

株主総会の招集通知等に対する機関投資家の着眼点

統合報告アドバイザー室

1. はじめに

本年6月に公表された、「日本再興戦略」改訂2015では、「I. 総論」に続く、「II. 改訂戦略における鍵となる施策」の最初に、「攻め」のコーポレートガバナンスの更なる強化¹が掲げられている。その中で、「投資家に対する企業情報の開示が迅速かつ効率的になされるよう、会社法、金融商品取引法、証券取引所上場規則それぞれが定める情報開示ルールの見直しを行い、中長期的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の建設的な対話を促進する」ことが記載されている。

投資家（株主）にとって企業との重要なコミュニケーションの手段の一つに企業の株主総会の「招集通知（事業報告書を含む）」がある。経済産業省では、「企業報告ラボ^{*1}」の活動の一つとして株主総会招集通知に関する機関投資家へのアンケート調査^{*2}を行っており、興味深い結果が公表されている。今回はその概要を紹介する。

なお、本文中における意見に係る部分は筆者の私見である。

2. 調査実施の経緯

アンケート調査は、企業報告ラボのプロジェクトとして実施された。「機関投資家の視点から見た株主総会の招集通知」の良い（悪い）事例を幅広く集めて紹介することが、企業の実務者にとって有用ではないかとの提案を受けて、グッド／バッドプラクティス事例分析作業部会が設けられ、2014年にパイロットプロジェクトが実施された。16組織の回答結果が2015年5月に公表されている。

その後、日本版ステュワードシップ・コードの導入やコーポレートガバナンス・コードの検討、伊藤プロジェクトの最終報告書公表等によって、企業と機関投資家との対話のあり方に関する議論が本格化している状況を踏まえ、質問項目を整理した上で、2015年1月から3月にかけて調査が実施された。

3. 調査の目的

株主総会招集通知の事例について、機関投資家が特にどのような点から注目しているか、投資家から見て良い（悪い）事例とはどのようなものかを明らかにし、金融市場と日本企業との対話が深まり、より良い関係の一助とすることを目的として調査が実施された。

4. 調査方法の概要

(1) 調査対象

日本版ステュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家149組織（調査時点、年金基金を除く）にアンケートを送付し、64組織から回答を得た。また、国際的な投資家組織からも回答の協力を得た。

(2) 調査項目

日本版ステュワードシップ・コードの受入表明を行なった機関投資家の次に関する考え方について調査が行なわれた。

- ① 株主総会招集通知の記載内容や説明についての評価ポイント
- ② 株主総会における各議案の重視度合いや議案の賛否判断にあたり必要な情報開示事項
- ③ 株主総会招集通知の発送手段等について重視する点
- ④ 日本版ステュワードシップ・コードに基づく活動において重視する点

上記の4点のうち、②については、(i) 定款変更、(ii) 定款変更における取締役数増減、取締役任期の変更、(iii) 取締役選任、(iv) 監査役選任、(v) 役員報酬、(vi) 買収防衛策、(vii) 剰余金処分、の議案に関して、それぞれ重視する事項について質問

*1 企業と投資家が企業価値の向上につながるより良い対話や開示のあり方を検討、調査、提案する場として、企業や金融市場の関係者を中心に2012年にスタートした。

*2 「株主総会の招集通知等に対する機関投資家の評価ポイント」～ステュワードシップ・コードを踏まえて～」2015年4月24日 「企業報告ラボ」グッド／バッドプラクティス事例分析作業部会（事務局）経済産業省経済産業政策局企業。アンケート調査は、経済産業省の2014年度事業（「経営者・投資家フォーラム（Management Investor Forum：MIF）（仮称）及び企業報告ラボに関する調査研究」事業）の中で実施された。

している。

また、④については、情報開示を望む事項とその開示媒体、CEOの説明を望む事項、経営者との直接対話を望む事項を質問している。

5. 調査結果の概要

調査により、特徴的な点として、下記の傾向が明らかになった。

▶機関投資家が特に重視する株主総会議案は取締役や監査役の選任と買収防衛策である。

- ・これら重視する議案について詳細かつ分かりやすい記載がある招集通知を評価している。
- ・取締役や監査役の選任理由の根拠となる説明や買収防衛策導入の経営戦略上の必要性に関する説明を重視している。

▶企業との対話については、経営者との直接対話を求める傾向が強い事項と、重要性は高いものの、経営者からの説明よりは、開示による説明を求めている事項がある。

〈経営者との直接対話を求める事項〉

- ・企業価値向上に向けた取組み
- ・経営戦略に係る事項

〈開示による説明を求めている事項〉

- ・IR、経営リスク、ESG（環境・社会・ガバナンス）に係る事項
- ・取締役会構成等に関わるガバナンス体制、CEO、取締役会インセンティブ、買収防衛策に関わる事項

▶株主総会の招集通知の発送手段等

- ・早期発送を重視している

以下、前頁4. (2) の調査項目別に調査結果を見ていく。

(1) 株主総会招集通知の記載内容や説明についての評価ポイント

機関投資家が評価する招集通知の理由として、大きく以下の2点があげられた。

① 十分な情報量

- ・重視する議案でポイントとなる情報が充実している。

② 説明の分かりやすさ

- ・明確に説明されている。
- ・記載場所やレイアウトが工夫されている。

アンケートでは評価する事例として40社があげられた。調査結果の報告では、うち、複数の機関投資家等があげた12社（図表1参照）の記載例が紹介されている。

図表1 機関投資家が評価する事例

- ・エーザイ
- ・オムロン
- ・資生堂
- ・小松制作所
- ・アサヒグループホールディングス
- ・三井物産
- ・三菱商事
- ・ローソン
- ・積水化学工業
- ・富士通
- ・トラスコ中山
- ・オートバックスセブン

