

2015年6月2日 全12頁

《実践》コーポレートガバナンス

## 2015年2・3月株主総会の総括と示唆（詳細版）

上場企業に「対話力」が求められる時代へ。キーワードは「ROE・株主還元」「社外取締役」そして「コーポレートガバナンス・コード」

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]

- 本稿は2015年5月13日に公表した「2015年2・3月株主総会の概要と示唆(概要)<sup>1</sup>」の詳細版である。本年の株主総会は例年以上にコーポレートガバナンスに対して株主の注目を集めている。主要企業における2015年2・3月株主総会における株主の議決権行使状況を俯瞰したうえで、6月株主総会のポイントを整理していきたい。
- 2015年2・3月株主総会の特徴としては、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、一部の低ROE企業において経営トップの取締役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るようになった。背景には、議決権行使助言大手のISS社が本年2月以降の株主総会から経営トップの取締役選任議案に対して、いわゆるROE基準を採用する等、機関投資家が「ROE」に対して従来以上に注目している点がある。「外形的なガバナンス」だけでなく、「ROE等の実質性」も合わせて評価される局面になったと言える。
- 2015年6月株主総会への示唆としては、「ROE・株主還元」、「社外取締役」、「コーポレートガバナンス・コード<sup>2</sup>」がキーワードとして挙げられよう。ROEについては6月株主総会（3月決算）を迎える主要企業のうち約15%（60社）が上記ISSの経営トップの取締役選任議案におけるROE基準に抵触すると見られる。そうした企業がROE向上に向けた施策についてどのように株主と対話をしていくのか注目されよう。

## 1. 主要企業における2015年2・3月株主総会の概況

<sup>1</sup> [http://www.dir.co.jp/consulting/insight/management/20150513\\_009711.html](http://www.dir.co.jp/consulting/insight/management/20150513_009711.html) 参照

<sup>2</sup> コーポレートガバナンス・コードの概要については、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」（2015/5/1）を参照

---

多くの企業で 2015 年 6 月の株主総会シーズンに向けた準備活動が佳境を迎えつつある。本年総会シーズンでは、議決権行使助言大手の ISS (Institutional Shareholder Services Inc. ) が本年 2 月の株主総会より取締役選任議案において資本生産性基準 (ROE5%基準)<sup>3</sup> を適用している事に加え、コーポレートガバナンス・コード (以下 CG コード) の適用が本年 6 月 1 日より開始されることにより、昨年以上に「ROE」や「コーポレートガバナンス」に対して株主の関心が高まっている。加えて、生保や信託銀行といった国内の伝統的な機関投資家もスチュワードシップ・コード (以下 SS コード) 導入を契機に「物言う株主」に姿勢を変えてきている。

本稿においては、主要企業 (TOPIX500 採用企業) のうち 2・3 月に株主総会を開催した 49 社の議決権行使結果の集計 (図表 1) を踏まえて、2015 年 6 月株主総会シーズンの動向を見通していきたい。まず、集計全体を見てみると、上程された議案は 590 議案 (前期比 +36 議案) で、平均賛成率は 94.4% (同+0.6p) と上昇している。背景としては、後述するように全体的にコーポレートガバナンスの体制強化が進んでいる点や集計対象企業の平均 ROE<sup>4</sup>は 9.4%と前期比 0.3p 上昇している点、そして外国人株主比率が 31.7%と前期比 0.6p 低下し、近年上昇傾向にあった外国人株主比率の増加が一服している点 (図表 2)、などが考えられよう。

---

<sup>3</sup> 5 年平均 ROE が 5%未満かつ直近年度の ROE が 5%未満の場合は経営トップの取締役選任議案に対し原則として反対推奨する議決権行使助言方針を 2015 年 2 月以降の株主総会にて適用している

