

2013年6月7日 全4頁

2013年6月株主総会シーズンの注目点

3月総会の議決権行使結果から読み取る機関投資家の関心事

経営コンサルティング部
副部長主任コンサルタント
藤島 裕三

[要約]

- 6月の株主総会シーズンを占う際に、先立って開示された3月総会の議決権行使結果は、格好の「先行指標」となる。
- 3月総会においては、社外取締役がゼロの経営トップに対する賛成率が急減するなど、特徴的な事例が少なからず見られた。
- 主要な12月決算企業の賛成率を議案別に見ると、退職慰労金と買収防衛策が特に低い。同様の傾向は6月総会でも生じよう。

3月総会は格好の「先行指標」

2013年も6月を迎えて、3月決算企業による株主総会参考資料の発送が始まっている。株主総会を控えた上場会社としては、招集通知に記載された各議案（会社提案）が問題なく可決されるよう、また少しでも賛成率が高くなるよう、株主による議決権行使の予測を試み、状況によっては対応を検討することになる。

それに先立って、12月決算企業の株主総会が3月に開催、議決権行使結果が臨時報告書で開示されている。目前に迫った6月の株主総会シーズンを控えて、議決権行使に熱心な機関投資家が何を重視しており、どのように議決権行使を実施するのかを占うのに、3月総会の状況は格好の「先行指標」といえる。

3月総会が「先行指標」となる最大の理由は、機関投資家の議決権行使に影響力を持つ、議決権行使助言コンサルタントの最大手ISS（インスティテューショナル・シェアホルダー・サービス）が、毎年の新助言基準を2月から適用することにある。すなわち、新基準による最初の総会集中月が3月ということになる。

機関投資家における関心事

以下、3月総会の議決権行使結果に言及しつつ、機関投資家が特に関心を持つコーポレートガバナンスの事項について概観する。具体的な内容としては、5つの項目が挙げられる。

①社外取締役がゼロの経営トップ

今年のISS新基準における最大の変更点は、社外取締役を選任していない上場会社に対して、経営トップ（会長、社長など）の選任議案に反対を推奨する、という事項に尽きる。上場会社の半分近くは未だ社外取締役を選任しておらず、特に外国人など機関投資家比率が高い企業の場合、多くの反対票が集まることが予想される。

3月総会の議決権行使結果を確認すると、ISS新基準の影響が顕著に表れている。特に外国人株主比率が高いケースでは、トップ再任を諮る議案の賛成率が30ポイント近く減少した企業もあった。その反面、今年初めて社外取締役を選任した企業においては、トップの賛成率が10ポイント以上も改善した例がある。

現在は社外取締役ゼロであるトヨタ自動車は今年3月、新たに3名の社外取締役を選任すると発表した。一方、未だ社外取締役の選任に踏み切っていない、日本を代表する大企業も少なくない。差し当たって6月総会シーズンにおいては、それら企業のトップ選任議案に対する議決権行使結果が注目されることになろう。

②社外取締役・社外監査役の選任

株主総会の議決権行使においては年々、社外役員の独立性を厳しくチェックして、反対票を投じる機関投資家が増えている。今年の3月総会においては、大株主から招聘した社外取締役の選任議案で、賛成率が目立って低い例が多く見られた。また社外監査役については、金融機関出身者が厳しく判断されている。

その一方で、賛成率が好転したケースも散見された。取締役会出席率が大幅に改善した社外取締役の候補者で30ポイント近く向上、今年の招集通知から取引関係を定量的に記載された同候補者で3ポイント程度上昇した事例がある。従来は社外取締役だが、社内取締役として選任し直すことで10ポイント以上改善した候補者もいた。

なお今年の特徴として、社外取締役全般に対する独立性のチェックが、やや緩くなる可能性も想定される。社外取締役の独立性を過剰に厳しく判断すると、社外取締役が「不在」とせざるを得ないケースが続出、徒にトップ反対が増えることになりかねない。なおISSは現状、社外取締役の独立性は問わないとしている。

③役員報酬/役員退職慰労金

機関投資家が特に近年、発言に力を入れているのが、役員報酬、特に業績連動型報酬の導入である。企業業績に連動するような役員報酬制度を設計すれば、業務執行に当たる役員は業績向上に力を尽くすことになり、結果として株価の上昇で株主・投資家も満足する、という「win-winの関係」が築けるという論理である。

今年 3 月の株主総会では、業績連動型報酬を導入・改定する動きが少なからず見られた。従来の賞与制度と退職慰労金制度を廃止して、連結経常利益と連結当期純利益に連動した報酬を支給する新制度を導入した事例、報酬の一部が単体純利益に連動する仕組みを、連結純利益に連動するよう改定した事例などがある。

