

企業報告研究会 第2回企画委員会
2012年9月13日

新しいフェーズに入った発行会社と 機関投資家の関係

2012年6月期株主総会の概観と今後の展望

江口高顯

ブラックロック・ジャパン株式会社

この報告で表明される見解はすべて発表者個人のものであり、ブラックロック・ジャパン株式会社の見解を代表するものではありません。内容に関しては発表者個人が責任を負います。

1. はじめに

【主要な項目】

- 2012年6月株主総会の概要
- 新しいフェーズに入った議決権行使
- 日本型エンゲージメントの基礎
- ガバナンス情報の発信

2. 2012年6月株主総会の概要

- IRジャパン「2012年6月定時株主総会動向」2012年7月26日(サンプル:2495社)等に沿って概観する。

図表 1 概観 (臨時報告書開示 : 2495社)

2012年6月総会	2010年	2011年	2012年
10%以上の反対行使の議案があった会社	568社 (22.2%)	719社 (28.3%)	662社 (26.5%)
20%以上の反対行使の議案があった会社	212社 (8.3%)	260社 (10.2%)	270社 (10.8%)
株主提案があった会社	24社	22社	28社
株主提案の合計	98議案	114議案	149議案

【株主提案】

- 個人株主からの提案が目立つ。
 - HOYA(3年連続で創業者一族の一員から提案があったが、すべて却下)、野村證券(1名の株主からの提案のうち18議案を採択、賛成比率5~9%)など。
- 賛成比率が高かったのはガバナンス関連の提案。
 - プロキシファイトの取締役選任(アコーディアゴルフ)、役員報酬の個別開示(みずほFG、東日本旅客鉄道)、白票を会社提案に賛成、株主提案に反対と見なすことの禁止(東芝、みずほFG)、株主提案の字数制限の緩和(みずほFG)など。

2. 2012年6月株主総会の概要

【株主提案】

図表2 東証1部上場会社の株主提案（賛成：20%以上）

2012年6月 総会	議案内容	賛成比率
2131 アコーディア・ゴルフ （提案者：(株)オリンピアら株主21名）	取締役8名選任（うち日野正晴氏ら4名） 監査役3名選任（村山弘義氏ら3名）	29.96%~49.20% 25.89%~30.58%
6502 東芝 （提案者：株主1名）	定款変更（賛否の表示のない場合、無効）	21.39%
8411 みずほFG （提案者：株主1名）	定款変更（役員研修の方針と実績開示） 定款変更（賛否の表示のない場合、無効） 定款変更（政策保有株式の議決権行使） 定款変更（役員報酬の個別開示） 定款変更（株主提案の字数制限の緩和） 定款変更（取締役会議長とCEOの分離） 定款変更（内部告発窓口を監査役会に設置）	29.10% 28.69% 28.54% 28.53% 26.65% 25.33% 24.01%
9020 東日本旅客鉄道 （提案者：株主206名）	定款変更（取締役報酬の個別開示） 定款変更（3名以上の社外取締役の選任）	30.71% 20.97%
9501 東京電力 （提案者：東京都）	定款変更（社内における競争原理導入）	21.74%
9503 関西電力 （提案者：大阪市・京都市）	定款変更（取締役の責任減免）	38.37%
9503 関西電力 （提案者：大阪市・京都市・神戸市）	定款変更（取締役報酬の個別開示） 定款変更（経営の透明性確保） 定款変更（電力需要の抑制と新たなサービス） 定款変更（脱原発）	32.96% 31.12% 26.53% 22.17%
9503 関西電力 （提案者：京都市・神戸市）	社外取締役1名選任（村上憲郎氏）	26.13%
9503 関西電力 （提案者：大阪市）	定款変更（代替電源の確保）	22.35%
9503 関西電力 （提案者：神戸市）	定款変更（最適事業形態の確立）	22.08%

2. 2011年6月株式総会の概要

【反対行使が多かった議案】

- 反対比率が20%以上あった議案。
- 社外役員関連に反対集積。
 - 社外役員(監査役、取締役)選任の独立性に問題。
 - 退職慰労金贈呈に反対。
 - スtockオプションの支給対象。
- 買収防衛策への違和感。

