

議決権行使結果の開示

福本 葵

1 はじめに

今年二月一二日、金融庁より企業内容等の開示に関する内閣府令案が公表された。この内閣府令は、コーポレート・ガバナンスの体制、役員報酬、株式保有の状況、議決権行使結果について開示を求めるものである。

議決権行使結果の開示については、議案ごとに賛成、反対、棄権の票数までを臨時報告書に記載しなければならないこととなった⁽¹⁾。これらは新設規定であり、これまで開示は要求されていなかった。そのため、多くの上場会社では、株主総会における賛否の票数の詳細を発表していなかった。

株主総会における議決権行使結果の開示は、日本のみならず諸外国においても進められているところである。アメリカにおいては、昨年のSECの規則改正によって、四半期開示から株主総会終了後四営業日以内に短縮された。イギリスやEU諸国においてもウェブサイトで公表が法制化されているところである。

本稿では、議決権行使結果の開示について、日本および諸外国の法制を紹介する。また、金融庁などの委員会においても利用が推奨されている議決権電子行使プラットフォームについても制度および現状を紹介し、議決権行使結果の開示が示すところについて、若干の考察を試みたい。

2 日本における議決権行使結果の開示

(1) アメリカの対日要望書

二〇〇八年一月二五日に公表された「日米規制改革および競争政策イニシアティブに基づく日本国政府への米政府要望書」⁽²⁾の中に、「取締役の再任を含め、年次株主総会または臨時株主総会において投票された各決議について、賛成および反対票、ならびに棄権の数を含めた議決権代理行使のすべての結果を株主に開示する。」とあり、これに伴う商法の改正が求められている。

(2) 東京証券取引所の動き

東京証券取引所の上場制度整備懇談会は、二〇〇九年四月二三日、「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」を公表した。この報告書の中で、議決権行使結果の開示に関連する記載がある。議決権行使結果の開示は、近年、投資家からの強い要望が寄せられている事項であるが、これについて、特に東京証券取引所ではルールを設けていないこと、議決権行使結果の開示を求める理由には、投資者に議決権行使の重要性和その成果を認識させることに資すること、取締役会提出議案の支持の度合いを明らかにすることは株主と上場会社の対話の端緒になること、委任状または書面投票についての不正解釈等についての疑義を払拭すること等を指摘している。⁽³⁾

また、会社法は、委任状および書面投票について、議決権行使の適正性を確保するため、総会の日から三ヶ月間本店に据え置き、株主の閲覧に供することを求めていること（委任状につき、会社法第三一〇条第六項、第七項。書面による議決権行使につき、同条第三一一條三項、第四項。）、しかしながら、これらを閲覧できたとしても株主が自ら集計などの作業をすることは容易ではないことなどが述べられている。そして、「議決権行使に関

するプロセスの透明性の向上を図る観点からは、株主が議決権行使結果に容易にアクセスできるような制度の整備を進めていくことが望ましい。」とまとめている。

前述のように、議決権行使結果の開示について、会社法においては、最低限の規定はあるものの、東京証券取引所は特段ルールを設けていない。そこで、東京証券取引所は、二〇〇九年九月二十九日、「上場制度整備の実行計画二〇〇九」を公表し、単に可決か否決かだけでなく賛否の票数まで公表するように上場会社に対し要請することを「速やかに実施する事項」に位置づけた。更に、「株主総会の各議案の議決結果の公表に関するルール化に向け、法令改正の動向を踏まえながら検討を行う。」ことを「具体策の実施に向け検討を進める事項」として整理した。⁽⁴⁾

これを受け、東京証券取引所は、上場会社に当て、平成二二年一〇月二十九日付けで文書を発表し、議決権行使結果の開示を求める要請を実施した。⁽⁵⁾

(3) 金融庁の動き

金融庁では、金融審議金融分科会は平成二二年六月七日、「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」上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」を発表した。

議決権行使結果の開示についてはこの報告の中で、「上場会社等による株主総会議案の議決結果の公表」というタイトルで言及している。この中で、上場会社等の大半は、議決権行使の賛否の票数までは開示せず、可決か否決かのみを開示するにとどまっていること、賛否の票数が開示されることは、株主の意思が明確化され、市場を通じた経営陣への牽制効果も期待できると考えられることが述べられている。⁽⁶⁾

