

議決権行使結果と株式投資

三菱 UFJ 信託銀行
海外アセットマネジメント事業部
芳賀沼千里

<<要旨>>

日本では議決権行使はコーポレートガバナンスの基本であるにも拘らず、その株価への影響が議論されることは少なかった。しかし、スチュワードシップ・コードの導入を一つの契機に、これまでデータが限られていた議決権行使結果の開示が進んできた。本稿では、経営トップの取締役選任議案、買収防衛策関連議案、配当と自己株式取得に関する株主提案議案について、議決権行使結果の概要を整理した後、経営戦略やガバナンス体制の見直し状況、投資リターンとの関係を検証した。対象とする議案数が少ないため、投資リターンとの関係は明確にできなかったが、日本でも議決権行使結果が経営戦略やガバナンス体制の見直しに結び付く可能性が示されたと考える。「議決権行使結果(株主の不満・批判)→経営戦略・ガバナンス体制の見直し→株主価値向上」という関係が成り立てば、議決権行使結果は投資判断の一つの重要な情報であると言える。

※本稿に記載した論考・意見は筆者個人の見解であり、筆者の所属する組織の見解を示すものではない。ありうべき誤りは、全て筆者の責任である。

I. 問題意識と先行研究

議決権行使はコーポレートガバナンスの基本であるにも拘らず、日本ではその株価への影響が議論されることは少ない。これまでは投資判断を行うファンドマネージャーやアナリストは議決権行使にあまり注目せず、この分野の専門家が担当していたため、議決権行使は投資判断と異なる文脈で議論されていたと言える。しかし、スチュワードシップ・コードの導入を一つの契機として、ガイドラインや行使結果の開示が進む中、株式投資の視点からの議決権行使の分析は日本でも重要なテーマとなろう。

実際、米国では議決権行使結果が株価に影響することが複数の論文で報告されている。Cunat, Gine and Guadalupe(2010)は、コーポレートガバナンスと株主価値との関係を調べる目的からS&P1500企業と幅広く保有されている500社を対象として、1997～2007年の3,984の株主提案議案に対する株価反応を分析した。僅差の結果が見込まれ、株価に十分織り込まれていないと想定できる株主提案議案を分析して、議案が否決された企業に比べて、可決された企業は株価がその議決日に1.3%、前後1週間で2.4%上昇したと報告している。更に、長期的には株主提案議案が可決した企業は買収や設備投資を減らす傾向があり、トービンのQやPBRが上昇するとしている。

Brochet, Ferri and Miller(2016)は、Russell3000企業を対象として、2003-2012年の約28,000の定時株主総会における220,620議案を調べて、僅差の結果が見込まれる議案を抱えた企業では株主総会前の40日(取引日)間に1.3%～2.3%の累積超過リターン(CAR)が上がるかと報告した。この分析は、結果を見通しにくい議案の場合、議案提出後から株主総会までの40日間に投資家が決議に関する情報を織り込むと想定している。株価上昇の理由として、議案が可決された場合のコーポレートガバナンス改善への期待を指摘した。僅差が見込まれる議案の基準としては、取締役選任議案がISSの反対推奨、その他の会社提案議案が20%以上の反対、株主提案議案が45%以上の賛成としている。特に株主総会の40日前までの12ヵ月間に株価が相対的に下落していた企業では累積超過リターンが大きくなっている。

米国の株主提案は強制力を持たない。しかし、Bach and Metzger(2015)は、1997年～2011年の株主提案議案を調べて、可決された議案のうち36%はその内容が実施されたと報告している。この割合は、米国企業の会計スキャンダルが社会問題となった2002年頃から上昇している。可決された株主提案議案の内容を実施しない場合、現経営陣の社会的な評価が悪化すること、翌年の株主総会で反対票が増えることが想定されるため、強制力がなくとも、経営者は議案の内容を実施することが多いとしている。株主提案議案の内容は限定的であるが、それを実施することは、経営者が株主の意見をどの程度重視するかを試金石として重要であると指摘している。

アクティビストなどによる株主提案については、利己的な議題が多いという批判もある。しかし、

Renneboog and Szilagyi (2010)は、株主提案は企業のコーポレートガバナンス改善に寄与していると分析している。

米国での議決権行使結果の分析は日本と異なる点がある。日本ではコーポレートガバナンスの優れた企業はリスク調整後のリターンが高いと期待されている。株式投資でもガバナンス・スコアの高い企業で構成したインデックスに投資する手法で運用資産が拡大している。この文脈では、他の条件が同じであれば、会社提案議案の賛成比率の高い企業はガバナンス体制が評価されているとみなせるので、投資対象として好ましいことになる。もちろん高い評価が株価に織り込まれているならば、賛成比率の高い企業の投資リターンが高いとは限らない。

一方、米国では議決権行使結果が企業経営やガバナンス体制の見直しを促す側面に注目して、株価への影響を分析する論文が多い。賛成比率が低い会社議案や賛成比率が高い株主議案がガバナンス体制などの改善に結びつくならば、その企業の投資リターンは高くなると期待される。背景には、可決される株主提案議案が一定の割合を占めることがある。ISSによると、2000年代前半には米国の株主提案議案の約30%が可決された(Papadopoulos, 2019)。

これまで日本では株主提案議案の可決は例外的であった。ただし、現在、コーポレートガバナンスに対する社会的な関心や株式運用におけるESG投資が広がると共に、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードの導入を一つのきっかけとして、議決権行使を厳格に行う投資家が増えている。同時に、企業や機関投資家の情報開示が求められる中で、議決権行使結果のデータが取得できるようになっている。

