

LIXIL グループの株主提案による取締役候補者の全選任が持つ意味と機関投資家の判断を考察

Short Review
2019年10月

社会システム研究所
主任研究員 岡芹 弘幸
主任研究員 寺山 恵

1. 世界的にみても類まれな出来事が起こった 2019 年の取締役選任

2019年6月のLIXILグループ(5938)の株主総会において、株主提案による取締役6名全員が選任され、もともとは株主提案であった共通候補者(2名)を含め取締役会のマジョリティを占めるという世界的にみても類まれな出来事が起こった。米国では基本的に経営に関する株主提案をすることができない。また、米国では株主提案は拘束力のない参考議決であることに加え、プロキシコンテストを行う場合には多額の費用がかかるケースが多い。近年では、株主総会議案として株主提案された取締役候補者を、会社が株主に送付する委任状勧誘書類への記載を求める権利(プロキシアクセス)を定款に記載する米国企業も増えたが、当該企業で株主から取締役候補が出されたケースはまだない。

一方、日本では株主が持つ権限は強く、株主は株主総会を通じて経営の重要事項の決定に関与することができる仕組みになっている。そのため、日本では昔から株主提案で取締役会をつくることは可能であった。しかし、日本の上場企業には支配株主(親会社)がいるケースが少なくなく、創業家関連が大株主になっている場合も多い。また、政策保有株による持合いや生命保険会社などを通じた安定株主工作で議決権の過半、企業によっては定款変更などに必要な2/3以上を確保している企業もある。従って、株主提案を通じて取締役候補者を立てても、株主総会で過半の賛成票を獲得し、取締役に選出されるケースはほとんどなかった。それだけに、冒頭で述べたように株主提案による取締役候補者全員が選任されたというのは非常に珍しいといえる。

LIXILグループで株主提案による取締役候補者が提出された経緯については、既に多くの国内メディアが報じているため本レポートでの記述は必要最小限にとどめ、機関投資家の判断や議決権行使助言会社が与えた影響を中心に考察を行いたい。

2. 株主提案が行われた経緯

2018年10月、取締役兼取締役会議長、指名委員会委員であった潮田氏は、CEOである瀬戸氏があたかもCEOを辞任する具体的・確定的な意思を持っていると誤解を招く可能性の高い発言をしながら、指名委員会の招集を行った。その後、10月26日に開催された指名委員会では、瀬戸氏がCEOおよび執行役のいずれの地位からも辞任する意向を示すことを条件に、潮田氏をCEO、山梨氏をCOOに選任する案を10月31日に開催される取締役会に提出することを決定した。

10月27日、瀬戸氏は、潮田氏からの電話でCEO等からの辞任を求めることは指名委員会で機関決

定した事項であり、指名委員会の総意であると説明された。また、その後も、潮田氏から指名委員会による機関決定をくつがえすことは困難などの追加説明を受けたことなどを踏まえ、瀬戸氏は最終的に CEO を辞任する意思決定を行った。

上記のように、瀬戸氏はすべての指名委員が辞任を求めていると誤解した状態ではあったが、CEO の辞任を受け入れたため、10 月 31 日の取締役会では、瀬戸氏が CEO を辞任し、潮田氏が CEO、山梨氏が COO に就任することが決議された。しかし、後日、CEO 辞任までの経緯を概ね正確に把握した瀬戸氏は、すべての情報を知っていれば異なる意思決定を行った可能性があるとの見解を示した。

この一連の手続きに関してガバナンス上の不備があるとして、2018 年 12 月、Marathon Asset Management は LIXIL グループに質問状および議事録開示請求書を送付した。こうした動きを受けて、LIXIL グループは第三者の弁護士に調査・検証を委託し、2019 年 2 月に当該の人事異動に関する調査報告書を開示した。その内容は、一連の手続きにおける問題点やその背景などを解説したものの、取締役会による決議は適法であり、無効とする事由はみあたらないとした。