<sup>4</sup>赤字企業を除く単純平均値

図表 1：主要企業（TOPIX500）のうち2・3月株主総会開催の議決権行使結果状況

	2014年			2015年			差引
	社数	議案数	賛成率	社数	議案数	賛成率	
剰余金処分	39	39	96.7%	39	39	97.0%	+0.3p
事業再編	0	0	-	0	0	-	-
定款変更	16	16	97.1%	15	15	96.8%	-0.3p
取締役選任	45	415	94.8%	47	406	95.3%	+0.5p
（経営トップ）	43	43	92.1%	43	43	92.9%	+0.8p
（社内）	45	319	95.2%	46	305	95.7%	+0.5p
（社外）	38	96	93.4%	44	101	93.9%	+0.6p
取締役（監査等委員）選任	0	0	-	2	6	91.6%	-
（社内）	0	0	-	2	2	97.4%	-
（社外）	0	0	-	2	4	88.7%	-
監査役選任	26	45	90.7%	38	79	93.4%	+2.7p
（社内）	13	14	94.2%	28	34	95.8%	+1.6p
（社外）	24	31	89.2%	28	45	91.7%	+2.5p
補欠監査役	10	11	96.7%	10	10	95.1%	-1.6p
役員報酬	4	4	94.4%	6	8	94.8%	+0.3p
役員賞与	8	8	94.4%	8	8	94.6%	+0.3p
退職慰労金	3	3	86.8%	3	3	77.7%	-9.1p
新株予約権	5	6	91.4%	6	8	92.0%	+0.6p
買収防衛策	6	6	73.0%	3	3	77.5%	+4.5p
会計監査人	0	0	-	0	0	-	-
その他	1	1	97.1%	4	5	97.3%	+0.1p
合計・平均	49社	554	94.4%	49社	590	94.9%	+0.6p

（注1）主要企業（TOPIX500）のうち2014年度において11月・12月決算（株主総会は2月・3月開催）の企業を集計、賛成率は会社公表値

（注2）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）

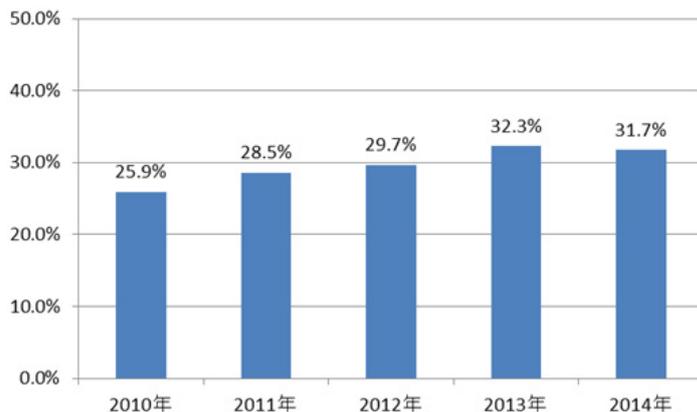
（注3）監査等委員会設置会社への移行を上程した2社については、移行後の役員選任を集計

（注4）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5）経営トップは会長もしくは社長

（出所）各社臨時報告書・招集通知より大和総研作成

図表 2：集計対象企業（49社）の外国人株主比率の推移



（注1）各年毎に株主総会の基準日（本決算期末時点）の外国人株主比率を集計

（注2）各社の外国人株主比率（自己株控除後）の単純平均

（出所）各社有価証券報告書より大和総研作成

---

議案別の動向では、まず剰余金処分案については前期比 0.3p 上昇の 97.0%となった。議案を上程した 39 社の配当の内訳は、増配は 26 社、前年同水準 10 社、減配は 3 社となっており、配当性向の平均値<sup>5</sup>は 36%から 39%に上昇している。一方で、増配を行ったにも関わらず配当性向が低下し、賛成率が低下した事例が 2 社見られる。両社共に円安等を背景に業績好調で大幅増配を実施するも、増配率が増益率に追いつかず配当性向が 20%未満となり、一部の機関投資家の議決権行使基準に抵触した為と見られる。

次に、取締役選任議案については、議案全体としては 0.5p 上昇の 95.3%となった。特に経営トップに対する賛成率は前期比 0.8p 上昇の 92.9%となり、社内平均の同 0.5p 上昇よりも上昇率が大きくなっている。これは後述するように、社外取締役の新規選任等のコーポレートガバナンス体制の強化が進んだ影響と考えられる。

社外取締役候補者に対する賛成率は 0.6p 上昇の 93.9%となった。当該候補者のうち、機関投資家から見て独立性に疑義のある大株主や取引先等の出身者で、賛成率 90%未満の割合は前期の 27% (26 人) から 19% (19 人) に低下している。ちなみに、再任取締役の取締役会出席率を見てみると、再任社外取締役の平均出席率は 94.8% (前期比+0.4p) であり、出席率 100%の社外取締役比率は 44% (同 37%) と上昇している。なお、75%未満の出席率の取締役は 1 名 (前期 1 名) であった。

監査役選任議案については賛成率が前期比 2.7p 上昇の 93.4%だった。特に社外監査役に対する賛成率が前期比 2.5p 上昇の 91.7%と大幅に上昇している。機関投資家から見て独立性に疑義のある候補者が減少しており、賛成率が 90%未満の候補者の割合は 33% (15 人) と前期の 39% (12 人) から低下している。特に賛成率が 70%未満の候補者が 0 人と前期比の 4 人から大幅に減少している。

