

2018年3月12日 全15頁

《実践》コーポレートガバナンス

## 2018年株主総会シーズンのポイント

ポイントは「コーポレートガバナンス・コード改訂」と「ESG」

経営コンサルティング第二部  
主任コンサルタント  
吉川英徳

## [要約]

- 春の訪れとともに、2018年株主総会シーズンが始まりつつある。2017年株主総会シーズンはスチュワードシップ・コード（以下SSコード）の改訂に伴う、国内機関投資家の議決権行使の個別開示制度がスタートし、それに伴い各主要国内機関投資家の議決権行使基準が厳格化されたことは記憶に新しい。
- 2018年株主総会シーズンの注目点は「投資家と企業の対話ガイドラインの策定（以下、対話ガイドライン）」及び「コーポレートガバナンス・コード（以下CGコード）の改訂」である。対話ガイドラインでは政策保有株式の縮減に向けた取組み等の明確化を求める等、より踏み込んだ対応を企業に求めている。また、CGコード改訂については、一部報道によれば、執筆時点で、「独立社外取締役比率3分の1以上」や「女性取締役の選任」を求めるとしている。企業が取締役会の構成等を考えるうえで大きな影響が出てくると考えられる。中長期的な経営戦略を踏まえたコーポレートガバナンス体制の構築が従来以上に重要性を増してくると考えている。
- 機関投資家の動向としては、国内主要機関投資家を中心に、議決権行使基準の厳格化の動きが見られる。株主利益に反する議案については昨年以上に反対票が増加すると考えられる。特に買収防衛策に関しては、議決権行使基準を一層厳格化する動きも見られる。引き続き、事業会社に於いては、買収防衛策を「非継続（廃止）」する動きが続くと見られる。
- また、昨年以降、ESGに関する話題も衆目を集めている。GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が昨年7月以降にESG投資に本格的に乗り出したことが影響している。従来の「企業の社会的責任」といったCSR活動だけでなく、ESG要素を踏まえた企業価値の持続的な向上の視点で機関投資家との対話が求められており、今一度、自社の事業活動の社会における役割等を整理する良い機会となろう。

## 1. はじめに

多くの感動を与えてくれた平昌冬季オリンピックが終わり、気がつくや春の訪れとともに2018年株主総会シーズンが始まろうとしている。2017年株主総会シーズンでは、SSコードの見直しによる信託銀行や大手運用会社等の主要機関投資家の議決権行使の個別開示及びそれに伴う議決権行使基準の厳格化が話題になった。2018年株主総会シーズンではどのような点が注目されるのか、政府や機関投資家の動向等を整理したうえで、全体感を俯瞰し主要議案への影響等を整理していきたい（図表1参照）。

