

2014年6月6日 全6頁

2014年株主総会の展望とその後

機関投資家の議決権行使の活発化が予想される

金融調査部 主任研究員
鈴木 裕

[要約]

- 今年の株主総会集中日は6月27日金曜日となるが、集中日に開催する企業の割合は、過去最も低くなる見通しである。
- 昨年に引き続き社外取締役を選任していない企業の経営トップの取締役再任に多くの反対票が出るものと思われる。
- 日本版ステュワードシップ・コードによって機関投資家の議決権行使が劇的に変わるわけではないが、取締役選任議案等でこれまでよりも厳しい態度を示すようになる可能性はある。
- 今後、コーポレートガバナンス・コードの策定も予定されており、機関投資家と企業の対話を促進しようとする政策動向が注目されよう。

6月27日が集中日

3月末決算会社の定時株主総会の集中日は、次のような一定の明確な実務慣行によって決まってくる。

- (1) 6月最終営業日の前営業日
- (2) 当該日が月曜日である場合には、その前週の金曜日

今年は最終営業日が30日月曜日であるから、その前営業日の27日金曜日が集中日となる。株主総会の集中開催は、株主の出席を著しく困難にすることもあって、1990年の終盤からこれを見直す動きがある。集中日に開催する企業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、2009年に49.3%となり、翌2010年に42.6%まで下がった¹。その後2013年までは42%程度で推移し、低下傾向にブレーキがかかったように見えたが、今年は

¹ 株主総会集中率推移グラフ（東京証券取引所）

<http://www.tse.or.jp/listing/sokai/shuchu/b7gje600000059q3-att/b7gje60000007s5o.pdf>

40%を下回りそうだ。

図表 1 には、今年と同じく 27 日金曜日が集中日だった 2008 年との比較を示した。東京証券取引所上場会社中 3 月決算会社は、2008 年に 1,806 社で 2014 年には 2,112 社となっている。定時株主総会開催日の分布を比較すると、2014 年の方が集中日を含む週に分布が広がっているだけでなく、その前週に株主総会を開催する企業も増えていることがわかる。

来年（2015 年）は、26 日金曜日が集中日となる。

図表 1 株主総会の開催日の分布とその比率

	15(日)	16(月)	17(火)	18(水)	19(木)	20(金)	21(土)
2014 年	1(0.0%)	3(0.1%)	26(1.2%)	54(2.6%)	64(3.0%)	192(9.1%)	22(1.0%)
2008 年	2(0.1%)	2(0.1%)	7(0.4%)	31(1.7%)	42(2.3%)	109(6.0%)	22(1.2%)
	22(日)	23(月)	24(火)	25(水)	26(木)	27(金)	28(土)
2014 年	4(0.2%)	29(1.4%)	218(10.3%)	264(12.5%)	382(18.1%)	815(38.6%)	3(0.1%)
2008 年	8(0.4%)	24(0.4%)	165(9.1%)	201(11.1%)	297(16.4%)	869(48.1%)	7(0.4%)
	29(日)	30(月)					
2014 年	-	3(0.1%)					
2008 年	1(0.1%)	1(0.1%)					

(出所) 東京証券取引所資料をもとに大和総研作成

社外取締役の選任が一層強く求められる

日本株における外国人投資家の保有比率は、2013 年 3 月末で 28.0%²となり、2013 年中も大きく買い越しているため³、その比率はさらに上がっていると思われる。外国人保有の増加は、日本の企業や経済の成長性が評価されてのことであり、基本的には好ましい傾向であるが、株主総会シーズンに向けては、若干の警戒が上場企業には必要になるかもしれない。外国機関投資家は、株主総会議案を一定の判断基準に照らして賛否を決しており、議案の内容によっては、まとまった反対票が多く外国機関投資家から投じられることもある。2013 年は、外国機関投資家に影響力のある議決権行使助言会社が、助言の方針を一部変更したことから、少なからぬ上場企業のトップ（CEO・社長・会長等）の取締役選任議案で賛成の比率が大きく下がった。賛成票が 70%程度にとどまる例もあり、否決リスクは高まりを見せている。

2013 年株主総会で経営トップの取締役選任議案の賛成票が 70%程度にとどまった企業が、2014 年に社外取締役を初めて選任すると、経営トップの取締役選任議案への賛成票が 90%を超えたという事例もある。社外取締役を選任することで、賛成票を増やすことができそうだ。2013 年の反対票の増加は、社外取締役を 1 名も選任しない企業の経営トップには、信を置けないゆ

² 東京証券取引所・大阪証券取引所・名古屋証券取引所・福岡証券取引所・札幌証券取引所「平成 24 年度株式分布状況調査の調査結果について」（平成 25 年 6 月 20 日）

