

2014年10月7日 全9項

《実践》コーポレートガバナンス

2014年コーポレートガバナンス動向

外形的なガバナンス体制の整備が進む。「ROE」を意識した経営行動が次の焦点

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]

- 2014年株主総会シーズンにおける主要企業並びに主要機関投資家における議決権行使結果を集計した。主要企業における外国人比率は36.4%と前年比較で約3%上昇したものの、株主総会における影響は限定的であった。殆どの主要企業において社外取締役の選任が行われるなど、外形的なガバナンスの整備が進んだ結果とも言えよう。
- 日本版ステewardシップ・コードの議決権行使結果に対する影響については限定的であった。しかしながら、一部の運用機関が取締役選任議案において業種別ROE基準を導入した結果、反対・棄権率が大幅に上昇する等の影響も見受けられた。
- 金融庁にて日本版コーポレートガバナンス・コードについて議論が行われている等、日本企業におけるコーポレートガバナンスの整備は更に進む見通し。議決権行使助言機関においても取締役選任議案でROE基準の導入が検討されており、外形的なガバナンスからROE向上等の「中身」が今後の焦点となろう。

1. 主要100社の議決権行使結果

主要企業100社¹について2014年株主総会シーズン²に株主総会が開催された企業につき議決権行使結果を集計した(図表1)。外国人株主比率が図表2に示すように33.3%から36.4%に約3%ポイント上昇する一方で、議決権行使結果の平均賛成率は前年比+0.4%ポイントの94.8%に留まっており、外国人株主の増加が議決権行使全体に与える影響は限定的と言えよう。

¹ TOPIX100採用企業

² 2013年7月～2014年6月に開催された株主総会を集計

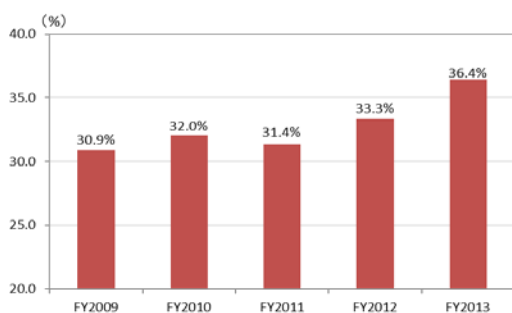
図表 1：主要 100 社の議決権行使結果

	2013年		2014年		差引(p)
	議案数	賛成率(%)	議案数	賛成率(%)	
剰余金処分	78	96.8	76	94.9	-1.93
事業再編	1	95.4	1	95.4	
定款変更	28	97.7	27	97.5	-0.21
取締役選任	1,028	94.9	1,052	95.0	0.12
(トップ)	85	92.5	87	93.2	0.70
(社内)	793	95.1	782	95.2	0.13
(社外)	235	92.5	270	94.3	1.83
監査役選任	102	89.6	95	91.8	2.19
(社内)	38	93.7	40	93.8	0.08
(社外)	64	87.1	55	90.3	3.18
補充監査役	12	94.5	16	95.1	0.60
役員報酬	51	93.3	8	96.2	2.87
監査役報酬	2	96.5	3	98.5	2.00
役員賞与	25	95.5	25	95.3	-0.18
退職慰労金	8	85.2	2	90.9	5.74
新株予約権	10	91.0	10	93.9	2.89
買収防衛策	6	64.4	1	55.4	-9.05
その他	1	99.2	5	93.8	-5.40
総議案の平均賛成率	1,305	94.4	1,321	94.8	0.37

(注)各年毎に前年7月～6月に開催された株主総会の議決権行使結果を集計

(出所)臨時報告書より大和総研作成

図表 2：主要 100 社の外国人株主比率の推移



(注)各年毎に前年7月～6月に開催された株主総会の基準日(本決算期末時点)の外国人株主比率を集計

(出所)各社有価証券報告書より大和総研作成

個別議案毎では、まず剰余金処分案が前年比-1.9%ポイントの94.9%となっている。これは図表3に示すように、企業業績の回復に伴いROEが前年比+1.7%ポイントの9.2%になる一方で、配当性向は前年比-4.9%ポイントの同33.8%に下落しており、企業業績の回復に対して増配による株主還元が追いついてないことが影響したと考えられる。

