

2016年12月21日 全15頁

《実践》コーポレートガバナンス

ガバナンスコード時代の株主総会の概要と示唆 ～2016年株主総会の概要と2017年に向けた示唆～

キーワードは「取締役会の再設計」と「株主との対話」

コンサルティング・ソリューション第一部
コンサルタント
吉川英徳

[要約]

- コーポレートガバナンス・コード運用2年目となる2016年株主総会シーズンにおいては、多くの企業においてコーポレートガバナンス・コード対応に伴う機関設計の変更を含む取締役会の設計の見直し、株主との対話を意識した招集通知における工夫等が見られた。
- また、株主総会における議決権行使においては、低ROE企業に加え、社外取締役が2名未満の企業の経営トップの取締役選任議案に対し反対票が集まっている。経営トップの取締役選任議案に対しROE基準を導入する機関投資家が増加していることに加え、本年2月株主総会からISSが経営トップの取締役選任議案における社外取締役基準を2名以上に引き上げたことが影響している。
- 多くの企業においてコーポレートガバナンス・コード対応が一巡し、「形式的な対応」が一定程度進んでいるが、「実質的な対応」はこれからの課題とする企業も多い。2017年6月株主総会シーズンに向けては、より株主利益向上を目指す経営を意識した「実質的」なコーポレートガバナンス体制、そして具体的な「行動(成果)」が求められる局面に入りつつある。
- 「実質的」なコーポレートガバナンス体制の構築において鍵となるのは、形式的なガバナンス体制の構築で十分であると思わずに、「どうすれば取締役会において株主利益を最大化できる議論・意思決定ができるか」について、取締役会全体で議論し続けることである。その際に、コーポレートガバナンス・コードにおいても求められている「取締役会評価」であり、「役員トレーニング」が重要な役割を果たすと考える。

1. 2016年株主総会における主な論点

2016年株主総会シーズン（2015年7月～2016年6月）は、昨年6月にコーポレートガバナンス・コード（以下CGコード）が施行されて以降の定時株主総会シーズンである。本稿においては、2016年株主総会の概要や議決権行使結果等を整理したうえで、2017年6月株主総会シーズンの動向を見通していきたい。

本年株主総会シーズンの特徴を「上場企業の動き」「機関投資家等の動き」等で整理したのが図表1である。まず、上場企業の動きとしては、CGコード運用2年目を迎え、取締役会の構成等、ガバナンス体制が変化している点、そして株主との対話を意識する企業が増加している点が挙げられる。

図表1：2016年株主総会シーズンにおける論点

	主な論点
上場企業 サイトの動き	<ul style="list-style-type: none"> ・ CGコード運用2年目を迎え、企業の取締役会の構成など、ガバナンス体制が変化 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 監査等委員会設置会社への移行表明企業は680社超（累計、移行済み含む） ➢ 複数名の独立社外取締役の選任比率は60%（前年比+27%pt） ➢ 任意の指名・報酬に係る諮問機関の設置が進む（約600社） ➢ 取締役会評価等の実施（外部コンサルの活用などが進む） ➢ 業績連動報酬・株式報酬の普及（特定譲渡制限付株式、ROE連動型信託型株式報酬の導入） ・ 株主との対話を意識する企業が増加 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 株主総会の分散化、招集通知の早期公表等が進む ➢ 招集通知について丁寧な記載を行う企業が目立つ ➢ 買収防衛策の非継続・廃止が進む（30社、前年比+8社） ➢ 議案説明で補足説明の公表企業が増加（プレスリリースによる補足説明）
機関投資家等 の動き	<ul style="list-style-type: none"> ・ 日系機関投資家におけるROE基準の浸透による低ROE企業への反対票の増加 ・ 議決権行使助言会社のポリシー変更（主な変更点） <ul style="list-style-type: none"> ➢ 経営トップの選任議案に複数名の社外取締役基準の導入（ISS）⇒一部企業の経営トップの賛成率が大幅低下 ➢ 買収防衛策の賛成基準を厳格化（ISS）⇒前回賛成を得た食品会社の賛成率が大幅低下 ・ 一部のアクティビスト株主が引き続き活発な活動 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 議決権行使で反対票を投じる（外資系アクティビストファンドの海運会社の株式を大量取得等） ➢ 株主提案の実施（増配、政策保有株や株主との対話強化等を盛り込んだ定款の一部変更等） ➢ メディア等を通じた意見表明（監査等委員会設置会社への移行に対する反対表明）
その他	<ul style="list-style-type: none"> ・ 創業家と経営陣の対立の表面化 ・ 後継者問題に関して象徴的な事案の発生 ・ 引き続きお土産廃止企業が増加（お土産なし明記企業114社→194社）