日本の株式市場でも米国と同様の視点から議決権行使結果を分析する環境が整いつつあると考える。本研究では、議決権行使結果の株価への影響を二つの過程に分けて仮説を立てた。

仮説①: 株主の不満・批判を反映する議決権行使は、経営戦略やコーポレートガバナンス体制の見直しを促す。

「議決権行使結果(株主の不満・批判)→経営戦略・ガバナンス体制の見直し」

仮説②: 経営戦略やコーポレートガバナンス体制の見直しが株主価値を上昇させる。

「経営戦略・ガバナンス体制の見直し→株主価値上昇」

なお、株主の不満・批判が強い議案(会社提案議案への反対、株主提案議案への賛成)は依然として事例が少ないので、本研究では統計的に有意な結果を求めるより、議決権行使結果の概要、を整理した後、仮説に沿って、経営戦略やコーポレートガバナンス体制の見直しと投資リターンとの関係を議論したい。

II. データと分析項目

今回の分析で利用したデータは以下の通りである。

対象企業：原則として TOPIX500 企業(株主提案は全上場企業)

期間：2015～18 年の株主総会(なお、2018 年の株主総会は 2017 年 7 月～2018 年 6 月の定時株主総会を示す)

議案：経営トップの取締役選任議案、買収防衛策の導入・継続議案、配当と自己株式取得に関する株主提案議案

議決権行使結果：各社開示資料、日経バリューサーチにて取得

財務データ：ASTRA Manager

投資リターン：東京証券取引所、Bloomberg にて取得

対象とする議案は、行使結果の傾向や会社の対応を確認する目的を踏まえて、会社提案や株主提案を一括して分析するのではなく、以下の理由から上記の議案に特定した。

取締役選任議案は株主総会で最も注目される。取締役候補全員を対象とすることも可能であるが、社外取締役の場合、独立性基準や取締役会への参加率によって賛成比率が低いことが多く、必ずしも会社の経営やガバナンス体制への不満であるとは言えない。経営トップの選任議案については取締役候補者の個人的な評価だけではなく、企業全体の評価が反映される傾向がある。企業経営に不満を持つ場合、取締役全員でなく、経営トップの選任議案に反対する機関投資家が多く、議決権行使助言機関の場合も経営トップに反対を推奨することが多い。この点を踏まえると、経営戦略やコーポレートガバナンスへの影響や投資リターンとの関係をみる際、経営トップの取締役選任議案の結果が重要であると考ええる。

ただし、経営トップの特定は簡単ではない。多くの企業では社長や CEO が経営トップに当たるが、日本では社長から会長となっても、実質的に権限を保持し続ける経営者も少なくない。創業者・オーナー企業では会長や社長よりオーナーが権限を持つことが多い。実務的にも企業の不祥事を問題視して反対票を投じる場合、その対象者についてしばしば意見が分かれる。今回は、原則として、日経 Value Search の会社の代表者を経営トップとし、個別にオーナー経営者が存在するとみなせる企業の場合、対象者を修正した。

買収防衛策は経営者の保身に結び付く可能性があり、コーポレートガバナンスを考える際に重要なテーマである。米国でも 2000 年代前半にはポイズンピル廃止など買収防衛策に関わる株主提案議案が多かった。最近、日本では買収防衛策を廃止する企業も多く、注目度が以前に比べて低下しているが、これまで議決権行使結果がガバナンス体制に影響したか否かを考える議案となりうると考える。

今年の株主総会(2018年7月～2019年6月の定時株主総会)では、LIXIL や武田薬品など主要企業の株主提案議案が注目を集めた。全上場企業を対象にすると、株主提案を受けた3月期決算企業数は2019年に54社と、過去最高になった。3月決算期以外の企業を含めると、企業数は67社に達した。

今回、株主提案議案については、株主にとって価値のある株主還元策に影響するという意味で、配当・自己株式取得の議案に絞って分析を行いたい。株主提案議案は内容が多様であり、行使結果の単純な比較が難しい(役員報酬開示や買収防衛策廃止などを求める議案の割合が増えると、賛成比率は高くなり、取締役の解任や事業活動の制約などを求める議案が増えると低くなる)。また、最近、大手電力会社では多くの株主提案議案が決議されるが、責任ある株主にとって議論の価値が低い議案も含まれる。

本研究では、対象の議案数が限られるため、仮説の検証が難しい。仮説①「議決権行使結果→経営戦略・ガバナンス体制の見直し」については、定性的な検証が多くなる。仮説②:「経営戦略・ガバナンス体制の見直し→株主価値上昇」については、米国の先行研究をみると、比較的短期間の累積超過リターン、或いは、ROA やトービンの Q が用いられることが多いが、本研究では株主価値向上を議決権行使後1年間のTOPIXと業種指数(TOPIX17業種)に対する超過リターン(配当は含まない)で計測した。超過リターンには他のファクターも影響するが、対象の議案数が少なく、統計的に有意な結果を求めにくいこと、企業経営の見直しの時期を特定することが難しいこと、実際の投資で利用できる時間軸であることを考慮し、1年間の超過リターンで分析を行った。なお、対象数が少ないため、リターンの議論は基本的に中央値で行っている。

