

2015年9月7日 全14頁

《実践》コーポレートガバナンス

## 2015年株主総会シーズンの総括と示唆

論点は「外形的なガバナンス整備」から「実効性・具体的な行動」へ

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]

- 本年の株主総会は買収防衛策の再導入や種類株式の発行等に代表されるように、例年以上にコーポレートガバナンスの在り方に対して衆目を集めた株主総会であった。本稿においては、2015年株主総会シーズン<sup>1</sup>における議決権行使状況を俯瞰したうえで、多くの会社にとってはコーポレートガバナンス・コード対応初年度となる2016年株主総会シーズンへの示唆を整理していきたい。
- 2015年株主総会シーズンの特徴としては、社外取締役の選任が進み外形的なガバナンス体制が強化される一方で、低ROE企業において経営トップ選任議案の賛成率が大幅に低下している事例が散見されている。他方、低ROEながらも株主との対話を強化し、株主還元策を含むROE向上策を公表した企業においては経営トップ選任議案の賛成率が大幅に上昇した事例も見られる。また、株主のコーポレートガバナンスや株主還元に対する意識の高まりを背景に、株主提案を受けた企業数・議案数は2001年以降の集計以来最も多くなっている。
- 2016年株主総会シーズンへの示唆としては、「外形的なガバナンス強化」から「実効性の確保」、そして「ROE向上に向けた具体的な行動」を求める動きが強まると考えられる。日本においてもアクティビスト投資家の活動が活発化しつつあり、そうした動きが米国同様に日本企業の「変化」を促す触媒となる可能性がある。多くの企業が目下コーポレートガバナンス・コード対応に取り組んでいるが、単なる横並びの開示対応で終わることなく、自社としてあるべき姿を整理し、その実現に向けたガバナンス体制を構築する契機とし、株主との対話の内容も踏まえ「具体的な行動」に結び付けていきたい。

<sup>1</sup> 2014年7月～2015年6月に開催された株主総会

## 1. 主要 100 社における 2015 年 6 月株主総会シーズンの概況

コーポレートガバナンスに衆目の集まった 2015 年 6 月株主総会<sup>2</sup>が終わり、多くの企業ではコーポレートガバナンス・コード（以下 CG コード）対応<sup>3</sup>に向けて取り組みが本格化しつつある。本稿においては、2015 年株主総会シーズンについて、まず主要 100 社(TOPIX100)の全体的な動きを俯瞰したうえで、主要議案（経営トップ選任議案、剰余金処分、買収防衛策、株主提案）については主要 502 社(TOPIX500<sup>4</sup>)等<sup>5</sup>の動向を踏まえ分析していきたい。

主要 100 社の全体的な動向については(図表 1~3 参照)、全議案の賛成率の平均は 95.0% (前年同期比+0.2pt) と前年比でやや上昇している。図表 2 及び図表 3 に示すように外国人株主比率が 37.9% (同+0.7pt) と上昇する一方で、ROE は 9.4% (同-0.1pt) と低下したが、各社が全体的なガバナンス体制や増配等の株主還元の強化等に取り組んだことにより、全議案の賛成率の平均は全体的にはやや上昇となった。

主要 100 社について議案別に見ていくと、まず剰余金処分議案の賛成率は 96.7% (前期比+0.6pt) であった。同議案を上程した 74 社の配当性向の平均<sup>6</sup>は 31.0%と前期比 1.3pt 低下したものの、増配は 59 社、前期と同額は 13 社、減配は 2 社と約 8 割の企業が増配していることが寄与していると考えられる。次に、定款変更議案を上程した企業数は、前年同期の 28 社 (28 議案) から 48 社 (49 議案) と大幅に増加している。48 社のうち 37 社において会社法改正による責任限定契約の範囲拡大<sup>7</sup>に伴う定款の一部変更が上程されたことが寄与したと見られる。

また、取締役選任議案については、まず経営トップ選任議案（会長もしくは社長の取締役選任議案）の賛成率は 93.7% (同+0.4pt) だった。対前期比較が可能な 76 社のうち、40 社について経営トップ選任議案の賛成率が前期比で上昇する一方で、36 社が低下している。特に本年 2 月の株主総会より、議決権行使助言大手の ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) が取締役選任議案において資本生産性基準 (ROE5%基準) を適用しており、76 社のうち 9 社が ROE 基準に抵触していると見られる。ISS の ROE 基準に抵触した 9 社の経営トップ選任議案の賛成率は平均 5.5pt 悪化したが、それ以外の企業において社外取締役の新規選任や増員、株主還元の大幅な強化の実施、また前年不祥事の反動等で経営トップの賛成率が大幅に改善した事例も見られ、全体では少し改善傾向となっている。

<sup>2</sup> 拙著「2015 年 2・3 月株主総会の総括と示唆（詳細版）2015 年 6 月 2 日公表」を参照

[http://www.dir.co.jp/consulting/theme\\_rpt/governance\\_rpt/20150602\\_009779.html](http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/governance_rpt/20150602_009779.html)

<sup>3</sup> 拙著「コーポレートガバナンス・コード対応で上場企業に求められる視点（2015 年 5 月 1 日公表）」を参照

[http://www.dir.co.jp/consulting/theme\\_rpt/governance\\_rpt/20150501\\_009686.html](http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/governance_rpt/20150501_009686.html)

