

2019年6月14日 全7頁

2019年株主総会の争点

資本コストや政策保有株の検証に一層の注目

政策調査部 主任研究員
鈴木裕

[要約]

- 株主総会の集中開催の緩和は、進んだもののこれ以上の進展は難しそうだ。
- 株主総会情報は、総会日の3週間から4週間前までに開示する会社が多く、機関投資家にとって議案精査の期間を確保できるようになっている。
- 上場会社の情報開示制度が拡充されたことで、それを材料とした様々な質問が株主総会で示されるだろう。

集中率の低下に底打ち感

3月決算会社（ほとんどは31日決算であるが、15日決算、20日、25日決算会社が若干ある）の定時株主総会は、6月下旬のある期日に集中する。今年は、集中日となる27日（木）に総会を開催する会社の比率は、約3割で最近の平均程度だ。集中日に開催する会社の比率が最も高かったのは1995年の96.2%であったが、その後急速に低下し、2008年に48.1%、2009年に49.3%となり、2010年には42.6%まで下がった。その後2013年までは42%程度で推移していたが、2014年に38.7%となり、初めて4割を下回った。2015年には41.3%が上がったが、2016年32.2%、2017年29.6%、2018年31.0%となり、今年は2,330社の集計で30.8%だった。30%程度を底とし、これ以上はなかなか下がりにくいようである。

3月末決算会社の株主総会の集中日は、次の二つの実務慣行によって決まる。

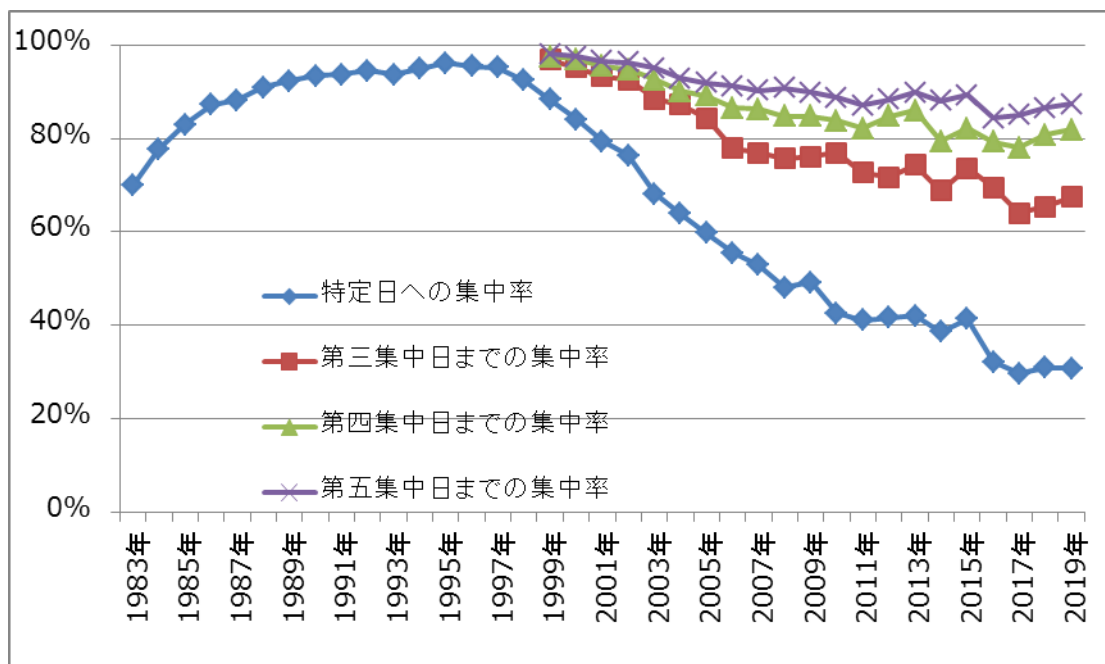
- ・6月の最終営業日の前営業日であること
- ・当該日が月曜日である場合は、前週の金曜日

今年は28日（金）が最終営業日であるので、その前日の27日（木）が集中日となる。しかし、法令上の要請ではないため、最終営業日に開催する会社もあれば、月曜日に開催する例も毎年見られる。

6月に開催される定時株主総会の開催日は、かなり分散されるようになってきたが、そ

れでも 2,000 社を超える上場会社が短い間に集中的に総会を開催していることに変わりはない。第五集中日までに総会を開催した割合は、前年よりも若干増加し 87%程度となっている。

