



エコノミスト・ストラテジストレポート

情報提供資料
2024年7月11日

2024年株主総会にみるガバナンス改革新時代

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

2024年の株主総会は、2023年に金融庁が上場企業にいわゆるPBR=1以上となる経営を要請したことの個人株主への浸透を受け、ガバナンスが新時代に入ったと評価できる事例が多かった。それは、個人株主がPBR=1未満の多くの企業の株主総会で、1以上になるよう要望した事例が少なからずあったことでも明らかだ。また、少なくとも機関投資家がPBR=1未満の企業の経営者の再任には一定の時間的猶予の後は反対する意向を示していることから、今後はさらに実効性が高まると期待できる。日本でガバナンス改革が始まって20年以上が経過したが、これから一段と強くなると想定される株主からの経営改善の圧力は、ガバナンス改革新時代と呼ぶに相応しいと考えられる。

今年の株主総会で最も衝撃だったのは東洋証券(8614)だ。総会の直前に取締役の再任に関し、代表取締役社長の続投に議決権の約30%を持つアクティビストから疑義が示され、再任議案は撤回された。同社のPBRは0.79(みんかぶHP)だった。株主総会の直前に再任予定だった社長が更迭された事例は、世界的にも稀だろう。

世界的にかつて株主は、経営に不満があっても実際に取りうるる行動は株式の売却しかなく、これはウォールストリートルールと呼ばれた。しかし、米国では1980年代に始まったガバナンス改革で、株主と経営者の対話、対話が決裂したら乗っ取りなどM&A、等が制度化された。結果的に米国企業の経営は改善されて1990年代以降に蘇えり、企業業績も株価も世界で最も良いパフォーマンスを出すようになった。GAFAMにもこの恩恵を受けた銘柄が複数ある。

日本も米国に見習って1990年代後半からガバナンス改革を進めた。2014年に安倍政権は、抵抗する経団連を押し切ってガバナンス改革を進めた。ただ、金融庁が進めたガバナンス改革は、委員会の設置や社外取締役や女性取締役の数など、いわば外形的な形式を整える内容とならざるをえなかった。しかし、今年の株主総会で判明したのは、株価の上下動に直接的な利害関係を持つ個人投資家による、株価を上げて欲しいという強い圧力だ。今後この圧力は、ガバナンス改革のルールに沿って外形的な形式を整えるより、PBR=1を最低限として、株価上昇の形で結果を出すことを要求する方向にもっと傾斜して行くだろう。

日本でもかつて株主の要求は声なき声だった。しかし、アクティビスト、ユーチューバー、SNSの特定企業に特化した掲示板などが媒介となって、声が大きく共鳴し始めた。アクティビストは、経営改革の要求をネットで公開したり、株主名簿をもとに他の株主に送付し、正当な要求であることと株主共闘をアピールする。そもそもアクティビストは、無料で経営改善を提案し、株価が上がることで利益を得る。昨今は経営コンサルの報酬が高いことが問題視されているが、アクティビストはいわば無報酬の経営コンサルだ。株価の面で結果責任を持つため、報酬は高いが業績改善の結果責任は持たない通常のコンサルより良心的とも言える。人気ユーチューバーやSNSへの投稿は閲覧数が15万を超えるものもある。この流れには、民衆を弾圧して独裁制を敷いたリビアのカダフィー政権やエジプトのムバラク政権が、SNSで結びついた民衆のデモであっけなく崩壊した2010年頃のアラブの春を彷彿とさせるものがある。

もともと日本のガバナンス構造は、持ち合いと機関投資家のケイレツ支配によって50%以上の議決権を確保することで、構造として市場や市場メカニズムから隔離されていた。であるが故に、日米のROEやROAなど経営力の格差が誰の目にも明らかになっても、米国のガバナンス制度はおかしい、と開き直って声高に主張する経営者や政府高官がいた。しかし、持ち合い解消や機関投資家の議決権行使の行動変容で、隔離する壁が崩れた。持ち合い解消は、金融庁がビッグモーターの事件を受けて、もたれ合いが不正の温床になるとして解消を要請したことから、不可逆的に進むとみられる。持ち合いがもたれ合いの原因なら、金融庁の監督を受ける銀行や生保は当然として、証券取引所に上場する全企業が持ち合い解消を常に検討することになるだろう。ガバナンス新時代は、GHQが戦後に進めた証券民主化が時代背景を変えて実現したと見ることもできる、古くて新しい問題だ。(脱稿7月3日) 以上

※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

<当資料に関するご留意事項>

■当資料は、リそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、リそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡しする「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。