Ⅲ. 議決権行使結果の概要、経営戦略・ガバナンス体制、投資リターン

上記3項目の議案について、議決権行使結果の概要を整理した後、経営戦略やガバナンス体制の見直し状況、投資リターンとの関係を検証する。

1. 経営トップの取締役選任議案

1-1. 議案の行使結果

TOPIX500企業を対象とすると、取締役の任期を2年とする企業が存在するために、経営トップの選任議案は対象期間で毎年450～480社で決議された。経営トップの賛成比率は2019年に平均92.2%となり、前年の93.2%から小幅に低下した。中央値では2018・19年が各々94.9%、94.5%である。賛成比率が90%、80%を下回る企業が各々114社、35社(構成比:24.8%、7.6%)となり、前年(88社、27社)から増加した(図表1)。経営トップの賛成比率は、その個人の評価だけでなく、会社の収益性やコーポレートガバナンス体制などに対する評価を反映することが多く、取締役全体より低くなる傾向がある。(2019年の株主総会は2018年7月から2019年6月の総会を示す。)

(図表1) 経営トップの取締役選任議案の行使結果

(単位:社、%)

(年)	対象企業	賛成比率		賛成90%未満企業		賛成80%未満企業	
		平均	中央値	比率		比率	
2015	450	94.1%	96.0%	81	18.0%	9	2.0%
2016	462	93.7%	96.0%	87	18.8%	26	5.6%
2017	479	93.5%	95.7%	85	17.7%	24	5.0%
2018	476	93.2%	94.9%	88	18.5%	27	5.7%
2019	459	92.2%	94.5%	114	24.8%	35	7.6%

注:対象はTOPIX500のうち各年に経営トップの取締役選任議案を決議した企業。経営トップは原則として日経Value Searchの会社の代表とする。賛成比率90%・80%未満企業の比率は対象企業に対する構成比を示す。なお、2019年の株主総会は2018年7月から2019年6月に開催された定時株主総会を示す。

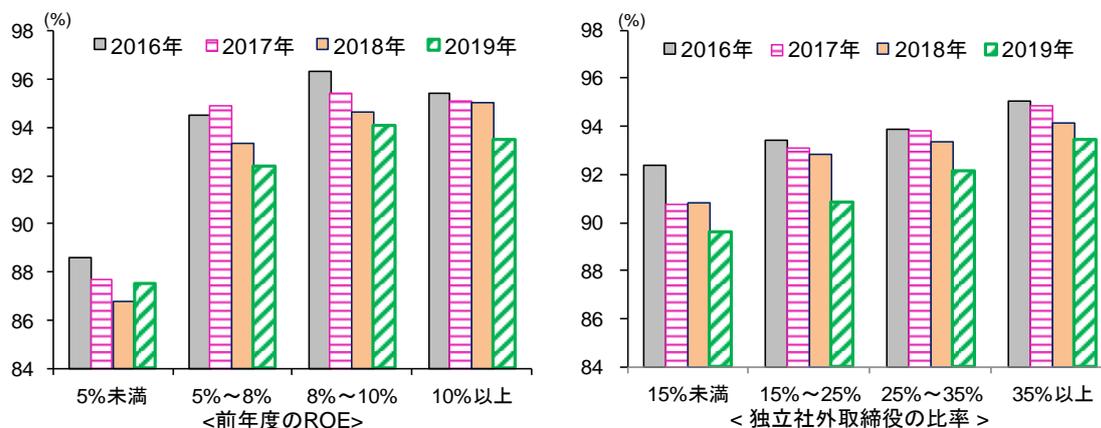
出所:日経ValueSearch、AstraManagerよりMUMSS作成

取締役選任議案の賛否に影響した要因として、収益性(ROEなど)、社外取締役比率、不祥事が挙げられる。株主の不満・批判の理由である。

まず、継続的に収益性の低い企業は経営トップの賛成比率が低い。TOPIX500 企業を実績 ROE で分けると、2019 年の賛成比率はROEで10%以上、8~10%、5~8%の企業が各々平均93.5%、94.1%、92.4%である中、5%未満の企業が平均87.5%であった(図表2)。ROE が5%未満の企業87社のうちで18社の賛成比率は80%未満であった。2015年にはISSが「資本生産性が低く(過去5期平均の自己資本利益率(ROE)が5%を下回り)かつ改善傾向にない場合、経営トップである取締役」に原則として反対を推奨する基準を導入しており、この時期から国内機関投資家に ROE など収益性・資本生産性を重視する姿勢が広がった。

次に、独立社外取締役の比率が少ないなどガバナンス体制に課題がある企業は、経営トップの賛成比率が低い。賛成比率は独立社外取締役が取締役全体の35%以上である企業が平均93.4%である一方、15%未満の企業が89.6%であった(図表2)。東証1部上場企業では独立社外取締役を2名以上選任する企業が93.4%、取締役会の3分の1以上選任する企業が43.6%に達した(2019年、東京証券取引所)。取締役会で多様な議論を行うためには社外取締役が取締役会の1/3以上占めることが望ましいという認識が機関投資家に広がっていると考える。

(図表2) ROE水準・独立社外取締役比率と経営トップ選任議案の賛成比率



注: 対象はTOPIX500のうち経営トップを選任した企業。対象企業を前年度の実績ROEと独立社外取締役が取締役全体に占める比率で分類して、各グループの経営トップの賛成比率の平均値を算出。
出所: AstraManager、各社臨時報告書、日経ValueSearchよりMUMSS作成

また、2018年以降、経営トップの賛成比率が96%を越す企業の比率が低下し、90%台前半や80%台後半の企業が増えた。この一因として、独立社外取締役の比率が低い上場子会社の経営トップに国内機関投資家が反対することが挙げられる。上場子会社については、複数の大手国内機関投資家が「独立性のある社外取締役が取締役総数の1/3以上選任されていない場合、原則反対する」としている。欧米で例外的である親子上場の場合、親会社が子会社を自社の利益のために利用する可能性など、支配株主の親会社と少数株主では利益相反が起きるリスクが否定できない。上場子会社では、他の上場企業に比べて少数株主の利益を代弁する独立社外取締役の役割が重要になると言える。