そして、「株主に対する説明責任を果たすという観点から、上場会社等においては、各議案の議決結果について、単に可決可否決かだけでなく、賛否の票数まで公表することが適当であり、法定開示及び取引所ルールにより、ルール化が進められるべきである。」と記載されている。

これを受け、金融庁は、平成二二年二月二日、企業内容等の開示に関する内閣府令案等を取りまとめ公表した。具体的には、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）を開示することを上場会社に求めている。この内閣府令の施行は平成二二年三月三一日である。ただし、平成二二年三月三一日に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用される予定である。

企業内容等の開示に関する内閣府令（案）の第十九条は臨時報告書の記載内容等に関するものであり、その九の二では、具体的内容が列挙されている。つまり、提出会社の株主総会において決議事項が決議された場合、次の事項を記載しなければならない。

「イ 当該株主総会が開催された年月日

ロ 当該決議事項の内容

ハ 当該決議事項（役員を選任又は解任に関する決議事項である場合は、当該選任又は解任の対象とする者ごとの決議事項）に対する賛成、反対及び棄権の意思の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並びに当該決議の結果

ニ ハの議決権の数に株主総会に出席した株主の議決権の数（株主の代理人による代理行使に係る議決権の数並びに会社法第三百十一条第二項及び第三百十二条第三項の規定により出席した株主の議決権の数に算入する議決権の数を含む。）の一部を加算しなかつた場合には、その理由」

つまり、ハでは、決議事項に対する賛成、反対、棄権の数が規定されており、これが議決権行使結果の開示を示す。また、ニでは、議決権行使結果の集計に株主総会当日を含めない場合にはその理由を記載することになっている。つまり、総会当日総会に出席した株主の議決権の数を含めないことも、正当な理由を示せば認められる。

3 アメリカにおける議決権行使結果の開示

(1) 改正案

議決権行使結果の開示については、昨年、アメリカにおいても変化が見られたところである。昨年、SECは議決権行使結果を開示するルールを改正し、改正規則は今年二月一〇日に施行された。⁽⁷⁾

アメリカにおいては、議決権行使結果の開示は、四半期報告書であるForm 10-QまたはForm 10-Kに規定されていた。改正後、これらの項目は削除され、臨時報告書であるForm 8-Kに移行する。Form 8-Kには、開示すべき項目が列挙されているが、このうち、Item 5に新たな七項目が追加された。会社は、株主総会終了後、四営業日以内にこの議決権行使の予備投票結果をFormに記載し、ファイルしなければならない。その後、最終的な投票結果が確定すれば、Form 8-Kで四営業日以内に、改めて報告しなければならないことになった。

SECでは、本改正案を二〇〇九年七月一〇日に発表し、一二月一六日、本改正の最終案を承認した。⁽⁸⁾

(2) 改正案についてのコメント

改正案については、発行会社や機関投資家など幅広い関係者から多くのコメントが寄せられ、SECはそれら

についてまとめている。

CalSTRS (California State Teachers' Retirement System) & CII (The Council of Institutional Investors Council) などは、議決権行使結果の適時開示は株主や投資家の利益になると考えられるとし、改正案を支持している。

株主総会で決議される議案には、株主の利益に直接影響を与える議題が多く含まれている。具体的には、取締役の選任や役員報酬、投資や負の投資、株主の権利の変化などがあり、これらはタイムリーに開示された方がよいとするものもあった。取締役選任について、majority voteが導入され、特にuncontestedな取締役選任決議に導入されることになると、議決権行使結果が株主にタイムリーな方法で報告されることはますます重要になるとい⁽⁹⁾う意見も見られた。

しかし、一方では四営業日という条件は厳しすぎるとするものや、予備結果の公表が投資家に誤解を招く可能性がある場合には、予備結果を公表することを要求されるはならないとするものもあった。また、予備投票結果の発表は、追加的に議決権が行使される可能性が残されている場合に、投票に影響を及ぼす可能性があるという懸念を示すものもあった。

