

定款変更を伴う ESG 視点の株主提案への機関 投資家の判断

～みずほ FG とデジタル HD のケース～

Short Review
2021 年 9 月

社会システム研究所
岡芹 弘幸
寺山 恵

1. 定款変更を伴う ESG 視点の株主提案への機関投資家の判断を考察

日本では株主提案を行うためのハードルが高くないため、毎年多くの株主提案がなされている。一方、株主提案できる内容は、会社法の定めにより株主総会の決議事項に限られることから、ほとんどの株主提案は、(1) 増配や自社株買いなどの剰余金の処分、(2) 役員を選任、(3) 定款の変更、の3つに分類される。上場企業に対して特定の行動や施策を要求する株主提案の場合、形式的には(3) 定款の変更と結びつけるかたちで行われる。

定款の変更は特別決議であるため、通常、出席株主の議決権の2/3以上の賛成が必要となる。従って、普通決議である剰余金の処分や役員を選任に比べて可決のハードルは高いが、株主提案による定款変更であっても、可決された際には法的な拘束力を持つ。企業に行動や施策を要求する株主提案の場合、提案の内容によっては企業経営の自由度を制限するような細則の追加となり、企業の根本原則である定款に記載することの適正が問題になってくる。そのため、機関投資家がそうした株主提案に賛成票を投じることは稀とされていた。

近年、中長期的な企業価値の維持向上を目指した施策を要求する、エンゲージメントが目的の株主提案が増えてきている。しかし、形式的には定款変更の要求で締めくくるスタイルが基本であるため、機関投資家においては、提案内容の妥当性と定款に記載することの適切性の両面が、賛成反対の判断材料になっている可能性がある。

国内機関投資家の議決権行使について、従来はどのような賛否を行ったのかを外部から知ることは難しかったが、スチュワードシップ・コードの制定や改訂を受けて、国内機関投資家は個別議案毎の議決権行使状況や理由の開示を推し進めてきた。その結果として、国内機関投資家がどのような理由でどのような議決権を行使したのかが外部からでも分かりやすくなっている。

本レポートでは、そうした機関投資家の議決権行使結果と理由開示をもとに、中長期的な企業価値の維持向上を趣意とするが定款変更を伴う株主提案に対して国内外の機関投資家が賛否を投じた際に、提案内容に対する評価と定款記載の適切性のどちらが焦点になっていたのかを考察する。

2. みずほ FG とデジタル HD の株主提案を分析

本レポートでは比較的最近の2つの株主提案への機関投資家の議決権行使動向を分析する。1つは、みずほフィナンシャルグループ(8411)の2020年6月の株主総会の5号議案(以下「みずほFG-5号

議案)。この株主提案は、みずほ FG に対して、パリ協定および気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) に賛同していることに留意し、年次報告書においてパリ協定の目標に沿った投資を行うための指標・目標を含む経営戦略を開示することを定款の変更を通じて求めたもの。これは、2019 年に BP 社に対して機関投資家がパリ協定と整合性のあるターゲットの設定と進捗状況の毎年の報告などを求めた株主提案と概ね同様の趣旨である。BP 社の株主提案については、BP 社が株主提案に賛成したこともあり、賛成多数で可決された。また、みずほ FG や BP 社以外にも、近年は、機関投資家や NGO などによって気候変動に関連する株主提案が行われるケースが増えている。

もう 1 つは、デジタルホールディングス (2389) の 2021 年 3 月の株主総会の 3 号議案 (以下「デジタル HD-3 号議案」)。株主提案の詳細は下記の通りであるが、要旨としては、子会社の上場を継続すべきかどうかの是非を取締役会が継続的に検討し、その開示を求めるものである。具体的には、デジタル HD に対して、グループ全体の企業価値の最大化および資本効率性の観点から同社の上場子会社を上場企業として維持することが最適かどうかを点検するため、(1) ガバナンス体制の実効性が確保できているか、(2) グループ全体のリスク管理に必要な事項等に関して、上場子会社による独立した意思決定が担保されていることを前提に、必要な情報の徴求や事前協議を実施できる体制が確保できているか、(3) 上場子会社として維持することについての合理的な理由があるか、の 3 点を取締役会で審議し、その審議内容を金融証券取引所に提出するコーポレート・ガバナンス報告書で開示することを定款の変更で要求したものである。

