

2020年4月16日 全4頁

新型コロナで株主還元は縮小するか？

感染拡大の中で財務健全性を重視し、配当要求圧力は減退へ

政策調査部 主任研究員 鈴木裕

[要約]

- 欧州中銀と英国中銀は、民間銀行に剰余金配当の自粛を要請した。配当分の資金を、新型コロナウイルスの感染拡大の影響で財務的な困窮に陥る企業や家計への融資資金に充当するためだ。
- 議決権行使助言業者は、配当議案等で配当性向が一定水準以上でない場合には、反対投票を推奨するなどの基準を策定しているが、新型コロナウイルス感染症が蔓延する中で、一時的にこのような基準を緩和する方針を公表している。

欧州中銀、英国中銀の配当自粛要請

2020年3月27日に欧州中央銀行（ECB）は、ユーロ圏の銀行に当面2020年10月までは配当と自社株買いを実施しないように求めた¹。新型コロナウイルスの感染拡大により、資金面で苦境に陥る企業や家計への融資資金を確保するためだ。英国中央銀行（BOE）も、3月31日、銀行に対して2020年中は配当と自社株買いの自粛を要請した²。

これに応じて、欧州の銀行の多くが配当の実施を見送っている。ECBやBOEの要請が出されたのは、2019年末に終了した事業年度の利益からの配当実施の直前であったが、各銀行は素早く対応し、配当見送りを表明した。

銀行がこうした要請に応じて配当や自社株買いを実施しないことについては、否定的な見方もあろう。配当や自社株買いの対価となる資金を企業や家計が受け取れば、それらの経済主体の所得を増やすことになるはずだから、配当などの自粛要請は逆効果であるかもしれない。

また、配当を行わずに銀行内に資金がとどまったとしても、それが企業や家計に回るとは限ら

¹ ECB “RECOMMENDATION OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 27 March 2020 on dividend distributions during the COVID-19 pandemic and repealing Recommendation” (03/27/2020)

https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_c_2020_102i_full_en_txt.pdf

² BOE “PRA statement on deposit takers’ approach to dividend payments, share buybacks and cash bonuses in response to Covid-19” (03/31/2020) <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2020/pr-a-statement-on-deposit-takers-approach-to-dividend-payments-share-buybacks-and-cash-bonuses>

ず、経営者の高額報酬を維持するために使われるという危惧もある。それを警戒してのことと思われるが、各中央銀行は、銀行経営陣への賞与等の支給自粛も求めている。

事業会社の配当政策への新型コロナウイルスの影響

英国では銀行以外の上場企業にも配当政策の見直しが求められている。英国財務報告評議会 (FRC) がガイダンス³を発出し、企業財務の安定を重視した配当政策を求めた。すなわち、取締役会で配当額を決定した時の状況ではなく、企業を取り巻く環境変化を見据えて柔軟に配当政策を見直すべきことを指摘している。

銀行などとは異なり、一般の事業会社への明示的な配当自粛要請などは考えにくい。政府からの支援を受けようとするなら、剰余金の配当の有無やその程度は支援の際の考慮要素となるかもしれない。米民主党は、新型コロナウイルス感染拡大の影響で、経営危機に直面した企業への支援の前提として、株主への利益配当を行わないことを含める法規制の提案に動いているとの報道がある⁴。

今後、政府から支援を受けることを視野に入れて、配当減額や無配当を検討する上場企業がわが国でも現れる可能性が高まろう。

議決権行使助言業者の助言方針への影響

日本では、原則として株主総会の決議によって剰余金配当を決定するが、一定の要件を満たす会社においては定款に定めを置くことで取締役会が決定することができる。そのため、配当に対する株主の賛否は、配当議案が付議されれば、それへの賛否という形で測定されるが、配当議案が付議されない場合には、取締役選任議案での賛否の考慮要素となることもある。不適切な配当を、株主総会に諮ることなく決めた場合には、取締役の責任を選任議案で追及するということだ。

機関投資家は、自前の議決権行使基準を持っているが、基準を見直す際には議決権行使助言業者の助言基準を参考にすることが多いようだ。新型コロナウイルスの感染拡大という異例の状況の中で、議決権行使助言業者は助言基準の再検討に取り組んでいる。今後、わが国の機関投資家のあいだにも、新型コロナウイルスが企業経営に及ぼす影響を見据えた議決権行使基準の見直しが広がるかもしれない。

議決権行使助言業者は、株式投資を行う年金基金・大学寄付基金などのアセット・オーナーや、アセット・オーナーから基金の資産運用を委託されている運用機関、投資信託、保険会社などの機関投資家を顧客として、投資先企業の株主総会議案に対する議決権行使について賛成投

³ FRC “Company Guidance Update March 2020 (COVID-19)” (03/25/2020) [https://www.frc.org.uk/about-the-frc/covid-19/company-guidance-update-march-2020-\(covid-19\)](https://www.frc.org.uk/about-the-frc/covid-19/company-guidance-update-march-2020-(covid-19))

⁴ 一例として、Politico “The Mega-Bailout Leaves 4 Mega-Questions” (03/28/2020) <https://www.politico.com/news/magazine/2020/03/28/congress-coronavirus-relief-bill-152922>

票・反対投票の推奨を行っている。日本企業の株主総会議案についても賛否推奨を行っており、日本株運用を行う海外機関投資家の多くは、議決権行使助言葉の最大手である ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) か、もう一つの大手業者であるグラス・ルイス (Glass, Lewis & Co., LLC) のどちらかから賛否推奨レポートを購入しているようである。もっとも、近年では海外機関投資家だけでなく、利益相反の管理を理由に国内の機関投資家による利用も広がっている。