2019 年 3 月、これを不服とした Marathon Asset Management などの機関投資家（4 社）および国内株主は共同で、潮田氏（取締役兼 CEO）および山梨氏（取締役兼 COO）を取締役から解任することを目的とする臨時株主総会の開催請求を行った。その後、4 月、潮田氏は 6 月開催予定の定時株主総会前に取締役を辞任することを表明した。それを受けて、機関投資家および国内株主は、臨時株主総会の招集請求を取り下げた。

一方、瀬戸氏と伊奈氏は LIXIL グループの 6 月の定時株主総会に向けて、会社の持続的な成長やコーポレートガバナンスの強化などを目的に、自身らを含む 8 名の取締役候補者を株主提案し、瀬戸氏を LIXIL グループの CEO に再任するべきかどうかの判断を株主に求めることにした。

3. LIXIL グループの分散された株式保有構造が重要な要素の 1 つになっていた

今回、株主提案による取締役候補者全員が選任された事象を考察するにあたり、まず、2019 年 6 月の株主総会時点で、LIXIL グループの株式が広く分散保有されていた点が重要な要素の 1 つだったと考える。LIXIL グループには親会社や支配株主はなく、2019 年 3 月期の有価証券報告によると株式の所有構造は、国内金融機関が 30.9%、外国法人が 34.6%、個人その他が 26.4% を占める。また、大株主の状況を見ても、日本マスタートラスト信託銀行の信託口（5.76%）が筆頭であり、特定の機関投資家が大量に保有する構造にもなっていない。

このように株主が広く分散したケースで、国内外を合計すれば機関投資家が議決権の過半数を超えて保有する場合、機関投資家の集合体がキャスティングボードを握ることになる。日本のコーポレートガバナンス・コードでは政策保有株式（安定株主）の解消を求めているが、それが意図するのは株主と取締役会の緊張感のある関係を通じた中長期的な企業価値の拡大である。

4. 国内機関投資家の判断

4.1 多くの国内機関投資家は株主提案による候補者を支持

今回の LIXIL グループの取締役選任において、会社側と株主提案側の共通候補になった鬼丸氏・鈴木氏の2名を除き、内堀氏、河原氏、Campbell 氏、竹内氏、福原氏、松崎氏、三浦氏、大坪氏の8名を会社提案候補者、西浦氏、濱口氏、伊奈氏、川本氏、吉田氏、瀬戸氏の6名を株主提案候補者とする。

生命保険会社を除く国内機関投資家 26 社（国内に議決権行使担当者がいると推測される外資系運用機関を含む）の判断は、会社提案候補者すべてに賛成し株主提案候補者すべてに反対した投資家が 5 社（A グループ）、株主提案候補者すべてに賛成し会社提案候補者すべてに反対した投資家が 14 社（B グループ）、A・B グループ以外の基準で判断を行った投資家が 7 社（C グループ）であった。国内機関投資家の判断としては、B グループの割合が過半を占めていたことが分かる（図表 1）。

図表 1 会社提案・株主提案候補者に対する国内機関投資家の賛否動向

	国内機関投資家（26社）	
	社数	構成割合
・Aグループ 会社提案候補者すべてに賛成、株主提案候補者すべてに反対	5	19.2%
・Bグループ 株主提案候補者すべてに賛成、会社提案候補者すべてに反対	14	53.8%
・Cグループ A・Bグループ以外の基準で判断	7	26.9%

出所：国内機関投資家のホームページから日興リサーチセンター作成

4.2 株主価値を中心とする国内機関投資家の判断理由

国内機関投資家 26 社で、今回の LIXIL グループの取締役選任において判断理由を開示した投資家は 12 社（46%）と過半に満たない。議決権行使の判断理由の説明・開示に関しては、次のスチュワードシップ・コードの改訂に向けての焦点の1つになっている。

A グループ（5 社）で、議決権行使の判断理由を開示しているのは 2 社。内容としては、両社とも株主価値の観点から判断を行っている。B グループ（14 社）で、議決権行使の判断理由を開示しているのは 6 社。内容としては、株主価値の向上を理由とするものが主流であるが、一部、コーポレートガバナンスの実効性や強化を理由にしている投資家もある。