買収防衛策については継続議案を上程したのは 3 社 (前期は 6 社) であった。買収防衛策については引き続き外国人株主を中心に厳しい目線で見られており、今回集計した 590 議案のうち最も賛成率が低い議案が U 社 (外国人株主比率 36.8%) の上程した買収防衛策 (賛成率 60.1%) であった。そうした中で、継続議案を上程した 1 社は議案説明において、「当社の中期経営方針による企業価値向上の取り組みに関する事項や経営陣からの独立性の高い複数の社外取締役の設置等のコーポレートガバナンスに関する諸施策等を取り入れた内容に修正する」としており、コーポレートガバナンスを意識した姿勢を示している。

取締役選任議案のうち、経営トップに対する賛成率について詳しく見ていく。まず経営トップの賛成率の変化について対前期比較で整理したのが図表 3 である。最も賛成率が上昇した事例としては、抜本的な資本政策の変更を伴う ROE 向上策を公表した A 社 (+29.6p) がある。それ以外の上昇率の上位企業には、社外取締役の新規選任もしくは増員によるコ

---

<sup>5</sup> 但し赤字企業及び配当性向 100%以上の企業を除く単純平均

ーポレートガバナンス体制の強化を実施した企業がランクインしている。

一方で、賛成率が低下した企業は前述した ISS の ROE 基準に抵触した企業が目立つ。経営トップ賛成率と ROE の相関性を見てみると（図表 4）、5%未満の企業に対しては明らかに賛成率が低くなっている。また、経営トップ賛成率と社外取締役の相関性については、図表 5 に示すように、社外取締役 0 人から社外取締役 2 名については正の相関関係が読み取れる。昨年まで経営トップの低賛成率の主な要因であった社外取締役未選任の企業は 49 社中 1 社（前期 5 社）に減少している。当該企業の経営トップに対する賛成率は 84.1% であり、機関投資家からの反対票が多く集まっている。

図表 3：経営トップへの賛成率の主な上昇事例、低下事例

■経営トップの取締役選任議案の賛成率が上昇した上位5社

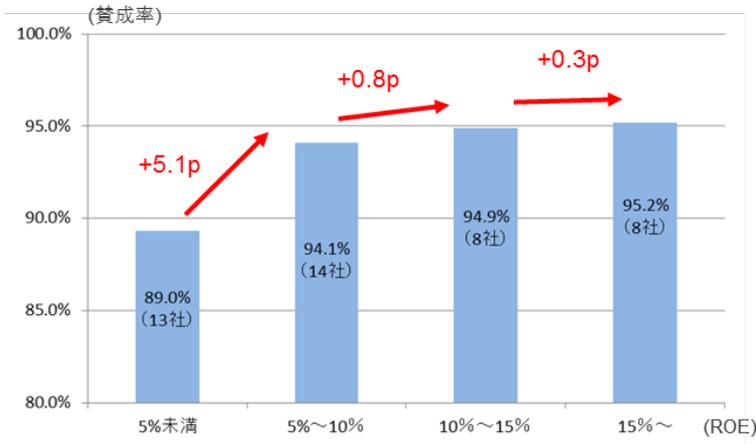
企業名	賛成率 2015年 (2014年)	賛成率の 変化率	外国人株主 構成比変化率 (FY2014)	備考
A社	93.2% (63.6%)	29.6p	0.5p (66.6%)	バリュー系投資家が大株主。ROE向上に向けたロードマップ及び株主還元を公表・実施
B社	96.6% (82.7%)	13.9p	-1.9p (34.6%)	監査等委員設置会社への移行 社外取締役の新規選任(+2名)
C社	99.1% (89.3%)	9.8p	-3.2p (17.4%)	社外取締役の新規選任(+2名)
D社	85.7% (78.4%)	7.3p	3.8p (34.5%)	社外取締役の新規選任(+1名)
E社	98.6% (92.0%)	6.6p	4.0p (25.4%)	監査等委員設置会社への移行 社外取締役の増員(+3名)