（出所）各種公表資料より大和総研作成

(1) 上場企業のガバナンス動向

① ガバナンス体制の変化

まず、ガバナンス体制の変化については、コーポレートガバナンス強化を目的に監査等委員会設置会社へ移行する企業が大幅に増加、2016年7月末時点で646社（2015年7月末時点166社）となっている（図表2-1）。また、独立社外取締役の普及も急速に進んでいる。CGコード（原則4-8）¹が複数名の独立社外取締役を求めていることもあり、東京証券取引所に上場している企業のうち複数名の独立社外取締役の導入企業は61%（同33%）と大幅に増加している。東証1部・2部に限ると75%の上場企業が複数名の独立社外取締役を選任しており、上場企業の取締役会において独立社外取締役に期待される役割が拡大しているとも言える（図表2-2）。

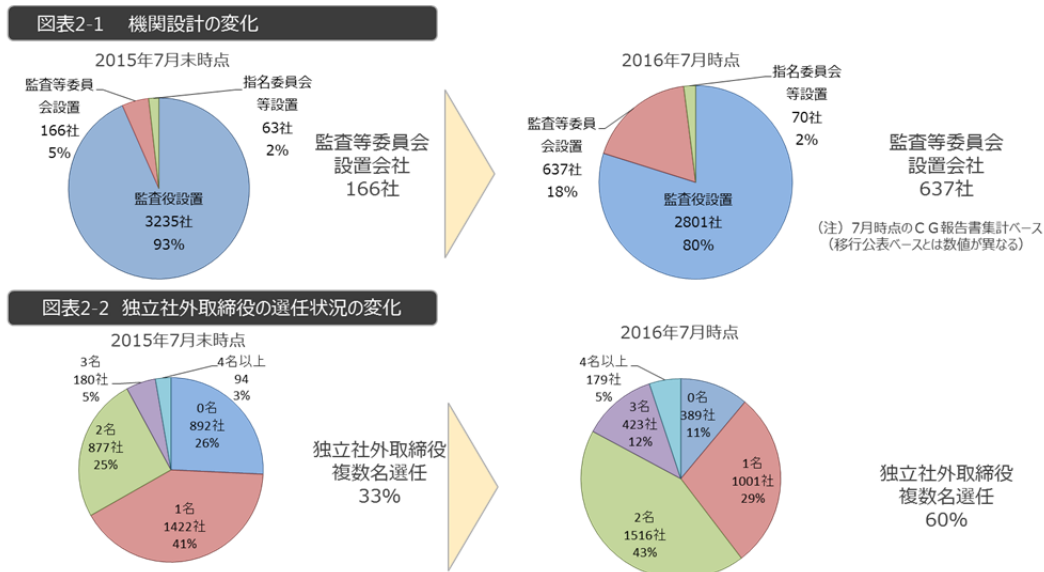
加えて、従来は社長など経営トップの専決事項であった報酬や指名の決定プロセス等について、一定の透明性を確保する動きも出始めている。任意の指名・報酬に係る諮問機関を設置している企業数は約607社（同233社）とここ1年で急速に普及しており、主要企業100社に限ると既に約8割の企業が設置している。取締役会評価の実施²や、株式報酬の導入等³もCGコード導入以降急速に進んでおり、多くの上場企業において、CGコード導入を契機として、ガバナンスに対する意識が高まっているとも言える。

¹原則4-8「独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。（後略）」

²東京証券取引所の7月時点の調査によれば東証1部・2部企業の55%の企業が取締役会の実効性評価について「遵守（Comply）」している

³株式報酬の導入は2016年6月時点で659社（前年は495社）、内訳は株式報酬型ストックオプション462社（429社）、信託給付型株式報酬192社（66社）、特定譲渡制限付株式5社（0社）

図表 2-1 及び図表 2-2 : 2016 年株主総会シーズンにおける機関設計・独立社外取締役の変化



(出所) コーポレート・ガバナンス情報サービス (日本取引所グループ) より大和総研作成

② 株主との対話を意識する企業が増加

まず、招集通知の早期発送・早期公表が進んでいる。株主総会当日から3週間以上前に早期発送する企業の割合は約39% (前年比+6%pt) と増加している。特に発送日前日までにインターネットで招集通知を公表している企業の割合は約75% (前年比+37%pt) と大きく伸長している。CGコード (補充原則1-2②)⁴において早期発送・早期公表が求められており、その対応が進んでいると見られる。

次に、招集通知においても丁寧に記載している事例が見られる。例えば、図表3に示すように、日本証券取引所グループは取締役選任議案の説明において、取締役会の構成を意識して独立役員専門性やダイバーシティを一覧にして整理・開示している。独立役員を取締役会の構成における専門性や多様性のバランスを意識して選任しているというメッセージを株主に対して発している。