図表3 反対比率が20%以上あった議案（サンプル：2495社）

2012年6月総会	反対件数	上程件数	割合
社外監査役の選任*	180	2793	6.44%
社内取締役の選任*	107	13062	0.82%
社外取締役の選任*	59	1983	2.98%
退職慰労金の贈呈	56	582	9.62%
買収防衛策の導入・継続	45	111	40.54%
社内監査役の選任*	7	1319	0.53%
剰余金処分	4	1759	0.23%
新株予約権の発行	4	167	2.40%

*)役員選任は子議案ベースの集計。

2. 2011年6月株式総会の概要

【相当数で実質的に議案否決の状態】

- 役員選任への反対が目立った事例（東証1部に限定）。
 - － 社内取締役： 6767ミツミ電機、8518日本アジア投資、9749富士ソフトなど8社で反対比率が30%以上。
 - － 社外取締役： 2131アコーディア・ゴルフ、5901東洋製罐、5938住生活グループなど11社で反対比率が30%以上。
 - － 社外監査役： 6997日本ケミコン、8897タカラレーベン、4041日本曹達など13社で反対比率が35%以上。
- 事業法人株主を除くと（東証1部に限定）
 - － 社外取締役： 8社で反対比率が50%以上、さらに4社で45%以上。
 - － 社外監査役： 13社で反対比率が50%以上。
- “反対比率が特別決議で20%、普通決議で30%を超えた議案は実質的に多くの株主の賛同を得ていない”と言える。
 - － 西山賢吾「11年議決権行使結果」2011年9月29日。
 - 持ち合い等の安定株主の存在を考慮して試算。

3. 新しいフェーズに入った議決権行使

【投資家：判断の質が問われる】

- 議決権行使の形式は整った。
 - 2010年から始まった運用機関による議決権行使結果の開示で一山越えた。
- 議案否決が視野に入っており、議案判断の質が一段と問われる。
 - 総会の集中開催。精査する時間の不足。
 - 議決権行使の説明責任から行使は「保守的」になりがち。「灰色は黒」。
 - 考慮に入れられる情報の不足。
- 発行会社からの適切な情報発信を以前にも増して必要としている。

3. 新しいフェーズに入った議決権行使

【発行会社：建設的な対話を求めて】

- 新しい状況に即した株主対応が求められる。
- 先進的な発行会社が機関投資家との対話を強化。
 - － 機関投資家のコーポレート・ガバナンス活動も発行会社との対話が占める割合が増大。
- 課題は対話の新しい枠組みの確立。
 - － 日本型エンゲージメント(日本に適合したエンゲージメント・スタイル)。

4. 日本型エンゲージメントの基礎

【自己アピールとしてのガバナンス】

- ポイント：ガバナンスとは、会社が投資家に株を買ってもらうために行う。
 - 事業を営む側が「自らを律する構え」を見せ、出資者の不安・懸念を軽減する。
 - そのことが「この会社に投資しても大丈夫」という信頼感・安心感につながる。
- 信頼感・安心感を醸成するための自己アピールがガバナンスの本質。
 - ガバナンスの要諦は主体的な取り組みと情報発信。
- 会社の自己アピール能力を高める場としてエンゲージメントを位置づける。
 - 機関投資家は会社の情報発信を助けられる。
 - サウンディングボードとして利用して欲しい。
 - 国内の主要機関投資家は共に考える姿勢を強化することが必要。

5. ガバナンス情報の発信

【自己アピールとしてのガバナンス】

- 例：社外取締役の独立性。
 - － 「あの人が社外役員として睨みを効かせているから、この会社には投資しても大丈夫」という信頼感・安心感がポイント。
 - － 信頼感・安心感の材料としては「評判」が重要。
 - － 日本ではマーケットを通した「評判」の蓄積が行われていない。
 - － それに代わるものは踏み込んだ情報発信しかない。
 - － 対話の中で発信すべき情報の内容を詰めて行く。

5. ガバナンス情報の発信

【自己アピールとしてのガバナンス】

- 例：社外取締役選任の義務化。
 - － 選任しない理由の説明に注目。
 - － 自社のガバナンスについての本質的理解が問われる。
 - － 心に響かない説明は納得できない。
- 既に選任している会社にも是非、選任している理由を説明していただきたい。
 - － 如何にして聞き出すか。
 - ガバナンスについての思考の深さが問われるので聞き方、答え方が難しい。
 - － 方法：例えばアンケート調査。
 - － 方法はいろいろあろうが、共に考える契機として位置づけたい。