(3) 最終案

SECは寄せられたコメントを評価した上で、改正案の通りSECはForm 10-Qおよび10-Kから株主の議決権行使結果の開示項目を削除し、Form 8-Kに加える改正提案を採用した。

SECは、定時または臨時株主総会の投票結果がよりタイムリーに発表されることは、投資家と市場のためになると考えていることを示している。これまでの四半期開示という発表条件では、投票結果がForm 10-Qまたは

10Kで明らかにされるまでには二、三ヶ月かかっていた。定時または臨時株主総会終了と投票結果がForm 10Qまたは10Kで明らかにされる時間の遅れ（つまり四半期開示）は、投資家と市場にとって情報をより有用にすることができないものと判断した。

そして、SECは株主とのコミュニケーションの技術的進歩と第三者のプロキシサービスの利用状況を鑑みても、会社には、議決権行使結果を集計し、迅速に情報を広める能力があると判断している。従って、会社は株主総会終了後、四営業日以内に予備投票結果を提出し、その後、最終的な投票結果が分かった後四営業日以内にForm 8Kについての改正レポートを送ることが要求される案が採用された。また、会社が予備投票結果の発表が投資家に混乱の可能性を憂慮する場合には、予備投票発表に適切な記載が求められることとなった。

4 イギリスおよびEUにおける開示

イギリスにおいては、Companies Act 2006の三四一条にpollの議決権行使結果を、賛成、反対の票数までをウェブサイトで開示するように規定されている。⁽¹⁰⁾ また、LSFのThe Combined Code Section 1 Companies D.2.2でも、賛成、反対、棄権の票数も含めて自社のウェブサイト公表することが規定されている。⁽¹¹⁾

また、EUは二〇〇七年七月一日、"DIRECTIVE 2007/36/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies"という指令を公表し、ここでは、総会から一五日以内に議決権行使結果をインターネットで開示するよう、参加各国に対し二〇〇九年八月三日までに法制化を図ることが求められている。

アメリカおよび日本が臨時報告書での開示であるのに比して、イギリスおよびEUは自社のウェブサイトにお

ける公表という相違はあるものの、議決権行使結果の開示を議案ごとに賛成、反対および棄権の票数までを要求している点では、各国共通のものとなっている。

5 議決権集計の現状

では、現在、実務的には議決権の集計はどのように行われているのであろうか。議決権行使結果を開示することは、発行会社に対して、多大な事務負担とコストを要求するものなのであろうか。

株主総会前日までの議決権行使結果の票数のカウントは、株主名簿管理人において行われている。議案が可決するか否かを判断しなければならないため通常はこれを行う。従って、前日までの集計については発行会社に対し、過度な事務負担や追加的なコストを要求するものではない。

問題は、株主総会当日の賛否の集計である。現在、ほとんどの発行会社では、株主総会当日は、厳密な集計を行っていない。厳密な集計を行うためには、例えば、株主総会会場にコンピュータを設置し、株主がその場で賛否を投じるか、もしくは、株主に対し株主番号を付した用紙を配布し、会場で回収する等の方法があるが、いずれにしてもコストや時間を要することが予想される。特に、株主数の多い会社では、株主への用紙配布、回収の時間を確保するのは困難であろうと考えられる。

前述の内閣府令によると、当日の集計についてはこれを算入しないことも認められ、厳密な結果を要求されていない。つまり、企業内容等の開示に関する内閣府令第一九条二項二号では、総会当日に出席した株主の議決権行使数の一部を加算しなかった場合には、その理由を述べる事が規定されており、正当な理由があれば、当日の数に加算しないことも認められる。

二〇〇九年株主総会白書によると、「賛成多数により」として、「具体的に個数は報告しなかった」と解答した会社が一八七九社で、九九・一％と圧倒的多数である。また、議事録への賛成・反対の議決権数の記載の有無については、「記載しなかった」会社が、一六一五社で八五・一％となっている。⁽¹²⁾

6 電磁的方法による議決権の行使と議決権電子行使プラットフォーム

(1) 電磁的方法による議決権の行使の現状

会社法上でも既に導入されている電磁的方法による議決権の行使は、議決権行使の票数を集計するのに役立つと考えられるが、現在利用は進んでいるのであろうか。

昨年二〇〇九年株主総会白書によると電磁的方法による議決権行使採用会社は、二二・六％となっている。これは制度を採用した会社の割合であり、実際の利用は更に少ないと考えられる。⁽¹³⁾