C グループ（7 社）で、議決権行使の判断理由を開示しているのは 5 社。LIXIL グループの状況を考慮し、独立社外取締役のみに賛成した投資家もあれば、ガバナンスの改善・株主利益向上の観点から総合的に判断した投資家、一般株主との利益相反の可能性・企業価値の視点から判断した投資家などもある。C グループの機関投資家の 1 社は会社提案、共通提案、株主提案候補者のすべてに反対したが、理由として会社提案・共通提案候補者については配当基準、株主提案候補者については株主価値基準をも

とに反対したと説明している。

上記の内容を総合的に判断すると、LIXIL グループのガバナンス体制や一連の手続きを問題視する判断も皆無ではないが、議決権行使の判断理由を開示している国内機関投資家の多くは、基本的にどの候補者にマネジメントを委託した方が企業価値の向上につながるかを判断基準にしたと考えられる。

5. 取締役候補者に対する賛否分析

5.1 株主提案候補者の選任は国内機関投資家の判断が大きく作用した

会社提案候補者の株主総会における賛成率は約 44～58%。国内機関投資家の賛成率は約 27～42%であるため、両者には平均 16 ポイント程度の乖離がある。一方、株主提案候補者の株主総会における賛成率は約 51～65%。国内機関投資家の賛成率は約 58～69%であり、両者の乖離幅は平均 5 ポイント程度と小さい（図表 2）。

図表 2 LIXIL グループの取締役候補者に対する各種賛成比率

	会社提案候補者								
	内堀	河原	Campbell	竹内	福原	松崎	三浦	大坪	
株主総会賛成率	57.9%	51.5%	53.1%	44.4%	44.9%	52.5%	51.3%	51.3%	
国内機関投資家賛成比率（26社）	42.3%	38.5%	38.5%	26.9%	30.8%	30.8%	34.6%	34.6%	
海外機関投資家									
CalPERS	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	反対	賛成	賛成	
CalSTRS	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	反対	賛成	反対	
Platinum Asset Management	反対	反対	反対	反対	反対	反対	反対	反対	
Norges Bank Investment Management	賛成	賛成	賛成	反対	反対	賛成	賛成	賛成	
議決権行使助言会社									
ISS 推奨	賛成	賛成	賛成	反対	反対	賛成	賛成	賛成	
Glass Lewis 推奨	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	

	共通候補者		株主提案候補者					
	鬼丸	鈴木	西浦	濱口	伊奈	川本	吉田	瀬戸
株主総会賛成率	94.5%	94.4%	52.0%	64.6%	58.7%	50.8%	51.4%	53.7%
国内機関投資家賛成比率（26社）	96.2%	92.3%	57.7%	69.2%	61.5%	57.7%	57.7%	57.7%
海外機関投資家								
CalPERS	賛成	賛成	反対	賛成	賛成	反対	反対	反対
CalSTRS	賛成	賛成	反対	賛成	反対	反対	反対	反対
Platinum Asset Management	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成
Norges Bank Investment Management	賛成	賛成	反対	賛成	反対	反対	反対	反対
議決権行使助言会社								
ISS 推奨	賛成	賛成	反対	賛成	賛成	反対	反対	反対
Glass Lewis 推奨	賛成	賛成	反対	賛成	反対	反対	反対	反対

注：敬称略

出所：臨時報告書、機関投資家のホームページなどから日興リサーチセンター作成

また、(1) 生命保険会社は会社提案・株主提案候補者の双方に賛成した企業もあるが、総じて会社提案寄りの傾向が強いこと、(2) 日本の株主総会議案に対して独自の考慮を行った上で投票を行う米国の

大手年金基金である CalPERS や CalSTRS の動向をみても、容易には株主提案候補者に賛成していないこと、などを考慮すると、今回の LIXIL グループの取締役選任において株主提案候補者の全員が過半の賛成を獲得できたのは、国内機関投資家の判断が大きかったということが分かる。