出所：「株主総会の招集通知等に対する機関投資家の評価ポイント」～スチュワードシップ・コードを踏まえて～より作成

評価する理由として、「コーポレートガバナンスやCSR、事業報告について情報が多く、企業動向の把握が容易」という回答が見られ、判断にあたり多様な情報を利用している投資家がいることが伺える。

(2) 株主総会における各議案の重視度合いや議案の賛否判断にあたり必要な情報開示事項

▶「事業報告」より「議案内容」を重視する傾向がある。

▶「議案内容」では、取締役選任を重視する割合が最も高かった（56%）

(3) 株主総会招集通知の発送手段等について重視する点

▶招集通知の早期発送やその情報量の多さ、問い合わせへの適切な回答を重視している。特に発送日が早いことを重視している。

情報開示については、「招集通知以外の情報開示媒体をみないと賛否判断が出来ない」ことや「議決権行使期間に直近事業年度の有価証券報告書が提出されておらず、その情報を議決権行使の検討に活用できない」ことを問題視する回答があった。

(4) 日本版スチュワードシップ・コードの活動において重視する点

① 企業に情報開示を望む事項

情報開示を望むとした割合が相対的に高かった事項は、「企業価値向上に向けた取組」、「経営戦略に係る事項」、「買収防衛策に関する事項」だった。また、各項目の中では、重視する割合が高かった事項は以下のとおりである。

- i 企業価値向上、経営戦略に関する事項
 - 資本／負債戦略に関する基本的な考え方や直近のファイナンス、配当が株主の経済価値に与える影響についての認識
 - ROE向上に向けた戦略の進捗
 - 配当や自社株買いなどの考え方
- ii IR、経営リスク、ESGに関する事項
 - 情報開示姿勢
 - 業績予想
- iii 取締役会構成等に係るガバナンス体制
 - (独立) 社外取締役の有無とその理由
 - (独立) 社外取締役の選任理由や役割
- iv CEO、取締役インセンティブ、買収防衛策に係る事項
 - 買収防衛策の必要性
 - 買収防衛策のスキーム

② 情報開示を望む開示媒体

前記①の i から iv の項目について、総じて割合が高かった媒体は、ii のIR、経営リスク、ESGに関する事項

アニュアルレポートやコーポレートガバナンス報告書等であり、i、iii、ivについては事業報告だった。

③ 経営者本人の説明を望む事項

下記を重視する割合が高かった。

- i 企業価値向上、経営戦略に関する事項
 - 中長期の経営戦略
 - 中長期の経営戦略に関する今後の対応
- ii IR、経営リスク、ESGに関する事項
 - 業績予想
- iii 取締役会構成等に係るガバナンス体制
 - (独立) 社外取締役の選任理由や役割
- iv CEO、取締役インセンティブ、買収防衛策に

- 係る事項
 - CEOのリーダーシップ、権限

④ 経営者との直接対話を望む事項

前記①の i の割合が高く、具体的に重視する割合が高い項目は次のとおりである。

- 資本／負債戦略に関する基本的な考え方や、直近のファイナンス、配当が株主の経済価値に与える影響についての認識
- ROE向上に向けた戦略
- 配当や自社株買いなどの考え方
- 中長期の経営戦略
- 中長期の経営戦略に関する現状認識と今後の対応

前記①の ii～iv の割合は相対的に低いですが、その中で比較的高いのは下記の項目である。

- ii IR、経営リスク、ESGに関する事項
 - IRに関する業績予測
- iii 取締役会構成等に係るガバナンス体制
 - (独立) 社外取締役の有無とその理由
- iv CEO、取締役インセンティブ、買収防衛策に係る事項
 - CEOのリーダーシップ、権限や買収防衛策の必要性

6. おわりに

投資家に対する企業情報の開示が迅速かつ効率的になされるよう、会社法、金融商品取引法、証券取引所上場規則それぞれが定める情報開示ルールの見直しが行なわれている。

企業の開示姿勢は、今後ますます重要となると考えられる。

以上

デロイト トーマツ Webサイトのご案内 会計監査トピックス

<http://www.deloitte.com/jp/account>

デロイト トーマツ グループ公式サイトでは、創刊以来40年目を迎える月刊誌『会計情報』のWeb版（最新号・バックナンバー）をはじめ、会計・監査の最新情報等を発信しています。

トーマツクライアントの皆様のみならず、広く一般の方々に親しみやすい情報の発信を目指して参りますので、月刊誌『会計情報』ともども、ご利用、ご愛顧くださいますようお願い申し上げます。

〈コンテンツ及びリンク〉

- 会計・監査の最新情報 : 日本公認会計士協会、企業会計基準委員会、金融庁等からの公表情報にリンク
- 会計・監査用語一覧 : 実務に必要な会計・監査の専門用語について解説
- 出版物 月刊誌『会計情報』: 『会計情報』の記事をPDFファイルで掲載