また、取締役選任議案のうち経営トップの選任議案の賛成率の上昇については、会社法改正による「社外取締役の事実上の設置義務化」³等により、社外取締役の選任が進んだことが影響

³ 改正後会社法(未施行) 第三百二十七条の二

事業年度の末日において監査役会設置会社(公開会社であり、かつ、大会社であるものに限る。)であって金融商品取引法第二十四条第一項の規定によりその発行する株式について有価証券報告書を内閣総理大臣に提出しなければならないものが社外取締役を置いていない場合には、取締役は、当該事業年度に関する定時株主総会において、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明しなければならない。

していると考えられる。主要企業 100 社のうち社外取締役の非選任企業は 2013 年 7 月時点の 10 社から 2014 年 7 月時点では 2 社まで減少している。議決権行使助言機関が昨年度から社外取締役非選任企業の取締役選任議案のうち社長等の経営トップに対して反対を推奨していることもあり、本年の株主総会で新規で社外取締役を選任した場合、取締役選任議案の経営トップへの賛成率が大幅に上昇し、社内取締役の平均賛成率との差が大幅に縮小している（図表 4）。本年においては、新規で社外取締役を選任した 8 社のうち対前年比較が可能な 6 社の経営トップ賛成率は平均で 10.4%ポイント改善しており、それが寄与したとみられる。

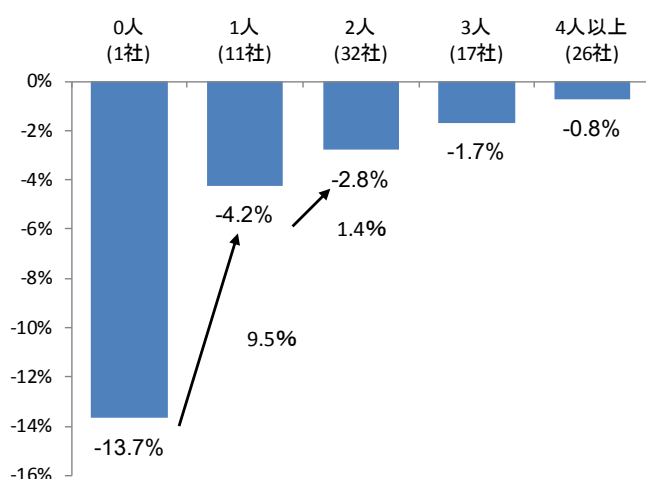
社外取締役の選任議案における賛成率の向上は、会社からの独立性や取締役会への出席率等に懸念のある候補者が少なかったためと考えられる。また、社外監査役選任議案についても独立性等に懸念がある候補者数が少なかった事が影響していると考えられる。

図表 3：主要 100 社の ROE 及び配当性向の推移

TOPIX100 平均	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013
ROE	5.6%	8.8%	7.3%	7.5%	9.2%
配当性向	58.1%	43.5%	52.8%	38.7%	33.8%