<sup>4</sup> TOPIX500 採用の 502 社集計（2015 年 7 月時点）

<sup>5</sup> 買収防衛策及び株主提案については全議案を集計している

<sup>6</sup> 配当性向の単純平均、赤字企業は除く

<sup>7</sup> 責任限定契約が従来の社外役員に加えて、非業務執行取締役、社内監査役も契約締結が可能となった

それ以外の議案については、下記のような結果が見られた。社外取締役選任議案の賛成率については0.4pt上昇の94.7%であった。賛成率が95%以上の候補者数の割合は71%（前期比+5pt）と上昇する一方で、賛成率が80%未満の候補者の割合は4%（同-2pt）と低下している。

社外監査役選任議案の賛成率は1.4pt上昇の91.4%であった。賛成率が95%以上の候補者が61%（同+3pt）と前期比で上昇したことに加え、賛成率が70%未満の候補者数が2人と前期の6人より減少した事が全体的な賛成率の上昇に寄与したと考えられる。

買収防衛策については主要100社のうち3社が株主総会に継続議案を上程。そのうち毎年買収防衛策を株主総会に上程している1社については、賛成率は55.8%（前期比+0.4pt）とやや改善している。

その他議案のうち90%未満の議案は2議案。1つは、種類株式発行に関する議案（賛成率75.2%）、もう1つは自社関連財団への第三者割当（自己株式の有利発行）に関する議案（賛成率85.5%）である。両議案共に一般既存株主と利益相反の可能性を意識した一部の機関投資家等の反対票が集まったと見られるが、議案自体の賛成率は特別決議に必要な2/3を大きく上回っている。

図表1：主要企業100社の2014年7月～2015年6月の株主総会の議決権行使結果状況

TOPIX100	2014年			2015年				
	社数	議案数	賛成率	社数	議案数	賛成率	差引	修正賛成率
剰余金処分	75	75	96.1%	74	74	96.7%	+0.6p	98.1%
事業再編	1	1	95.4%	0	0	-	-	-
定款変更	28	28	97.5%	48	49	97.9%	+0.3p	99.0%
取締役選任	95	1,046	95.0%	95	989	95.2%	+0.2p	96.3%
（経営トップ）	90	90	93.3%	86	86	93.7%	+0.4p	94.7%
（社内）	95	776	95.2%	94	703	95.4%	+0.2p	96.5%
（社外）	91	270	94.3%	89	286	94.7%	+0.4p	95.8%
取締役（監査等委員）選任	-	-	-	2	8	88.3%	-	88.7%
（社内）	-	-	-	2	3	97.1%	-	97.6%
（社外）	-	-	-	2	5	83.1%	-	83.5%
監査役選任	60	93	91.7%	67	142	92.9%	+1.1p	94.1%
（社内）	37	40	94.0%	54	68	94.4%	+0.4p	95.7%
（社外）	40	53	90.0%	46	74	91.4%	+1.4p	92.6%
補欠監査役	15	17	95.0%	16	17	94.0%	-1.0p	94.6%
役員報酬	9	9	97.1%	11	14	95.8%	-1.2p	97.0%
役員賞与	25	25	95.4%	26	26	95.0%	-0.4p	96.5%
退職慰労金	2	2	90.9%	1	1	89.7%	-1.2p	89.7%
新株予約権	13	13	93.1%	13	16	92.2%	-0.9p	94.1%
買収防衛策	1	1	55.4%	3	3	69.2%	+13.9p	69.5%
会計監査人	0	0	-	0	0	-	-	-
その他	5	5	95.5%	7	7	93.4%	-2.1p	94.2%
合計・平均	100社	1,315	94.8%	100社	1,346	95.0%	+0.2p	95.6%

（注1）主要企業（TOPIX100）のうち2014年7月～2015年6月に株主総会が開催された企業を集計、賛成率は会社公表値、2014年については2015年と同一企業を集計（決算期変更企業を含む）