5.2 議決権行使助言会社の助言内容も影響

前述したように今回の取締役選任議案に関して国内機関投資家の多くは、会社提案候補者と株主提案候補者のどちらに LIXIL グループのマネジメントを託した方が良いのかという基準で取締役の選任を行った。一方、議決権行使助言会社である Institutional Shareholder Services (ISS) は、会社提案候補者と株主提案候補者のどちらが良いのかということと二項対立的に判断することを避け、すべての候補者と面談を行い、取締役としての適性を総合的に判断して推奨を行った。その結果、ISS は会社提案候補者・共通候補者では竹内氏・福原氏以外の候補者に賛成、株主提案候補者では濱口氏・伊奈氏にのみ賛成を推奨した。

同じく議決権行使助言会社である Glass Lewis は、社外取締役は多いほど良いという判断基準のもと、会社提案候補者・共通候補者のすべてに賛成し、株主提案候補者からは濱口氏のみ賛成を推奨した。結果として、今回、ISS と Glass Lewis はともに瀬戸氏が取締役に選任されることに反対し、全体的に会社提案寄りの推奨を行った。

グローバルに投資を行う海外投資家には、言語や情報量の問題などから日本企業の状況や事情に十分に精通していない投資家もいる。今回の議案について海外投資家は、①議決権行使助言会社を活用して、その推奨通りに投票した、②議決権行使助言会社を活用して、その推奨に準拠しながらも多少の独自性を考慮して投票した、③議決権行使助言会社を活用しているが、その推奨に従わずに投票した、④議決権行使助言会社は活用しておらず、独自の調査を通じて投票した、というパターンをとり得た。

国内機関投資家の投票のみでは株主提案候補者が過半の賛成を得ることはできなかったことを踏まえると、臨時株主総会の開催を請求した海外投資家に加え、Platinum Asset Management のように③と④のかたちで株主提案候補者に全面的に賛成票を投じた海外投資家が相応にいたと推測できる。

一方、ISS が会社提案候補者で反対を推奨した竹内氏・福原氏のみが過半の賛成を得られず、ISS が株主提案候補者で賛成を推奨した濱口氏・伊奈氏の賛成率は相対的に高かった。その点を考慮すると、①や Norges Bank Investment Management のような②のパターンを通じて議決権行使を行った海外投資家も多かったと考えられる。

機関投資家の判断に加え、ISS による推奨などが入り混じった結果、株主提案候補者（6名）と、もともとは株主提案候補者であった共通候補者（2名）の8名が選任され、会社提案候補者は8名中6人の選任にとどまり、14名で構成される取締役会のマジョリティを株主提案・共通提案候補者が占めるかたちになった。

6. まとめと考察

2019年6月のLIXILグループの株主総会では、少数株主が議決権を通じて取締役会のマジョリティとなる取締役を選任し、その帰趨として少数株主がCEOを選択したといえる。例えば、米国では株主提案は法的拘束力のない参考議案であるし、イギリスは株主提案を行うのに必要な要件が日本に比べて厳しい。そのため、株主提案による取締役候補者全員が法的拘束力のあるかたちで選任され、株主提案候補者が取締役会の過半を占めるというのは、日本固有といえる事象であり、途でもない出来事であった。

今回のLIXILグループの出来事を、日本企業に対するガバナンス改革の進展の成果と評価する向きもある。しかし、コーポレートガバナンスにおいてはCEOを誰に任命するのかを決めるのは取締役会の責務であり、今回のように少数株主がCEOを選択する展開はガバナンスの想定外である。

一方、瀬戸CEOを信任した少数株主が期待するのは、LIXILグループの株主価値の持続的な拡大である。LIXILグループの株主総会が行われた6月25日の株価の終値は1,478円(TOPIXは1,543.49)。10月23日の終値は2,019円(TOPIXは1,638.14)。株主総会後のLIXILグループの株価はTOPIXを大きくアウトパフォームしている。経過期間としてはまだ短いですが、株主提案候補者に賛成した機関投資家はフィデューシャリー・デューティーの観点でプラスの成果を果たしたといえる。

今後の焦点は、瀬戸CEOが、(1) どのような取組みによって株主価値の持続的な拡大を志向するのか、(2) 株価と株主還元を意識した経営を行うかどうか、であろう。

(END)