

日本の株主の権利と ROE 革命の影響



著者：

セス・フィッシャー (Seth Fischer) -オアシス・マネジメント創業者・最高投資責任者 (CIO)
(*Ethical Boardroom Magazine* より抜粋)

日本の自己資本利益率 (ROE) 革命は現在進行中であり、上場企業におけるガバナンスの基本原則を定めた日本のコーポレート・ガバナンス・コード、および機関投資家のための諸原則を定めたスチュワードシップ・コードという2つの「ソフトロー」(法的拘束力のない規範)としての枠組みを拠り所として企業の生産性と投資利益率(ROI)の改革へと進化を遂げつつあります。

この2つは経済産業省の言うところの「車の両輪」であり、この革命を推し進めるための枠組みを構築するものです。日本の会社法の保障する強力な株主権と共に、「見えざる手」として企業の取締役、経営陣、および経営に関与する株主に影響を与える役割を担っています。

また、これらは2つ1組で適用されたときに、もっとも大きな威力と効果を発揮することになります。

このうち「コーポレート(企業)」に目を向けると、社内及び社外取締役は公益社団法人会社役員育成機構(BDTI)などの研修を受講することが現在求められています。この研修では、取締役に就任する人々を対象に金融リテラシー、ガバナンス理論、法的責任、また、コーポレートガバナンスコードのベストプラクティス・モデルに関する講座が開講されています。例えば取締役向けの研修では、コーポレート・ガバナンス・コードにもとづき、以下のようなテーマが取り上げられています。

1. 客観的基準および公正かつ透明なプロセスを用いた取締役の任命
2. ROE や ROIC (投下資本利益率) などの財務指標をはじめとした戦略や目標の設定およびこれらの目標の進捗管理において取締役会が果たす役割
3. 現職の取締役が直面するであろう新たな問題に対処できるための継続的なトレーニングの実施と最新情報の提供、及び経営陣及び取締役の後継者育成への取組み
4. 企業の文化と「トップの姿勢」の確立、および基本原則(内部告発者の保護の徹底など)の実践

5. 取締役会による全体の自己評価、ならびに委員会および個々の取締役による自己評価の実施。株主の意見表明や行動を受けて、異議や提案の分析を適宜実施
6. 女性や外国人の取締役への登用など多様化に伴う、新しい視点の導入
7. 役員報酬の決定や役員任命などを専門に行う独立諮問委員会の設置と、それを通じた経営陣の利害と会社利害の独立の実現について
8. 取締役、株主、従業員、経営陣のコミュニケーションの円滑化を目的とした筆頭取締役の任命
9. コーポレート・ガバナンス・コードでグローバル企業に推奨されているのと同様、取締役会の 1/3 超を独立社外取締役として任命し、前述の取り組みを促進すること（現時点で、コーポレート・ガバナンス・コードでは「コンプライ・オア・エクスプレイン（遵守せよ、さもなければ説明せよ）」として 2 人の任命を求めているだけですが、今後人数の増加が見込まれます）
10. 株主に必要な情報はすべて適切かつタイムリーに公開すること。この中には実際のガバナンス慣行や、コーポレート・ガバナンス・コード非準拠の詳細な理由なども含まれる。

ガバナンス向上のための手段

BDTI 等の機関は、基礎知識と最新のガバナンス慣行の両方について教える集中講座とセミナーを通じて、新しい環境で日本企業の取締役会と取締役にとって必要となるノウハウの普及に努めています。日本企業の取締役会における変化は（出遅れた感はあるものの）速度を増しつつあります。もう一方の車輪は、言うまでもなく株主です。

一般的な見方に反して、株主の関心は、ポートフォリオ企業の成長に向けて、スチュワードシップ・コードに署名した当事者としての義務を果たすことに注がれています。これは、会社法で定められた強力な株主権という世界中を見渡しても最も優れた手段によって、株主の長期的利益が保証されていることによるものです。

日本の法人株主についての独自調査を実施したところ、ポートフォリオ企業のコーポレート・ガバナンスを向上させるためにどのような手段があるのか、多くのファンド・マネージャーが認識していないことがわかりました。

法で定められた株主の権利のもとでは、日本の投資家は合理的に必要と判断される企業情報であればどのようなものでも企業に請求することができます。通常これらの情報は企業のインベスター・リレーションズ部門や上級執行役員に対し請求できるようになっていますが、状況次第では、投資家は企業の開示請求を求めて法廷に持ち込むことも可能です。発行株式数の 3% 株式の保有で、企業の帳簿、記録、書類の調査または謄写を申請できるほか、検査官を任命して、経営および資産状況の調査を行えるようになっています。