(出所)各社有価証券報告書より大和総研作成

図表 4：社外取締役数が経営トップ賛成率に与える影響（主要 100 社の 2014 年株主総会集計）



(注1) 縦軸が賛成率の差(経営トップ賛成率-社内取締役の平均賛成率)、人数が社外取締役数、括弧内は社外取締役の人数別社数

(注2) 主要100社のうち社長等の経営トップに対する取締役選任議案のある87社集計

(出所)臨時報告書より大和総研作成

2. 主要 500 社のうち反対・棄権率の高い議案の状況

個別の議案状況を整理するために、主要企業 500 社⁴のうち、反対・棄権率⁵が 30%を超える議案を集計したのが図表 5 となる。

図表 5：主要 500 社における反対・棄権率 30%以上の議案一覧

会社名	議案	反対・棄権率 (%)	外国人比率 (%) (自己株控除後)
情報・通信業A社	買収防衛策の継続	42.2	45.1
化学B社	買収防衛策の継続	36.5	41.8
医薬品C社	取締役選任(社外)	36.1	27.6
精密機器D社	買収防衛策の継続	35.7	41.7
その他製品E社	買収防衛策の継続	34.7	45.9
機械F社	買収防衛策の継続	34.6	38.8
銀行業G社	補欠監査役選任	34.5	8.1
金属製品H社	買収防衛策の継続	34.4	30.0
金属製品I社	買収防衛策の継続	34.1	34.1
情報・通信業J社	退職慰労金(取締役)	33.0	43.4
電気機器K社	剰余金の処分の件	32.9	47.7
ガラス・土石製品L社	買収防衛策の継続	32.9	34.6
銀行業M社	補欠監査役選任	31.7	23.7
小売業N社	買収防衛策の継続	31.3	32.7
不動産業O社	監査役選任	31.0	29.0
陸運業P社	買収防衛策の継続	30.6	32.9

(出所) 臨時報告書等より大和総研作成

反対・棄権率の上位において買収防衛策の継続議案の多さが目立っている。買収防衛策は、外国人投資家等の機関投資家から当該議案が株主価値向上につながるか、という観点から厳しい目線で見られている議案であり、例年、外国人投資家の 90%⁶近くが反対している。そうした背景もあり、外国人株主比率の高い情報・通信業 A 社の買収防衛策の継続議案については議決権行使率が約 8 割だったこともあり、賛成が過半数に達せず否決される結果となった。一方で、少なからず外国人株主の賛成票を集めている議案も散見される。主要外国人投資家⁷が買収防衛策の継続議案に賛成した事例としては、本年度においては 2 社となっている。両社共に、招集通知の早期発送 (3 週間前) であることに加え、社外取締役の複数導入等のガバナンス面や ROE・株価の実績等が評価されたものと考えられる。

医薬品 C 社の社外取締役選任議案の反対・棄権率が高い理由は、取締役会の出席率が 57% (7 回中 4 回) と多くの機関投資家が設定している出席率基準 (75%) を下回ったためと見られる。社外取締役等のニーズが高まる一方で、社外取締役・社外監査役を担う人材が不足していると

⁴ TOPIX500 採用企業

⁵ 反対・棄権率 = (議決権行使結果のうち開示されている反対数+棄権数) ÷ (自己株控除後の議決権数)

⁶ 商事法務 No. 2020 「議決権行使プラットフォームから見た機関投資家の議決権行使動向」

⁷ 海外インデックス大手の VANGUARD INTERNATIONAL EQUITY INDEX FUNDS、SPDR INDEX SHARES FUNDS 及び iSHARES INC を通じた保有分に関する議決権行使状況を米国 SEC 開示資料より調査

言われおり、1人で社外取締役等を複数兼任する事例が一般的となりつつある。そうした中で、過度な兼任の結果、取締役会等の低出席率につながっている事例も見られる。社外取締役の取締役会における役割の実効性を担保するためにも、企業側としても社外取締役・社外監査役の候補者をお願いする際には会社からの独立性に加えて取締役会等への出席率を高める視点で人選を行う必要がある。なお、やむを得ない事情による欠席については招集通知で開示し、投資家の理解を得るという事もある。今年の招集通知において、自動車会社の事例では、ある社外取締役の欠席のうち1回が叙勲伝達式出席である旨を明らかにして、元々は出席率が71%（14回中10回）であったが、叙勲伝達式を除くと77%（13回中10回）となり、結果として多くの投資家から理解を得たことが賛成票に結びついたと考えられる事例もある。

