサルティング等	15.1%	増配
	アデランスホールディングス	スティール・パートナーズ	24.6%	買収防衛策廃止
	サッポロホールディングス	スティール・パートナーズ	17.9%	買収防衛策廃止
	TTK	スティール・パートナーズ	6.3%	増配
	江崎グリコ	スティール・パートナーズ	16.4%	増配
	プラザー工業	スティール・パートナーズ	9.3%	増配
2007	電気興業	スティール・パートナーズ	10.2%	増配
	フクダ電子	スティール・パートナーズ	14.1%	増配
	因幡電機産業	スティール・パートナーズ	8.1%	増配
	J-POWER	ザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンド	10.0%	増配
	中部電力	ザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンド	1.4%	増配
	シニッタ	セーフ・ハーバー・インベストメント	7.1%	増配、取締役選任2名等
	小野薬品工業	ブランデス・インベストメント・パートナーズ	0.5%	増配
2008	J-POWER	ザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンド	9.9%	増配、自社株買い、取締役選任、持ち合いの制限
	日比谷総合設備	ブランデス・インベストメント・パートナーズ	9%超	増配、自社株買い

(注) 議決権比率は総会時の値。

(出所) 商事法務研究会『株主総会白書』、新聞記事等より野村資本市場研究所作成

¹⁷ 株主の立場から、企業の違法行為を是正し、健全な企業活動を推奨する目的で 1996 年 2 月に設立された非営利の市民団体。弁護士・公認会計士・学者などの専門家と個人株主及び一般市民によって構成される。

IV 敵対的買収の脅威による揺り戻し

議決権行使の活発化は形骸化していた総会を活性化したが、会社側が自発的に行ってきた開かれた総会実現の努力とは異なり、議決権行使への注目の高まりによって反対票や株主提案が増加することは必ずしも経営陣の望むところではなかった。また、2000年以降相次いでわが国の上場企業に対して敵対的 TOB¹⁸（図表 12）が実施されたことも相俟って、経営者の行動は近年防御的となり、直接的には買収防衛策の導入、間接的には安定株主工作のための持ち合いの復活というかたちで現れてきている。

前者の買収防衛策については、過去数年間、多くの上場企業の経営陣が、自社の買収防衛策がどうあるべきかの検討に時間と労力を割き、導入を決めた会社の多くは株主総会の承認が取れるよう尽力した。その結果、2005年以降買収防衛策を導入する上場企業が急増し、現在の導入企業数は600社を超える¹⁹。具体的な防衛策としては、事前警告型のポイズンピル²⁰を導入している会社の比率が圧倒的に高い。一方、後者の持ち合い復活については、持ち合い比率が2005年の11.1%を底に、2006年は12.0%、2007年は12.3%と再び上昇に転じている（前出図表 5）。以上の動きは、改善し始めた総会のオープンな意思決定機能を減殺する揺り戻しの動きとして懸念される。

図表 12 主な敵対的 TOB の事例

年	ターゲット企業	業種	買収者	議決権比率
2000	昭栄	不動産・電気部品	M&Aコンサルティング(日)	2%
2003	ユシロ化学工業	石油・石炭	スティール・パートナーズ(米)	9.0%
	ソトー	繊維製品	スティール・パートナーズ(米)	12.2%
2005	日本技術開発	サービス	夢真ホールディングス(日)	20%超
	オリジン東秀	小売業	ドン・キホーテ(日)	30.9%
2006	明星食品	食料品	スティール・パートナーズ(米)	23.0%
	サンテレホン	情報・通信	ダルトン・インベストメント(米)	14%
	北越製紙	パルプ・紙	王子製紙(日)	3.4%
2007	天龍製鋸	金属製品	スティール・パートナーズ(米)	8.1%
	サッポロホールディングス	食料品	スティール・パートナーズ(米)	19.3%
	ブルドックソース	食料品	スティール・パートナーズ(米)	10.0%
	テーオーシー	不動産	ダヴィンチ・アドバイザーズ(日)	約10%
	エーティーエルシステムズ	情報・通信	日本アジアホールディングス(日)	18.9%
	ソリッドグループホールディングス(旧ライブドアオート)	小売業	ケン・エンタープライズ(日)	0%