上記の 2 つは、気候変動対応を踏まえた経営戦略の開示と上場子会社ガバナンスと異なる性質を持ち、また、いずれも ESG の観点から中長期的な企業価値の維持向上を目的とする株主提案と考える。

3. 国内機関投資家の議決権行使動向と理由開示

3.1 みずほ FG-5 号議案のケース

みずほ FG-5 号議案の株主総会における賛成率は 34%。生命保険会社を除く国内機関投資家 (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 25 社の動向をみると 8 社が賛成、17 社が反対と賛成比率は 32% であり、株主総会全体の賛成率とほぼ同等であった (図表 1)。また、25 社のなかで 14 社は同議案への賛否の理由開示を行い、賛成 5 社と反対 7 社の 12 社については外部からも賛否理由が容易に分かる記述的なかたちで説明が行われていた。なお、株主提案の賛成理由として、利益相反の観点から議決権行使助言会社の判断に従ったと記載しているケースについては、機関投資家の判断が含まれていないことから「記述的な説明 無」に分類している。

図表 1 みずほ FG-5 号議案への国内機関投資家の賛否

		みずほFG		
		2020年6月総会 5号議案		
株主総会	賛成率	34%		
国内機関投資家25社の賛否				
賛成			8社	
	賛成比率		32%	
	賛成理由の開示 有			6社
		記述的な説明 有	5社	
		記述的な説明 無	1社	
賛成理由の開示 無			2社	
反対			17社	
	反対比率		68%	
	反対理由の開示 有			8社
		記述的な説明 有	7社	
		記述的な説明 無	1社	
反対理由の開示 無			9社	

注：議決権行使助言会社の推奨に従った旨の開示は「記述的な説明 無」に分類
出所：各機関投資家の HP から日興リサーチセンター作成

記述的な賛成理由の開示を行っていた 5 社の内容をみると、広義を含め株主価値・企業価値の維持・向上に資すると判断したのが 4 社、利益相反の対象であるため議決権行使助言会社の推奨を参考に自社で判断したのが 1 社であった。最初の 4 社のうちの 1 社は、同株主提案は、環境対応に関する透明性の向上を促す議案であることに加え、気候変動へのより一層の対応を促すと説明し、また、別の 1 社は、定款に記載する内容としての適切性に議論の余地はあるものの、業務執行を妨げる内容でないことに加え、中長期的な企業価値への影響、気候変動問題の重要性を考慮し賛成したと説明している。

一方、記述的な反対理由の開示を行っていた 7 社の内容としては、TCFD レポートの発行を含め、みずほ FG の情報開示の改善やこれまでの対応を踏まえ反対したのが 4 社、対話の内容を踏まえて反対したのが 1 社、必ずしも株主価値向上に資しないと反対したのが 1 社、みずほ FG の取締役会の意見に異議を唱えるべき点が見当たらないとして反対したのが 1 社であった。

上記のように、賛成・反対ともに株主価値・企業価値の観点、あるいは、みずほ FG の情報開示対応を中心に株主提案を判断しており、経営の自由度の制限や定款に記載すべき事項ではないというようなかたちで反対理由を開示しているケースはなかった。

3.2 デジタル HD-3 号議案のケース

デジタル HD-3 号議案の株主総会における賛成率は 21.5%。国内機関投資家（みずほ FG-5 号議案と同様の区分）18 社の動向をみると 7 社が賛成、11 社が反対と賛成比率は 39%であり、株主総会全体の賛成率を 17 ポイント強上回った（図表 2）。また、18 社のなかで 12 社は同議案への賛否の理由開示を行い、賛成 5 社と反対 5 社の 10 社については外部からも賛否理由が容易に分かる記述的なかたちで説明が行われていた。