利用が進まない理由の一つには、電磁的方法による議決権行使は、名義株主が行うものであり、名簿上の株主と実質的所有者が異なる機関投資家の場合には利用できないことが挙げられている。機関投資家が自己名義で保有している場合でも銘柄毎にIDとパスワードの入力が必要なため事務的な負担が大きい。そのため、電磁的方法による議決権行使を行う対象は、主に個人投資家となっている。しかし、個人投資家はもともと議決権行使に関心が低い上に、彼らにとっては書面投票による方法の方が簡便である。このため、電磁的方法による議決権の行使は利用が進まないとされている。

発行会社は、電磁的方法による議決権行使制度を採用するためには、株主名簿管理人に対し、手数料を払わねばならない。二〇〇九年株主総会白書でも、規模が小さくなればなるほど制度を採用する会社が少なくなってい

ることが示されている。

(2) 議決権電子行使プラットフォーム

電磁的方法による議決権行使は、株主名簿上の名義株主により行うものである。年金や信託などの中には、実質的所有者が議決権行使の指示を行うことが契約で定められている場合もあり、名義株主である機関投資家は複数の実質的所有者の指示を取りまとめて行使する。

このような場合、実質的所有者は、名義株主であるカスタマイズを介して、株主総会での決議事項が記載された招集通知を郵送で受け取り、かつその内容を検討する必要がある。特に外国人機関投資家がこれらを受け取るには、時間がかかり、かつ議決権行使指図を返送しなければならないことも考慮すると、議案を検討する日数は三、四日しかないというのが現状である。

このような問題を解決するため、二〇〇四年七月、東京証券取引所、日本証券業協会、ADP社（現Broadridge社）が議決権電子行使プラットフォームを提供する株式会社ICJを設立し、二〇〇五年二月期決算銘柄から業務を開始した。二〇一〇年四月一日現在、参加発行会社三六九社となっている。

プラットフォームを利用する場合、発行会社は招集通知情報をICJを通じて登録する。この情報を受け、プラットフォームでは、議題が種類ごとに分類・翻訳され、招集通知発送日に招集通知（日本語のみでも可）のPDFファイルがプラットフォームのサイトに掲載される。実質的所有者である指図権者は直接これらの情報をサイトに見ることができるようになる。各名義株主および常任代理人からプラットフォームに対し、実質的所有者である指図権者の口座情報が提供される。

指図権者は招集通知などの議案情報を招集通知の発送日に閲覧することができ、その内容を検討し、プラットフォーム上で投票の指示を行う。これらの入力情報はプラットフォームを通じて株主名簿管理人に送られる。しかし、実質的株主である指図権者の名義や株数などの情報は送られない。このシステムを通じて、実質的所有者が特定できるものではない。

プラットフォームを利用することの、機関投資家にとってのメリットは、議案を検討する時間が延びることが挙げられる。発行会社にとってのメリットは、株主の利便性向上をアピールできること、早期に票読みが可能であること、および追加情報を提供することによって、賛成票を得やすくなることなどが挙げられる。近年、多くの機関投資家はISSなどの議決権行使助言会社の助言を受け、議決権を行使する。議決権行使助言会社が特定の取締役の選任に対し、反対することを助言した場合、これに反論する追加情報をウェブ等に掲載することによって、賛成票を得やすくなることも考えられる。