図表に掲げた通り、議決権行使助言葉者は、配当議案に反対投票を推奨する場合があります。その際は、賛否の判断に配当性向などの基準が用いられる。

図表：日本企業の配当に関する議決権行使助言葉者の方針

ISS	<p>剰余金の処分</p> <p>下記のいずれかに該当する場合を除き、原則として賛成を推奨する。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 十分な説明がなく、配当性向が継続的に低い場合 ・ 配当性向があまりに高く、財務の健全性に悪影響を与えうる場合 <p>解説</p> <p>剰余金の処分は、多くの場合は株主総会議案だが、定款変更により剰余金処分を取締役に授権することも可能であり、その場合は剰余金処分議案は総会議案として提案されない。また配当を支払わない場合も、多くの場合は剰余金処分議案が提案されない。</p> <p>配当性向が 15%から 100%の場合、通常は賛成を推奨する。配当性向がその範囲にない場合、個別判断を行う。特に配当性向が 100%を超える場合は財務の健全性への影響を考慮し、議案の内容を精査する。</p>
グラス・ルイス	<p>弊社は、原則的に、企業の配当金(または無配当)の方針を支持する。これは、多くの場合、配当金分配のための十分な資本の有無の判断、または将来的なビジネスチャンスやニーズに備え、利益を貯めることが株主にとって将来的にさらなる利益をもたらす(筆者注:原文ママ)かどうかといった判断は、株主の代表である取締役会に一任することが適切だと考えるためである。ただし、弊社が剰余金処分の議案を精査する際には、企業の配当方針に加え、過去数年間における現金の保有状況、資本構成、業績、株主還元などを考慮し、上程されている配当金の妥当性を判断する。</p> <p>(一部省略)</p> <p>取締役会に剰余金の配当決定権限を与えている場合においても、グラス・ルイスは、前述の剰余金処分に関する方針を適応(筆者注:原文ママ)する。前述の通り、原則的に、企業の配当金(または無配当)の方針を支持するが、企業の配当方針に加え、過去数年間における現金の保有状況、資本構成、業績、株主還元などを考慮し、上程されている配当金の妥当性を判断する。配当に問題があると判断する場合、配当決定に責任があると思われる取締役候補者に対して反対助言をする場合がある。</p> <p>しかし、上場してからの期間、経済環境、企業の財務動向、剰余金に関する方針の開示内容等、企業が置かれている様々な状況を慎重に考慮し、議案を個別判断した結果、反対推奨を控える場合もある。</p>

(出所) ISS「2020年版 日本向け議決権行使助言葉基準」およびグラス・ルイス「2020 PROXY PAPER™ GUIDELINES AN OVERVIEW OF THE GLASS LEWIS APPROACH TO PROXY ADVICE (日本語版)」を基に大和総研作成

ECB や BOE が発出した銀行に対する配当自粛要請は、議決権行使助言葉者の賛否判断基準にも影響を及ぼしている。ISS は、日本企業の剰余金配当について配当性向が一定の幅の中にあることを賛否判断の基準としているが、2020 年中の配当については原則として経営判断を尊重する

との方針を明らかにした⁵。日本の場合であれば、配当性向が15%に達していなくとも、反対投票推奨にはならないということだろう。ただし、この場合には、配当に充当せずに内部に留保した資金を、経営や雇用を継続するために、どのように活用するか説明を求めるとしている。グラス・ルイスは、配当を含む企業の財務戦略について、専断的に基準を適用することは、かえって有害である可能性に言及している⁶。

機関投資家は？

配当金は株主に支払われるものであるから、株主が期待を表明したり、議案になっている場合には賛否を投じたりすることになる。機関投資家は、それぞれの議決権行使基準の中で、配当議案への賛否基準も定めている。配当を取締役会の決定事項としている企業の株主総会では、配当性向や内部留保の状況などを考慮して、一定の基準に達していない場合には、取締役選任議案で反対票を投じるとしている機関投資家は少なくない。反対投票の対象は、社長・会長・CEOなどの経営トップの取締役選任（再任）議案であったり、一定の評価期間に在任した取締役すべての選任であったり、機関投資家によってそれぞれだ。また、評価期間も3年や5年など、バリエーションがある。

各国の中央銀行や議決権行使助言業者が、新型コロナウイルス感染症の世界的な流行への対応として、内部留保の充実、つまり無配当の要請や配当性向基準の緩和を決めている。こうした動向に機関投資家が同調する可能性はあろうが、注意すべきは、中央銀行や議決権行使助言業者は株式を持っていないということだ。一方、機関投資家の場合、投資先企業が減配や無配を決めれば、年金基金や投資信託購入者など顧客の利益を損なう恐れがある。減配や無配の決定は、株価へもネガティブに影響しがちだ。機関投資家とその顧客は、減配・無配による収益や所得の減少だけでなく、株価下落による評価損を被る可能性がある。そのため、機関投資家が投資先企業の減配や無配を積極的に支持するかは、不透明だ。

⁵ ISS “IMPACTS OF THE COVID-19 PANDEMIC ISS POLICY GUIDANCE” (April 8, 2020)
<https://www.issgovernance.com/file/policy/active/americas/ISS-Policy-Guidance-for-Impacts-of-the-Coronavirus-Pandemic.pdf>

⁶ グラス・ルイス “Everything in Governance is Affected by the Coronavirus Pandemic. This is Glass Lewis’ Approach” (March 26, 2020) <https://www.glasslewis.com/everything-in-governance-is-affected-by-the-coronavirus-pandemic/>