また、ソフトバンクグループは、招集通知において、同社社外取締役である日本電産会長兼社長の永守氏の取締役会出席率が55.6%と低かったことについて、欠席の理由及びその対応策について丁寧な説明を行っている (図表4)。永守氏の経営者としての実績に加え、そうした丁寧な記載等が功を奏し、議決権助言会社や機関投資家等が賛成したと見ら

⁴ 補充原則1-2②「上場会社は、株主が総会議案の十分な検討期間を確保することができるよう、招集通知に記載する情報の正確性を担保しつつその早期発送に努めるべきであり、また、招集通知に記載する情報は、株主総会の招集に係る取締役会決議から招集通知を発送するまでの間に、TDnet や自社のウェブサイトにより電子的に公表すべきである。」

れ、賛成率は93%と高水準で着地した。

図表3：日本取引所グループの株主総会招集通知における記載の工夫

取締役会の構成に着目した記載例

第2号議案 取締役13名選任の件

取締役全員（12名）は、本定時株主総会終結の時をもって任期満了となります。また、取締役佐藤茂雄氏は、2015年11月20日に逝去されました。つきましては、指名委員会の決定に基づき取締役13名の選任をお願いするものであります。取締役候補者は次のとおりであります。

候補者番号	氏名	当社における地位	専門性				ダイバーシティ	
			企業経営	会計	法律	経営者 政治経験	女性	外国人
1	津田 廣喜	取締役 (取締役会議長)	再任	再任	-	-	-	-
2	清田 瞭	取締役兼 代表執行役 グループCEO	再任	-	-	-	-	-
3	宮原 幸一郎	取締役兼執行役	再任	-	-	-	-	-
4	山道 裕己	取締役兼執行役	再任	-	-	-	-	-
5	クリスティーナ・アメージャン	取締役	再任	独立役員	-	-	***	-
6	荻田 伍	-	新任	独立役員	*	-	-	-
7	久保利 英明	取締役	再任	独立役員	-	*	-	-
8	幸田 真音	-	新任	独立役員	-	-	**	-
9	小林 栄三	-	新任	独立役員	*	-	-	-
10	広瀬 雅行	取締役	再任	-	-	-	-	-
11	本田 勝彦	取締役	再任	独立役員	*	-	-	-
12	森 公高	-	新任	独立役員	*	-	-	-
13	米田 壯	取締役	再任	独立役員	-	-	*	-

(出所) 日本取引所グループ株主総会招集通知より抜粋

図表4：ソフトバンクグループの株主総会招集通知における記載の工夫

低出席率に関する理由の説明

社外取締役候補者とする理由

永守 重信氏は、1973年7月に日本電産㈱の創業後43年にわたり同社グループの経営を指揮し、世界有数の総合モーターメーカーへ育てるなど、企業経営、事業戦略、企業買収および事業再建に関する豊富な知識と経験を有しています。

2014年6月に当社社外取締役に就任して以来、同氏は、創業経営者としての知識と経験に基づく当社の長期的なグループ戦略に関する提言や、企業買収・事業再建における経験に基づいた、スプリントをはじめとする当社買収先企業の事業再建に関する提言などを通じて、当社取締役会における経営判断および意思決定の過程において重要な役割を果たしています。

2015年度の当社取締役会への出席は9回中5回（うち定時取締役会は5回中3回、臨時取締役会は4回中2回出席）、その出席率は55.6%でした。当社はこれまで、十分な調整期間をもって取締役会の日程を決めており、多忙な社外取締役の当社取締役会への出席が可能となるように努めてきました。しかしながら同氏が欠席した2回の定時取締役会については、十分な調整期間をもってしても、同氏の重要な兼職先である日本電産㈱の海外子会社の重要会議等との兼ね合いから、当社取締役会に出席することが出来ない状況でした。当社としては同氏が出席できない状況を回避するべく、これらの定時取締役会の日程変更を検討したものの、他の社外取締役の日程調整が困難だったこともあり、同氏の出席は叶いませんでした。

同氏は、出席した取締役会において、当社事業に関する数多く、かつ多角的な質問や意見を述べるだけでなく、当社の少数株主の立場を踏まえた意見や当社経営陣に対しての諫言など、当社の社外取締役として経営監督機能を十二分に果たしています。取締役会におけるこれらの発言に加え、取締役会以外の場面においても当社経営陣への提言を行うなど、当社の企業価値向上に極めて高い貢献をしていると当社取締役会は評価しています。なお、今後の取締役会の出席について、当社の取締役会の場で同氏から、これまで以上に出席する旨の発言があったほか、日本電産㈱と当社との間で、より踏み込んだ日程調整を行うことにより、同氏の取締役会への出席率は改善は、十分に可能であると考えています。

当社取締役会としては、当社の対処すべき課題の解決および長期的な株主価値の向上のために、同氏は必要不可欠な人材と判断し、引き続き社外取締役候補者として選任をお願いするものです。また、同氏は現在当社の社外取締役（独立役員）であり、その就任期間は本総会終結の時をもって2年間です。