反対・棄権率の上位に出ている3社（銀行業G社、銀行業M社、不動産業O社）の監査役選任議案（補欠監査役選任を含む）については機関投資家が有する議決権行使ガイドラインの独立性基準に抵触したためと見られる。特に顧問契約がある事務所出身者（弁護士・会計士）や主要株主出身者等に対しては独立性の観点から厳しく見られている。

情報・通信業J社の退職慰労金についても外国人株主を中心に目線が厳しい議案の代表例である。特に本議案は金額等が取締役会一任となっており、議決権行使ガイドラインに抵触したため、多くの機関投資家が反対したと見られる。

電気機器K社の剰余金処分案については、無借金経営で自己資本比率が9割を超え、かつ業績好調にも関わらず配当性向が4%と低いことから、多くの機関投資家が反対票を投じたと見られる。K社は営業利益率が高いビジネスモデルを有しているが、配当性向が極めて低く利益が内部留保として積み上がっている。そうした内部留保の積み上がりの長年に亘る累積効果も相俟ってROE低下の要因の1つとなっている。

3. 主要機関投資家の動向

2014年2月に金融庁から『「責任ある機関投資家」の諸原則〈日本版スチュワードシップ・コード〉～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』が公表され、同年8月末時点で160社が日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明している。英国のスチュワードシップ・コードの署名投資家数が創設初年度で75社であることを踏まえると、日本の機関投資家の関心は非常に高いと言えよう。6月総会シーズン前である5月末時点においても主要投資家を中心に127社が受け入れを表明している。

図表 6 は議決権行使結果が公表されている主要機関投資家⁸の集計値であるが、前年比較においても概ね同水準となっている。また、議案別の状況を見ても反対・棄権率が減少している議案も多く、全体的には影響は限定的であったと言えよう。しかしながら、一部の機関投資家においては、スチュワードシップ・コードの受入れにあたり、議決権行使ガイドラインを精緻化した結果、反対・棄権率が上昇している傾向も見受けられる。当該投資家においては、取締役選任議案において新規に業種毎の ROE 基準を設定し、結果として取締役選任議案に対する反対・棄権率が昨年度の 15.0%から 29.4%まで上昇している。

図表 6 : 主要機関投資家の議決権行使結果（反対・棄権率）の集計

	2013年 (%)	2014年 (%)	対前年比較 (p)	最も合計反対・棄権 率の低い運用会社 (%)	最も合計反対・棄権 率の高い運用会社 (%)
剰余金処分	5.3	6.9	1.6	0.9	59.9
取締役選任	22.2	22.9	0.6	0.5	59.7
監査役選任	23.3	20.0	-3.3	1.2	31.6
定款一部変更	3.3	3.7	0.4	0.0	5.5
退職慰労金支給	39.9	38.0	-1.9	28.5	38.2
役員報酬額改定	9.0	6.0	-3.0	0.0	1.3
新株予約権発行	18.7	18.4	-0.3	7.0	20.0
会計監査人選任	4.1	3.5	-0.6	3.7	0.0
組織再編関連	12.7	3.3	-9.4	0.0	0.0
その他(含む買収防衛策)※買収防衛策の項目が独立している場合は、その他(買収防衛策を含まない)	43.0	35.3	-7.6	0.0	20.0
買収防衛策	66.1	52.1	-14.0	9.3	100.0
議案合計	16.5	16.4	-0.1	2.3	42.2

- (注 1) 主要機関投資家 48 社を集計。一任・投信を別開示の場合は別集計。
(注 2) 各社毎に公表している各年の株主総会シーズンにおける議決権行使結果を集計
(注 3) 各社毎に集計方法・時期が異なっている
(出所) 各社開示資料より大和総研作成

また、各機関投資家はスチュワードシップ対応方針を明らかにしている。例えば、一部の機関投資家においては対応方針で「エンゲージメントが満足のいく結果をもたらさない場合、懸念事項をエスカレートさせることを検討します。(中略) 必要に応じて担当規制当局にエスカレートさせることも検討します。」といった踏み込んだ記載をしている事例もある。しかしな