（注2）監査等委員会設置会社への移行を上程した2社については、移行後の役員選任を集計

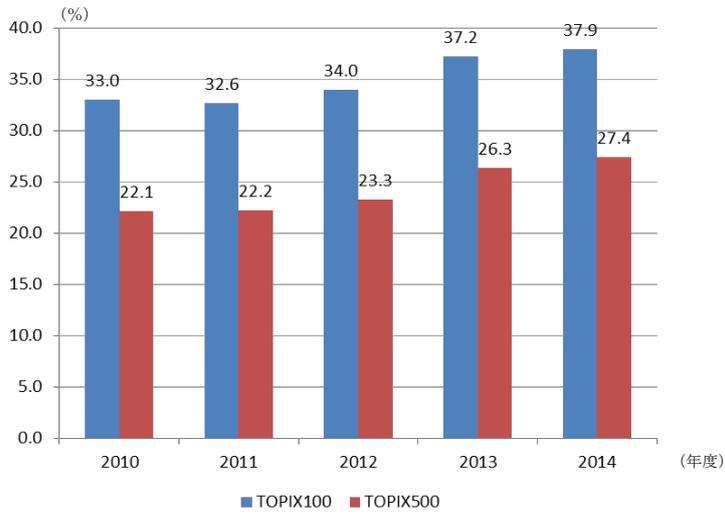
（注3）取締役選任議案・監査役選任議案等については候補者1名を1議案として集計

（注4）経営トップは会長もしくは社長

（注5）修正賛成率＝賛成個数÷（賛成個数+反対個数+棄権個数）

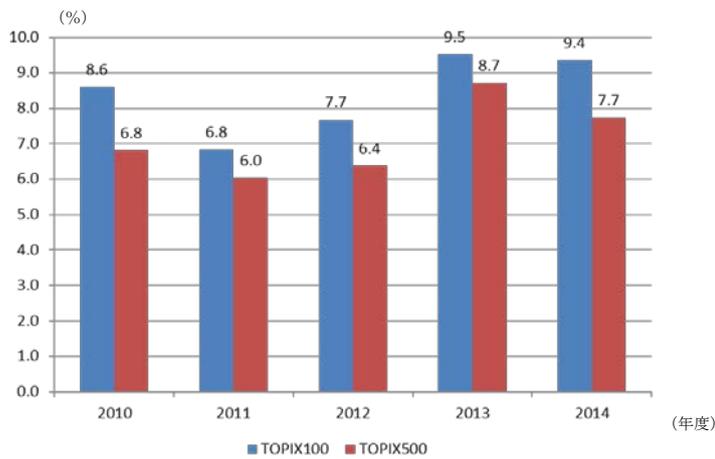
（出所）各社臨時報告書・招集通知より大和総研作成

図表 2 : 主要企業 100 社の外国人株主比率の推移



(出所) SPEEDA より大和総研作成

図表 3 : 主要企業 100 社の ROE の推移



(出所) SPEEDA より大和総研作成

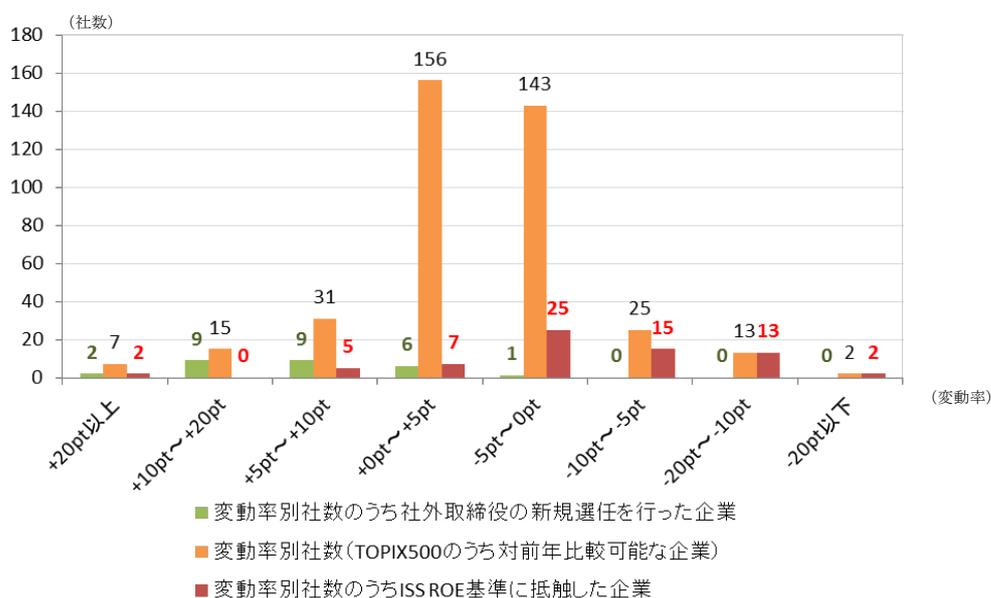
## 2. 主要議案（経営トップ選任、剰余金処分、買収防衛策）の分析

### （1）主要企業 502 社における経営トップ選任議案

経営トップ選任議案の修正賛成率<sup>8</sup>の変化について対前期比較で整理したのが図表 4 及び図表 5 である。2015 年株主総会シーズンの特徴は、上昇要因としては、社外取締役の新規選任や積極的な株主との対話による株主還元策の強化等があり、低下要因としては ISS の ROE 基準への抵触等がある。経営トップ選任議案の修正賛成率が対前年同期比で 10pt 以上改善した企業 22 社のうち、社外取締役の新規選任が影響したと考えられるのが 11 社である。

一方で、経営トップ選任議案の修正賛成率が 10pt 以上低下した 15 社のうち全てが ISS の ROE 基準に抵触している。なお、ISS の ROE 基準に抵触しているにも関わらず修正賛成率が 20pt 以上改善している事例が 2 社ある。両社共に直近 ROE は 5% 未満と低迷しているものの、大幅増配や自社株買い等の株主還元の強化を含む ROE 向上策を公表しており、そうした具体的な取組みが株主に評価されたためと見られる。

図表 4：経営トップ選任議案の修正賛成率の変動率別の社数（2015 年・2014 年比較）



(注 1) 経営トップは会長もしくは社長

(注 2) 修正賛成率=賛成個数÷(賛成個数+反対個数+棄権個数)

(出所) 各社臨時報告書・招集通知より大和総研作成

<sup>8</sup> 株主総会当日の賛成個数・反対個数等の集計方法が会社毎や年毎に異なることから、実質的な賛成率である修正賛成率(修正賛成率=賛成個数÷(賛成個数+反対個数+棄権個数))を使用している

図表 5：経営トップ選任議案の修正賛成率の変動率が大きい上位 10 社及び下位 10 社

賛成率が上昇した企業（変動率上位10社）

	外国人 株主比率 (%)	修正 賛成率 (%)	参考 (前年度修 正賛成率) (%)	修正賛成率 の改善率 (pt)	備考（改善要因）
A社	25.6	98.7	67.2	31.5	黒字化（前年は3期連続赤字）
B社	66.6	93.2	63.6	29.6	大規模な資本政策の変更を含むROE向上施策の公表
C社	26.7	96.2	71.1	25.2	経営トップの交代（親会社出身の経営トップ（社外役員）の退任）
D社	51.0	94.5	71.1	23.3	社外取締役の新規導入（+2名）
E社	15.6	94.9	71.7	23.2	ROE改善/新中計の公表（ROE7%以上）
F社	0.7	90.7	69.1	21.6	新中計の公表/増配・自社株買いの公表
G社	34.2	96.4	75.9	20.5	社外取締役の新規導入（+1名）
H社	36.9	90.9	71.0	19.9	社外取締役の新規導入（+3名）、監査等委員会設置会社移行
I社	41.8	99.4	80.9	18.5	社外取締役の新規導入（+2名）
J社	26.3	93.7	75.7	18.0	社外取締役の増員（+1名）、取締役会決議による買収防衛策の非継続