最後に、違法行為や反社会的行為など不祥事を起こした企業は経営トップの賛成比率が総じて低い。不祥事に関係した企業に対しては、営業停止などに伴う直接的な業績への影響だけでなく、顧客評価の失墜や投資家の信頼喪失のリスク、再発防止策など対応策を考慮して議決権を行使する国内機関投資家が多数派である。

1-2. 経営戦略・ガバナンス体制への影響

上記の要因のうち、低収益が問題視された企業の割合が最も多いとみられる。経営トップの賛成比率が80%未満の企業のうち、80%以上の企業でROEが継続して低水準であった。企業の対応を考えるために、経営トップの賛成比率で5グループに分けて翌年度ROEの変化をみると、賛成比率が80%未満の企業は翌年度に改善する傾向がある。対象企業の中央値と比べた相対的な翌年度のROE改善幅は、2015年から2018年まで各々+1.62%(9社)、+0.38%(26社)、+0.16%(24社)、+0.28%(27社)であった(中央値、図表3)。経営者は株主の不満を理解して、低収益という課題の克服に取り組んだ可能性があるとする。

(図表3) 経営トップ賛成比率別の翌年度のROE改善幅

(単位:%)

(年)	翌年度のROE改善幅(中央値)					翌年度のROE改善幅(平均値)				
	98%以上	96-98%	90-96%	80-90%	80%未満	98%以上	96-98%	90-96%	80-90%	80%未満
2015	-0.17	-0.18	-0.06	0.16	1.62	-0.52	-0.40	-1.56	4.21	2.31
2016	0.01	-0.19	-0.20	0.40	0.38	0.16	-1.61	0.89	1.95	-1.67
2017	0.07	-0.08	-0.03	0.13	0.16	-0.08	-0.07	-0.99	3.59	-0.74
2018	-0.01	-0.06	-0.08	0.33	0.28	0.97	0.39	-0.96	2.64	-2.52

注:対象はTOPIX500のうち各年に経営トップの取締役選任議案を決議した企業。翌年度のROE改善幅は、個別企業毎に当該年度の実績ROEと前年度の実績ROEとの格差を算出し、各グループの平均値・中央値と全対象企業の平均値・中央値との差を求めた値。
出所:日経ValueSearch、AstraManagerよりMUMSS作成

もちろん、対象社数が少ない上に、ROEには景気など循環的な要因により平均回帰する傾向がある。賛成比率の低い企業はROE水準が低かったため、翌年度にその修正が起きた面がある。同時に、経営トップの賛成比率低下を受けて、企業が事業戦略やガバナンス体制の見直しを加速させ、ROEが改善した可能性がある。後述の具体的な事例をみると、少なくとも改革の必要性を認識していた複数の企業は議決権行使結果をきっかけに改革を本格化させたと考える。

ガバナンス体制をみるために、独立社外取締役の人数に注目すると、2016年は賛成比率が80%未満の26社のうち5社で、2017年は24社のうち2社で独立社外取締役が1人以下であった。現在、この7社のうち6社は複数の独立社外取締役を選任しており、中でもフジクラとサーバーエージェントでは各々4人、3人である。議決権行使結果に現れた株主の不満は、ガバナンス体制の面でも企業の対応を促したとみる。

1-3.投資リターンとの関係

株価をみると、2015~18年には経営トップの取締役選任議案の賛成比率が低い企業が、翌年に相対的に高いリターンを上げた。TOPIX500企業を対象として、経営トップの賛成比率に基づいて5グループ(98%以上、96~98%、90~96%、80~90%、80%未満)に分け、翌年の対TOPIX超過リターン(各年とも株主総会月の月末から12ヵ月間)をみると、賛成比率が80%未満の企業は、この4年間、各々+11.5%、+9.9%、+2.3%、+0.4%であった(中央値、図表4)。賛成比率が低い企業は収益性やガバナンス体制などに課題を抱えていたが、行使結果をきっかけとして問題解決に取り組んだため、株価が上昇した側面があると考えられる。

(図表4) 経営トップ賛成比率別の対TOPIX・年間超過リターン

(単位:%)

(年)	対TOPIX超過リターン(中央値)					対TOPIX超過リターン(平均値)				
	98%以上	96-98%	90-96%	80-90%	80%未満	98%以上	96-98%	90-96%	80-90%	80%未満
2015	1.6	-1.5	0.1	-5.9	11.5	-0.0	0.1	0.4	-2.0	8.2
2016	-1.5	0.2	2.6	3.3	9.9	-0.7	2.1	7.8	7.9	4.9
2017	4.2	1.5	-0.5	-4.0	2.3	2.8	3.6	-2.4	-7.1	6.6
2018	-0.8	2.8	-1.0	-1.1	0.4	-0.1	3.5	-0.9	-1.2	-4.0

注:対象はTOPIX500のうち各年に経営トップの取締役選任議案を決議した企業。超過リターンは、各年とも定時株主総会の開催月末と1年後の月末の株価に基づいてTOPIXに対する超過リターンを算出した後、各グループの平均値・中央値と全対象企業の平均値の超過幅から算出(配当は含めない)。業種分類はTOPIX17業種。