(出所) 各種報道より野村資本市場研究所作成

¹⁸ 敵対的 TOB の事例には含まれないが、2005年のニッポン放送を巡るライブドアとフジテレビジョンの経営支配権争奪戦も、上場企業に買収防衛策の導入を促す契機となった。

¹⁹ 野村証券調べ。だが一方で、2008年に入ってから資生堂、日本オプティカル、ニッセンホールディングスなど、少数ではあるが買収防衛策を廃止する会社も現れている。TOB規制の見直しや投資家からの防衛策に対する否定的な見方などがその契機になっており、今後も同様の動きが増える可能性がある。

²⁰ ある大規模買付者が20%以上など、一定以上の議決権割合を取得した場合に、取締役会は投資家に対して買付意向などの説明を求める。独立委員会等が同買付者を濫用的買収者に当たると判断した場合、新株予約権の発行など対抗措置を発動する。

V おわりに

わが国において株主総会が果たすべき機能は3つある。一つ目は、前述のように、会社法に定められた経営上の重要な意思決定機能である。二つ目は、取締役の選解任権を背景にした経営陣（＝社内取締役）のモニタリング機能である。わが国の大半の上場企業は監査役会設置会社で、取締役会が業務の執行の意思決定と同時に代表取締役等の業務執行を監督することに加え、社外取締役の活用がまだそれほど進んでいないため、取締役会のモニタリング機能が高いとは言えない。そのため、株主によるコーポレート・ガバナンスの実効性を高めることが重要となる。三つ目は、経営陣への助言機能である。株主は経営陣に会社経営を委ねているが、株主側から事業政策や財務政策等について助言することも可能である。総会は、経営陣及び株主が企業価値を高めるために何をすべきか議論する場になりうるであろう。そして、以上3つの機能が適切に働くように、経営陣は総会をIR活動の核と位置付け、株主に対する情報開示を総会の議場、又は総会外で充実させなければならない。

これらの総会の機能について過去10年間を総括すると、改善した点と今後の課題を指摘できる。まず改善した第一の点は、総会を開かれたものにするための会社側の努力の結果、経営陣と株主の相互のコミュニケーションが従来に比べて増えた点である。第二に、議決権行使の活発化による総会の意思決定機能の向上に伴って、経営陣（＝社内取締役）の企業価値向上への規律が高まった点である。例えば、株主の意向に沿って、配当や自社株買いなどの株主還元策を強化する会社が近年増加している。

一方、今後の課題としては、第一に、コミュニケーションの中身と質の問題が挙げられる。『株主総会白書（2007年版）』によれば、議場での発言総数は大幅に増加しているにも関わらず、議案に対する発言は逆に若干減少傾向にあるという。主な出席者である個人株主による消費者の立場からの製品やサービスに対するクレーム発言も少なくないようだ。個人株主は、株主の立場から議場で発言・質問すべきであり、それが建設的な経営陣との対話につながると考えられる。第二に、会社側による水面下の票固めの問題がある。会社提案の票固めを大株主の機関投資家を中心に事前に行ったり、株主提案をちらつかせる株主に対して譲歩案を提示し、株主提案を撤回させたりする事例も出てきているようだが、議案への賛成票を得ることに過度に注力すると、経営陣と株主の対話は長期の経営ビジョンについて語るというよりはむしろ近視眼的なものになってしまうのではないか。第三に、外国人投資家とのコミュニケーションの問題である。総会を開かれたものにする努力はなされているが、依然として外国人投資家にはわが国企業の総会が閉鎖的に感じられる点もあるのではないか。純投資家である外国人投資家の発言は、時に経営陣にとって耳が痛いこともあろうが、厳しい意見が企業価値向上のヒントになることもあると考えられる。以上のような課題を克服し、わが国の株主総会が今後その機能をさらに高めていくことが期待される。

