経済教室

企業統治改革の論点㊥

「緊張感ある対話」促進を

投資家の影響強まる

株主総会の集中是正急げ

ポイント
- 米国で物言う株主の標的企業は収益向上
- 6月の総会集中生む基準日の慣行改めよ
- 投資家の協調阻む「共同保有者」見直しを

田中 亘　東京大学准教授

企業統治とは、広い意味では企業の運営・管理のあり方全般を指すが、とりわけ株式が多数の投資家によって分散保有されている上場企業で、経営の適法性や効率性をどう確保するかが議論の中心である。本稿は企業統治に関する様々な論点のなかから、機関投資家と企業との対話に関する問題を取り上げたい。

全国の証券取引所によれば、日本の上場企業における外国法人等（多くが海外機関投資家とみられる）の株式保有比率は、1990年度の4・7%から2013年度には30・8%に急上昇した。信託銀行も9・8%から17・2%に高まった。生命保険・損害保険（計5・1%）を加えれば、現在、上場株式の過半は国内外の機関投資家によって保有されているとみられる。

この結果、機関投資家の議決権行使が株主総会の決議の結果を左右し、企業の企業統治のあり方に影響を与えるようになってきている。たとえば、社外取締役を選任している企業は今や東証1部上場企業の7割を超える。これは経営陣から独立した者に経営の監視役を期待する投資家の要求によるところが大きい。

このような機関投資家の影響力の増大は、経営陣に対する規律づけを強め、企業の効率性を改善する効果を期待できる。その半面、投資期間の短い投資家が企業経営に過剰に干渉することにより、経営が短期志向になる危険性を指摘する意見もある。

00年代後半、投資先企業に資産・事業の処分や株主への分配増大を強硬に求めたスティール・パートナーズ・ジャパンのようなアクティビスト（物言う株主）ファンドの活動を想起し、今後、そうした短期志向の要求が増えることを懸念する向きもあろう。

しかし、米ハーバード大学のルシアン・ベブチャック教授らが昨年公表した実証研究によれば、米国でアクティビストファンドの標的となった上場企業は、その後5年間で総資産利益率（ROA）やトービンのq（時価総額÷資本再取得価額）で測った業績を、同業他社と比較して、より改善させている。

これは、アクティビストが標的とする企業は、資本コスト（株式投資のリスクを勘案して投資家が最低限要求する収益率）を上回る収益を挙げていないという意味で無駄な資産・事業を保有しており、要求に応じ、それらを処分して株主への分配を増やすことにより、経営効率が改善するという仮説と整合的である。

今年2月、金融庁は「『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）」を公表した。同原則は、投資家が企業との対話を通じ、企業の持続的成長を促すことを推奨している。また、投資家に対し、利益相反の管理や議決権の行使、行使結果の公表についての方針の開示を求めている。6月時点で、約130の機関が受け入れを表明した。

企業の持続的成長は、投資先企業に対して資本コストを上回るリターンを求める投資家と企業との「緊張感のある対話」、すなわち、要求が実現しない場合は経営陣と対立する株主権行使がされる可能性を伴うような対話を通じ、企業経営の効率性が確保されることによってもたらされる。こうした対話を促す環境整備が急務である。

以下では、投資家が企業との間でそうした対話を進めるうえで支障となっている慣行ないし制度を2点取り上げ、改善の方向性を検討する。

第1は、定時株主総会の基準日と開催日に関する慣行である。従来、わが国の上場企業のおよそ8割は毎年6月に総会を開いており、しかもそのうち9割以上の開催日が6月下旬（21日以降）である。

以前は総会が6月の特定日に集中し、株主の出席機会を奪うということで問題となっていたが、集中日開催の傾向は、ここ10年ほどで相当に緩和されている（表参照）。しかし、集中日を避ける企業も、大部分は6月下旬の開催であり、総会がその時期に集中する傾向には、あまり大きな変化はない。

これは、各企業が定款により、株主総会の議決権や配当の受領権を有する株主を確定する「基準日」を、事業年度の末日（決算日、大多数は3月末日）と定めているためである。

会社法上、基準日は権利行使日前の3カ月内としなければならない。3月末日を基準日にすれば、6月末日までに総会を開かなければならないことになる。決算書類の作成や監査、招集通知の作成に必要な期間を考慮すると、どうしても6月下旬の開催になりがちになる。

しかし、議決権と配当の受領権の基準日を決算日とすることは、法律の要請ではない。たとえば5月末日を基準日と定め、7月や8月に総会を開催することも可能である。

決算日を基準日にするために、決算日から3カ月以内という非常にタイトなスケジュールで総会を開かなければならない（欧米企業は4～5カ月後が普通）。その結果、開催時期が集中するうえに招集通知から開催日までの期間も短くなり、投資家が、議案を精査したり企業と対話したりする時間が十分にとれないという問題が生じている。

企業が定款変更で基準日をたとえば5月末日か6月末日とし、7～8月にかけて総会を開くものとすれば、議案をめぐる投資家と企業との対話を促すことが期待できよう。

第2に、大量保有報告制度における「共同保有者」の概念の見直しや明確化を提案したい。複数の機関投資家が協調して企業と対話する際の障害となっているからである。

金融商品取引法上、上場企業の株式を5%超取得した者は、原則として5日以内に大量保有報告書で開示しなければならない。複数の株主が共同して株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している場合、それらの者は共同保有者として、保有株式を合算して保有割合を計算するものとされている。

しかし、まず、およそ株主として同で行使する合意すべて共同保有者広範すぎるように投資家にとっての無視できない。取数の交代を共同で うな、支配権の変 す行使であればと とえば共同で増 場合まで適用する しもないのではな

さらに、共同行 「合意」とは何を かを明確にすべき 意とは、単なる意 なく、互いに相手 自己の将来の行動 うことであると解

たとえば、株主 株主が、機関投資 案への賛同を求 う。たとえ機関投 に賛意を示したと れをもって「合意 きではない。顧客 義務を負う機関投 ったん賛意を表明 も、その後の検討 対することが顧客 ましいと判断した 総会では提案に応 ばならないはず。

したがって、機 明確に賛意を表 も、それは相手方 成の議決権行使へ く、単なる意見聴 きである。そうで 議案をめぐる投資 話し合いが常に れる危険があり、 調して企業と対話 極めて困難になる

英米では投資家 働アクティビズム れ盛んだが、日本 普及しておらず、 制が障害になって がある。投資家に 規制も、投資家の を阻害しないかと らの見直しが必要

たなか・わたる　東京大博士。専 法と経済学

株主総会開催状況の推移

	1995年7月～96年6月	2012年7月～13年6月
6月開催会社数／調査対象会社数	1864社／2286社 (81.5%)	1872社／2428社 (77.1%)
集中日開催会社数／6月開催会社数	1755社／1864社 (94.2%)	828社／1872社 (44.2%)
6月下旬開催会社数／6月開催会社数	1850社／1864社 (99.2%)	1685社／1872社 (90.0%)

（注）商事法務研究会調べ。調査対象は両期間に定時株主総会を開催した上場企業（新興市場および外国企業を除く）