■経営トップの取締役選任議案の賛成率が低下した下位5社

企業名	賛成率 2015年 (2014年)	賛成率の 変化率	外国人株主 構成比変化率 (FY2014)	備考 (注：★はISS基準に抵触)
F社	78.3% (94.%)	-16.0p	1.8p (30.9%)	★低ROE(5年平均:3.9%、FY2014:3.0%)
G社	79.3% (92.4%)	-13.1p	-0.4p (25.5%)	★低ROE(5年平均:4.0%、FY2014:1.1%)
H社	88.4% (92.3%)	-3.9p	2.5p (16.1%)	社外取締役1名(親会社あり) 低ROE(5年平均:3.7%、FY2014:6.1%)
I社	93.5% (97.2%)	-3.7p	2.4p (17.2%)	★低ROE(5年平均:4.5% FY2014:0.2%)
J社	94.7% (98.2%)	-3.5p	6.9p (33.6%)	社内取締役の増員により社外比率が 20%以下に低下(20%→18.2%)

(出所) 各社臨時報告書、招集通知、有価証券報告書より大和総研作成

図表 4：経営トップへの賛成率と ROE の相関性

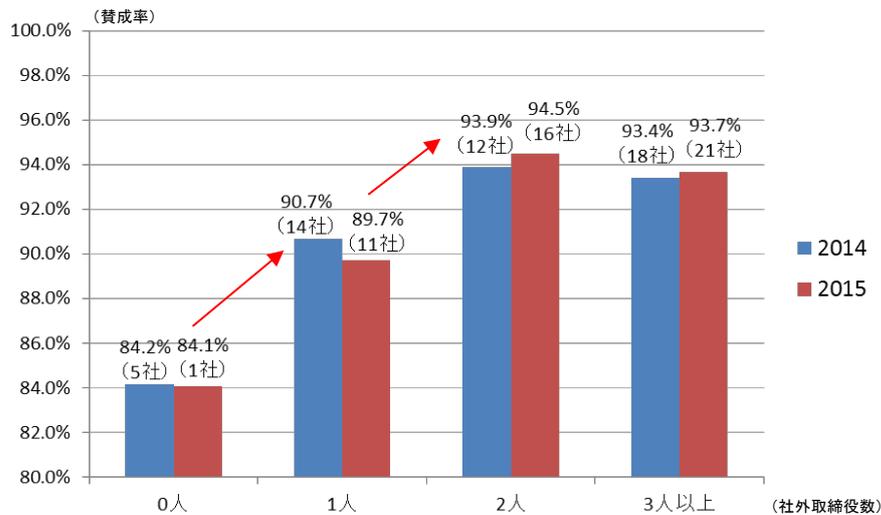


(注 1) 縦軸が賛成率、横軸が ROE (実績)

(注 2) 集計対象 49 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 43 社集計

(出所) 臨時報告書より大和総研作成

図表 5：経営トップへの賛成率と社外取締役の数の相関性



(注 1) 縦軸が賛成率、横軸は社外取締役の人数

(注 2) 賛成率については社長等の経営トップに対する取締役選任議案がある企業のための単純平均値

(出所) 臨時報告書等より大和総研作成

## 2. 主要企業における賛成率の低い議案の特徴

個別の議案状況を整理するために、2月・3月に株主総会を開催した主要企業のうち、賛成率が80%未満の議案を集計したのが図表6となる。

図表6：2・3月に株主総会を開催した主要企業のうち賛成率が80%未満の議案

会社名	外国人比率 (%)	議案	賛成率 (%)	備考 (出身等)
K社	12.9	監査役選任 (社外)	76.4	その他の関係会社の出身者
L社	14.1	退職慰労金	75.3	具体的な金額、時期、方法等は一任
M社	19.2	取締役選任 (社外)	79.3	その他の関係会社の経営トップ
		取締役選任 (社外)	68.0	主要取引先の経営陣幹部、低出席率 (5回/7回)
N社	19.6	取締役選任 (社外)	76.2	主要株主かつ主要取引先の経営トップ
O社	21.0	監査役選任 (社外)	76.7	主要取引金融機関の出身者
P社	24.9	監査役選任 (社外)	72.1	その他の関係会社の業務執行者
Q社	25.5	取締役選任 (経営トップ)	79.3	ROE基準に抵触
R社	26.1	退職慰労金	76.2	具体的な金額、時期、方法等は一任
		監査役選任 (社外)	73.5	主要取引金融機関の出身者
S社	30.0	監査役選任 (社外)	75.4	主要取引金融機関の出身者
F社	30.9	取締役選任 (経営トップ)	78.9	ROE基準に抵触
		取締役選任 (経営トップ)	78.3	ROE基準に抵触
T社	36.5	監査役選任 (社外)	77.9	主要株主かつ主要取引先の業務執行者
U社	36.8	買収防衛策	60.1	買収防衛策
V社	38.3	監査役選任 (社外)	79.4	主要取引金融機関の出身者
W社	41.0	取締役選任 (社外)	78.6	主要株主の経営トップ
X社	48.7	取締役選任 (社外)	79.6	主要取引金融機関の経営トップ
Y社	60.2	報酬改定	65.1	社外取締役の報酬枠拡大 (1000万円→2000万円)
Z社	66.6	補欠監査役選任 (社外)	75.8	弁護士 (顧問契約あり)