《資料》わが国の株主総会年表（1997年～2008年）

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
総会のトレンド						
マクロ経済・規制環境	<ul style="list-style-type: none"> ・三洋証券、北海道拓殖銀行の経営破綻、山一証券の自主廃業。 ・自己株式取得規制の緩和(株式消却特例法)。 ・ストック・オプション制度の導入。 ・合併手続きの簡易化。 ・利益供与要求罪の新設と罰則の強化。 	<ul style="list-style-type: none"> ・大手銀行21行に1.8兆円の公的資金投入。 ・金融機能早期健全化緊急措置法成立。 ・自己株式取得規制の緩和(資本準備金等を時限的に原資として認める)。 	<ul style="list-style-type: none"> ・大手銀行15行に7.5兆円の公的資金投入。 ・新興企業向け株式市場「マザーズ」創設。 ・株式交換・移転制度の創設。 	<ul style="list-style-type: none"> ・日米で株価がITバブル期中のピークに(1～3月)。 ・会社分割制度の創設。 ・新興企業向け株式市場「ナスダック・ジャパン(現ヘラクレス)」創設。 	<ul style="list-style-type: none"> ・米エンロンの不正会計が発覚、破綻。 ・金庫株の解禁。 ・単元株制度創設。 ・新株予約権制度の導入。 ・種類株式の多様化。 ・総会におけるウェブでの議決権行使の導入。 	<ul style="list-style-type: none"> ・米ワールドコムにおける不正会計が発覚、破綻。 ・米アーサー・アンダーセンが廃業。 ・取締役選解任権付き種類株式の導入。 ・委員会等設置会社制度導入。
総会をめぐる主要事件	<ul style="list-style-type: none"> ・10以上の著名会社でプロ株主への利益供与事件が相次いで発覚。 	<ul style="list-style-type: none"> ・住友商事総会決議取消訴訟判決。 	<ul style="list-style-type: none"> ・英ケーブル・アンド・ワイアレスによる国際デジタル通信(未上場)への敵対的TOB。 	<ul style="list-style-type: none"> ・M&Aコンサルティング、昭栄に対して敵対的TOB。 	<ul style="list-style-type: none"> ・M&Aコンサルティング、東京スタイルに対する委任状争奪戦を展開。 	<ul style="list-style-type: none"> ・株主オンブズマンによる役員報酬開示提案(対ソニー)。その後、毎年同提案が繰り返される。
投資家等の動向	<ul style="list-style-type: none"> ・厚生年金基金連合会、運用委託先に対して、議決権行使の実施状況に関するヒアリングを開始。 	<ul style="list-style-type: none"> ・厚生年金基金連合会、「年金基金のコーポレートガバナンスに関する研究報告書」を公表。 ・コーポレート・ガバナンス・フォーラム、「コーポレートガバナンス原則」を発表。 ・旧三井信託銀行が初の「棄権(実質反対)」票を投票。 ・米カルパース、日本企業向け「コーポレートガバナンス原則」を公表。 	<ul style="list-style-type: none"> ・厚生年金基金連合会、運用基本方針を見直し、運用委託先に対して連合会の利益のために行動することを規定。 	<ul style="list-style-type: none"> ・厚生年金基金連合会、「受託者責任ハンドブック」を公表。 	<ul style="list-style-type: none"> ・厚生年金基金連合会、「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」を公表。 ・年金資金運用基金(現年金積立金管理運用独立行政法人)、運用委託先に議決権行使状況についての説明を要求開始。 ・ISSジャパン設立(日本株カバーは1993年より開始)。 ・IRRC、議決権行使助言に関し、みずほ証券との提携で合意。 	<ul style="list-style-type: none"> ・厚生年金基金連合会、株式自家運用を開始。 ・日本証券投資顧問業協会、「投資一任会社の議決権など株主権利行使について」を公表。 ・年金総合研究センター、年金基金向けの議決権行使ガイドラインを策定。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