図表 1 2019 年 3 月決算会社の定時株主総会開催日集中率の推移



(出所) 東京証券取引所データをもとに大和総研作成

株主総会参加者へのお土産廃止

現実に総会の場に足を運ぶのは、ほとんどが個人投資家だ。6月下旬になると、都内の各所で、上場会社のロゴマーク入り紙バッグを持って歩く人々をよく目にするようになる。紙バッグの中身は、株主総会参加者へのお土産だ。株主総会集中開催の緩和が進んだこともあり、複数の株主総会への参加が容易になっている。ある会社の株主総会に参加しお土産をもらって、また別の会社の株主総会へ急ぐ人も少なくない。しかし、お土産を廃止する会社が増えている。

2012年には、お土産を配らない上場会社は、20.2%にすぎなかったが、2018年には34.1%に増えている（商事法務研究会「株主総会白書」）。特に資本額が大きな会社は、もともとお土産を配るところが少なかったことに加え、廃止する会社も多くなっている。廃止の理由は、公平感への配慮ということだ。首都圏など株主総会の開催地に近いところに居住している人であれば、容易に株主総会に参加できるが、そうでなければ参加は難しい。

しかし、お土産を取りやめると参加者が半減どころかそれ以上に激減することも珍しくない。活気ある総会を演出しようとするなら、総会参加株主の満足感を上げるお土産を続けることは効果的だろう。

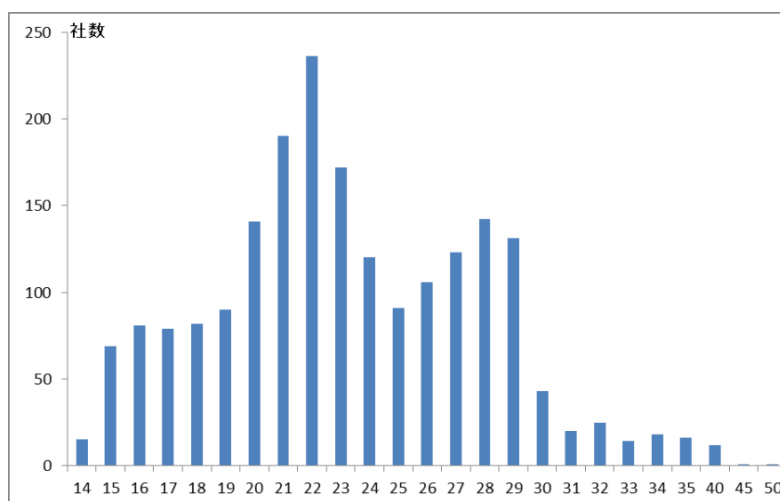
株主総会議案情報の早期公表

機関投資家は、株主総会の場に姿を現すことは珍しく、通常は事前に議決権を書面で行使したり、場合によっては委任状を提出したりする形で株主総会に関わる。多くの上場会社に投資しているので、株主総会が6月下旬に集中的に開催されると総会議案を精査する時間が少なくなってしまう。すでに記したとおり、特定の日への集中は相当緩和されているが、数日の幅の中での分散であって総会議案の検討時間の確保にどれほど役立っているかは疑問もある。

しかし、取り組むべき課題が機関投資家の議決権行使事務処理の時間確保にあるとすれば、総会日の分散化だけが解決策ではない。総会に関連する情報を早めに公表するような取り組みでも足りるのではないだろうか。どのような議案を付議するかを決めた段階で議案に関する情報が前倒しで会社側から公表されれば、機関投資家側が議案内容を検討するための時間を延ばせるはずだ。

実際、招集通知の早期発送や、インターネットを利用したWEB開示などで、このような取り組みが進んでいる。株主総会招集通知は、法定では開催期日の2週間前までに発送すべきとなっているところ（会社法第299条第1項）、それよりも早く発送する会社が多くなっている。また、発送よりも前にWEBで開示する会社も数多い。図表2は、株主総会開催日の何日前にWEBで招集通知が開示されているか、WEB開示実施会社数の分布を示した。これを見れば分かる通り、総会日の3週間（21日）から4週間（28日）程度前までは、株主が招集通知の内容を手にするができるようにしている会社が相当多くなっている。

図表2 株主総会招集通知のネット開示から総会開催日までの日数分布



(出所) 東京証券取引所データをもとに大和総研作成

増加する株主提案

株主提案権とは、株主が株主総会の議案を提案する権利のことだ。6カ月前から継続して、総株主の議決権の100分の1以上、または300個以上の議決権を有する株主であれば株主提案権を行使することができる（会社法第303条第2項）。この権利が行使されると、株主が株主総会に諮るべきと考える議案を株主総会招集通知に記載し、会社側の費用で株主に周知するとともに、会社側の事務負担によって賛否を集計することとなる。