図表1：2018年株主総会シーズンに向けた主な論点

	主な内容
政府等の動き	<ul style="list-style-type: none"> <li>スチュワードシップコード及びコーポレートガバナンスコードのフォローアップ会議               <ul style="list-style-type: none"> <li>「投資家と企業の対話ガイドライン」の策定                   <ul style="list-style-type: none"> <li>経営環境の変化に対応した経営判断（経営理念との整合性、資本コスト、事業ポートフォリオの見直し）</li> <li>投資戦略・投資管理の方針（資本コストに見合う投資、財務管理の方針）</li> <li>CEOの選解任・取締役の機能発揮等（CEOの選解任・育成、報酬、取締役会の構成、監査役）</li> <li>政策保有株式（議決権行使基準の策定・開示、異動を含む保有状況、縮減方針の明確化、政策保有株主との関係）</li> <li>アセットオーナー</li> </ul> </li> <li>コーポレートガバナンス・コードの見直し                   <ul style="list-style-type: none"> <li>社外取締役比率の3分の1以上への引き上げ（報道ベース）</li> <li>女性取締役の選任（報道ベース）</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>伊藤レポート2.0（「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会」報告書）の公表</li> <li>会社法改正の議論本格化（株主提案権、役員報酬等）</li> <li>2018年1月よりCG報告書における相談役・顧問の開示方針（東証等）</li> </ul>
機関投資家の動き	<ul style="list-style-type: none"> <li>GPIFの動き               <ul style="list-style-type: none"> <li>ESG（環境・社会・ガバナンス）投資本格化（ESG指数導入）、統合報告書の優良企業等の公表</li> </ul> </li> <li>議決権行使助言会社の動向               <ul style="list-style-type: none"> <li>ISS                   <ul style="list-style-type: none"> <li>監査等委員会設置会社の社外取締役要件を従来の「2名以上」から「1/3以上」に引き上げ（2019年以降）</li> <li>買収防衛策の総継続期間要件（3年）の導入</li> </ul> </li> <li>グラスルイス                   <ul style="list-style-type: none"> <li>役員兼任数の基準見直し（グループ内兼任を「1」としてカウントし、賛否判断）</li> <li>女性役員の選任基準を導入（TOPIX100対象、2019年以降）</li> <li>買収防衛策の基準明確化（取締役の過半数が独立社外取締役であることが条件として明確化）</li> <li>配当の決定機関（株主総会によらないとする定款変更は反対推奨）</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>機関投資家の動向               <ul style="list-style-type: none"> <li>議決権行使基準の見直し（一部の信託銀行、生命保険会社、大手運用機関は既に見直し後の新基準を公表）</li> <li>主要生命保険各社が株主還元強化、ガバナンス改善等を求める集団エンゲージメントを実施（報道ベース）</li> <li>エンゲージメント等の深掘り                   <ul style="list-style-type: none"> <li>→企業のESGに対する取組みの更なる深掘り</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>アクティビストの動向               <ul style="list-style-type: none"> <li>アクティビスト投資家が引き続き活発に活動、アクティビスト手法の洗練化（ex、ホワイトペーパーの公表等）</li> </ul> </li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>役員報酬に係る環境整備の進展（株式報酬の普及、信託銀行を中心とした国内企業に関する役員報酬データ等の整備）</li> <li>リスクマネジメントのあり方（製品データ改ざん事件等）</li> <li>働き方改革（人材不足の本格化）</li> </ul>

（出所）各種公表資料より大和総研作成

---

## 2. 政府等の動向

本年度は「対話ガイドラインの策定」及び「CGコード」の見直しが行われている。まず、「対話ガイドライン」においては、機関投資家の関心の高い「政策保有株式」について縮減方向の明確化等が求められている。今後、政策保有株式を総資産や時価総額に比して多く持っている企業を中心に、機関投資家との対話や株主総会等で政策保有株の縮減に対する圧力がより一層強まると予想される。

また、CGコードの見直しについては、執筆時点（2018/3/9）では、「独立社外取締役を求める基準を『複数名』から『3分の1』に引き上げ<sup>1</sup>」や「女性取締役の選任」等が導入されると報じられている。CGコード改訂の動き次第では、今後の日本企業の取締役会の構成等に大きな影響が出てくると考えられる。

## 3. 機関投資家等の動向

### ① 議決権行使助言会社の動向

大手議決権行使助言会社の Institutional Shareholder Services Inc.（以下、ISS）及びグラスルイスは共に2018年以降の議決権助言方針の改正を公表している。実務的に影響ある変更としては、共に2019年以降の株主総会での適用となるが、ISSでは監査等委員会設置会社の社外取締役基準<sup>2</sup>が従来の「2名」から「3分の1」以上に厳格化されること、グラスルイスではTOPIX100企業に対して、女性役員の選任基準（1名以上）を設けることが挙げられる。