出所:日経ValueSearch、AstraManagerよりMUMSS作成

ただし、業種指数(TOPIX17 業種)に対する翌年の超過リターンは、2017 年までプラスを維持していたが、2018 年にはマイナスとなった(図表 5)。この一因として、賛成比率が低い企業の固定化があると考えられる。賛成比率が「前年から連続して 80%未満」となった企業は 2016 年に 3 社であったが、2017 年と 2018 年には共に 6 社に増えた。銀行業(東証 33 業種)に属する賛成比率 80%未満の企業は 2016 年に 1 社であったが、2017 年に 4 社、2018 年に 5 社に増えた。低収益のために賛成比率が低い地方銀行の場合、経営者が株主の不満を理解していても、超低金利や弱い資金需要を背景に、自社の経営努力だけで簡単に収益を改善できない状況があるとみる。更に、経営トップの賛成比率が低くとも、その結果を意に介さない企業が現れている可能性もある。賛成比率が 50%を超えれば、取締役役に選任されるので、改革を進める必要がないと経営者が考えているとすれば、収益が改善して株価が上昇する蓋然性は低い。

経営トップの賛成比率の低い企業が高いリターンを上げた 2015 年～2017 年は、取締役選任議案の一つの基準として収益性が広がった時期である。この時期、自社の収益性に問題意識を持っていた経営者は課題を克服するために事業改革を進め、その結果が投資リターンに現れた可能性がある。その後、2018 年に入ると、短期間で収益改善に結び付く戦略見直しの領域が少なくなり、賛成比率と投資リターンの関係が弱まっていると解釈することもできよう。

(図表5) 経営トップ賛成比率別の対業種指数・年間超過リターン

(単位:%)

(年)	対業種指数の超過リターン(中央値)					対業種指数の超過リターン(平均値)				
	98%以上	96-98%	90-96%	80-90%	80%未満	98%以上	96-98%	90-96%	80-90%	80%未満
2015	-0.9	0.9	0.9	-3.0	14.0	-1.4	1.2	0.5	-2.9	8.5
2016	-3.6	-1.2	3.0	4.8	12.8	-4.8	-2.4	3.4	3.8	1.8
2017	1.3	1.8	-0.6	-4.8	5.4	2.5	3.0	-1.9	-6.8	6.3
2018	-1.4	3.5	-1.4	1.0	-2.7	0.2	4.2	-1.6	-0.6	-3.6

注:対象はTOPIX500のうち各年に経営トップの取締役選任議案を決議した企業。超過リターンは、各年とも定時株主総会の開催月末と1年後の月末の株価に基づいて業種株価指数に対する超過リターンを算出した後、各グループの平均値・中央値と全対象企業の平均値の超過幅から算出(配当は含めない)。業種分類はTOPIX17業種。

出所:日経ValueSearch、AstraManagerよりMUMSS作成

1-4. ケーススタディ

パナソニック

パナソニックは津賀一宏社長の賛成比率が 2016 年の株主総会で 66.7%に落込んだ。買収防衛策(ESV プラン: Enhancement of Shareholder Value)が株主総会の議案に取上げられずに継続され、特別委員会の独立性が不十分であったことが主な理由であったと考える。

その後、パナソニックは 2016 年 12 月の取締役会で ESV プランの廃止を決定した。2017 年 2 月の株主総会で取締役の人数を 17 人から 12 人に減らして、社外取締役の比率を 3 分の 1 以上に引上げることを決定した。代表取締役は経営判断の迅速化と透明性の向上を狙って機能や役割などに応じた形に見直して、従来の 11 人から 4 人に減らし、日本マイクロソフト会長の樋口泰行氏を代表取締役・専務役員に招くことを決めた。樋口氏は松下電器産業(現パナソニック)を退社した後、複数の外資系企業で経営トップを務めた経歴を持つ。日本の大手企業で退社した人材が経営幹部として復帰することは異例であり、同社の経営姿勢の変化を象徴している。

事業面では4つの事業分野に絞込み、成長戦略に梶を切った。住宅分野では2016年12月にパナホームとパナソニックデバイス SUNX を株式交換による完全子会社化を発表した。自動車分野では2017年3月に自動運転を見据えた次世代コックピットシステムや先進運転支援システムなどの開発のために、フィコサ・インターナショナルの持分20%を追加取得して連結子会社化を決定した。一方、市場縮小や競争力低下に直面している事業では、収益性を重視したリストラを確実に進めている。

パナソニックのコーポレートガバナンス改革などの取組みは2014年頃から始まっていたが、株主総会での経営トップの賛成比率低下がこの改革を後押しした面がある。2017年の総会では津賀社長の賛成比率が95.8%に上昇した。

昭和電工

昭和電工は2012年度からROEが5%を下回る状況が続き、経営トップの取締役選任議案の賛成比率が2015年から低下し、2017年3月の株主総会では65.2%に落ち込んだ。同社は2011年からの中期経営計画“PEGASUS”に続いて、2016年から“Project 2020+”に取組み、収益変動抑制と収益力向上を目指して「個性派事業」を中心に、百億円から数千億円市場において独自技術で確固たるプレゼンスを確立し、トップシェアを狙う戦略を推進した。個性派事業の条件は、営業利益率：10%以上、営業利益額：数十億円以上、収益変動：環境変化への耐性である。個性派事業である黒鉛電極での収益改善に支えられ、2017年12月期の経常利益は640億円と、過去最高となった。昭和電工は自らの意思で事業改革を既に推進した訳であるが、経営トップの低い賛成比率が改革を後押しする一つの要因になったかも知れない。森川宏平社長の賛成比率は2018年3月の株主総会で97.0%に上昇した。