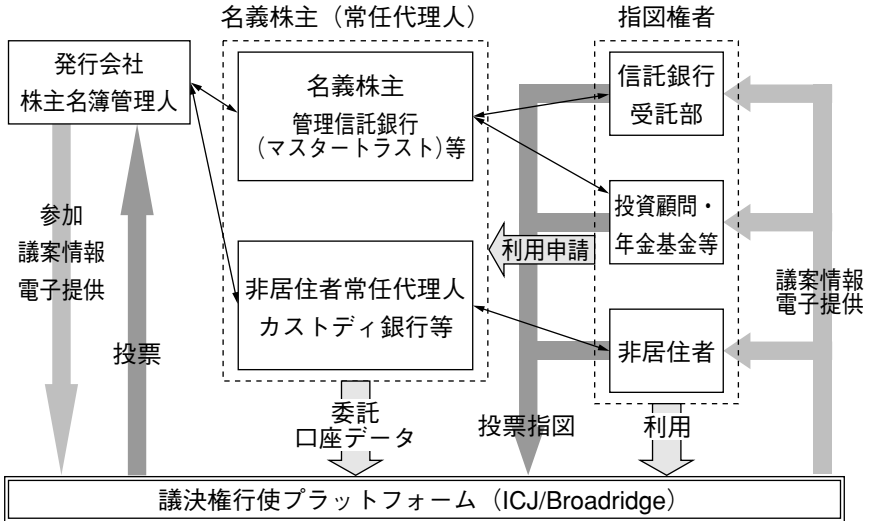
しかし、プラットフォームを利用するためには、その前提として、会社法上の電磁的方法による議決権の行使制度の利用を採用しなければならず、発行会社にとっては、電磁的投票制度とプラットフォームの双方の利用料を支払わなければならない。

7 おわりに

二〇〇九年株主総会白書によると、議決権行使結果について、株主総会において具体的に個数は報告しなかったとする会社が大半である。しかし、今年の株主総会からは議決権行使結果を議案ごとに賛成、反対、棄権の票数まで開示しなければならなくなる。更に、取締役の選任・解任については、取締役ごとの票数を公表しなければ

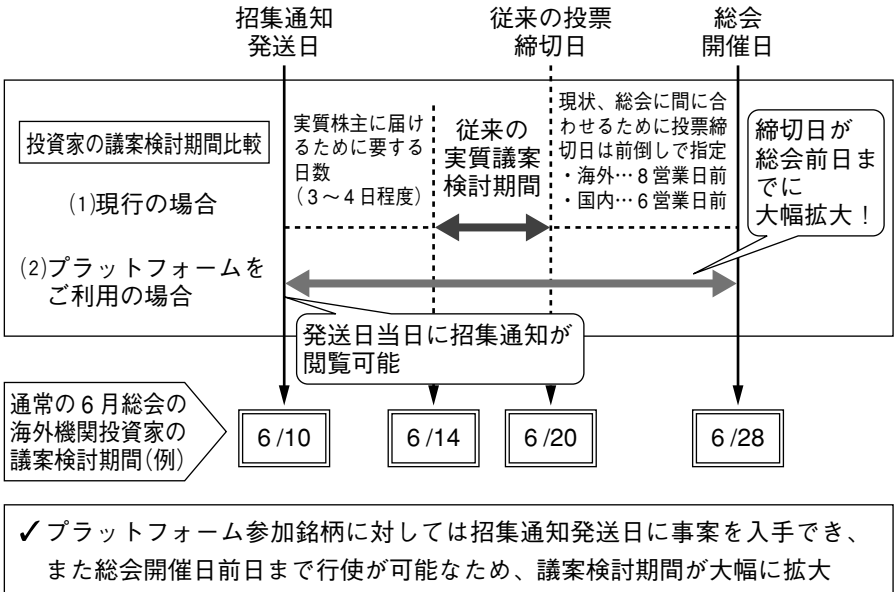
図1 議決権電子行使プラットフォームの概念図

議決権電子行使プラットフォームの概念図（←→は現行の情報の流れ）



東京証券取引所より

図2 日本株の議決権行使環境の現状



株式会社ICJより

ばならなくなる。

議決権行使の開示を求める理由には、投資者に議決権行使の重要性とその成果を認識させることに資すること、取締役会提出議案の支持の度合いを明らかにすることは株主と上場会社の対話の端緒になること、委任状または書面投票についての不正解釈等についての疑義を払拭すること、株主の意思が明確化され、市場を通じた経営陣への牽制効果などが挙げられている。

アメリカにおいては、取締役選任については、一種の比例代表制度である *plurality vote* が標準であり、極端に言えば一票でも可決されるなど、各国の法制には違いがある。そのため議決権行使結果の開示を求める理由や開示の意義も全く同じではない。しかし、議決権行使結果の開示、情報の透明化の流れは国際的な傾向である。昨年、SECは総会の四営業日後までに開示するという短期間の開示を要求する規則改正を行い、今年二月より施行されているところであり、イギリスやEU各国でも、議決権行使結果を自社のウェブサイトに掲載することが求められている。