(注) 外国人比率順に記載

(出所) 臨時報告書、招集通知等より大和総研作成

賛成率が80%未満の議案の特徴としては、まず社外取締役選任議案及び社外監査役選任議案(補欠含む)が21議案中14議案と多い点が挙げられよう。特に機関投資家等が候補者の独立性に対し疑義があると判断していると思われる議案が目立つ。14議案の内訳を見てみると、その他の関係会社の出身者が3議案、主要株主・主要取引先の出身者が4議案、主要取引金融機関の出身者が6議案、弁護士(顧問契約あり)1議案となっている。また、本年度については前述したようにISSが経営トップの取締役選任議案に対しROE基準を導入した影響により、経営トップへの取締役選任議案のうち3議案が80%未満となっている。

個別議案を見ていくと、M社の社外取締役選任議案にて賛成率が68.0%に留まっている候補者が見られる。これは機関投資家の独立性基準に加えて、同候補者の出席率は71.4%(7回中5回出席)であり、多くの機関投資家が有している出席率基準(75%)に抵触した為と見られる(前期は出席率が87.5%、賛成率は72.1%)。多くの機関投資家は独立性よりも出席率の低さをより問題視していると考えられ、M社において機関投資家の独立性基準に抵触していると思われる他の社外取締役候補者との賛成率の差においても前期の3.2p

から 11.4p に拡大している。

Y社の報酬改定議案については、社外取締役の報酬枠が 1000 万円から 2000 万円に拡大する一方で、社外取締役の人数は変わらず報酬額の引き上げと判断されたことから機関投資家の反対票が集まったと推察される。

上記以外の議案、退職慰労金及び買収防衛策については引き続き機関投資家の目線が厳しい議案の代表格である。特に退職慰労金支給については、S社・V社共に具体的な金額、時期、支給方法等を取締役会もしくは監査役会に一任しており、支給プロセスが不透明であることから、機関投資家の反対票が集まっていると思料される。

### 3. 2015 年 6 月株主総会に向けた示唆

2015 年 6 月株主総会シーズンに対する示唆としては、キーワードは「ROE・株主還元」、「社外取締役」、「CG コード」となる。前述したように、外国人株主の増加は一般していると見られるが、一方で、国内機関投資家の「物言う株主」化が進んでおり、SS コード導入初年度であった昨年以上に本年は上記キーワードに対する関心が高まっていると考えられる。

ROEについては、前述したようにISSが取締役選任議案にROE基準を導入したのに加えて、図表7に整理したように資産運用会社のみならず、生命保険会社や信託銀行等もROEを重視した対話や議決権行使を行う旨が明らかになっている。