賛成率が低下した企業（変動率下位10社）

	外国人 株主比率 (%)	修正 賛成率 (%)	参考 (前年度修 正賛成率) (%)	修正賛成率 の改善率 (pt)	低下要因 (ISSの取締役選任に おけるROE基準)	直近 ROE (%)	過去5年 平均ROE (%)
K社	27.2	71.5	95.2	▲ 23.6	●	0.6	0.7
L社	22.4	75.4	97.8	▲ 22.4	●	2.4	2.4
M社	41.9	80.4	96.8	▲ 16.4	●	3.7	2.9
N社	30.9	82.3	97.2	▲ 15.0	●	3.0	3.9
O社	32.4	84.6	99.1	▲ 14.4	●	4.2	3.9
P社	42.6	82.8	97.2	▲ 14.4	●	▲ 2.6	▲ 9.6
Q社	34.6	80.8	95.1	▲ 14.3	●	▲ 38.9	▲ 12.5
R社	32.6	80.9	94.2	▲ 13.4	●	▲ 6.3	4.0
S社	25.5	80.0	93.2	▲ 13.2	●	1.2	4.0
T社	18.7	78.7	91.4	▲ 12.7	●	2.8	4.6

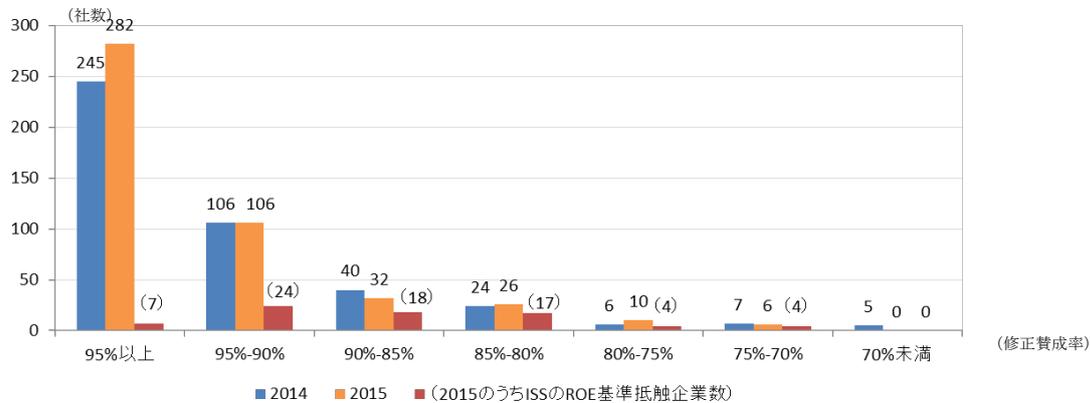
(注 1) 経営トップは会長もしくは社長

(注 2) 修正賛成率=賛成個数÷(賛成個数+反対個数+棄権個数)

(出所) 各社臨時報告書等公表資料より大和総研作成

図表 6 は経営トップ選任議案の修正賛成率の分布図である。本株主総会シーズンで経営トップ選任議案を株主総会に上程した 460 社中 280 社が修正賛成率で 95%以上となる一方で、16 社が 80%未満の修正賛成率である。16 社中 8 社が ISS の ROE 基準に抵触しており、他は会長が親会社出身者の社外取締役である事例（3 社）、取締役会決議による買収防衛策の継続（2 社）等が背景にあると見られる。なお、今年度においては経営トップ選任議案の修正賛成率で 70%未満の企業は 0 社（前年 5 社）となっている。前年 5 社のうち 4 社については、修正賛成率が大幅に改善しており、株主還元策の強化（2 社）、業績回復による黒字化（1 社）、社外取締役の新規選任（1 社）がそれぞれ寄与したと考えられる。

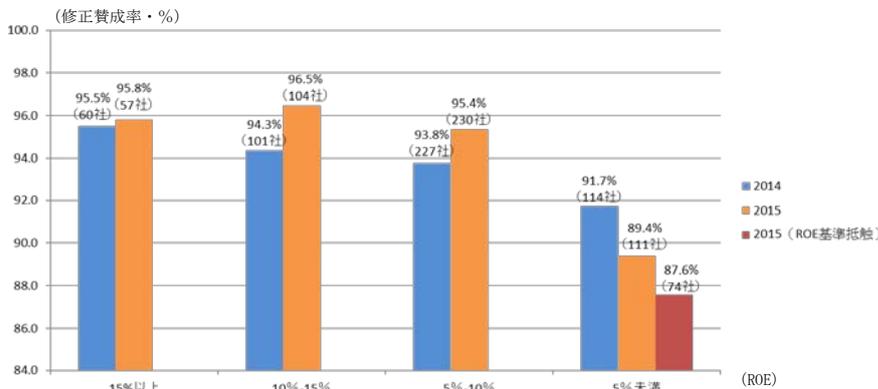
図表 6：経営トップ選任議案の修正賛成率の分布



(注1) 経営トップは会長もしくは社長  
 (注2) 修正賛成率=賛成個数÷(賛成個数+反対個数+棄権個数)  
 (出所) 各社臨時報告書等公表資料より大和総研作成