(ご参考) 同氏の賛成率92.6%

(出所) ソフトバンクグループ株主総会招集通知より抜粋

また、買収防衛策を非継続とする企業が増加している。本年度に非継続を選択した企業は30社（前年22社）となっている。買収防衛策は外国人株主を中心に機関投資家等が反対票を投じており、賛成率が低くなりやすい傾向がある。そうした中で、CGコード（補充原則1-1①）⁵において反対票が多い議案については対応の要否が求められており、買収防衛策の継続については逆風が吹いている事が背景にあると見られる。また、本年度買収防衛策を継続した企業においても、議決権行使助言会社の買収防衛策議案に関する助言方針変更の影響もあり、「買収防衛策を継続する理由」を明記する等、買収防衛策の継続導入の意義を株主に対し丁寧に説明しようとする企業も見られる。

さらに、一部の企業においては、招集通知の補足説明を行うプレスリリースを公表する企業も出ている。例えば、ある企業においては、監査役選任議案において主要取引銀行出身者が社外監査役として提案していたが、招集通知の情報だけでは、主要取引金融機関の出身者ということで、形式的に反対票が入る可能性があった。その企業は形式的には主要取引金融機関であるが、実質的には殆ど取引関係がないことを補足説明のプレスリリースを出している。そうしたことにより、当該議案においては、4年前と比較し、機関投資家比率が増加しているにも関わらず、賛成率は76%（前回比+10%pt）と大幅に増加している。

（2）機関投資家の動向

機関投資家の動きとしては、まず取締役選任議案におけるROE基準が浸透しつつあることが挙げられる。2015年に議決権行使助言会社のISSが取締役選任議案にROE5%基準の導入を公表して以降、日系機関投資家においてもROE基準を導入する機関投資家が増加している。本年度においても低ROE企業に対する機関投資家の目線は厳しくなっており、昨年度ISS基準に抵触し、本年度も同基準に抵触する企業は反対票が増加しているケースが多い。

次に、議決権行使助言会社の動向としては、まずISSの助言方針の変更がある。本年度の主な変更点としては、（1）経営トップの取締役選任議案に対する複数名の社外取締役基準の導入、（2）買収防衛策の賛成基準の厳格化、がある。前者の影響としては、社外取締役が2名未満の企業の経営トップの賛成率が大幅に低下している（詳細は後掲）。また、後者の影響としては、前回更新時に議決権行使助言会社の賛成推奨を得ていた食品会社が本年度は形式基準に抵触し、反対推奨された結果、同議案の賛成率は大幅に低下している。

また、本年度の株主総会においてはアクティビスト株主の活動が活発化している。象徴的な事例としては、アクティビストファンドが海運会社の株式を2016年3月末時点で約30%弱保有し、同社の経営トップの選任議案に対し反対票を投じた事例がある。同社が本

⁵補充原則1-1①「取締役会は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである。」

年度より議決権行使助言会社の ROE 5%基準に抵触することも相まって、経営トップの選任議案の賛成率が 56.9%（前年比-33.7%pt）と大幅に低下している。上記アクティビストファンドは本年度から経営トップに対する議決権行使を厳格化したとみられ、同ファンドが大株主の企業については、軒並み賛成率が大幅に低下している。

加えて、アクティビストファンドからとみられる株主提案も相次いでいる。あるアクティビストファンドは 2016 年 6 月株主総会において保有先 4 社に対し増配や政策保有株の売却等を求める株主提案を実施している。また、株主提案だけでなく、メディア等を活用して上場会社にコーポレートガバナンスのあり方等についてアクティビストファンドが問題提起する事例も散見される。アクティビストファンドの関心や手法が洗練されつつあるとも言える。

昨今の機関投資家側のコーポレートガバナンスに対する関心の高まりを受けて、銀行に対する剰余金処分の決定機関の変更に関する定款一部変更の株主提案に対しては 48%（前年は 41%）の賛成票を集めている。可決には 2/3 の賛成票が必要であるが、昨今の株主との対話強化の流れの中において、企業側も対応が必要になってくると考えられる。

（3）その他の動向

その他の動向としては、創業家と経営陣の対立が表面化した事例が散見される。個別要因的な要素が大きいのが、あえて総括すれば、ガバナンス強化の流れの中に於いて、合理性や説明責任が求められる経営陣と、必ずしも合理性だけでない創業家としての「想い」の部分の擦れ違いが表面化したと捉える事もできる。経営陣と創業家、その他一般株主の 3 者に於いて「企業価値」について十分な共通認識の醸成が不可欠となる。