³ 東京証券取引所「投資部門別売買状況（株券/CB/先物・オプション取引）」のうち株券（株数ベース（2013 年））（※）東証各市場、東証・名証の二市場の一・二部等合計について集計。

えに反対という議決権行使助言方針の導入によるものであった。経営トップは、株主の利益を守るため企業のガバナンス構造の改善に取り組むべきであるのに、それを行っていないという批判である。

社外取締役の導入が、株主の利益擁護に真に有益であるかには、なお疑問の余地があるが、外国機関投資家の議決権行使には、明らかな変化が見えることを忘れるべきではない。2014年2月に東京証券取引所が、上場会社に対し、「取締役である独立役員」（独立取締役）を少なくとも1名以上確保する努力義務を課す有価証券上場規程の改正を行ったこともあり、社外取締役を選任しない企業の経営トップに対する内外の機関投資家の議決権行使は、厳しさを増すだろう。

業績不振な企業の取締役選任議案への賛成票減少の恐れ

外国機関投資家は、取締役や監査役の果たすべき役割を企業経営の監視だとみているため、経営トップによる企業ガバナンスへの取り組み（前記のように社外取締役の選任の有無など）を議決権行使の判断基準に取り入れている。従来、取締役や監査役の役割は、業績や株価を上げることではないと考えられていたため、経営の結果として業績や株価などが振るわない場合があっても、外国機関投資家からの賛成票減少に結びつくことはあまりなかった。日本の機関投資家の中には、業績基準を併用して取締役選任議案を検討するところが少なからずあったのとは対照的だ。

しかし、これが今後変化するかもしれない。外国機関投資家も、何らかの業績基準を設けて、経営の質を測定し議決権行使に反映させようとする動きがある。というのも、最有力の議決権行使助言会社が、取締役選任議案等の判断基準に企業の資本効率を取り入れる検討を始めているからだ。具体的にどのような基準になるかは、不明であるが、ROEなどが一定水準に達していない場合には、経営トップを候補者とする取締役選任議案への反対投票を議決権行使助言会社が推奨し、それを受けて外国機関投資家からの議決権行使における賛成票が減少する恐れが高まるのではないだろうか。議決権行使助言会社が実際に資本効率等業績基準を導入するのは、2015年以降になると思われるが、こうした変化の兆しを先取りしようとする機関投資家がいるのも不思議ではない。業績や株価に不安がある企業にとっては、株主総会における取締役選任議案等で否決のリスクが高まるかもしれない。

国内機関投資家の行動の活発化

上場企業を悩ませるのは外国機関投資家だけではない。国内機関投資家の議決権行使など株主行動も活発化する方向にある。2014年2月に金融庁の検討会が公表した日本版スチュワードシップ・コード⁴は、企業に投資する機関投資家に対して、投資先企業の株主総会における適正な議決権行使や、経営陣との対話を促すものだ。国内機関投資家の多くは、既に議決権行使結果の開示を行っているし、投資先企業との対話にも取り組んでいる。そのため、日本版スチュワードシップ・コードが導入されたとしても、国内機関投資家の行動が変わることはないかもしれない。しかし、金融庁では、今後、日本版スチュワードシップ・コードへの取り組みに関する機関投資家の開示情報へのリンクを、インターネット上で一覧性のある形で公表する方針であり、これが機関投資家行動を変える可能性はあろう。他の機関投資家と比較して投資先企業に対する反対投票の比率が低いことが容易にわかるようになれば、日本版スチュワードシップ・コードへの取り組みが消極的だと誤解されることにもなりかねない。そのような誤解を受けることを避けるために反対投票を増やそうとする動機が生まれるかもしれない。また、投資先企業との対話の実施状況は、公表を求められるわけではないが、やはり他の機関投資家の取り組みと比較される可能性があるとなれば、必ずしも必要ではない対話を企画することになり、企業側にとっては、煩瑣の種が増える恐れともなる。

以上の通り、2014年株主総会では、議案の内容によっては外国機関投資家からの反対票がこれまで以上に多く出るようになるであろうし、国内機関投資家の行動の活発化も予想される。

アクティビストファンドの活発化

アクティビストファンドが株主総会の運営に直接大きな影響を与えることは少ない。しかし、配当政策やM&Aなどについて、企業側と対話を持つことが近年珍しくなくなっている。そのため、会社側提案としてたとえば配当額を増やす議案などが出され、アクティビストファンドとの妥協点を見出そうとするかのような動きも見られる。