住友ベークライト

住友ベークライトは、2016年の株主総会で林茂社長の賛成比率が76.9%に落ち込んだ。この主因は、2007～15年度まで8年連続で5%を下回るROEが示す業績低迷である。同社はこの状況に危機感を持って、2015年12月、16年5月に次いで、16年12月に3回目の希望退職を実施した。希望退職者は3回合計で359名と、国内人員の10%超に相当する。業績が改善傾向にあり、財務面で余裕がある中、大胆な人員削減を実施したことは、収益体質を根本的に改善しようとするマネジメントの強い意志を反映している。

住友ベークライトは汎用デコラの生産終了など不採算事業の撤退や縮小、生産拠点の集約などを進めて、2017年3月期の実質の営業利益の前期比増加幅34億円のうち固定費削減が19億円寄与した。同年度の経常利益が前期比+63.5%、ROEが6.6%に改善して、2017年の林社長の賛成比率は94.3%に上昇した。2017年6月に国際的な比較可能性向上やグループ内の会計処理統一を目的としてIFRSの適用を決定した。林茂社長の賛成比率は2017年6月の株主総会で96.7%に上昇した。

2.買収防衛策議案

2-1.議案の行使結果

買収防衛策は、株主からの批判が強い会社提案議案である。国内外機関投資家は買収防衛策を経営者の保身につながるとみており、関連する議案の賛成比率が低い。TOPIX500 企業を対象とすると、2015～18年で述べ115議案が決議され、2017年以降、賛成比率は平均で60%台である。115議案のうち96議案で80%を下回り、更に60議案で70%を下回った(図表6)。行使結果の開示をみると、大多数の国内機関投資家が買収防衛策に反対した。

(図表6) 買収防衛策議案の行使結果

(単位:件数、%)

(年)	議案数		賛成比率			
	うち80%以下		平均	中央値	最大	最少
2015	31	23	71.1%	71.3%	90.5%	55.8%
2016	45	38	71.1%	69.8%	96.7%	57.9%
2017	27	23	69.5%	69.1%	89.7%	50.8%
2018	12	12	66.5%	68.4%	79.3%	56.7%
2019	9	9	63.3%	64.1%	74.4%	52.9%

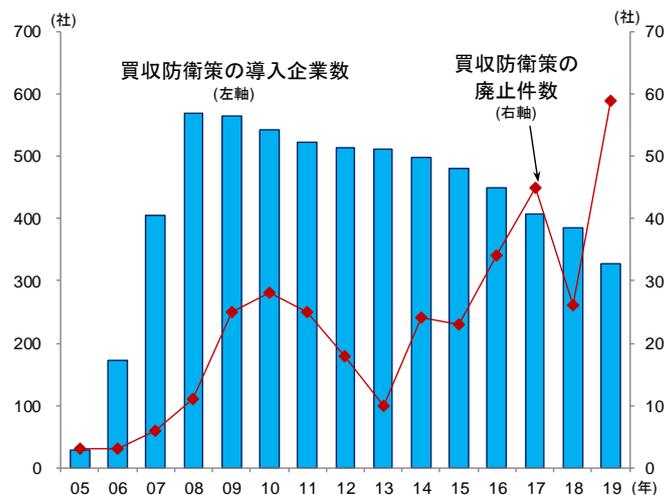
注:ユニバースはTOPIX500企業。買収防衛策の継続・導入議案の賛成比率。
出所:日経ValueSearch、AstraManagerよりMUMSS作成

2-2. 経営戦略・ガバナンス体制への影響

議決権行使結果は、買収防衛策の廃止を促している。日本企業は概ね買収防衛策の有効期限を3年後の株主総会までとしており(一部の企業は2年)、2015年と2016年に関連議案を議決した企業をみると、2015年の場合、決議した31社のうち18社が2018年までに買収防衛策を廃止、2016年の場合、決議した45社のうち34社が2019年までに廃止した。上場企業全体では、買収防衛策導入企業数は2008年の570社でピークをつけた後、減少してり、この流れが2016年から加速して、2019年には328社となった(IRジャパン集計、図表7)。

廃止発表企業のコメントをみると、理由として「株主の意見」「株主の共同利益」を重視すると共に、「買収防衛策をめぐる近時の動向」「金融商品取引法による大量買付行為に関する規制の整備」などを背景に、買収防衛策の必要性が相対的に低下したことが挙げられている。一部の企業は、直接的に「多数の賛同を得ることは容易でないことを確認した」と述べている。買収防衛策については、主要企業の場合、議決権行使結果がガバナンス体制の変更を促したと言える。

(図表7) 買収防衛策の導入企業数と廃止件数



注: 2019年の値は6月末現在。
出所: IR Japan

2-3.行使結果と投資リターン

米国では 2000 年代前半にポイズンピル廃止などの株主提案議案が多く決議されて、株価に好影響を与えたと報告されている。しかし、日本では米国と異なり、買収防衛策に対する反対比率が投資リターンに寄与しているとは言えない。株主総会月末から1年間の対 TOPIX と対業種指数の相対リターンは、2015～2018 年全体(115 社)で各々+0.2%、-2.5%であり、賛成比率が 80%未満であった96社で各々-3.2%、-4.4%であった(図表8)。賛成比率が低い企業の超過リターンは低い傾向がある。

尚、2015～16年に買収防衛策の議案を決議した企業のうち、2018～2019年に防衛策を廃止した企業と継続した企業を、その3年間の ROE で比べても、有意な格差は見出せなかった。

(図表8) 買収防衛策議案の提出企業の対TOPIX・業種株価指数の超過リターン

(単位:社、%)