図表 2 デジタル HD-3 号議案への国内機関投資家の賛否

		デジタルHD		
		2021年3月総会 3号議案		
株主総会	賛成率	21.5%		
国内機関投資家18社の賛否				
賛成			7社	
	賛成比率		39%	
	賛成理由の開示 有			6社
		記述的な説明 有	5社	
		記述的な説明 無	1社	
賛成理由の開示 無			1社	
反対			11社	
	反対比率		61%	
	反対理由の開示 有			6社
		記述的な説明 有	5社	
		記述的な説明 無	1社	
反対理由の開示 無			5社	

出所：各機関投資家の HP から日興リサーチセンター作成

記述的な賛成理由の開示を行っていた 5 社の内容をみると、3 社は企業価値・株主価値の向上に資すると説明し、1 社はコーポレート・ガバナンス向上になると説明している。また、1 社は、みずほ FG-5 号議案の際と同様、定款に記載する内容としての適切性に懸念はあるものの、提案の趣旨には賛同できることから賛成したと記述し、定款変更であることを考慮したうえで株主提案を支持したことを明示している。

一方、記述的な反対理由の開示を行っていた 5 社の内容としては、株主価値の向上に貢献しないという趣旨が 2 社、経営の自由裁量を必要以上に制限する可能性があるため反対したのが 1 社、定款に定める必要性が認められないと判断したのが 1 社、また、1 社においては、上場子会社の監督強化などの取

組みを確認したことに加え、当該提案を定款に定めることは経営の自由度を縛る懸念があり、必ずしも株主価値向上に繋がらないと紙幅を割いて説明している。

上記のようにデジタル HD-3 号議案に賛成した国内機関投資家の理由開示の多くは企業価値・株主価値あるいはコーポレート・ガバナンスの向上であったが、反対理由の方では、みずほ FG-5 号議案とは異なり、経営の自由度を制限する懸念や定款に定める必要性がないことが判断根拠の国内機関投資家もあった。

3.3 両方の株主提案に議決権行使を行った国内機関投資家の賛否動向

みずほ FG-5 号議案とデジタル HD-3 号議案の両方の株主提案に議決権行使を行った 17 社の国内機関投資家の動向をみると、両方に賛成したのが 5 社 (29%)、どちらか片方に賛成したのが 4 社 (24%)、両方ともに反対したのが 8 社 (47%) という内訳になっている (図表 3)。両方の株主提案に賛成した機関投資家には利益相反の観点から議決権行使助言会社の判断に従った 1 社が含まれているため、実質的に 4 社 (24%) が定款変更を伴う株主提案であっても、両提案の趣旨に賛同するかたちで賛成を投げたと言える。また、前述したように、その内の 1 社は定款に記載するかどうかの適切性の議論の余地を認識したうえで両株主提案に賛成したことを明示している。

一方、デジタル HD-3 号議案において、定款に定める必要性が認められない、あるいは、経営の自由度を制限する懸念があるとして反対した国内機関投資家が、みずほ FG-5 号議案に対して行った議決権行使結果をみると、賛成、もしくは、TCFD レポートの発行や開示内容の改善を踏まえて反対の判断を行っている。そのため、これらの機関投資家も、上場企業に特定の行動や施策を要求する株主提案について、経営の自由度を制限する、あるいは定款の趣旨に反するからといって一律に反対なのではなく、株主提案毎に定款に記載する妥当性や経営の自由度の拘束性などを自社の基準に照らしながら判断していると考えられる。

17 社のなかで両株主提案に反対したのは 8 社 (47%) と最も多かったが、半数の 4 社は両株主提案ともに反対理由の開示を行っていない。この 4 社については、両株主提案ともに定款に記載すべき内容ではないという判断を行った可能性も含まれている。

図表 3 両方の株主提案に議決権行使を行った国内機関投資家の賛否

2つの株主提案への賛否	機関投資家数	構成比
みずほFG-5号議案 賛成 、デジタルHD-3号議案 賛成	5	29%
みずほFG-5号議案 賛成 、デジタルHD-3号議案 反対	2	12%
みずほFG-5号議案 反対 、デジタルHD-3号議案 賛成	2	12%
みずほFG-5号議案 反対 、デジタルHD-3号議案 反対	8	47%