2003	2004	2005	2006	2007	2008
敵対的買収ブーム					
買収防衛策の導入					
持ち合いの復活					
議決権行使の活発化					
アクティビスト・ファンドによる株主提案等					
会社提案の否決					
<ul style="list-style-type: none"> 産業再生機構の設立。 日経平均株価が7,000円台まで下落。 全国社外取締役ネットワーク設立。 	<ul style="list-style-type: none"> 経済産業省、企業価値研究会を設置。日本における敵対的買収への対応策の提示が目的。 	<ul style="list-style-type: none"> 経済産業省、法務省との連名で防衛策導入に関するガイドラインを公表。平時導入型における適法性・合理性の高い防衛策を提示。 	<ul style="list-style-type: none"> 会社法施行。剰余金分配権限を取締役会に委譲することや四半期配当が可能に。 定款変更に基づくウェブ開示が可能に。 東京証券取引所、「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について」を公表。 	<ul style="list-style-type: none"> サブプライム問題の発生。 会社法の全面適用（三角合併の解禁）。 集中日開催の理由開示が義務付け。 総会開催場所の制限規定が削除された。 	<ul style="list-style-type: none"> 経産省企業価値研究会、防衛策の発動及び取締役会の責任強化を主軸とする報告書を発表。
<ul style="list-style-type: none"> スティール・パートナーズ、ユシロ化学工業とトナーに対して敵対的TOB。 	<ul style="list-style-type: none"> ベルシステム24、日興プリシパル・インベストメンツに対して大量の新株発行。CSKによる差止請求は却下。 三菱東京FG、三井住友FGIに対抗し、UFJ銀行の優先株を取得。 	<ul style="list-style-type: none"> ライブドアによるニッポン放送株式取得及び経営権争奪戦。 村上ファンド、大版証券取引所の20%超の取得申請行も、金融庁に認可されず。 村上ファンド、阪神電鉄の株式取得。06年に阪急ホールディングスと統合。 夢真ホールディングス、日本技術開発への敵対的TOBにおいて株式分割と買付条件の変更を実施。 楽天によるTBSの株式取得と経営統合提案。 ファナック、東京エレクトロン、横河電機における定款変更議案の否決。 	<ul style="list-style-type: none"> ドン・キホーテ、オリジン東秀に対して敵対的TOB。 王子製紙、北越製紙に対して敵対的TOB。 北越側は三菱商事への株式割当を実施。 スティール・パートナーズ、明星食品に対して敵対的TOB。 定款変更に際して、反対票を集めそうな項目とそれ以外で議案を分割する事例が増加。 	<ul style="list-style-type: none"> スティール・パートナーズ、天龍製鋸、サッポロホールディングスに対して敵対的TOB。 東京高裁、ブルドック・ソースに敵対的TOBを仕掛けたスティール・パートナーズを濫用的買収者と認定。 東京鋼鐵による大版製鐵の経営統合議案が総会で否決される。 	<ul style="list-style-type: none"> 財務大臣・経済産業大臣が、TCIIに対してJパワーへの直接投資の中止を勧告。 アデランス、社長を含む取締役7人の再任が、スティール・パートナーズ等の反対により否決。
<ul style="list-style-type: none"> 厚生年金基金連合会、「株主議決権行使基準」を策定。賛否を自動判定するシステムを運用委託先に配布。 地共連、全ての運用委託先に議決権行使をするよう要求。 運用会社における議決権行使の積極化が進む。 公的機関投資家連絡協議会、コーポレートガバナンスに関する意見書を公表。公的年金の受託者責任等について記載。 	<ul style="list-style-type: none"> 厚生年金基金連合会、「株主議決権行使における社外取締役の独立性に関する判断基準」を公表。 IRRC、東京事務所を開設（2005年にISSが買収）。 ガバナンス・メトリクス、日本事務所を開設。 	<ul style="list-style-type: none"> 厚生年金基金連合会、「企業買収防衛策に対する株主議決権行使基準」を公表。 オランダ公務員年金（ABP）、英ハーミーズに日本株のガバナンス関連業務を一括委託。 	<ul style="list-style-type: none"> ICJ社による機関投資家向け議決権電子行使プラットフォームが稼働。 日本ブロクシーガバナンス設立。 グラス・ルイス、東京事務所開設。 	<ul style="list-style-type: none"> ISS、買収防衛策の8～9割に対して反対を助言。 アイルランド国民年金基金、英BBC年金、デンマークの職域年金（PKA）等、ハーミーズに日本株ガバナンス業務を委託。 	<ul style="list-style-type: none"> 企業年金連合会、4割近い買収防衛策に対して反対（前年迄は1割未満）。 ACGA (Asian Corporate Governance Association)、欧米の運用会社・年金基金7社による機関、日本企業に対し、資本の効率的活用、社外取締役の増員、ボイジンブルの廃止、総会の透明性確保、持ち合いの減少等を提案。 ISS及びグラス・ルイス、買収防衛策関連議案のほぼ全てに反対するよう呼びかけ。