経営トップ選任議案への賛成率と ROE の関係を整理 (図表 7) すると、2014 年と比較して、2015 年においては、ROE5%未満の企業の経営トップ選任議案の賛成率が低下する一方で、ROE5%以上の企業については経営トップ選任議案の賛成率が改善している。ROE5%未満の企業の経営トップ選任議案の賛成率が低下した背景としては ISS の ROE 基準が影響していると見られる。一方で、ROE5%以上の企業の賛成率が全体として改善している背景としては、前年は ROE が高くとも社外取締役が未選任であったため、機関投資家等から反対票が集まっていた企業について、本年は社外取締役を新規選任したことが賛成率に影響していると思われる。

図表 7：ROE と経営トップ選任議案への修正賛成率の関係

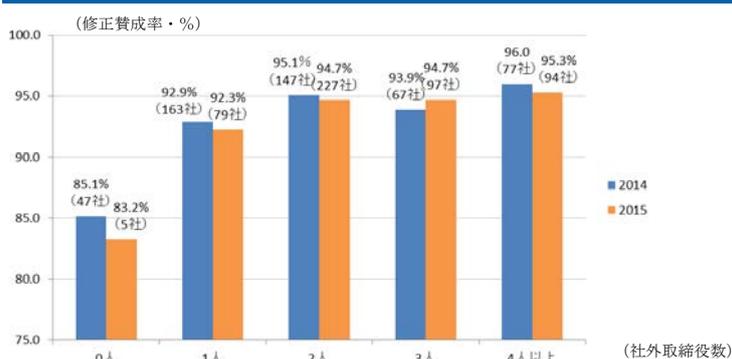


(注1) 経営トップは会長もしくは社長  
 (注2) 修正賛成率=賛成個数÷(賛成個数+反対個数+棄権個数)  
 (注3) ROE は各年の株主総会シーズンの決算期末  
 (出所) 各社臨時報告書等公表資料より大和総研作成

また、経営トップ選任議案の賛成率と社外取締役の人数という観点で分析すると(図表8)、社外取締役が2名までは正の相関関係が見られる。なお、社外取締役が0名もしくは1名の企業数は210社から84社に減少している。さらに、社外取締役が0名の企業は、社外取締役の導入を実質的に求める改正会社法が施行されたこともあり、6月株主総会前の47社から5社に大幅に減少。6月株主総会に限ると未選任の企業は1社となっている。この背景には、CGコードで複数名の社外取締役を求めていることに加え、2016年2月よりISSが経営トップの選任議案に複数名の独立社外取締役を求めたことが影響していると考えられる。

なお、経営トップ選任議案の賛成率と社外取締役比率の観点で分析すると(図表9)、社外取締役未選任を除き社外取締役比率で賛成率に大きな差は見られない。一部の議決権行使助言会社等が経営トップ選任議案にて社外取締役比率で20%基準を設けているものの、現状では経営トップ選任議案の賛成率への影響については限定的と言えよう。

図表8：社外取締役の人数と経営トップ選任議案の修正賛成率



(注1) 経営トップは会長もしくは社長

(注2) 修正賛成率=賛成個数÷(賛成個数+反対個数+棄権個数)

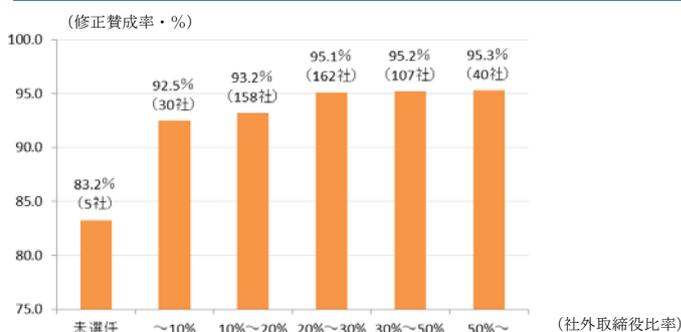
(注3) 2015年の社外取締役の人数は2015年7月23日時点のCG報告書より集計

(注4) 2014年8月以降にCG報告書が公表されていない企業については直近の独立役員届け書等より集計

(注5) 2014年の社外取締役数は有価証券報告書及びCG報告書より集計

(出所) 各社臨時報告書・招集通知より大和総研作成

図表9：社外取締役比率と経営トップ選任議案の修正賛成率(2015年7月時点)



