

麒麟 HD に事業売却とビール事業への集中 を求める株主提案に対する機関投資家の判断

Short Review
2020年9月

社会システム研究所
岡芹 弘幸
寺山 恵

1. 麒麟 HD の経営方針に大きな転換を求める株主提案

2020年3月に開催された麒麟ホールディングス(2503、以下「同社」)の定時株主総会では、インディペンデント・フランチャイズ・パートナーズ、LLP(以下「FP社」)からの株主提案が行われた。FP社の株主提案の骨子は、同社が事業売却とビール事業への経営資源の集中を推進することで、コングロマリット・ディスカウントおよび資本配分ディスカウントを解消し、その帰結として株価の上昇を企図するものである。

日本では株主が持つ権利は強く、改正外為法に抵触しなければ、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。株主総会で株主提案が多く行われるのは日本と米国であるが、米国では株主提案は拘束力のない参考議決にとどまる。また、取締役会の経営判断を拘束する株主提案は、米国証券取引委員会(SEC)からノーアクションレターを得ることで、それを株主総会の議題から外することができる。一方、日本の株主提案は拘束力を持ち、取締役選任や増配などの利益処分、定款変更などを議決することができる¹。

今回のFP社の株主提案は、日本での株主権を活用するかたちで同社に経営方針の大きな転換を求める内容であった。それに対して国内外の機関投資家がどのような判断をしたのかを、各社の議決権行使結果をもとに考察する。

2. 国内外の機関投資家が議決権の多くを保有する株主構成

まず、同社には特定の親会社や10%超の株式を保有する大株主は存在しない。また、2019年12月末の株主構成をみると、外国人が35.8%、金融機関が33.9%、個人・その他が19.8%、事業法人・その他法人が5.3%、証券会社が5.1%であり、安定株主としての役割を持つ持合構造がほとんどない(図表1)。そのため、議案の結果は国内外の機関投資家の判断を中心に形成されたことが分かる。

¹ 米国ではプロキシ・コンテストの事案となる。

図表 1 同社の所有者別株主分布状況（2019年12月末時点）

外国人	35.8%
金融機関	33.9%
個人・その他	19.8%
事業会社・その他法人	5.3%
証券会社	5.1%

出所：同社のHPから日興リサーチセンター作成

3. 事業売却とビール事業への集中を求める株主提案

3.1 株主提案の概要

FP社が同社に提出した株主提案（第6号議案）は、直接的には自己株式取得の要求であり、株主総会終結時から1年以内に6,000億円（3億株）の自社株買いを求める内容であった。しかしながら、FP社の提案は、FP社がノンコアと考える事業の売却と国内外のビール事業に経営資源を集中させることに主眼を置いていた。

FP社は、同社の株価は一般的なコングロマリット・ディスカウント以上に大きく過小評価された状態にあり、コングロマリット・ディスカウントに加えて資本配分ディスカウントが反映されていると分析。そして、FP社は、(1) 同社が協和発酵バイオ、協和キリン（4151）、ファンケル（4921）を事業として抱える必要はなく、それらを売却することで上記のディスカウント要素が解消できること、(2) 同社の国内外のビール事業だけで十分に企業価値の向上余地があること、を主張した。

また、FP社は、同社のコーポレート・ガバナンス、事業戦略、資本政策の脆弱さを指摘したうえで、同社が株主提案の内容のアクションをとれば、株価は規律だった資本政策が行われるということに対してもポジティブに反応すると訴求した。

3.2 国内機関投資家の判断

株主総会における同株主提案の賛成率は8.4%にとどまり、直接的な支持は少数にとどまった。生命保険会社を除く20社の国内機関投資家（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）の議決権行使結果をみると、20社すべてが反対していた。

20社のなかで、12社が同株主提案に反対した理由の開示を行った。そのなかの1社は、期間を限定した自己株式の取得は経営の自由度を損なう可能性があることを挙げ、株主提案の自社株買いの内容に賛同できない点を指摘した。また、1社は、同社のこれまでの対応に鑑み提案が適切とは認められないと記述し、株主提案ではなく、同社のこれまでの取組みを支持することを説明した。