出所：各機関投資家の HP から日興リサーチセンター作成

4. 海外機関投資家の議決権行使動向

みずほ FG-5 号議案とデジタル HD-3 号議案に対する海外機関投資家 12 社の議決権行使結果をみると、みずほ FG-5 号議案に対しては 11 社中 10 社が賛成（賛成比率 91%）、デジタル HD-3 号議案は 4 社ともが反対している（図表 4）。

みずほ FG-5 号議案に賛成した海外機関投資家のなかで、賛成理由を開示しているのは 3 社。具体的に挙げると、Universities Superannuation Scheme は、気候変動リスクに関するレポートの強化を歓迎し賛成したと説明している。Legal & General は、同株主提案は、企業はパリ合意と整合的な財務戦略を提示するべきという自社の見解と一致するとして賛成。Ontario Teachers' Pension Plan は、みずほ FG が TCFD レポートを発行していることを評価しつつも、同社の温暖化ガス排出削減に関する堅固なポリシーと情報開示の継続、それから同株主提案が同業他社の行動にも波及することを期待して賛成したと説明している。このことから 3 社の賛成においては、同株主提案が定款変更を伴うかどうかは判断の題材になっていないことが分かる。

デジタル HD-3 号議案については、海外機関投資家で議決権行使を確認できた数が少なく、また、反対理由の開示も確認できなかった。しかし、本レポートで掲載している 4 社とも、同株主提案が株主価値・企業価値の維持向上に貢献するかどうかという点で否定的な判断をしたと考えられる。

図表4 みずほFG-5号議案とデジタルHD-3号議案に対する海外機関投資家の賛否

	みずほFG 2020年6月総会 5号議案	デジタルHD 2021年3月総会 3号議案
CalPERS	賛成	反対
Nuveen	賛成	-
New York City Employees Retirement System	-	反対
Ontario Teachers' Pension Plan	賛成	-
Canada Pension Plan Investment Board	賛成	-
Universities Superannuation Scheme	賛成	-
Legal & General	賛成	反対
Robeco	賛成	-
AP2	賛成	-
AP4	賛成	-
Norges	反対	反対
New Zealand Super Fund	賛成	-

出所：各機関投資家のHPから日興リサーチセンター作成

5. まとめ

本レポートでは、みずほFG-5号議案とデジタルHD-3号議案をケースに、ESGの視点で中長期的な企業価値の維持向上を目的とするが、定款変更を伴う株主提案に対して、国内外の機関投資家がどのように考え、どのような賛否を行ったかを考察した。

国内機関投資家については、2020年3月に再改訂されたスチュワードシップ・コードで議決権行使理由の開示が一段と推奨されたことなどを受けて、多くの機関投資家がどのような理由で2つの株主提案に賛否を投じたのかを外部からでも容易に分かる形で開示していた。その内容をみると、定款変更を通じて企業に特定の行動や施策を要求する株主提案であっても、経営の自由度を制限する、あるいは定款の趣旨に反するからといって一律に反対するのではなく、株主提案毎に株主・企業価値への貢献度、定款に記載する妥当性や経営の自由度の拘束性などを自社の基準に照らしながら判断していることが分かった。

海外機関投資家に関しては、みずほFG-5号議案への賛成率が国内機関投資家よりも高く、少数ではあるが開示されていた賛成理由をみると定款変更を伴うかどうかは判断の題材になっていなかった。総じて、みずほFG-5号議案については、国内外の機関投資家ともに、定款変更であるかどうかよりも、株主価値・企業価値への貢献度、株主提案を受けた企業の対応、対話によるエンゲージメントの結果などを優先的な判断材料にしていたと考えられる。

機関投資家は、定款変更のかたちで出される株主提案を、投資先企業に対して株主の意見を伝えるエンゲージメントの手段として認識している。コーポレートガバナンス・コードでは、株主総会の会社提

案議案に対して相当数の反対票が投じられた際には、反対理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話を含む対応を企業に要求している。その趣意では、株主総会で否決された定款変更の株主提案についても、国内外の機関投資家から一定の賛成が行われた場合には、反対票の多かった会社提案議案と同様、賛成の理由や原因の分析を取締役会で行い、場合によっては株主との対話を開始する必要があるだろう。

(END)