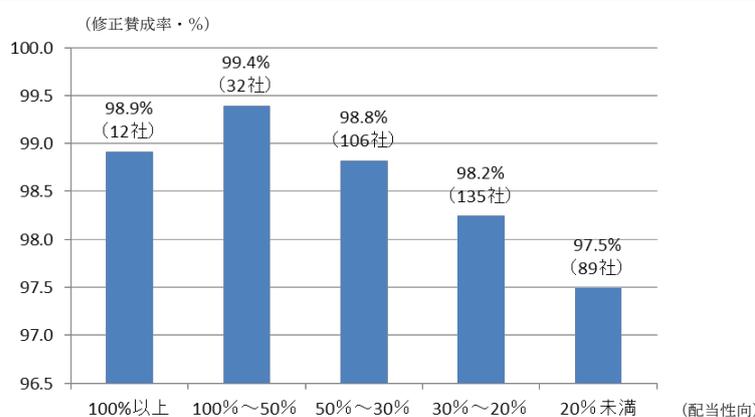
(注) 図表8の注釈参照

(出所) 各社臨時報告書・CG報告書・招集通知等より大和総研作成

## (2) 主要企業 502 社における剰余金処分議案

剰余金処分については、株主総会に上程された議案のうち約 9 割が修正賛成率で 95%以上であった。全体的な傾向としては、十分に高い賛成率を得ている中で、図表 10 に示すように、配当性向と修正賛成率については、配当性向 100%未滿については若干の正の相関関係が見られる。また、修正賛成率で 90%未滿の議案は 9 議案（前年同期 7 議案）であった（図表 11 参照）。修正賛成率 90%未滿の議案については、配当性向が低いこと、議決権行使基準が一般的な機関投資家よりも厳しいインデックス系及びバリュー系と見られる機関投資家が大量保有していること、剰余金処分に関する株主提案があり会社提案と賛成票が分かれたことが影響したとみられる。また、増配により賛成率が改善した事例も見られる。

図表 10：配当性向と剰余金処分案の修正賛成率の相関図



(注 1) 配当性向は直近決算期

(注 2) 修正賛成率=賛成個数÷(賛成個数+反対個数+棄権個数)

(出所) 各社臨時報告書、SPEEDA 等より大和総研作成

図表 11：修正賛成率の低い議案（修正賛成率 90%未滿）

	外国人株主比率 (%)	修正賛成率 (%)	修正賛成率 (対前年比) (pt)	配当性向 (%)	配当性向 (対前年比) (pt)	備考
U社	47.1	66.6	3.4	10	5.8	配当性向15%未滿
V社	53.0	83.2	▲ 3.2	27.9	6.8	インデックス系投資家が大量保有
W社	36.0	87.7	▲ 6.1	17.3	2.0	インデックス系投資家が大量保有
X社	41.8	89.0	▲ 1.3	21.3	▲ 4.4	バリュー系投資家が大量保有
Y社	20.3	89.3	▲ 10.2	46.5	▲ 7.1	増配の株主提案あり
Z社	38.3	89.5	▲ 9.6	25.7	0.8	
AA社	57.2	89.5	▲ 1.6	11.7	▲ 1.6	配当性向15%未滿
AB社	27.1	89.9	0.2	33.9	▲ 3.2	バリュー系投資家が大量保有
AC社	32.2	89.9	▲ 8.8	19.8	9.4	バリュー系投資家が大量保有

(注 1) 配当性向は直近決算期

(注 2) 修正賛成率=賛成個数÷(賛成個数+反対個数+棄権個数)

(出所) 各社臨時報告書、SPEEDA 等より大和総研作成

### (3) 買収防衛策の動向（全上場企業集計）

本年株主総会シーズンにおける買収防衛策の特徴としては、本年は買収防衛策の更新において3年に一度の谷間にあたり、本年に有効期限を迎える社数が前年や前々年と比較して大幅に減少したにも関わらず、廃止・非継続を選択した社数が前年同水準である点が挙げられよう。本年は前年以上に実質的に廃止・非継続を選択した企業が多いと言える。

全上場企業の買収防衛策の新規導入、廃止・非継続、継続の状況について整理すると、2015年株主総会シーズンに新規導入したのは7社（前年同期5社）、廃止・非継続が22社（同21社）、継続が120社（同213社）となっており、2015年6月末時点の買収防衛策の導入社数は481社（前年同月末比18社減少）である。

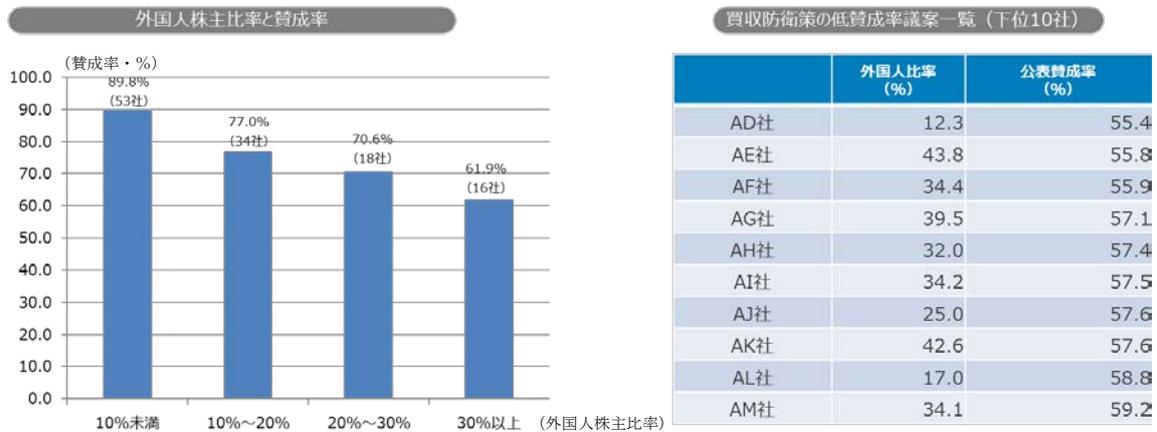
新規導入においては、昨年買収防衛策の継続議案が株主総会において否決された1社が再導入した事に加え、3社が取締役会決議で買収防衛策を導入している。再導入を行った1社の買収防衛策については賛成率が74.8%（前年47.4%）と前年から大幅に上昇している。賛成率が大幅改善した背景としては、社外取締役比率を前年の30%（取締役10名中3名が社外取締役）から42%（同7名中3名）に引き上げたことに加え、買収防衛策の設計においても、成長目標としてROE目標を明記したことや、対抗措置発動の決定機関に関して株主意思確認総会の開催を加える等の変更を加えたことが海外機関投資家を中心に評価されたためと考えられる。