一方、残りの10社については、提案内容が企業価値の向上に繋がるとは考えられないという趣旨の

開示であり、株主提案が求める事業売却に反対なのか、自社株買いの手法に反対なのか、同社の事業戦略を支持しているのかが分からない内容であった。

3.3 国内機関投資家による議決権行使の判断理由の開示率

上記の国内機関投資家 20 社について、今回の同社の議案に対する賛否理由は開示していなくても、2020 年 3 月までに行われた株主総会議案に対して一定の判断理由を開示している機関投資家の割合をみると、2019 年 7 月の株主総会以降、開示率が大きく上昇している（図表 2）。判断した根拠をどこまで具体的に記述するのには濃淡があるものの、この動きは国内機関投資家によるスチュワードシップ活動推進の成果といえる。

図表 2 国内機関投資家 20 社の議決権行使理由の開示率推移

	2019年				2020年
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
開示率	41.2%	52.6%	70.0%	70.0%	75.0%
開示有	7	10	14	14	15
開示無	10	9	6	6	5

注 1：現時点で開示が確認できる内容のみが対象

注 2：年月は株主総会が行われた時点

出所：各社の HP から日興リサーチセンター作成

3.4 海外機関投資家の判断

海外機関投資家の動向として米国の CalPERS、CalSTRS、Nuveen、英国の Legal & General Investment Management、オランダの Robeco、スウェーデンの AP2、ノルウェーの Norges Bank Investment Management、ニュージーランド New Zealand Super の 8 社の同議案に対する賛否をみると、7 社が反対し、Robeco は実質的には反対に相当する棄権とした。全体の賛成率が 8.4%にとどまったことから分かるように、海外機関投資家 8 社も同議案には賛同しなかった。

4. 独立社外取締役の選任を求める株主提案

4.1 独立社外取締役 2 人の選任も提案

FP 社は 2 人の独立社外取締役の選任を要求する株主提案も行った（第 9 号議案）。FP 社が提案したのは、ベネシュ氏と菊池氏の 2 人。ベネシュ氏はコーポレート・ガバナンスの知見に加え、投資銀行業務を含む金融および法律分野での経験を持つこと、菊池氏は複数のグローバル製薬会社での勤務経験を持つことに加え、薬剤師であることなどを推薦理由に挙げている。

FP 社は、会社提案の新任社外取締役 4 人は同社の現行の事業計画に賛同することを前提にした人選

であると問題提起し、そのうえで推薦する2人は、(1) 適切なガバナンス精神を持ち、必要であれば取締役会で批判的な指摘ができる人物であること、(2) 同社の取締役会には製薬業界の知見に富む人がいないため、医薬品事業の売却などの際には菊池氏の経験が必要であること、(3) 菊池氏はジェンダー・ダイバーシティにも貢献すること、などを説明した。

FP社の取締役候補者はFP社の考え方に賛同していることを考慮すると、株主提案候補者に賛成するか否かは、同社の現行の事業戦略を支持するのか、FP社の提唱する選択と集中路線を支持するのかの代理変数とみることができる。

4.2 国内機関投資家の判断

取締役の選任議案において国内機関投資家20社のうち、13社は会社提案の全取締役候補者に賛成し、株主提案の全取締役候補者に反対した。従って、国内機関投資家の過半は上記の議決権行使を通じて、同社の現行の事業戦略を支持したといえる。

一方、残りの7社は株主提案の候補者の単数もしくは複数に賛成した。このことから、7社については株主提案候補者を支持することで、FP社による期間を限定する自社株買いの株主提案には賛同できないけれども、FP社が訴求する選択と集中路線には賛意を示したといえる。

今回の取締役選任においては、同社の定款上の取締役の員数の上限が12人であり、会社提案の取締役候補者も12人であった。従って、投資家が株主提案候補者に賛成する場合、少なくとも同数の会社提案候補者に反対する必要があった。