また、株主総会出席者に対しお土産を配ることを止める企業が増加している。招集通知にお土産が無い旨を明記している企業は 194 社（前年は 114 社）⁶と増加している。全体的にはお土産を渡す企業が多数派⁷であるが、遠隔地株主との公平性等を鑑みて、お土産を廃止している。特に近年、出席する個人株主数の増加に伴い株主総会事務負担が重くなっている企業もあり、そうした事も一因と考えられる。実際に 6 月株主総会においてお土産を廃止した企業においては、株主総会出席者数が前年比で 1/4 になった企業も見られる。

⁶ 三菱 UFJ 信託銀行の集計

⁷ 株主総会白書 2016（商事法務）によればお土産有の企業は 74.8%

2. 主要企業における議決権行使結果

TOPIX500 採用企業の議案別の議決権行使結果を分析したのが図表 5 である。一部の議案を除き、概ね 95%以上の高い賛成率を確保している。議案別の平均賛成率で見ると、買収防衛策（70.5%）、非独立の社外監査役（78.6%）、退職慰労金（80.1%）、監査等委員である非独立の社外取締役（82.8%）、非独立の社外取締役（86.2%）が平均賛成率で 90%未滿の議案となっている。買収防衛策や、支給金額が不透明な退職慰労金支給、独立性のない社外役員議案については、機関投資家が株主利益の観点から反対する代表的な議案である。

また、上記の議案以外においても、機関投資家の議決権行使基準に抵触したとみられる議案や、アクティビスト株主や創業家等の大株主が反対票を投じたと見られる議案において低賛成率の議案が散見される。

図表 5 : 2016 年株主総会シーズンにおける議決権行使結果の概要

2016年6月株主総会シーズンの総括 (TOPIX500)						
議案種類	議案数	平均公表賛成率 (%)	平均修正賛成率 (%)	公表賛成率 最大値 (%)	公表賛成率 最小値 (%)	最小値 (備考、持分比率は期末時点)
定款一部変更	160	97.1	98.3	100.0	76.1	監査等委員移行、剰余金権限移行
剰余金処分	372	97.1	98.5	100.0	69.0	低配当性向 (8.6%)
取締役選任	4683	95.2	96.5	100.0	52.3	
経営トップ	453	93.0	94.2	99.9	52.3	創業家
社内	3036	95.6	96.9	99.9	58.8	創業家
社外	87	86.2	87.5	99.4	63.3	独立性基準 (特定関係事業者)
独立社外	1107	95.6	96.8	100.0	60.7	創業家
取締役選任 (監査等委員)	198	92.2	93.5	99.9	66.9	
社内	61	94.2	95.6	99.7	78.1	外国人株主 (15.7%) が大株主
社外	7	82.8	84.4	98.6	71.3	独立性基準 (取引先金融機関)
独立社外	130	91.7	93.0	99.9	66.9	独立性基準 (会計監査人出身)
監査役選任	633	92.3	93.6	100.0	51.7	
社内	271	95.0	96.4	99.7	65.3	アクティビスト (19.3%) が大株主
社外	42	78.6	79.8	99.5	55.1	アクティビストが大株主、親会社出身
独立社外	320	91.8	93.0	100.0	51.7	独立性基準 (取引先事務所出身)
補欠監査役選任	107	94.7	95.8	100.0	70.9	元会計監査人
補欠取締役選任 (監査等委員)	21	96.8	97.5	100.0	85.1	顧問契約有
役員賞与	70	95.9	97.2	99.5	85.6	アクティビスト (10.8%) が大株主
役員報酬	170	96.5	97.7	99.9	71.4	報酬枠の拡大
退職慰労金等 (功労金等含む)	17	80.1	81.1	95.6	62.5	詳細内容は監査役協議一任
新株予約権	54	92.3	93.5	99.4	64.9	社外取締役含む
買収防衛策	40	70.5	71.2	86.2	57.9	-
株式併合	16	98.1	99.4	99.9	94.0	-
会計監査人選任	8	98.8	99.5	99.9	96.6	-
その他	29	95.7	97.4	99.3	82.0	第三者割当増資 (鉄鋼)
全体	6578	94.8	96.1	100.0	51.7	

(出所) 各社臨時報告書、招集通知より大和総研作成

主要企業的全議案 (各取締役・各監査役の子議案も 1 議案として集計) の分布状況を集計したのが図表 6 である。平均賛成率は 94.8%で、全体の議案の約 7 割が 95%以上である。また、90%以上の議案は全体の約 9 割となり、90%未滿の議案は全体の約 1 割にとどまっている。賛成率が 80%を切る議案は、全体の 4%と少数派となっている。

CG コードの補充原則 1-1 ①⁸で反対票が多い議案については分析し、対応の要否が求められている。対話の要否の反対票の基準として2割～3割を社内基準として有している企業が見受けられるが、上記の分析を踏まえると、賛成率が90%を切った水準においてでも、要否の対話が必要になると考える。