### ② 主要機関投資家の動向

昨年7月以降に大手信託銀行や大手生命保険会社、大手運用会社等が相次いで議決権行使基準の厳格化を進めている。2017年株主総会においても、低ROE企業の経営トップ選任議案や買収防衛策、キャッシュリッチ企業の剰余金処分案等といった株主利益の観点から課題ある議案に対しては反対票が増加していたが、本年も昨年以上に反対票が増加する可能性がある。

加えて、機関投資家の企業のESGへの取組みに対する関心も急激に高まっている。年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が2017年7月に3つのESG指数<sup>3</sup>の採用を公表、ESG指数に連動したパッシブ運用に1兆円を投じている。2018年1月に統合

---

<sup>1</sup> 日経新聞報道（2018/2/14）による。記事においては、「社外取締役」と記載されており、独立性の有無は明示されていないが、現在のCGコード（原則4-8）では複数名の「独立」社外取締役の選任を求めている。

<sup>2</sup> ISS基準による独立性は問われない

<sup>3</sup> 総合型2種類（FTSE Blossom Japan Index、MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ）及びテーマ型1種類（MSCI 日本株女性活躍指数）

---

報告書の優良企業を公表する等、ESG 投資に対する取組みを強化している。

こうした GPIF の動きを受けて、GPIF から資金を受託する機関投資家においても投資先企業の ESG に対する取組み等に対するモニタリングを強化している。一部の機関投資家は ESG に関する企業との対話においては、経済産業省が 2017 年 5 月に公表した「価値共創ガイドランス」を参考に「ESG 要素の特定と戦略への組み込み状況」を確認していくと明記している。

### ③ アクティビスト投資家の動向

アクティビスト投資家は引き続き活発に活動している。3 月株主総会においては、外資系アクティビスト投資家が買収防衛策の廃止等<sup>4</sup>や取締役解任等<sup>5</sup>を求めて株主提案を行ったことに加え、日系運用会社も増配を求める株主提案を実施している。株主総会での株主提案まで至らなくとも、経営改善提案書の公表等のキャンペーン等も行われており、水面下では、増配やコーポレートガバナンス改善等を求める書簡送付や社外取締役との面談要請等が活発に行われている。また、いわゆるアクティビスト投資家だけではなく、大株主である事業会社が「株主価値最大化」を実現するガバナンス体制構築の為に、社外取締役の選任等の株主提案を行った事例も出ている。

## 4. 事業会社に対する示唆

事業会社にとって 2018 年株主総会シーズンに対する全体感の示唆としては、①コーポレートガバナンス体制の強化、②資本効率向上に向けた取組み、③サステナブル経営（ESG 経営）に対する取組み、が主要な論点になると考える。

### ① コーポレートガバナンス体制の強化

コーポレートガバナンス体制の強化については、独立社外取締役の更なる拡充が求められており、前述したように CG コードや機関投資家の求める水準も従来の「2 名」から「3 分の 1」に目線が引き上げられつつある<sup>6</sup>。また、独立社外取締役を中心とした諮問委員会を設立することによる指名・報酬に関するプロセスの透明性の確保、後継者の育成計画等も事業会社にとっては課題となると考える。取締役会において独立社外取締役の存在感や求められる役割が大きくなる中で、抜本的に従来の業務執行取

---

<sup>4</sup> 買収防衛策の廃止、指名委員会等設置会社への移行、取締役会議長と社長の兼任禁止、累積投票制度の導入等の株主提案を実施

<sup>5</sup> 代表取締役社長の解任、社外取締役の選任、増配の実施、定款変更（ROE 経営）等の株主提案を実施

<sup>6</sup> 米カリフォルニア州職員退職年金基金（カルパース）等の海外投資家が社外取締役 3 分の 1 以上を求める書簡を昨年送付している。また、CG コードの見直しの中で、独立社外取締役の求める水準を複数名から 3 分の 1 以上に引き上げる方向であることが報じられている。

---

締役中心の取締役会を見直す企業も出始めている。取締役会の実効性評価（CG コードの補充原則 4-11-③）等を活用した取締役会体制の見直し等が求められる局面となっている。