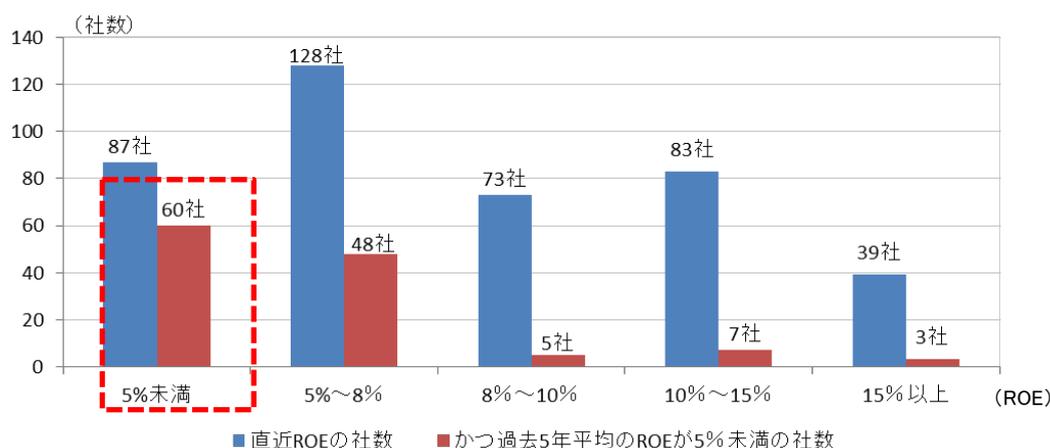
図表7：主要機関投資家の取締役選任議案に対するROEの考え方

機関投資家名	概要
生命保険	<b>継続的に自己資本利益率（ROE）が5%を下回る場合</b> 、課題企業と位置づけ議案を厳しく精査する。対話を通じて企業に改善を求め、改善が見られない場合、最終的にはトップ選任に反対したり株式を売却したりすることも検討する。（出所：日経報道）
信託銀行	<b>ROE基準（3年平均で5%）未満</b> の企業に対し改善を促す（出所：日経報道）
信託銀行	ROEの基準を <b>5%</b> に引き上げ、基準を満たさない企業の取締役選任については反対することも検討する。（出所：日経報道）
資産運用会社 （日系）	<b>直近及び過去3年のROE実績が一度も資本コスト（各年毎に議決権行使委員会で定める）を上回ることなく、かつ改善傾向にない</b> など、株主価値を損なう経営実績である企業のうち、ROEの改善に向けた合理的かつ説得性のある経営改善策が示されていない場合（社長等経営トップの交代が予定されている場合を除く）は再任取締役候補を含む議案には反対とします。（出所：議決権行使基準）
資産運用会社 （日系）	<b>ROEが5%もしくは、上場企業平均を3年連続下回った場合は原則反対する（社外取締役を含む）</b> 。ただし、改善傾向が顕著である場合は賛成することもある。また、外部環境の変化、特殊事情、業界特有の事情等があると認められる場合は個別に精査する。（出所：議決権行使基準）
資産運用会社 （アクティビストファンド）	<b>当期実績ROEおよび次期予想ROEがともに8%未満である場合、取締役の再任については、原則として賛成しない</b> 。ただし、中長期的にROE8%以上を目指す方針および当該方針に沿った中期経営計画が開示され、これらに関して合理的な説明が得られた場合には、この限りではない（出所：議決権行使基準）
（ご参考）ISS （議決権行使助言会社）	資本生産性が低く <b>（過去5期平均の自己資本利益率（ROE）が5%を下回り）かつ改善傾向にない場合</b> 、経営トップの取締役に対し反対を推奨する（出所：議決権行使基準）

（出所）各社公表資料及び日本経済新聞等より大和総研作成

主要企業のうち 2015 年 6 月株主総会を迎える企業は 410 社であるが、そのうち ISS の経営トップへの取締役選任議案における ROE に関する議決権行使基準に抵触すると見られる企業は約 15%の 60 社（図表 8 参照）である。業種別で見てみる（図表 9 参照）とパルプ・紙（2 社/3 社）、石油・石炭製品（2 社/3 社）、その他製品（3 社/6 社）、倉庫・運輸関連業（2 社/3 社）が基準に抵触している比率が高い業種である。また、銀行（11 社）及び電気・ガス（6 社）についても対象となる社数が多い。ISS の ROE 基準に抵触すると見られる企業 60 社の外国人株主比率の単純平均は約 21%であり、多くの企業にとっては経営トップの取締役選任議案が否決されるリスクは少ないと考えられる。しかしながら、図表 10 に示すような、ISS 基準に抵触する企業のうち、外国人株主比率が 30%以上の企業（10 社）については、経営トップの賛成率に対しては大きな影響が出てくると見られる。今後、会社側がどのように ROE 向上に向けた施策について株主に対して対話をしていくのか注目されよう。

図表 8：主要企業の直近 ROE 及び過去 5 年平均 ROE5%未満の企業の分布図（3 月期決算企業）



(注 1) 赤枠で囲った 60 社については経営トップの取締役選任議案における ISS 基準に抵触すると見られる企業群

(注 2) TOPIX500 採用企業のうち、2015 年 3 月期決算で直近 ROE 及び直近 ROE のデータ区分毎の過去 5 年平均 ROE が 5%未満となる社数を算出。

(注 3) 過去 5 年平均 ROE については、新規上場や経営統合等により過去 5 期間のデータ取得が不可能な企業を除く

(出所) SPEEDA 及び QuickAMUSAS 等より大和総研作成

図表 9 : ISS の ROE 基準に抵触すると見られる主要企業の業種別状況 (3 月期決算企業)