その視点で7社の賛否をみると、(1) エディントン氏（新任・独立社外）に反対し、ベネシュ氏に賛成したのが3社、(2) 塩野氏（新任・独立社外）とエディントン氏に反対し、ベネシュ氏と菊池氏に賛成したのが1社、(3) 三好氏（再任・社内）に反対し、ベネシュ氏に賛成したのが2社、(4) 三好氏と荒川氏（再任・独立社外）と森氏（再任・独立社外）と柳氏（再任・独立社外）に反対し、ベネシュ氏と菊池氏に賛成したのが1社、という内容であった。そのため、7社の過半は株主提案候補者に賛成する場合、会社提案の新任の独立社外取締役のなかから反対する候補者を選んでいくことが分かる。

また、7社ともがベネシュ氏を支持した結果、国内機関投資家のベネシュ氏に対する賛成率は35%と株主総会全体の賛成率とほぼ同じであった（図表3）。

図表 3 取締役候補者に対する賛成率および海外機関投資家・議決権行使助言会社の判断

	会社提案												株主提案	
	再任		再任		再任		再任		新任		新任		独立社外	独立社外
	磯崎	西村	三好	横田	小林	荒川	森	柳	松田	塩野	エディントン	オルコット	ベネシュ	菊池
株主総会での賛成率	95.2%	93.9%	76.6%	95.3%	95.2%	95.3%	95.4%	89.3%	95.0%	88.2%	87.0%	94.5%	35.6%	20.0%
国内機関投資家の賛成率	100%	100%	85%	100%	100%	95%	95%	95%	100%	95%	80%	100%	35%	10%
賛成社数	20	20	17	20	20	19	19	19	20	19	16	20	7	2
反対社数	0	0	3	0	0	1	1	1	0	1	4	0	13	18
海外機関投資家														
CalPERS	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	反対	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成
CalSTRS	反対	反対	反対	反対	反対	賛成	賛成	反対	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成
Nuveen	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	反対	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成
Legal & General	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成
Robeco	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	反対	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成
AP2	反対	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成
Norges	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成
New Zealand Super	賛成	賛成	反対	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成
ISSによる推奨	賛成	賛成	反対	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成
グラスルイスによる推奨	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	反対	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成	賛成

出所：各社のHPから日興リサーチセンター作成

4.3 海外機関投資家の判断

取締役選任に関する海外機関投資家8社の判断は各社各様であったが、8社のうち7社は株主提案候補者のうち少なくとも1人に賛成を行った。上記の結果に加え、同社の株主構成や株主総会の賛成率、国内機関投資家の動向を踏まえると、海外機関投資家の方が相対的に多く株主提案候補者に賛成し、FP社が求める選択と集中路線を支持したと推察できる。ただし、国内機関投資家は株主提案候補者を支持する際に代弁者としての役割を主としてベネシュ氏に期待したのと異なり、海外機関投資家はベネシュ氏か菊池氏かで見解が分かれた。

株主提案候補者に賛成するために会社提案候補者の誰に反対したのかという観点では、7社のうち4社が柳氏に反対した。国内機関投資家で柳氏に反対したのは1社のみであり、この部分でも視点が異なる。4社が柳氏に反対した要因としては、柳氏がヤマハ発動機(7272)で代表権を持つ取締役であるにも関わらず、同社を含めて2社の社外取締役を兼任している点を嫌気したと考えられる。この点について、ICGNのグローバル・ガバナンス原則では、個々の取締役はいかなる場合であれ3~4社以上の役職を兼務するべきではなく、特に業務執行責任を持つ取締役については大幅に兼務数を少なくするべき