特に、多くの企業で課題として挙げられるのが、企業戦略を踏まえたコーポレートガバナンス体制の構築である。機関設計の選択や取締役候補者の選定、報酬の考え方、後継者育成（次期経営層育成）等については、今一度、中長期的な経営戦略との連動の視点から見直す必要があると考える。また、そうした考え方を積極的に外部発信し、機関投資家等と共有することが大切である。

## ② 資本効率向上に向けた取組み

経営効率向上に向けた取組みについては、事業ポートフォリオの見直しを含む本業の利益率向上に加え、政策保有株式を代表とする非事業用資産（金融資産）の縮減等が論点となる。アクティビスト投資家のみならず、主要機関投資家も資本効率（ROE 等）に対して厳しい目線を持っている。一部企業においては、政策保有株式の売却を進めており、企業グループ内での相互持合いを見直す事例も出ている。今回の対話ガイドラインの策定等により、今まで以上に政策保有株式等についての丁寧な説明、もしくは縮減に向けた行動等が求められるようになり、中期経営計画において政策保有株式の縮減計画を明示する等の動きになると考える。

## ③ サステナブル経営（ESG 経営）に向けた取組み

サステナブル経営（ESG 経営）については、従来の CSR 活動に留まることなく、長期的な企業価値向上に結びつく取組みや説明が求められるようになってきている。単に現場における CSR 活動における現状の取組みを羅列するだけでなく、経営戦略や経営計画との連動、取締役会や経営陣の関わり等を含めた全社的なストーリーの中における取組みが必要となっている。

サステナブル経営（ESG 経営）を支える要素の 1 つにダイバーシティの確保があるが、特に取締役会のダイバーシティについては機関投資家の関心が強い。前述したグラスルイスの主要企業 100 社に対する女性役員基準の導入に加え、一部の海外投資家が取締役会ダイバーシティ指針<sup>7</sup>を日本企業に適用する旨を公表している。また、CG コード改訂の際に「女性取締役の確保」が求められるという報道もある。取締役会の論点が従来の社外取締役の導入・増員に加えて、ダイバーシティの確保へ変わりつつある点にも留意が必要である。

---

<sup>7</sup>米ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（SSGA）は「取締役会ダイバーシティ指針」を日本とカナダに拡大すると公表。取締役会に女性役員または女性役員候補がない場合、株主総会において指名委員長提案に反対票を投じる旨を公表している。



---

そうした全体的な動向を踏まえたうえでの、主要議案の注目点としては以下の点が挙げられる。

**(a) 剰余金処分案**

一般的に配当性向 30%が資本市場の求める最低目線となっているが、近年は資本効率 (ROE) や内部留保 (自己資本比率) 等も勘案した配当水準が求められている。例えば、キャッシュリッチ企業 (自己資本比率 50%以上) については、総還元性向で 50%以上を求める機関投資家も散見される。一部アクティビスト投資家が DOE (株主資本配当率) の考え方を配当政策に求める動きもあり、フロー (期間損益) だけでなくストック (バランスシート) も意識した株主還元策の検討が求められている。

**(b) 取締役選任議案**

取締役会全体としては、取締役会の規模や構成 (独立社外取締役の数・割合、女性役員の有無)、取締役の任期 (多くの場合 1 年) が論点となる。特に業務執行取締役 (特に経営トップ選任議案) に関しては、アクティビスト株主だけでなく、一般の国内主要機関投資家も「資本効率」や「株価パフォーマンス」、「株主還元」等の観点から選任議案の賛否を判断しつつあり、株主目線を意識した経営が求められている。

また、CG コード改訂により、独立社外取締役が 3 分の 1 以上求められる局面になりつつあるが、社外取締役の人材は全般的に枯渇しており、新たな増員は難しい企業が多い。今後、社外取締役比率で 3 分の 1 を目指す為に、取締役会の役割を見直し、監督機能を強化する視点から、社内取締役を削減し、取締役会の規模縮小を目指す企業が増加すると考えられる。