株主提案を受ける上場会社は増加傾向にある。10年ほど前までは、年に20社程度で提案権行使があったが、最近では40～50社程度にまで増加している。2019年は3月決算会社だけですでに54社が株主提案を受けたと報じられている¹。かつては、個人株主の風変わりな提案や、環境団体や労働団体からの政治的な主張を含んだとも思える株主提案が多かったが、近年の変化としては、ファンドを運用する機関投資家からの提案が増えていることが挙げられるだろう。これらは、増配や自社株取得など株主還元の拡大を求める提案や情報開示を求める提案などで、可決は難しいだろうが相当数の賛成票を集めそうだ。経営者の選任を争う提案もあり、機関投資家は委託者の利益を実現するための最善の判断を求められるだろう。

議決権行使助言業者への反論

議決権行使助言業者は、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、投資先の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。

株主総会に会社側が提出する議案のほとんどは可決され、株主提案のほとんどは否決されるのが通例だが、会社側としては会社側提案に対する反対票を少なくして、株主から信頼される会社だという外観を示したいところだろう。そのため、会社側提案への反対を推奨したり、株主提案への賛成を推奨したりされることがあれば、会社側が反論を出すことも検討しなければならなくなる可能性がある。そのために、まず自社の株主総会議案に関して、どのような賛否推奨が出ているかを知らなければならない。議決権行使助言業者による反対投票推奨を会社側が知るのは、証券代行会社やIRコンサルタントからの情報提供によることが多いようである。こうした入手先がない場合やできるだけ早く入手したい場合には、議決権行使助言業者に直接、上場会社側から賛否推奨レポートを請求する方法もある。議決権行使助言業大手のISSとグラスルイスは、上場会社からの請求があればレポートを送ることとしているようだ。

議決権行使助言業者に対する会社側からの反論は、例年20件～30件程度はあるようで、今年もすでに反論文を公表した会社がある。議決権行使助言業者は、典型的な議案につい

¹ 日本経済新聞「株主提案、最多54社に」（2019年6月8日朝刊）

ては、あらかじめ賛否判断基準を策定し、これに事実を当てはめることで賛否を決定している。そこで、議決権行使助言業者の推奨に反論する場合には、判断基準の合理性に関する疑いを指摘するか、事実認定の誤りを指摘することが考えられる。

判断基準の合理性を問題にする場合には、議決権行使助言業者の判断基準が、日本の実情や常識からはかけ離れていることを主張することになる。もっとも、このような反論を受けたとしても、議決権行使助言業者は、判断基準自体の不合理性は認めないので、賛否推奨判断の見直しを行うことにはならないであろう。しかし、判断基準の不合理性を指摘することで、議決権行使助言業者の推奨レポートを利用する機関投資家の判断に影響を与えて、賛否を覆すことができる可能性はある。

図表 3 議決権行使助言業者の賛否推奨レポートの入手方法

ISS	ISS「企業が ISS 分析レポートを入手する方法」 https://www.issgovernance.com/file/policy/how-to-get-copy-of-proxy-analysis-japanese.pdf
グラスルイス	Glass, Lewis & Co. “Purchase a Proxy Paper” http://www.glasslewis.com/request-a-proxy-paper-or-alert/

情報開示の充実と質問内容への影響

3月決算の上場会社の株主総会開催日の集中率は、1980年代から1990年代まではかなり高い時期が続き、株主総会に参加する意思があったとしても、複数の総会に出るのは難しかった。しかし、今は開催日の分散化が進み、複数の株主総会に参加する投資家は珍しくない。参加者の中にはお土産目当ての人もいるだろうが、総会の場で経営陣に質問を試みようとする個人の株主も多い。

株主総会では、様々な質問が出るので、会社側は想定問答を作り入念な準備を行う。質問をするには、その会社をよく知っておく必要がある。会社を知る材料としては、情報開示資料は有益だろうが、昨今のコーポレート・ガバナンス改革は、情報開示の充実を図るものが多く、それらを読み込んだ投資家からの質問内容を変化させているようだ。女性役員を選任を含む取締役会構成メンバーの多様性（ダイバーシティ）に関する考え方、社外役員の役割や実績、環境や社会問題への取り組みなど、回答が簡単ではない質問も飛び出すようになっている。招集通知には、各社のガバナンスの状況が掲載されているし、証券取引所のウェブサイト等で公表されるコーポレート・ガバナンス報告書には、投資家が利用するだろうと期待される様々な情報が開示されている。質問を繰り出すための材料は増えている。

コーポレート・ガバナンス報告書の記載事項を決めているコーポレートガバナンス・コードは2018年6月に改訂された。同年12月末までに改訂されたコードに対応したコーポレート・ガバナンス報告書を上場各社は開示している。今年3月末決算会社からは有価証