(年)	買収防衛策を決議した全企業					うち賛成比率が80%未満企業				
	対象 企業数	対TOPIX		対業種指数		対象 企業数	対TOPIX		対業種指数	
		中央値	平均	中央値	平均		中央値	平均	中央値	平均
2015	31	15.8	17.7	7.6	11.9	23	11.8	13.7	2.5	8.7
2016	45	-3.8	-2.4	-3.6	-3.8	38	-4.4	-3.4	-6.6	-6.5
2017	27	-3.3	2.1	-7.8	-0.6	23	-3.6	-0.5	-7.9	-3.4
2018	12	-8.5	-1.8	-3.0	-0.1	12	-8.5	-1.8	-3.0	-0.1
全期間	115	0.2	4.1	-2.5	1.5	96	-3.2	1.6	-4.4	-1.3

注:対象はTOPIX500企業のうち買収防衛策議案を決議した企業。超過リターンは、各年の定時株主総会の開催月末と1年後の月末の株価からTOPIXと業種株価指数に対する超過リターンを算出した後、対象企業の平均値・中央値を算出(配当は含めない)。業種分類はTOPIX17業種。
出所:日経ValueSearch、AstraManagerよりMUMSS作成

投資リターンは期待通りの結果を確認できなかった。この理由としては、1)リターンの測定期間が長いため、他のファクターの影響が大きいこと、2)株主判明調査などを通じて、賛成比率は低くとも、可決の見通しが高い企業だけが買収防衛策議案を決議したことが考えられる。

また、企業の対応に注目すると、1)反対比率が高くとも、企業が株価上昇に寄与する対策を取らないこと、2)アクティビストの圧力が少ないために、買収防衛策が廃止されても、経営者が危機感を持って事業戦略や収益構造の改革に取り組まないことなどが考えられよう。

3. 配当・自己株式取得に関する株主提案議案

3-1. 議案の行使結果

増配・自己株式取得に関する株主提案議案に限定すると、そもそも議案数が少ないが、賛成比率は2016年から2019年に8.7%から16.7%に上昇した(図表9)。増配と自己株式取得の議案に分けると、この間、各々8.1%から16.4%、9.4%から17.5%に上昇した。議案数も増加しており、株主還元を求める株主提案に対する株主の支持が広がっているとみる。議決権行使結果の個別開示をみると、現在、国内機関投資家が株主提案議案に賛成することは例外的ではない。

(図表9) 配当・自己株式取得に関する株主提案議案の行使結果

(単位:社、%)

(年)	対象議案数		賛成比率				対象企業数
	うち15%以上		平均	中央値	最大	最少	
2015	11	3	10.6%	8.0%	40.6%	0.0%	10
2016	13	2	8.7%	7.8%	18.6%	1.1%	10
2017	16	5	13.1%	9.5%	26.9%	1.2%	13
2018	23	8	15.1%	12.8%	38.1%	0.7%	19
2019	24	12	16.7%	16.5%	34.1%	0.6%	22

注:ユニバースは全上場企業。配当と自己株式取得に関する株主提案議案の賛成比率の平均値・中央値などを算出。一部の企業が両方の議案を決議しているため、議案数と企業数が一致しない。
出所:日経ValueSearch、AstraManagerよりMUMSS作成

国内機関投資家は企業価値向上やコーポレートガバナンスの改善を重視して、会社提案と株主提案を基本的に平等に判断している。剰余金処分案の議決権行使基準のガイドラインをみると、キャッシュリッチ企業や持続的な低収益企業の場合、会社議案に原則反対する機関投資家が少なくない。例えば、三菱UFJ信託銀行では「自己資本利益率(ROE)の過去3年平均および直近が5%未満で、内部留保の必要性が低く、総還元性向が30%未満の場合」、過少配当であると判断し、「『(現預金+長短期有価証券)/総資産が50%以上かつ自己資本利益率(ROE)の過去3年平均および直近が8%未満』に該当し、会社側に資本政策等についての説明を求めたが説明が不十分と判断する場合」、その企業がキャッシュリッチに該当すると判断して、剰余金処分案に原則反対としている。

また、株主提案議案が機関投資家に受け入れやすい内容になっている。以前は配当性向が100%を大きく上回る配当を求める議案も多く、この場合、その企業は翌年度以降に減配する可能性が高い。資本構成が改善するとしても、長期保有を前提とする投資家は維持不可能な配当を求める議案には賛成しにくかった。しかし、最近の株主提案では配当原資が明確に示されていることや、配当性向100%以下に留まる範囲で配当の増額を求めることが多くなっている。

3-2. 経営戦略・ガバナンス体制への影響

配当・自己株式取得の株主提案議案が相対的に高い支持を得た企業は、株主還元策を積極化することが多い。賛成比率が15%以上となった企業でみると、2017年は5社のうち4社、2018年は8社のうち5社、また、2019年は11社のうち6社が前期の1株当たり配当金を増やした。この間、多くの上場企業が配当を増やしており、件数が少ない中で、株主提案議案の影響が大きいと判断することは難しいが、一部の企業は株主提案を受ける2~3年前に比べて、配当金が2倍以上に増やした。本研究の対象に含めていないが、企業が要求をある程度受け入れたため、株主提案議案が取り下げられたケースも存在する。議決権行使は配当政策に影響を与えた可能性が高いとみる。

3-3. 行使結果と投資リターン

配当・自己株式取得の株主提案議案では、賛成(会社の方針に反対)比率が15%を超える場合、対TOPIX超過リターンは中央値で+4.9%である(図表10)。対象企業数が17社と少なく、統計的に有意であるとは言えない。全上場企業を対象としたので、時価総額が100億円未満の企業が含まれており、株価形成が時価総額の大きい企業と異なる点にも注意を要する。