世界金融危機によって収縮を余儀なくされたヘッジファンドであるが、近年復活の様相を見せており、資金総額は2兆6,300億ドルに達し過去最高を更新したとも言われている⁵。ヘッジファンドは、その投資戦略によって様々に分類することができるが、特に規模を大きくしているのは、アクティビストの手法を用いるファンドだ。2009年には360億ドルだったアクティビストファンドは、2013年第三四半期末に890億ドルに達したという⁶。

⁴ 「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》(平成26年2月27日)
<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html>

⁵ Reuters “Hedge fund assets reach record high” (Jan22, 2014)
<http://www.reuters.com/article/2014/01/22/uk-hedgefunds-assets-idUSLNEA0L00B20140122>

⁶ Barron's “How to Profit from Today's Shareholder Activism” (December 2, 2013)
<http://www.bhgrp.com/app/asset/uploads/2014/02/Barrons-How-to-Profit-From-Todays-Shareholder-Activism.pdf>

少数の企業に集中的に投資をして株主としての影響力を高めたのちに、投資先企業と対話を重ね、株価を引き上げるような経営判断を引き出すのが、アクティビストファンドの投資戦略だ。投資先企業との対話を実りあるものにするには、多くの株式を持たなければならないため、時価総額の大きな企業は標的になりにくい。時価総額が大きな企業だと影響力を発揮するに十分な株式を保有するには、投資額が莫大になるからだ。世界金融危機前には、アクティビストファンドが好んで標的にする企業は、おおむね時価総額 10 億ドル程度の中堅規模のところが多かった。しかし、最近では時価総額の大きなところも頻りに標的にされるようになってきている。2010 年には 17 件にすぎなかった時価総額 100 億ドル超の企業を標的としたアクティビストファンドの投資は、2013 年に 42 件を数えた⁷。誰もが知るような大企業であっても、アクティビストファンドの標的になり得るということである。

アクティビストファンドの行動変化は我が国の市場でも観察できる。2007 年ごろには標的にはなりにくかった時価総額の大きな企業も、アクティビストファンドから様々な働きかけを受けるようになってきている。資金規模を拡大しているアクティビストファンドは、投資機会を求めて日本の企業にも目を向けているのである。

日本版コーポレートガバナンス・コードの検討

6 月中に公表されるとみられる新成長戦略（＝日本再興戦略改訂版）に向けて、自由民主党は「日本再生ビジョン」を明らかにした⁸。法人税減税と並んでコーポレートガバナンス・コードの策定を大きく取り上げており、今後策定に向けた検討が始まるものと思われる。

コーポレートガバナンス・コードは、日本版スチュワードシップ・コードと対になるものであり、独立取締役設置、取締役など幹部の人事における指名手続き・報酬決定等の透明性確保、経営における監督機能と執行機能の分離、幹部研修のあり方などが盛り込まれる見通しだ。東京証券取引所と金融庁が共同事務局となって有識者会議に諮り、基本的考え方を今秋までにまとめ、それを受けて東京証券取引所がコードを 2015 年の株主総会のシーズンに間に合うように制定する予定だ。

上場企業の組織構成について、望ましいと考えられる具体的なモデルをコーポレートガバナンス・コードの形で示すこととなると、機関投資家もこれを議決権行使等に活用するようになると考えられる。コードに従わない企業の株主総会では、取締役選任や監査役選任、報酬関連などの議案で厳しい投票が行われるようになるだろう。

⁷ Activist Insight “2014 ACTIVIST INVESTING” (27-Jan-14)
<http://www.activistinsight.com/research/Activist%20Insight%20Annual%20Review%202014-final%20web%20pdf.pdf>

⁸ 自由民主党 日本経済再生本部「日本再生ビジョン」
<https://www.jimin.jp/news/policy/125096.html>

会社法改正

現在国会で審議されている会社法改正法案には、社外取締役・社外監査役の社外要件の見直し、多重代表訴訟制度の創設、監査等委員会設置会社制度の創設、支配株主の異動を伴う第三者割当に対する規制、特別支配株主の株式等売渡請求制度の創設などが盛り込まれている。いずれも株主の利益に直接かかわる重要な事項であるが、株主総会に運営についても大きな改正が予定されている。社外取締役を置いていない場合にはその理由を株主総会で説明するべきであるとされる。事業年度末日において、監査役設置会社が社外取締役を置いていない場合、その事業年度に関する定時株主総会において、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明しなければならない、ということである。

これは、社外取締役の選任を義務付けるものではないが、実際上は、選任を強く要請することになる条項である。さらに、会社法改正の施行後 2 年で、状況を見定めたくうえで「企業統治に係る制度の在り方について検討を加え、必要があると認めるときは、その結果に基づいて、社外取締役を置くことの義務付け等所要の措置を講ずるものとする。」との附則も置かれる。