⁸ 以下の 48 社を集計（一任・投信は個別集計）：BNP パリバ、DIAM、GSAM、ING 投信、JP モルガン AM（一任・投信）、MU 投資顧問、T&DAM、UBS グローバル AM、アクサ・インベスト、朝日ライフ AM、アバディーン投信投資顧問、アムンディ、アライアンス B、アリアンツ、インベスコ AM、岡三 AM（一任・投信）、キャピタル、国際投信投資顧問、さわかみ投信、シュローダー、しんきん AM、新光投信、ステートストリート、スパークス AM、損保ジャパン日本興亜、第一生命、大和住銀、大和投信、ドイチェ AM、東京海上 AM、日興 AM、ニッセイ AM、農中全共連 AM、野村 AM、パインブリッジ、ピクテ投信投資顧問、フィデリティ投信、ブラックロック（一任・投信）、みずほ信託、みずほ投信投資顧問、三井住友 AM、三井住友信託、三井住友トラスト AM、三菱 UFJ 信託、三菱 UFJ 投信、明治安田 AM、ラザード AM、りそな銀行

がら、全体的には従来のアナリスト、ファンドマネージャーによる取材等を通じた対話方針を明文化していると思われ、以前と比較して劇的な変化はないと思われる。

ある機関投資家は図表7のような形式で、スチュワードシップ活動の概況として対話件数及び対話内容等を公表している。同社は特に経営陣との個別対話を重視しており、対話内容を「事業戦略」「財務戦略」「IR戦略」「ガバナンス・リスク管理」の項目別に整理して、対話の成果も含め具体的な事例を公表している。今後、対話における成功事例の開示・共有等を重ねていくことにより、運用機関側・企業側の双方において企業価値向上に向けた取組みの更なる促進が期待されることである。

図表7：スチュワードシップ活動の概況開示（例）

2013年度：企業との対話件数		「企業との対話」の具体例における主な対話の論点	
対話形態	件数	項目	対話の論点（例）
企業との個別対話	1,934	事業戦略	・資本コストを下回る低採算事業の在り方について ・資本効率の観点から見たビジネスモデル変更の際のリスクについて
内) 経営陣との個別対話	630		
内) IR担当者等との個別対話	1,304		
説明会等	1,675	財務戦略	・資本の有効活用について ・中長期的な成長戦略と株主還元の在り方について
合計※	3,609	IR戦略	・説明会の実施や目標数値の明確化等 ・経営陣の企業価値向上へのコミットメントについて
		ガバナンス・リスク管理	・望ましいガバナンスの在り方等

(※) 電話取材等は含まない

(出所) 機関投資家開示資料より大和総研作成

スチュワードシップ・コードの効果については、既に導入している英国の状況では、定量的な効果の捕捉は難しいものの、コード導入後に、年次株主総会のかかなり前から運用会社と企業とが総会議案について対話する機会が増えたと評価する声がある。今後、日本においても英国と同様に、スチュワードシップ・コード導入により、運用会社と企業の対話機会が増加すると考えられ、前述したような成功事例の蓄積・共有が望まれよう。