券報告書の開示情報も大幅に拡充される。有価証券報告書は通常、株主総会后に開示されるが、新たに記載を求められる事項が質問されれば、対応する必要がある。拡充される情報開示のうち、株主総会で関連する質問があった場合、回答が難しいものがいくつかある。

① 資本コスト

コーポレートガバナンス・コードの原則 5-2 では、「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示（以下略）」することを求めている。資本コストの具体的な数値の開示を求めるものではないが、株主総会で「当社の資本コストはどの程度か」という質問があれば、算定していないとは答えにくい。かといって、確定的な数字を出せるほど、資本コストという概念自体が固まっているわけではない²。

資本コストという用語はいくつか異なる意味で使われており、資本が株主資本を言うのか、負債も含めた総資本を指すのか、場面によって使い分けることも考えられる。いずれにせよ株主資本コストの計算が必要だが、この計算方法もはっきりしない。株主資本コストは、株主が期待する収益率であると説明されるが、そのような収益率は明示されていない上、株主一人一人の考えも異なるため、推計とならざるを得ない。推計方法がいくつもある上、推計の基礎となるデータの取り方次第で様々な数値が出てくる。

このように資本コストは、なかなか扱いにくいものなのだが、コーポレートガバナンス・コードに含まれて以来、投資家の関心は高まっているようなので、質問があった場合の対応は準備しておくべきだ。

② 政策保有株式の保有効果

3 月末決算会社から、有価証券報告書に政策保有株式についての全体的な説明として、保有方針、保有の合理性を検証する方法、保有の適否に関する取締役会等における検証の内容を記載しなければならない。これらは、コーポレート・ガバナンス報告書での開示が求められていたが、有価証券報告書にも同様の開示を義務付けた。

また、コーポレート・ガバナンス報告書では、個別銘柄ごとの情報開示までは求めているのに対して、有価証券報告書には、記載することになっている。従来記載していた、銘柄、株数、貸借対照表計上額、保有目的に加え、3 月末決算対応の有価証券報告書からは、「経営方針・経営戦略等、事業の内容及びセグメント情報と関連付けた定量的な保有効果（定量的な保有効果の記載が困難な場合は、その旨及び保有の合理性を検証した方法）」等も開示する必要がある。

しかし、個別銘柄ごとの定量的な保有効果を記載するのは、政策保有の相手先への配慮

² 鈴木裕 「『資本コスト』把握という難題」 時事通信社金融財政ビジネス (2018 年 8 月 6 日)

や、同業他社への情報提供になりかねないことを考えると、かなり難しいのではないかと
思われる。したがって、定量的な保有効果の開示は、困難であると説明する企業は多くな
るだろうが、これに関しても総会で質問が出ることは想定しておくべきだ。政策保有株式
の保有によって、事業上、どのような効果があったかを、定量的な開示ができないとし
ても、株主が納得できるような説明を準備しておいた方がいいだろう。

③ 経営陣の業績連動報酬

上場会社における最近の不祥事の影響もあり、経営者の報酬に関心を持つ人は多いだろ
う。経営者報酬は、①金額が不相当に高く従業員との格差を拡大していないか、②業績を
上げるための適切な動機となっているか、という二つの側面から関心を持たれていると思
われる。①を重視する投資家もいることはいるだろうが、多くの投資家は、②の観点から
経営者報酬の適切性を評価しようとするはずだ。

今回の有価証券報告書からは、「役員の報酬等に、業績連動報酬が含まれる場合」には、
その詳細を開示することになる。これは、経営陣が業績を上げようとする適切な動機を持
っているかを、投資家に分かりやすく示すことが目的だ。「当該業績連動報酬に係る指標」
の開示も求められているため、経営陣の報酬体系の設計は具体的である必要がある。業績
連動報酬をはじめ、経営陣の報酬に関する情報が拡充される。金額自体が好奇心の対象に
なることはあるが、それが株主のもとに入る利益に見合ったものかという関心も湧き起こ
るだろう。業績や株価の動きと経営陣の報酬がどう関連しているか説明する準備は整えて
おくべきだ。

今回から始まる株主総利回り（TSR、Total Shareholder Return）の開示も、経営陣の
報酬開示と関連付けるとその意味が分かる。TSRは、過去5年間に株主が株価変動と配当
で、どれくらいの収益があったかを開示するものだ。TSRが不振なのに、経営者報酬が高
止まりしては、投資家は不満や不信を覚えるだろう。

コーポレート・ガバナンス改革は、成長戦略の重点課題である以上、新たな課題が常に
掘り起こされている。すでに来年の有価証券報告書の開示拡充の内容も決まっている。こ
うした新たな課題を敏感に察知して質問しようと待ち構えている株主も少なくないのだ
から、回答する経営陣も気が抜けない。