	社数	ISSによる ROE基準抵 触企業数	比率		社数	ISSによる ROE基準抵 触企業数	比率
水産・農林業	1	0	0%	精密機器	7	1	14%
鉱業	2	0	0%	その他製品	6	3	50%
建設業	18	1	6%	卸売業	19	1	5%
食料品	16	3	19%	小売業	11	1	9%
繊維製品	5	2	40%	銀行業	39	11	28%
パルプ・紙	3	2	67%	証券・商品先物	7	0	0%
化学	35	3	9%	保険業	3	0	0%
医薬品	19	3	16%	その他金融業	9	3	33%
石油・石炭製品	3	2	67%	不動産業	8	0	0%
ゴム製品	0	0	0%	陸運業	23	3	13%
ガラス・土石製品	6	1	17%	海運業	3	0	0%
鉄鋼	9	2	22%	空運業	2	0	0%
非鉄金属	8	1	13%	倉庫・運輸関連業	3	2	67%
金属製品	4	1	25%	情報・通信業	17	2	12%
機械	27	2	7%	電気・ガス業	13	6	46%
電気機器	43	2	5%	サービス業	15	1	7%
輸送用機器	26	1	4%	合計	410	60	15%

(注1) TOPIX500 採用企業のうち、2015 年 3 月期決算かつ過去 5 期間の ROE データが取得可能な企業のうち、ISS の経営トップに対する取締役選任議案における ROE 基準 (過去 5 年平均 ROE が 5%未満かつ、直近 ROE が 5%未満) に抵触する企業数を算出した

(出所) SPEEDA 及び QuickAMUSAS 等より大和総研作成

図表 10 : ISS の ROE 基準に抵触する主要企業のうち外国人株主比率の高い企業 (3 月期決算)

企業名	業種分類	外国人比率 (自己株控除後) (%)	ROE平均 (過去5期) (%)	直近ROE (%)
AA社	その他製品	58.1	0.9	3.7
AB社	卸売業	47.5	2.6	2.7
AC社	機械	46.8	2.1	4.4
AD社	電気機器	42.4	-7.7	-5.5
AE社	精密機器	41.7	-9.6	-2.5
AF社	その他金融業	40.6	4.9	2.9
AG社	機械	33.3	4.5	2.2
AH社	陸運業	32.9	3.9	4.2
AI社	ガラス・土石製品	30.8	-6.5	1.0
AJ社	建設業	30.3	1.9	3.7

(注1) 外国人比率 (自己株控除後) は 2014 年 3 月末時点

(注2) 直近 ROE は 2015 年 3 月期決算

(注3) 上位株主に業務資本提携先の外国法人が存在し、実質的に外国人比率が 30%以下となる企業を除く

(出所) SPEEDA 及び QuickAMUSAS 等より大和総研作成

---

加えて、ROEについては個人株主の関心も高まっている。株主総会にて「ROEに対する考え方」や「目標とするROE水準」、「ROE向上に向けた取り組み」等の質問が出てくると考えられる。加えて、ROEに関連する形で、分子（利益）だけでなく分母（資本）の在り方についても注目が集まっていることを踏まえると、自己資本が過大な企業については株主等から自社株買いや増配等の株主還元、成長に向けた投資が求められる可能性がある。

次に、社外取締役については、今回集計対象企業において、前述したように未選任は1社（前期は5社）であったが、1名選任は11社（同14社）、2名以上選任は37社（同30社）となっている。本年5月の改正会社法施行による社外取締役の実質義務化に加えて、6月から適用が開始されたCGコードや2016年2月以降のISSの議決権行使基準等において、社外取締役の複数名選任が求められていることもあり、1名選任の企業は減少する一方で、2名以上選任する企業が増加している。また、2015年6月株主総会企業（3月決算企業）においては162社<sup>6</sup>が監査等委員会設置会社への移行を表明している。そのうち社外取締役が0名の企業が110社、1名の企業が38社であり、これらの企業は6月株主総会を経て複数名の社外取締役を選任する事となる。

このように社外取締役の選任がほぼ一般化した事で、今後は「社外取締役の選任の有無」から「複数名選任」、「社外取締役を含む取締役会が企業価値向上に向けてどのような役割を果たしているか」に焦点が移っていくと考えられ、株主総会においても社外取締役・取締役会の「実質性」を問う質問が出てくる事も考えられる。

最後のCGコードへの対応については、足元、多くの企業で対応準備が進められていると思われるが、各種報道等を通じて個人株主等の関心も高まっており、株主総会等においてCGコード（図表11参照）に関する質問等が想定されよう。特に「政策保有株式（原則1-4）」や「資本政策の基本方針（原則1-3）」、「女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保（原則2-4）」、「経営戦略や経営計画の策定・公表（原則5-2）」等については従来から株主の関心の高い領域であり、関連した質問が想定される。