図表 6 : 2016 年株主総会シーズンにおける議決権行使結果の分布状況

公表賛成率 (%)	同賛成率未満の全議案数に占める割合	公表賛成率
100.0%	-	平均値 94.8%
97.5%	60.9%	中央値 96.9%
95.0%	30.9%	
90.0%	12.5%	
80.0%	4.3%	
70.0%	1.0%	
60.0%	0.2%	
50.0%	-	

(出所) 各社臨時報告書より大和総研集計

2-1. 経営トップの取締役選任議案の分析

経営トップの取締役選任議案における修正賛成率⁹（以下、経営トップの修正賛成率）について分析を行ったのが図表 7 である。全体的には議案全体の傾向と同様に修正賛成率 95%以上の企業が大部分を占める（図表 7-1）。前年との比較では、修正賛成率 80%未満の企業が 256 社から 281 社に増加している。80%未満の企業数が増加した要因としては、低 ROE や社外取締役が 2 名未満の企業の経営トップに対する機関投資家の見方が厳しくなったことがある。

経営トップの修正賛成率と ROE の関係については、ROE が 5%未満の企業は 5%以上の企業と比較して修正賛成率が低くなっている（図表 7-2）。この背景には、ISS が 2015 年株主総会シーズンより「ROE が 5 年平均 5%未満かつ直近年度も 5%未満」の企業の経営トップの取締役選任議案に対し反対推奨の助言を行っていることに加え、一部国内機関投資家においても取締役選任議案において ROE 基準を設けたことが影響したと見られる。

また、経営トップの修正賛成率と社外取締役の人数の関係については、社外取締役が 2

⁸補充原則 1-1 ①「取締役会は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである。」

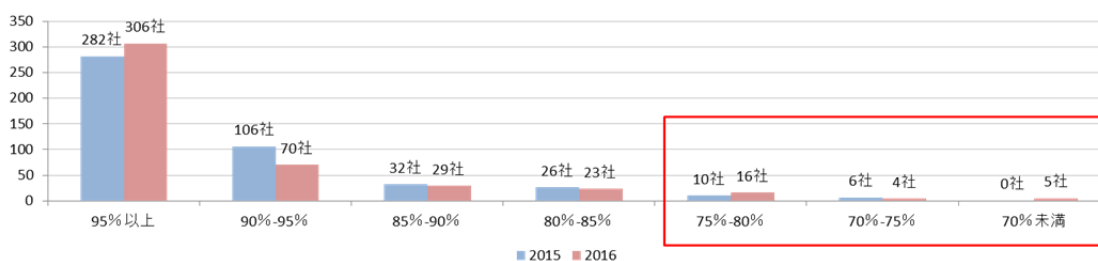
⁹臨時報告書で公表されている賛成個数、反対個数、棄権個数より賛成率を算出している

名未満の場合は、明らかに修正賛成率が低くなっている（図表7-3）。ISSが2016年株主総会シーズンより、「社外取締役が2名未満の場合」は取締役選任議案において経営トップに対し反対推奨するとしており、その影響と見られる。

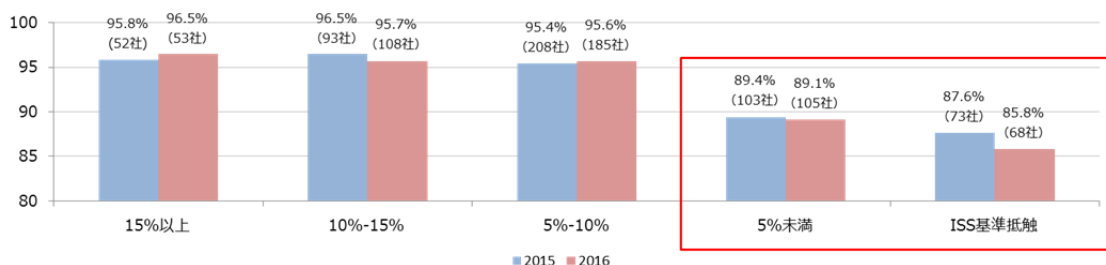
このような経営トップの修正賛成率の分析からは、機関投資家等は「ROE 5%」「社外取締役2名」を上場企業に対し最低限求めている事が読み取れる。ROEが5%未満の企業においては、中期経営計画の策定・公表を含め、どのようにROE改善に向けて取り組むのかについて株主とのより丁寧な対話が求められる。また、社外取締役についても、同様に、早急に人材確保が求められる。