スチュワードシップ・コードとコーポレート・ガバナンス・コードによって投資家と企業の両方が活性化することで、日本は世界の中でも長期的な株式投資にもっとも適した市場の1つになるでしょう。

その会社の株を1株でも所有していれば、株主名簿、会社定款、株主総会および取締役会の議事録の謄写を請求できます。また、合併時に会社に対して自分の所有する株式の購入を要求できる（株式買取請求権）ほか、売却参加権（会社が他の株主の株式を購入する際に、自分の所有する株式の買い戻しを請求できる権利）の行使、株主代表訴訟や二重代表訴訟（持ち株会社に対し、主要子会社の取締役の説明責任を追及するよう請求する訴訟）の提起が可能です。

さらには、株主名簿上の株主として少なくとも半年前から株式を300株または1%保有している場合、年次株主総会（AGM）での議決に参加する代理人を何人でも任命することができます。なお、代理人の「範囲」は広義に解釈されるものとします。たとえば、問題に対する権限を株主に付与する提案など、一般提案に関連するものであれば、会社の経営上の意思決定に関連する具体的な提案をこれらの代理人を使って行うことも可能です。

歴史的に見ると、このような強力な株主権は、財務議題ではなく具体的な EGS（環境、ガバナンス、社会）議題（原子力や反資本主義といった問題に関連するものが一般的）がある場合に多く行使されてきました。話題になった野村ホールディングスの社名変更提案（野村ホールディングスから「野菜ホールディングス」への変更を求めるもの）をはじめ、こういった投資家からの提案は速やかに棄却される場合がほとんどです。野村ホールディングスの社名変更も実現することはありませんでした。

特例として、3%の株式を6カ月以上保有する株主は臨時株主総会（EGM）の招集請求をいつでも行うことができます。AGM（提案があった場合はEGM）での投票数が過半数に達しない場合、取締役は再任されない可能性があります。現在、取締役の任期は1年というケースがほとんどであり、このような投票はほとんどの企業で毎年実施されています（米国の場合と違い、日本における任期は最長でも2年）。つまり、任期の終了または支持率の低さは、取締役会で「不信任案」の採決を行うのと同じ意味を持つこととなります。

一部の企業は、この議決が Institutional Shareholder Services (ISS) 社 - コーポレート・ガバナンスに関する投資家向け助言サービスを行っているアドバイザリー・ファーム - の新たな議決権行使助言方針の影響を受けることになるのではと懸念しています。この新方針は、過去5年の平均 ROE が 5% を下回る場合、企業の経営トップの専任に反対票を投じることを推奨するものです。あまり知られていないことですが、任天堂の故 岩田聡 CEO の昨年の得票率は 78% に留まっていました。今年、戦略に大きな変化がなければ——任天堂の変化は今やモバイル・ゲーム戦略にかかっています——再任が危ぶまれることになるかもしれません。

¹この寄稿文は任天堂の故 岩田前社長が逝去される前に作成されたものです。

権限を持った株主

今後、経済的動機を持つ株主によって、より頻繁かつ建設的にこれらの権利が行使されるようになるでしょう。日本の公開会社のほぼすべてで、登録株主の大多数がこのような株主によって占められています。2015年3月時点で、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）、企業年金連合会（PFA）、およびすべての大手生命保険会社や投資運用会社（私の会社も含まれます）などからなる184の機関投資家がスチュワードシップ・コードに署名しており、これにより次の2つの概念が強化されることとなります。1つは「顧客(受益者)の中長期的な運用利回りを高める」という一番重要な目的を実現するための金融投資としての株式保有、もう1つは、主としてのエンゲージメント義務。後者の中には投資の価値を向上するための重要な手段の1つである株主総会での投票という行動も含まれます。日本の眠れる巨人、そしてその基盤である株主が、長い眠りから目覚めようとしています。

以上のような理由から、スチュワードシップ・コードとコーポレート・ガバナンス・コードによって投資家と企業の両方が活性化することで、日本は世界の中でも長期的な株式投資にもっとも適した市場の1つになるであろうと考えられます。

しかし、それだけではありません。2013年6月、スチュワードシップ・コードとコーポレート・ガバナンス・コードは日本再興戦略の一環として安倍内閣の政策に採用されました。この戦略には「Japan is Back（日本は帰ってきた）」という副題がついています。スチュワードシップ・コード自体、「受託者責任を果たすことで、投資家は経済全体の成長に貢献できるようになる」と謳っています。まったく同感です。つまり、世界の投資家のために、日本はまさに帰ってきたのです。