---

<sup>6</sup> 5月22日時点（適時開示ベースよりDIR集計、監査等委員会設置会社移行を表明した企業数の累計は172社）

図表 11：コーポレートガバナンス・コードの基本原則・原則等の一覧

章	基本原則	原則数	補充原則数	主な原則等の一覧
1	株主の権利・平等性の確保	7	9	<ul style="list-style-type: none"> <li>株主の権利の確保（原則1-1、補充原則①～③）</li> <li>株主総会における権利行使（原則1-2、補充原則①～⑤）</li> <li>資本政策の基本的な方針（原則1-3）</li> <li>いづゆる政策保有株式（原則1-4）</li> <li>いづゆる買収防衛策（原則1-5、補充原則①）</li> <li>株主の利益を害する可能性のある資本政策（原則1-6）</li> <li>関連当事者間の取引（原則1-7）</li> </ul>
2	株主以外のステークホルダーとの適切な協働	5	3	<ul style="list-style-type: none"> <li>中長期的な企業価値向上の基盤となる経営理念の策定（原則2-1）</li> <li>会社の行動基準の策定・実践（原則2-2、補充原則①）</li> <li>社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題（原則2-3、補充原則①）</li> <li>女性の活躍促進を含む社内多様性の確保（原則2-4）</li> <li>内部通報（原則2-5、補充原則①）</li> </ul>
3	適切な情報開示と透明性の確保	2	4	<ul style="list-style-type: none"> <li>情報開示の充実（原則3-1、補充原則①～②）</li> <li>外部会計監査人（原則3-2、補充原則①～②）</li> </ul>
4	取締役会等の責務 (1) 戦略的方向付け (2) リスクテイクを支える環境整備 (3) 経営に対する監督	14	19	<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役会の役割・責務(1)（原則4-1、補充原則①～③）</li> <li>取締役会の役割・責務(2)（原則4-2、補充原則①）</li> <li>取締役会の役割・責務(3)（原則4-3、補充原則①～②）</li> <li>監査役及び監査役会の役割・責務（原則4-4、補充原則①）</li> <li>取締役・監査役等の受託者責任（原則4-5）</li> <li>経営の監督と執行（原則4-6）</li> <li>独立社外取締役の役割・責務（原則4-7）</li> <li>独立社外取締役の有効な活用（原則4-8、補充原則①～②）</li> <li>独立社外取締役の独立性判断基準及び資質（原則4-9）</li> <li>任意の仕組みの活用（原則4-10、補充原則①）</li> <li>取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件（原則4-11、補充原則①～③）</li> <li>取締役会における審議の活性化（原則4-12、補充原則①）</li> <li>情報入手と支援体制（原則4-13、補充原則①～③）</li> <li>取締役・監査役のトレーニング（原則4-14、補充原則①～②）</li> </ul>
5	株主との対話	2	3	<ul style="list-style-type: none"> <li>株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針の検討・承認・開示（原則5-1、補充原則①～③）</li> <li>経営戦略や経営計画の策定・公表（原則5-2）</li> </ul>

(出所) コーポレートガバナンス・コードより大和総研作成

また「買収防衛策（原則 1-5）」については機関投資家の関心が高い議案である。本年 6 月株主総会において買収防衛策の廃止・非継続を選択する企業は 16 社<sup>7</sup>（前年同期 15 社）であり前年と同水準となっている。多くの買収防衛策の有効期限は 3 年であり、前回の更新時（2012 年）より外国人株主比率の上昇が背景にあると考えられ、一部の企業においては廃止・非継続の理由として「機関投資家の声」等を踏まえた結果であることを明記している。加えて、基本方針設定型<sup>8</sup>を導入している企業においても非継続を選択した企業も見られ、こちらも機関投資家の声を意識していると推察される。一方で、買収防衛策の継続議案や再導入議案を株主総会に上程する企業においても、CG コード等を踏まえて、ガバナンス体制や買収防衛策の設計に変更を加えている動きが出ており、コーポレートガバナンスに対する意識の高まりを反映した証左と言えよう。

機関投資家への議案説明や株主総会における質疑応答等を通じた株主との対話の機会は、株主の関心や問題意識を全社として認識する良い機会である。CG コード及び SS コードの 2 つのコードの策定を通じて「企業と株主の対話」が焦点となっており、上場企業には「対話力」が求められる時代となっている。上場企業においては、こうした対話を通じて得た株主等の「声」を上手く経営に活用していくことで、より強い企業体質を目指すことが望まれる。

— 以上 —

<sup>7</sup> 5 月 22 日時点（適時開示ベースより DIR 集計）、前年同期は否決された 1 社を含む

<sup>8</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