図表7：経営トップの修正賛成率の分布

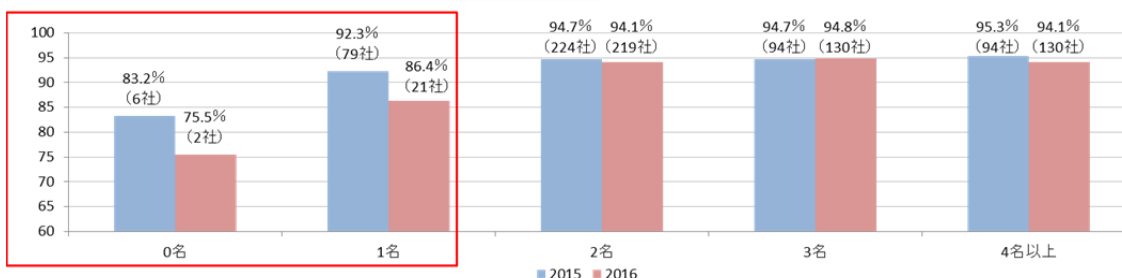
図表7-1 経営トップ修正賛成率の分布



図表7-2 ROEと経営トップ修正賛成率の分布



図表7-3 社外取締役の人数と経営トップ修正賛成率の分布



(注1) 修正賛成率 = 賛成個数 / (賛成個数 + 反対個数 + 棄権個数)

(注2) ISSのROE基準(5年平均かつ直近ROEが5%未満の企業の経営トップに反対推奨)

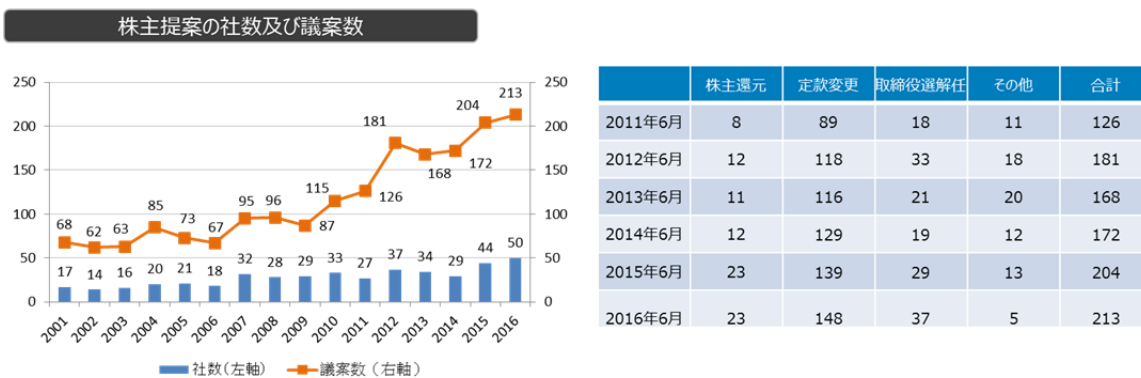
(出所) 各社臨時報告書等より大和総研作成

2-2. 株主提案に対する分析

株主提案について近年の動向を整理したのが図表8である。社数及び議案数が2001年以降最も多い水準となっている。要因としては、アクティビストファンド及びアクティビスト個人株主と見られる株主提案が増加している事がある。コーポレートガバナンス・コードの導入等により株主のコーポレートガバナンス等に対する意識が高まっている事が背景にあると考えられる。

図表9は主な2016年6月株主総会において20%以上の賛成率を獲得している議案の一覧である。株主提案の議案のうち多くの議案の賛成率は10%未満に留まる一方で、コーポレートガバナンス等に関する議案については、外国人株主を中心に機関投資家が賛成することにより、賛成率が比較的高い水準となっている。特に本年度においては、前述したように、銀行業向けの株主提案（定款一部変更：剰余金の配当等の決定機関）において賛成率が48%（前年の同様の議案の賛成率は41%）と異例の高水準となっている。昨今の機関投資家のコーポレートガバナンスに対する関心が高まる中で、国内外の機関投資家が株主提案に対し賛成したためと見られる。

図表8：株主提案の推移



(出所) 各年の株主総会白書(商事法務)等より大和総研作成

図表9：6月株主総会で賛成率が20%以上の株主提案議案

主な株主提案（6月株主総会及び賛成率20%超）

	議案	議案内容	公表賛成率 (%)	(参考) 前年度賛成率 (%)
銀行業	定款一部変更	剰余金の配当等の決定機関	48.0	41.0
電気・ガス業	定款一部変更	役員報酬の個別開示	30.0	36.0
卸売業	定款一部変更	剰余金の配当等の決定機関	28.3	-
銀行業	定款一部変更	政策保有株式の議決権行使	27.0	34.0
非鉄金属	定款一部変更	役員報酬の個別開示	25.1	-
卸売業	定款一部変更	剰余金の配当等の決定機関	24.7	-
電気・ガス業	定款一部変更	省エネビジネスの推進	24.6	20.4
電気機器	剰余金処分	剰余金の処分の件 (1株配当(当期純利益-20円)62.6円/会社提案40円)	24.2	21.3
電気・ガス業	定款一部変更	脱原子力発電	24.1	-
電気・ガス業	定款一部変更	原子力に依存しない電力供給体制の構築	24.1	20.5
電気・ガス業	定款一部変更	原子力発電の安全確保に関する職場風土の醸成	24.1	-
電気・ガス業	定款一部変更	多様なエネルギー源の確保	24.0	-
電気・ガス業	定款一部変更	発電部門もしくは送電部門の売却	23.9	-
電気・ガス業	定款一部変更	経営の透明性の確保	23.2	22.1
電気機器	定款一部変更	株主との対話に関する条項の新設	22.1	-
電気・ガス業	定款一部変更	国からの再就職の禁止	21.5	-
非鉄金属	定款一部変更	議決権行使における白票の取扱い	21.3	-
電気・ガス業	定款一部変更	株主総会の議事録の全面公開	21.3	-

