

ESG

スピークアウト

第4回

日本総合研究所
創発戦略センター スペシャリスト

黒田 一賢

青山学院大経済学部を卒業後、岡三証券と英ESG調査機関EIRIS(現Vigeo EIRIS)で財務面、非財務面での企業調査を担当。現在は株式運用のための非財務面での企業評価業務などに従事している。日本サステナブル投資フォーラム運営委員。同大地球社会共生学部非常勤講師。英ExtelとNGOのSRI-CONNECTが主催する独立系調査機関所属非財務アナリストランキングIRRI 2012で世界4位。



株主提案が注目を集めた2019年株主総会 企業は“本質的投資家”を魅了する情報開示を

活発だった今年の株主総会

6月は例年、3月期決算企業の株主総会シーズンとなるが、今年の株主総会(以下、総会)はこれまでにないほどメディアに大きく取り上げられた。これまでも総会でのお土産を取りやめる企業が話題になってきたが、今年はコーポレートガバナンス(企業統治)に関わる、より本質的なものが話題になった。

例えば、株式市場関係者によると、株主提案数が近年増加しており、今年も昨年に比べて増加したそうだ。株主提案とは、総会の開催企業から提出された議案以外の議案を株主が提出する行為である。株主は自らの資金を企業に投資する代わりに、それに伴ういくつかの権利が認められている。配当の受領などとともに株主提案もその1つである。

株主提案は、株主が自らの利害と一致するように企業活動の変更を要請する行為である。以前なら、総会開催企業の議案に対して株主が賛成多数で承認するのが、総会の一般的な光景だった。そこでは株主提案そのものが少なく、また株主提案が提出されても否決を見込んであまり話

題にならなかった。

しかし今年、株主提案が大きな注目を集めた。最も注目されたのは住宅設備機器メーカーLIXILグループの取締役選任だろう。①社外から招聘されたCEO(最高経営責任者)の解任、②創業者出身のCEOの選任に関する議題で、それぞれの過程の不透明さに海外投資家が疑問を呈し、総会では会社提案、株主提案の取締役候補がそれぞれ信を問う形になった。

海外では株主提案で取締役候補が指名され、総会でその選任の可否が問われることは珍しくない。しかし、日本企業でこれほど大規模に株主提案の取締役候補が指名されたのは初めてだったのではないだろうか。

衝撃的だった

クローバック条項導入の是非

製薬大手、武田薬品工業の総会でクローバック条項導入に関する是非が問われたのも衝撃的だった。クローバック条項とは、巨額損失が出た際に過去に取締役が受け取った報酬を返還させる取り決めで、欧米では比較的一般的な慣行である。しかし、日本企業の役員報酬の多くはこれまで固定報酬が過半を占めており、業績に連動して変動する役員報酬制度は限定的だった。

最近では企業の収益力向上を促すためのインセンティブとして、中期経営計画の目標数値に対する達成度や、ストックオプションなど株価水

表1 コーポレートガバナンス・コードにおける政策保有株式の規定

【原則1-4. 政策保有株式】

上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。

上場会社は、政策株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。

出所：金融庁「コーポレートガバナンス・コード」

準に連動する変動報酬を導入する企業が増え、以前と比べると変動報酬の割合が上昇してきている。その結果、取締役個人が受け取り得る報酬総額の水準も上昇することになり、その説明責任も重要度を増してきたと言える。

クローバック条項がなければ、取締役が在任期間に企業買収など過剰にリスクをとり、短期的な収益の急増を最優先してしまう可能性がある。その取締役の退任後、企業や残された取締役がそのツケを払うことになりかねない。武田薬品工業の総会では否決されたものの、多くの株主がこの条項に賛成しており、同社の経営姿勢に厳しい視線を送っていることが浮き彫りになった。

本質的投資家との関係構築へ

以上のような活発な株主行動の一因には、政策保有株式(表1)の解消があると言われている。日本企業は第二次世界大戦後からしばらくの間、①企業とそのメインバンクとの間、②自動車メーカーと部品会社のように取引関係にある企業との間で相互に株式を持ち合うのが一般的な慣習だった。安定的な取引関係を担保するものとして、また一部には外資系企業による買収を予防するものとして、このような政策保有株式の存在は正当化されてきた。

政策保有株式によって得られた安定的な資本関係は“物言わぬ株主”の増加につながり、企業が提出した議案を粛々と承認する“シャンシャン総会”が一般的になる原因となった。

しかし、バブル崩壊やコーポレー

表2 株式投資家の類型

投資家類型	特徴
本質的投資家 (Intrinsic investors)	<ul style="list-style-type: none"> 投資先企業の理解に最大限努力を払い、その長期的価値創造能力に興味を持つ 経営の質に関心を示すとともに、短期的な収益の変動に対して寛大
機械的投資家 (Mechanical investors)	<ul style="list-style-type: none"> コンピューターによる運用を行うインデックス・ファンドや売買の意思決定にコンピューターによるモデルを利用する 企業の戦略や経営の質にあまり関心を持っていない
トレーダー (Traders)	あくまで短期的な投資リターンを追及し、企業の収益予想の下振れ・上振れといったニュースを基に売買の意思決定を行う

出所：McKinsey & Company “Communicating with the right investors”より日本総合研究所が作成

トガバナス・コードの制定(2015年施行、2018年改訂)をきっかけに、政策保有株式は減少傾向にある。コーポレートガバナンス・コードとは、上場企業が守るべき行動規範を示した企業統治の指針で、金融庁と東京証券取引所が取りまとめた。

“物言わぬ株主”の株式保有割合の低下により、企業はさまざまな情報開示を求められるようになった。投資家の中には、短期的なニュースを株式売買の判断に使うトレーダーや、コンピューターを用いた運用を行う機械的投資家もいるが、企業の情報開示に最も関心を示すのは本質的投資家と呼ばれる投資家である(表2)。

本質的投資家は、投資先企業の理

解に最大限努力を払い、企業の長期的価値創造能力に興味を持っている。すなわち短期的な収益の変動には寛大であるものの、関心事である経営の質の悪化が懸念される場合には積極的な株主提案も辞さないということである。

本質的投資家は企業にとって脅威に見えるかもしれないが、企業の長期的な成長に興味があるということはESG(環境・社会・ガバナンス)情報に興味があり、企業の長期的な資金供給者になり得るということである。

ESG情報の開示を、ESGインデックスへの採用を主目的に行うのではなく、本質的投資家を魅了するために行ってこそ、ESG投資の本懐と言えるだろう。E

「ビジネスパーソンのための ESGの教科書 英国の戦略に学べ」 (著者・黒田一賢、日経BP刊、2500円+税)

ここ数年でESG投資が急激に広まったものの、その知識・知見のバラツキが依然として大きい。本書は世界の金融の中心、英シティでの取材を基にESGビジネスの中心にいるアセットオーナーやアセットマネジャー、コンサルタントなどの最新動向を紹介。ハードローとソフトローを絶妙のバランスで組み合わせ、20年かけて環境整備を進めてきた英国の戦略を解説する。ESG投資の基本から、先端のプレイヤーの動きまで分かる、企業担当者や市場関係者にとって必読の1冊。