であるとしている。

4.4 議決権行使助言会社の判断

取締役選任に対する議決権行使助言会社の判断をみると、Institutional Shareholder Services (ISS) は三好氏に反対し、ベネシュ氏に賛成する推奨を行った。ISS は三好氏に反対する理由として、株主提案候補者 1 人に賛成するための消極的な選択であり、三好氏の担当が人事・総務であることから、株主提案者から提起された問題に影響がないためと述べている。上記の説明だけでは、会社提案候補者 12 人の過半が独立社外取締役であるにも関わらず、ISS が反対候補者として三好氏を選定した説得力は乏しいと言わざるを得ない。

同じく大手議決権行使助言会社であるグラスルイスは、柳氏と塩野氏に反対し、ベネシュ氏と菊池氏に賛成する推奨を行った。グラスルイスは柳氏に反対する理由として、上場企業で業務の執行に携わるにも関わらず 3 社以上の上場会社で取締役を兼務していること、塩野氏に反対する理由として、塩野氏が同社のストラテジック・アドバイザーを務めていることを挙げた。ISS と異なり、グラスルイスは社外取締役のなかから反対する候補者を選定した。

株主総会での賛成率をみると、三好氏の賛成率は 76.6%と会社提案候補者 12 人（平均 91.7%）のなかで最も低く、ベネシュ氏の賛成率は 35.6%と菊池氏よりも 15 ポイントほど高かった。その点を考慮すると、New Zealand Super のように ISS の推奨と同様の議決権行使を行った投資家が相応にいたと考えられる。最終的な評決を行うのは機関投資家であるが、日本企業の議案に自国企業ほどは時間を割くことが難しい海外機関投資家もある。ISS の三好氏に対する反対理由は納得性が低かったものの、そうした投資家に ISS の推奨が一定の影響を与えた可能性がある。

4.5 議決権行使助言会社に対する日本および米国の動向

2020 年に改訂された日本のスチュワードシップ・コードでは、議決権行使助言会社に対する内容が追記された。しかし、(1) 日本に拠点を設置することを含む人的・組織的な整備、(2) 公開情報だけではなく企業との積極的な意見交換を踏まえた助言を行うこと、などを推奨するにとどまっている。

一方、米国では SEC が議決権行使助言会社に対する規制を 2021 年 12 月に修正し、適用することを決めた。SEC は議決権行使助言会社が行う賛否の推奨が「意見」ではなく「勧誘」に相当すると明確化。そのうえで、議決権行使助言会社が顧客に賛否の推奨を提供する場合、(1) 対象企業にも同時に提供すること、(2) 対象企業から反論や補足説明があった場合、それを速やかに顧客に伝達すること、などを要求する。

5. まとめ

FP 社が同社に事業売却と国内外のビール事業への経営資源の集中を求めることを骨子とする自社株買いの株主提案は、株主総会での賛成率が 8.4%にとどまった。また、国内外の 28 社の機関投資家の

議決権行使結果をみると、賛成した投資家はなかった。そのため、同株主提案に対する結果だけを見ると、FP社が提唱する選択と集中路線への賛同はほとんどなかったように見える。

一方、FP社は独立社外取締役の選任を求める株主提案も行った。FP社の取締役候補者はFP社の考え方に賛同していることを考慮すると、株主提案候補者に賛成するか否かは、同社の現行の事業戦略を支持するのか、FP社の提唱する選択と集中路線を支持するのかの代理変数とみることができる。

同株主提案について、国内機関投資家20社のうち13社は株主提案の全候補者に反対し、7社は株主提案候補者の少なくとも1人に賛成した。従って、国内機関投資家の65%は同社の現行の事業戦略を支持し、35%はFP社の路線に賛成したといえる。

海外機関投資家に関しては、8社のうち7社は株主提案候補者の少なくとも1人に賛成した。この結果に加え、同社の株主構成や株主総会の賛成率、国内機関投資家の動向を踏まえると、海外機関投資家の方が相対的に多く株主提案候補者に賛成票を投じたと考えられる。

これらのことから、自社株買いの方の株主提案には直接賛成しなかったものの、株主提案候補者に対する議決権行使結果まで含めてみると、FP社が求める選択と集中路線に賛意を示した機関投資家が少なくなかったことが分かる。

(END)