**(c) 買収防衛策**

従来の外国人投資家に加え、国内機関投資家の目線も厳しくなっており、機関投資家比率の高い企業においては「非継続 (廃止)」を選択する企業も増加している。2017 年 12 月末時点で導入企業数は 411 社 (前年末比 38 社減少)<sup>8</sup>であり、年々減少傾向にある。象徴的な事例としては、2017 年 12 月に大手食品企業が 3 年の有効期間中にも関わらず「廃止」を取締役会で決議している。一部の信託銀行は 2017 年株主総会シーズン後に買収防衛策の賛成基準の要件を厳格化<sup>9</sup>しており、2018 年株主総会においては、前年以上に反対票が増加すると見込まれる。本年株主総会においても、買収防衛策の「非継続 (廃止)」を選択する企業は多いと考えられる。

---

<sup>8</sup>出所は MARR2 月号より

<sup>9</sup>形式要件の 1 つである独立社外取締役の基準を従来の「複数名」から「取締役会の過半数」に引き上げている

#### (d) 役員報酬関連

2017年株主総会においては、退職慰労金支給議案が否決される事例や業績不振企業での役員賞与議案が低賛成率（賛成率51.9%）に留まる事例が出てきた。共に機関投資家の反対基準に抵触した為と言われている。多くの機関投資家は役員報酬については、主に「支給対象者」「支給額」の視点で、その適切性を判断している。各役員の役割（業務執行か、監督機能か）に応じた適切な支給額になっているのか、株主目線で適切か検討する必要がある。株式報酬については、経営陣と資本市場の目線の方向性を合わせるという考え方から、資本市場が積極的に導入を後押ししている。一方で、株式報酬の支給対象者に社外取締役（監査等委員である取締役）を含めるか否かは機関投資家によって考え方が分かれており、一般的には反対基準に抵触するケースが多いが、一部信託銀行では過大でない金額（500万円）の場合は賛成するというケースもある。

#### (e) その他

2018年3月株主総会においてインターネット等で話題になった議案として、インターネット企業の定款一部変更議案がある。同社は定款変更により「ミッション<sup>10</sup>」の項目追加を予定している。自社の「ミッション」を特別決議による株主承認が必要な定款において明確化する手法は興味深いと言える。サステナブル経営に対する資本市場の関心が高まる中で、従来の現場レベルのボトムアップによる取組みだけでなく、株主総会・取締役会・経営陣を巻き込んだ全社レベルでのトップダウンによる仕組みを構築する必要があると考える。そうした中で同社の取組みは示唆に富む手法であると考えられる。

## 5. まとめ

SSコード及びCGコードの導入以降、日本企業のコーポレートガバナンスに対する意識は急速に高まっている。しかしながら、筆者が多くの企業と意見交換する中で、中長期的な経営戦略を踏まえたコーポレートガバナンス体制を構築している企業は極一部に留まっている印象がある。コーポレートガバナンスの中核である、「機関設計」や「取締役会の規模・構成」、「取締役の指名方針」、「後継者計画（次期経営層育成）」、「役員報酬」等は、本来は中長期的な経営戦略を踏まえうえて検討・設計すべき事項である。

CGコードの見直しや対話ガイドライン策定等により、従来以上に上場企業に対しコ

<sup>10</sup> 「1.当社は、「毎日の料理を楽しむにする」ために存在し、これをミッションとする。」「2.世界中のすべての家庭において、毎日の料理が楽しみになった時、当社は解散する。」（出所：クックパッド株式会社公表資料より）

---

コーポレートガバナンスの透明性や説明責任が上場企業に求められつつある。株主総会等の株主との対話の場において、「経営戦略とコーポレートガバナンスの一体性」はより重要なポイントになると考えている。

以上