ただし、日本企業は過剰な現預金を保有しており、株主還元が不十分であるという批判が多い。この点を踏まえると、株主提案に沿って増配や自己株式取得など積極的な株主還元策を企業が取る場合、株主価値は上昇すると期待される。

(図表10) 配当・自己株式取得の株主提案議案を受けた企業の投資リターン

(単位:社、%)

(年)	株主提案議案を決議した全企業					うち賛成比率が15%以上企業				
	対象 企業数	対TOPIX超過リターン 中央値	対業種超過リターン 平均	対業種超過リターン 中央値	対業種超過リターン 平均	対象 企業数	対TOPIX超過リター 中央値	対業種超過リター 平均	対業種超過リター 中央値	対業種超過リター 平均
2015	10	6.5	3.8	-7.4	-3.3	3	8.1	11.6	-8.0	1.2
2016	10	26.3	23.6	21.4	23.3	2	10.8	10.8	14.6	14.6
2017	13	-1.6	2.1	1.2	0.3	5	4.8	-1.9	-1.2	-6.6
2018	19	-7.1	0.1	-2.0	-1.7	7	-7.1	4.8	3.5	3.3
全期間	52	-1.5	5.8	0.3	3.3	17	4.9	4.8	-1.2	1.3

注:対象は全上場企業のうち配当と自己株式取得に関する株主提案議案を決議した企業。超過リターンは、定時株主総会の開催月末と1年後の月末の株価からTOPIXと業種株価指数に対する個別企業の超過リターンを算出した後、対象企業の平均値・中央値を算出(配当は含めない)。業種分類はTOPIX17業種。

出所:日経ValueSearch、AstraManagerよりMUMSS作成

IV.まとめと考察

本研究では対象とする議案数が少なく、投資リターンとの関係は明確にできなかったが、日本でも議決権行使結果が経営戦略やガバナンス体制の見直しに結び付く可能性が示されたと考える。「議決権行使結果(株主の不満・批判)→経営戦略・ガバナンス体制の見直し→株主価値向上」という関係が成り立てば 議決権行使結果は投資判断の一つの重要な情報であると言える。今後、対象数を広げると共に、議決権行使結果とその後の経営戦略・ガバナンス体制の見直しを株価が織り込むと期待される適切な期間を検討して、投資リターンとの関係の分析を深めたい。

最後に、経営戦略・ガバナンス体制の見直しを促すという文脈を重視するならば、議決権行使については次の点が重要であると考ええる。

第一に、経営戦略・ガバナンス体制の見直しを促すという関係を考えると、議決権行使はエンゲージメントの一環として捉える必要がある。持続的な成長と中長期的な企業価値向上を目的に企業が適切な戦略を取ることを促す手段は、議決権行使だけではなく、エンゲージメントが重要であることが多い。企業が抱える課題は多様であり、特に日本では「攻めのガバナンス」の下、経営者に適切なリスクテイクを促す制度が求められている。また、議決権行使結果を受けて、企業が株主・投資家との対話を真摯に進める可能性がある。取締役選任議案の 80%未満の賛成比率は、企業経営者に大きな圧力になると言われる。

同時に、議決権行使をエンゲージメントの一環と位置付けるならば、行使結果についての企業の認識が重要である。会社提案で賛成比率が 80%を下回った議案では、会社がその理由をどう認識して、どう対応しようとしているのかを開示することは議論に値しよう。

第二に、株主価値向上を目的とする場合、決議される議案の内容が重要であり、その前提として投資家の多様化が求められる。買収防衛策議案などを例外とすれば、株主の不満・批判が現れる会社提案議案は取締役選任議案に集中しやすい。ここで株主提案議案が一定の役割を果たし、その内容は社会の要請を反映して変化すると考える。米国の株主提案議案を 2000 年代前半から振り返ると、当初、株主提案議案はポイズンピル廃止の議案が多く、その後、経営者報酬(Say on Pay)、過半数投票基準(Majority Vote Standard)の議案が増え、2013 年以降、取締役会議長の分離(Independent Chair)、株主による取締役候補者の提案(Proxy Access)の議案が増えた。

株式運用のパッシブ化・インデックス化の進展を踏まえると、会社提案議案ではアクティビストの存在が重要であろう。低いコストで分散投資の恩恵を享受するパッシブ運用は一つの有用な手法である。しかし、コストを優先するパッシブ運用ではアセット・オーナーや運用機関がコストを負担して株主提案を行うことは難しい。過去数年間、日本企業は複数の独立社外取締役選任などガバナンス体制を改善させてきたが、依然として資本コスト、政策保有株式、親子上場などの課題も少なくない。アクティビストを含めて株主提案を行う主体が多様化することは、議案の選択肢を広げ、コーポレートガバナンス向上に寄与する可能性が高いとみる。

参考文献：

Bach, L. and D. Metzger (2015) “Why Do Shareholder Votes Matter ?”

Brochet, F., F. Ferri and G. Miller (2016) “Market Valuation of Anticipated Governance Changed: Evidence from Contentious Shareholder Meetings,” Columbia Business School Research Paper No. 16-47.

Cunat, V., M. Gine and M. Guadalupe (2010) ”The Vote is Cast: The Effect of Corporate Governance on Shareholder Value,” NBER Working Paper No. w16574.

Papadopoulos, K. (2019) “The Long View: The Role of Shareholder Proposal in Shaping U.U. Corporate Governance (2000–2018),” Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation.

Renneboog and Szilagyi (2010) “The Role of Shareholder Proposal in Corporate Governance”
“The Role of Shareholder Proposal in Corporate Governance”.