上述した論理の裏返しとして、機関投資家から厳しい評価を受けているのが、役員退職慰労金の支給議案である。同制度は一般に在任年数に応じて支給されるため、役員の保身につながると批判される。3 月総会では制度廃止に伴う打切り支給も含めて数十議案が上程されたが、60% 台など低い賛成率に止まった例が目立った。

④買収防衛策の新規・継続導入

機関投資家が最も警戒する議案のひとつが、買収防衛策の導入である。反対する主な理由としては、日本企業において社外取締役が少ないことが挙げられる。最終的に新株予約権の発行を決定するのは取締役会のケースが多く、その大部分を社内取締役が占めているのでは、役員の保身を排除できないと懸念されている。

今年 3 月の株主総会では、同議案の導入議案（全て継続）は 10 社強が上程しており、否決や撤回は見られなかったものの、多くは低い賛成率となっている。簡単には新株予約権を発行できない（経営陣にとって厳しい）仕組みで、さらに社外取締役を 3 名選任している事例もあったが、広く機関投資家の支持を得るには至らなかった。

なお過去に高い賛成率を獲得した例として、昨年継続を諮ったブラザー工業が挙げられる。同社は取締役 6 人のうち社外が 4 人で、経営陣の保身リスクを多数決で排除できる立て付けとなっている。このようなガバナンス体制が評価されたこともあり、同社は外国人株主が約 3 割を占めるにもかかわらず、90% 近い賛成率を獲得した。

⑤株主提案

一般に、株主利益の増大やガバナンスの改善を求める内容の株主提案に対しては、機関投資家は賛成するスタンスである（会社提案よりも配当金額が多い剰余金処分案、役員報酬の個別開示に関する定款変更、買収防衛策の廃止など）。電力会社に対する原発反対の株主提案など、事業活動を制約する内容に対しては慎重と見られる。

3 月総会においては特に株主提案が報じられることはなかったが、注目すべき事例はいくつか見られた。個人株主が役員報酬の個別開示を提案した事例では、48% と高い賛成率を獲得している（可決には 2/3 が必要）。また大株主であるファンドが役員選任の株主提案を実施、過半数を得て経営権を手中にした事例もあった。

6 月総会については現状、目立って株主提案が増加したとは報道されていないようである。ただし株主提案は適時開示事項ではなく、全容を把握するには各社の招集通知が出揃うのを待つ必要がある。年明け以降の株式市場が活況なことから、株主提案を用いた投資家行動（アクティビズム）も活発となっているのか注目されよう。

主要な 12 月決算企業の賛成率

図表は TOPIX500 採用銘柄である 12 月決算企業を対象に、3 月総会の賛成率を議案別に平均したものである。サンプルとなった企業数は昨年が 30 社、今年は 34 社であった。

今年の特徴として、社外役員の賛成率が上昇したことが挙げられる。機関投資家の観点が厳しくなったことを受けて独立性の伴った候補者が増えたことに加え、前述した企業側の取り組み（出席率向上、開示充実など）が奏功したと考えられる。

役員退職慰労金および買収防衛策に対しては、引き続き相当の反対票が集まった模様。モノ言う投資家が日本企業に対して声を上げる、象徴的な議案となっている。なお株主提案については 1 社において提起されたものの、総会当日を待たずに撤回された。

会社提案に関する以上の傾向は、3 月決算企業の 6 月総会においても同様に見られるだろう。個別では前述の通り、社外取締役がない企業のトップ再任が焦点となる。さらに株主提案の動向も注目される。総会後の対応も含めて資本市場の関心は高まろう。

図表 TOPIX 500 採用銘柄である 12 月決算企業の議案別賛成率

議案	2012年			2013年		
	社数	議案数	賛成率	社数	議案数	賛成率
剰余金処分	26	26	97.6%	29	29	97.6%
組織再編	0	0	-%	2	2	92.3%
定款一部変更	5	5	98.6%	6	6	96.1%
取締役選任	27	239	94.8%	32	255	95.3%
（社内取締役）	27	193	95.2%	31	197	96.0%
（社外取締役）	19	45	92.8%	26	58	94.5%
監査役選任	21	43	89.4%	14	24	91.4%
（社内監査役）	13	15	95.6%	6	6	94.3%
（社外監査役）	19	28	86.1%	11	18	90.7%
補欠監査役	11	13	93.8%	8	8	89.5%
報酬枠改定	2	2	78.6%	6	6	94.7%
役員賞与	8	8	95.8%	5	5	96.5%
役員退職慰労金	6	6	83.1%	7	7	84.7%
ストックオプション	3	3	91.9%	6	6	95.9%
会計監査人選任	0	0	-%	0	0	-%
買収防衛策	1	1	87.4%	3	3	71.6%

出所：株主総会参考資料、臨時報告書