継続に関しては、株主総会における買収防衛策の継続議案の賛成率と外国人株主比率を整理すると（図表12）、外国人株主比率の上昇に従って、賛成率が低下している。また、賛成率が50%台だった10社については、外国人株主比率が30%以上の企業が7社となっており、引き続き外国人株主は買収防衛策については反対の姿勢が強いことが伺える。

一方で、廃止・非継続については、前述したように実質的に廃止・非継続を選択した企業は多くなっている。背景としては、前回更新時（多くは3年前）と比較して、外国人株主比率が上昇していることが挙げられる。買収防衛策の廃止を選択した理由の1つとして、「機関投資家の声」等を参考にしながら検討したと明記する事例も散見される。また、本年においては基本方針設定型<sup>9</sup>（対抗措置明記なし）においても非継続を選択した事例が見られ、機関投資家等の声に配慮したと見られる。既に、CGコードで求められている対話が機能している証左とも言えよう。

<sup>9</sup>大量買付行為がなされた場合において、当該買付けに係る手続き等を明記したプラン。対抗措置である新株予約権や新株の割当て等は明記されていない

図表 12：買収防衛策の継続議案の賛成率と外国人株主比率



(出所) 各社臨時報告書、SPEEDA 等より大和総研作成

### 3. 主要企業 502 社における賛成率が 80%未満の議案の特徴

個別の議案状況を整理するために、2015 年株主総会シーズンにおける主要企業 502 社の議案のうち賛成率が 80%未満の議案（256 議案）を集計したのが図表 13 となる。監査役選任議案、取締役選任議案、及び買収防衛策で約 9 割弱を占める。監査役選任議案については、社外監査役選任議案において主要取引金融機関の出身者や顧問契約のある弁護士・会計士、会計監査人の出身者等が、機関投資家の独立性基準に抵触したと見られる。

取締役選任議案については 85 議案中 26 議案が経営トップ選任議案、56 議案が社外取締役選任議案であった。経営トップ選任議案については、前述したため省略する。一方で、社外取締役選任議案については、社外取締役の独立性に加え、取締役会への出席率が ISS の基準である 75%未満<sup>10</sup>であることが影響していると思われる。独立性に抵触していると思われる社外取締役の候補者は 56 議案中 49 議案あり、また出席率が 75%未満の候補者は 18 議案、独立性かつ低出席率の候補者は 12 議案であった。

特に賛成率 70%未満の社外取締役候補者だけを見てみると、取締役会への出席率が 75%未満の候補者<sup>11</sup>が 10 議案中 8 議案を占めており、機関投資家は出席率に対してより厳しく見ていると推察される。そうした動きを踏まえ、ある企業においては、時差のある米国在住の外国人社外取締役の出席率改善に向けた取組みとして「電話で参加できるように取締役会の開催時間の変更」を行った旨を招集通知に明記している。今後、外国人の社外取締役が増加する中で、上記のような対応が必要になると考えられる。

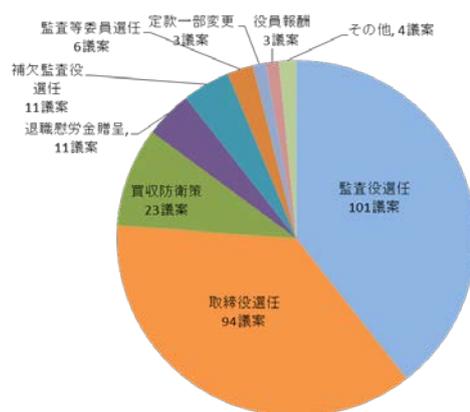
<sup>10</sup> ISS は前会計年度における取締役会の出席率が 75%未満の社外取締役選任議案に対し原則反対推奨している

<sup>11</sup> 出席率を明記していない候補者議案を含む

また、低出席率の要因として、例えば一部の著名な有能人材に社外取締役等の就任要請が集中している点がある。そうした問題を回避する為には、社外取締役に期待する役割を明確化し、求める人物像を具体化することで、より幅広い人材層にアクセスすることが求められよう。加えて、当然ながら社外取締役候補者については各社共に十分に検討を重ねた候補者である。株主との対話において、当該候補者が社外取締役に求められる役割を果たすにあたって、いかに合致した候補者であるかについて、より一層の説明責任を果たしていくことが求められよう。

なお、新株予約権や役員報酬（業績連動型株式報酬）については、報酬範囲に社外取締役や監査等委員の取締役が含まれている点、また退職慰労金については具体的な時期・金額・方法等が監査等委員の取締役に一任されている点等が機関投資家に議決権行使基準に抵触したと見られる。

図表 13：主要企業 502 社のうち賛成率が 80%未満の議案の分布



(出所) 各社臨時報告書・招集通知より大和総研作成

#### 4. 株主提案議案に関する分析

2015 年株主総会シーズンにおける株主提案を受けた社数及び議案数を取りまとめたのが図表 14 となる。2015 年株主総会シーズンにおいては、株主提案を受けた社数は 44 社、議案数は 204 議案であり、2001 年以降の集計で最も多くなっている。特に本年は過去 5 年で初めて株主提案を受ける企業数が 20 社と最も多く、株主提案を受ける企業の裾野が広がっている。