更に、議決権行使に関しては、その結果の開示のみならず、議決権行使に係る環境整備が求められている。特に海外の投資家からは、株主総会開催日の分散化、招集通知の早期発送、招集通知の取引所ホームページへの掲載、総会議案に係る説明の充実、英訳等の促進など、更なる環境整備が求められている。

各取締役の選任・解任について賛成・反対の票数まで開示することについては、発行会社の抵抗が予想されるところであるが、株主に対する情報の開示、情報の透明性は今後強く要請されることとなる。

(付記) 本項は平成二年度日本学術振興会科学研究費基盤研究(C)一般による研究成果の一部である。

本稿を作成するに際し、株式会社ICJの今給黎成夫氏および株式会社アイアール・ジャパンの北村雄一郎氏にご協力を賜

りました。厚く御礼申し上げます。

注

(1) (臨時報告書の記載内容等)第十九条(略)

2. 法第二十四条の五第四項の規定により臨時報告書を提出すべき会社(指定法人を含む。)は、内国会社にあつては第五号の三様式、外国会社にあつては第十号の二様式により、次の各号に掲げる場合の区分に応じ、当該各号に定める事項を記載した臨時報告書三通を作成し、財務局長等に提出しなければならない。

一 九(略)

九の二 提出会社の株主総会において決議事項が決議された場合

次に掲げる事項

「イ 当該株主総会が開催された年月日

ロ 当該決議事項の内容

ハ 当該決議事項(役員を選任又は解任に関する決議事項である場合は、当該選任又は解任の対象とする者こと
の決議事項)に対する賛成、反対及び棄権の意思の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
要件並びに当該決議の結果

ニ ハの議決権の数に株主総会に出席した株主の議決権の数(株主の代理人による代理行使に係る議決権の数並
びに会社法第三百十一条第二項及び第三百十二条第三項の規定により出席した株主の議決権の数に算入する議
決権の数を含む。)の一部を加算しなかつた場合には、その理由」

- (2) Annual Reform Recommendations from the Government of the United States to the Government of Japan under the U.S.-Japan Regulatory Reform and Competition Policy Initiative (October 15, 2008)
- (3) <http://www.tse.or.jp/rules/seibi/seibi.pdf>
- (4) http://www.tse.or.jp/news/200910/091029_b.html
- (5) http://www.tse.or.jp/news/200910/091029_b.html
- (6) http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf
- (7) <http://www.sec.gov/rules/final/2009/33-9089.pdf>
- (8) <http://www.sec.gov/rules/final/2009/33-9089.pdf>
- (9) 拙稿「\フリーの自由裁量議決権行使を制限するNYSの規則42の改正」 証研レポート No.1657
- (10) Website publication of poll results
 - 341 Results of poll to be made available on website
 - (1) Where a poll is taken at a general meeting of a quoted company, the company must ensure that the following information is made available on a website-
 - (a) the date of the meeting,
 - (b) the text of the resolution or, as the case may be, a description of the subject matter of the poll,
 - (c) the number of votes cast in favour, and
 - (d) the number of votes cast against.
 - (11) D.2.2 The company should ensure that all valid proxy appointments received for general meetings are properly recorded

and counted. For each resolution, after a vote has been taken, except where taken on a poll, the company should ensure that the following information is given at the meeting and made available as soon as reasonably practicable on a website which is maintained by or on behalf of the company:

- the number of shares in respect of which proxy appointments have been validly made; the number of votes for the resolution;

- the number of votes against the resolution; and

- the number of shares in respect of which the vote was directed to be withheld.

(12) 「二〇〇九年株主総会白書」、旬刊商事法務 一 一月三〇日臨時増刊号 (No. 1883) 九五ページ、図表一〇三。

(13) 「二〇〇九年株主総会白書」、旬刊商事法務 一 一月三〇日臨時増刊号 (No. 1883) 一二九ページ、図表一五〇。

(ふくもと あおい・客員研究員)