(注) 支配株主から株主提案を受け、株主提案に一本化した不動産業及び会社提案を含め全議案が否決された機械会社は除く

(出所) 各社臨時報告書及び招集通知より大和総研作成

3. 2017年6月株主総会シーズンに向けた示唆

2017年6月株主総会シーズンに向けた論点を整理したのが図表10である。2016年株主総会シーズンにおいてはCGコード運用が2年目に入り、独立社外取締役の複数名選任や指名報酬に係る任意の諮問機関の設置、株式報酬の導入等といった外形的なコーポレートガバナンスの体制整備が着実に進んでいる。2017年6月株主総会シーズンに向けては、より株主利益向上を目指す経営を意識した「実質的」なコーポレートガバナンス体制、そして具体的な「行動（成果）」が求められる局面に入りつつある。

図表10：2017年6月株主総会シーズンに向けた論点整理

	主な内容
政府等の動き	<ul style="list-style-type: none"> SSC及びCGCフォローアップ会議 <ul style="list-style-type: none"> スチュワードシップコードの見直し（議決権行使の個別開示等） CGS研究会（コーポレート・ガバナンス・システム研究会）の開催（来年2月に報告書のとりまとめ） <ul style="list-style-type: none"> 取締役会の役割・機能 CEOの選定・後継者計画、インセンティブ付与 社外取締役の役割、社外取締役の人材の質的・量的な向上 監査等委員会設置会社の活用 税制改正 <ul style="list-style-type: none"> 役員報酬（株式報酬）に係る税制改正等
機関投資家の動き	<ul style="list-style-type: none"> GPIFの動き <ul style="list-style-type: none"> 国内主要10社と対話を行う「企業・アセットオーナーフォーラム」等を開催 議決権行使助言会社の動向 <ul style="list-style-type: none"> 相談役制度を導入する定款変更議案に対し反対推奨（ISS） 社外取締役の兼任数の上限見直し（現状は6社）（グラスリース/報道ベース） 機関投資家の動向 <ul style="list-style-type: none"> エンゲージメント等の深掘り アクティビストの動向 <ul style="list-style-type: none"> 日系アクティビスト投資家が引き続き活発に活動 その他ファンドも活発に活動（株主提案、メディア等での意見表明、空売りファンドなど）
上場企業の動き	<ul style="list-style-type: none"> 政策保有株の動向 <ul style="list-style-type: none"> 金融機関を中心に政策保有株の削減進む CGコード運用2年目における実質性の確保 <ul style="list-style-type: none"> 取締役会評価、後継者計画、役員トレーニング等 中長期インセンティブ報酬の導入（業績連動報酬、特定譲渡制限付株式の普及） 7月株主総会の開催の可能性の模索

（出所）各種資料より大和総研作成

実質的なコーポレートガバナンス体制の構築において鍵となるのは、形式的なガバナンス体制の構築で十分であると思わせず、「どうすれば取締役会において株主利益を最大化できる議論・意思決定ができるか」について、取締役会全体で議論し続けることである。その際に重要な役割を果たすのが、CGコードで求められる「取締役会評価」であり、「役員トレーニング」であると考えられる。取締役会評価を通じて取締役会の実効性向上に向けたPDCAサイクルを回していくことで、取締役会の抱える課題を抽出すると同時に、役員トレーニングを通じて、役員の知識及び意識の底上げが必要である。

日本企業の抱える典型的な課題として、海外企業と比較して見劣りする資本効率（ROE等）の改善がある。資本コストと比較して、適切な利潤の得られていない事業資産や、過大な現預金・政策保有株等の金融資産をどのように適切に再配分（資産ポートフォリオの見直しや株主還元等）していくのか、その再配分の為の議論が取締役会で適切に行えるガバナ

ンス体制が構築できているのかが問われている。まさに、企業の目指すべき姿と、それを達成する為の経営戦略のあり方、そしてその経営戦略の実現を支える経営基盤としてのコーポレートガバナンスが一通貫した姿が求められる。

以上