株主提案の中身を見ると、剰余金処分案、自社株買い等の株主還元及びガバナンスに関する定款変更の議案が多く見られ、株主還元やコーポレートガバナンスについて株主の意識が高まっている証左ともいえる。なお、本年も例年同様に、電力会社等向けの脱原発関

連の定款変更等が見られる他、定款変更に絡めた個人株主の自己主張と見られる議案も散見される。アクティビスト投資家からの提案と見られる事例は5社であった。今後、アクティビスト投資家からの株主提案が本格化するのか展開を見守りたい。

図表15は2015年5月・6月に実施された株主総会における株主提案のうち賛成率が20%を超えた議案の一覧である。剰余金等の配当等の決定機関（賛成率41.0%）や役員報酬の個別開示（賛成率38.7%）等といったコーポレートガバナンス関連の提案が比較的高い賛成率を集めている。コーポレートガバナンスに関する株主提案は「あるべき形」に関する議案であり、機関投資家の賛同を集めやすい事が影響していると考えられる。

図表14：株主提案の社数及び議案数、議案の内容別の内訳



	株主還元	定款変更	取締役選解任	その他	合計
2011年6月	8	89	18	11	126
2012年6月	12	118	33	18	181
2013年6月	11	116	21	20	168
2014年6月	12	129	19	12	172
2015年6月	23	139	29	13	204

(注) 2015年は撤回議案を含む

(出所) 2001年～2014年は各年株主総会白書（商事法務）、2015年は大和総研集計

図表15：株主提案のうち主な議案（5・6月開催の株主総会のうち賛成率20%以上）

	議案名	賛成率 (%)	備考 (持ち株比率)
AN社	取締役選任	49.5	大株主の事業会社が提案
AO社	剰余金の配当等の決定機関	41.0	ガバナンス関連提案
AP社	剰余金の処分の件 (1株配当30円/会社提案18円)	40.6	
AQ社	役員報酬の報酬個別開示	38.7	ガバナンス関連提案
AR社	取締役の個別報酬の開示	36.0	ガバナンス関連提案
AS社	取締役会議長と最高経営責任者の分離	35.1	ガバナンス関連提案
AT社	政策保有株式の議決権行使	34.0	ガバナンス関連提案
AU社	買収防衛策廃止	28.3	大株主のアクティビスト投資家が提案
AV社	社外取締役選任 (株主提案者の関係者)	27.2	大株主のアクティビスト投資家が提案
AW社	自己株式の取得の件	26.3	
AX社	情報開示による経営の透明性の確保	22.1	ガバナンス関連提案
AY社	剰余金の処分の件 (1株配当 (当期純利益-20円) / 会社提案20円)	21.3	大株主のアクティビスト投資家が提案
AZ社	役員報酬の個別開示	20.6	ガバナンス関連提案
BA社	原子力に依存しない電力供給体制の構築	20.5	
BB社	省エネビジネスの推進	20.4	

(出所) 各社臨時報告書等より大和総研作成

## 5. 「外形的なガバナンスの整備」から「実効性・具体的な行動」へ

2016 年株主総会シーズンに向けたポイントとしては、「外形的なガバナンス強化」から CG コード対応を通じた持続的な成長に向けた「実効性の確保」、そして「ROE 向上に向けた具体的な行動」を求める動きが強まると考えられる。既に、信託銀行や生命保険会社の一部は、スチュワードシップ・コード導入を背景に「ROE5%」を基準とした企業との対話を強化している。

そうした伝統的機関投資家の動きに加え、日本においてもアクティビスト投資家の活動が活発化しつつある。既に一部のアクティビスト投資家は水面下のエンゲージメント活動や株主提案等を通して、企業のコーポレートガバナンスや株主還元策の強化に対して影響力を発揮しており、アクティビストが米国同様<sup>12)</sup>に日本企業に「変化」を与える触媒となる可能性がある。

特に本年は CG コードが策定され、多くの企業にとって対応を求められる初年度である。CG コードの補充原則 1-1①<sup>13)</sup>において相当数の反対票がある場合は原因分析及び対応等が求められており、本年の株主総会で反対票が多く見られた議案については会社として真摯な対応が求められよう。

また、2015 年株主総会シーズンを経て、主要企業においてはほぼ全てが社外取締役を選任している。従来の社外取締役の選任の有無から、社外取締役の複数名選任、そして企業によっては取締役会における社外取締役比率（20%以上、または 1/3 以上）に今後の論点に移っていくと考えられる。取締役会における社外取締役比率が高まる中で、社外取締役に求められる役割は従来以上に高まっている。同時に社外取締役を含む取締役会が持続的な企業価値向上に向けて実効性ある主導的な役割を果たしているかどうか問われる局面となろう。特に本年においては、ガバナンスのあり方が問われる大きな話題となった事案が散見された。今後、「攻めの経営」を支えつつも、社外取締役等が果たすべき役割やそれを実現するための体制や権限のあり方等について今一度整理が必要となろう。

CG コード対応は、自社の目指すべき姿を再考し、それを実現するためのコーポレートガバナンス体制の在り方を検討する良い契機である。成長に向けての「経営の自由度」拡大を進めるためにも、コーポレートガバナンス体制の整備が望まれる。株主との対話の内容も踏まえ「具体的な行動」に結び付けていきたい。

－以上－

<sup>12)</sup> 拙著「米国アクティビスト動向と日本企業への示唆（2014年6月10日公表）」を参照  
[http://www.dir.co.jp/consulting/theme\\_rpt/governance\\_rpt/20140610\\_008629.html](http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/governance_rpt/20140610_008629.html)

<sup>13)</sup> 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。」