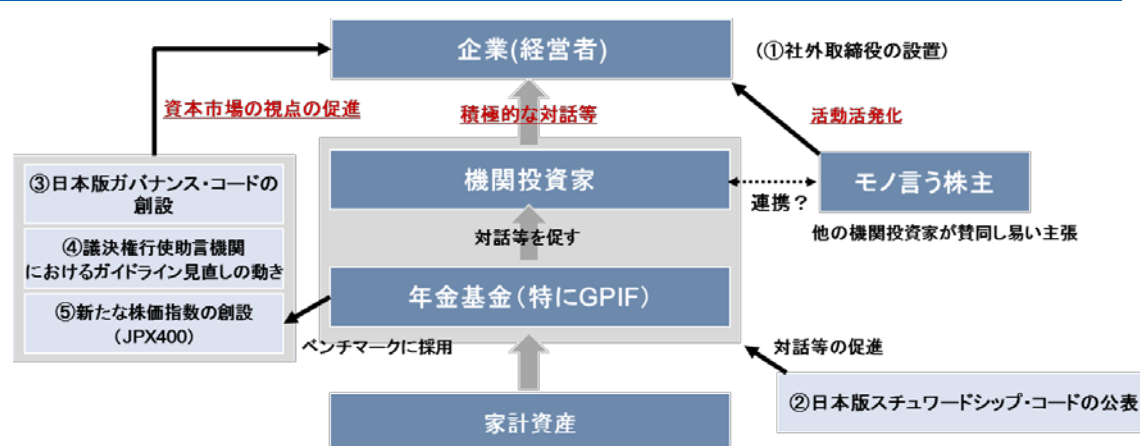
4. 今後の日本企業に対する示唆

前述した主要企業等及び主要機関投資家の議決権行使結果が示すように、2014年株主総会シーズンにおける外国人投資家比率の上昇やスチュワードシップ・コードの公表といった外部環境の変化の影響は全体的には限定的だったと言えよう。機関投資家が求めるコーポレートガバナンスの水準が上がる一方で、企業側も例えば社外取締役の導入といった最低限の外形的なガバナンス体制の整備が進んでいる結果とも言えよう。

そうした中で、日本企業を取り巻くガバナンスの議論は外形的な体制の整備から、ROE向上等の「中身」に焦点が変わりつつあると考える。日本企業のガバナンスに関する主な変化を整

理すると、図表 8 に示すように、①会社法改正に伴う社外取締役の事実上の設置義務化、②日本版スチュワードシップ・コードの公表、③日本版コーポレートガバナンス・コードの創設、④ROE 等を加味した新指数（JPX400）の創設、⑤議決権行使助言機関におけるガイドライン見直し（取締役議案における ROE 基準採用の動き）、⑥GPIF が日本株の運用委託先を変更し「企業との対話」を促す手法を採用、⑦外国人投資家等を中心に物言う株主の活発化、を挙げることができよう。上記の変化は全て、日本企業に対して資本市場の視点、特に ROE 視点による経営を促すと考えられる。

図表 8：企業を取り巻く環境



(出所) 各種資料より大和総研作成

金融庁によるスチュワードシップ・コードの公表（2014年2月）や、その後経産省から公表された伊藤レポート⁹（2014年8月）と相次いで、政府より企業と機関投資家の対話を促進していく方向性が打ち出されている。ROEについても、伊藤レポートにおいて、日本企業は最低限8%を上回るROEを達成する事にコミットすべきであると強いメッセージが込められている。

一方で、経産省の調査¹⁰によれば、経営においてROEを意識している企業は約6割となっている。ROEに対する姿勢を投資家に開示している企業は約4割に留まっており、また約半数の企業がROEやROICが資本コストを上回っているかどうか「意識したことがない」と回答している。加えて、ROE等を意識して「設備投資等の資本的支出」「投資・予算配分の決定」「株主還元」等の経営行動を行っている企業は約半数となっており、「既存事業からの撤退」に関しては約2割、「経営者報酬の決定」に関しては1割未満に留まっている。

今後、企業と機関投資家の対話が活性化する中で、外形的なガバナンス体制の整備で終わる

⁹伊藤レポート「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト「最終報告書」

¹⁰ 経済産業省「持続的な企業価値創造のためのIR/コミュニケーション戦略実態調査」

ことなく、経営の意思決定の中に ROE という軸をいかに意識させていくかという事が課題となろう。特に、資本コストと比して収益性の低い事業を有している企業や自己資本が必要以上に積みあがっている企業については、それぞれ低採算事業の売却・撤退や、増配等による株主還元積極化等、ROE を意識した経営行動を投資家に示していくことが従来に増して重要となっていこう。

以上