

2013年9月26日 全6頁

コーポレートガバナンス情報

2013年株主総会シーズンの議決権行使結果

～TOPIX Core30 構成企業の分析～

資本市場のガバナンスに対する期待は「形」から「企業価値」に進展

経営コンサルティング部
副部長主任コンサルタント
藤島 裕三

[要約]

- 2013年の機関投資家による議決権行使のスタンスを確認するため、TOPIX Core30 構成銘柄を対象として、臨時報告書による議決権行使結果の開示を分析する。
- 社外取締役ゼロの経営トップに対する賛成票が目立って低かった。上場会社のミニマムスタンダードとして、社外取締役の選任を求める声は強くなっている。
- 機関投資家の関心はもはや、社外取締役の有無など「形」には存しない。社外取締役や役員報酬などの仕組みを、いかに企業価値に結びつけるかが期待される。

1. 本稿の分析対象

2013年の株主総会における機関投資家の議決権行使スタンスを確認するため、TOPIX Core30 構成銘柄を対象として、臨時報告書による議決権行使結果の開示を分析する。同30社は総じて機関投資家の保有比率が高く、その見方が議決権行使結果に鮮明に表れる傾向が存する。

TOPIX Core30 構成銘柄（2012年10月31日時点）は以下の通り。ROE（自己資本利益率）は平均7.0%（最終赤字2社を除いたベースでは9.4%）。総会後における社外取締役の人数は同3.1人で最多はソニーの10人。選任ゼロの企業は2社あった（新日鐵住金、キヤノン）。

TOPIX Core30 構成企業(2012年10月31日現在)

日本たばこ産業、セブン&アイ・ホールディングス、信越化学工業、花王、武田薬品工業、アステラス製薬、新日鐵住金、小松製作所、日立製作所、東芝、ファナック、パナソニック、ソニー、日産自動車、トヨタ自動車、本田技研工業、キヤノン、三井物産、三菱商事、三菱UFJフィナンシャル・グループ、三井住友フィナンシャルグループ、みずほフィナンシャルグループ、野村ホールディングス、東京海上ホールディングス、三菱地所、東日本旅客鉄道、日本電信電話、KDDI、エヌ・ティ・ティ・ドコモ、ソフトバンク

2. 総会シーズン前のトピックス

上場会社による取り組みとして、3月にトヨタ自動車が初の社外取締役（3人）の選任を発表した。これを資本市場は高く評価し、外国人はじめ機関投資家からは上場会社全般が追随することを期待するコメントが相次いだ。また投資家サイドの動きとして、5月に米投資ファンドのサード・ポイントがソニーに経営改革を提言したことが特筆されよう。同事例などによって、投資家が企業経営に踏み込む言動が今後、より活発になることが印象付けられた。

機関投資家の議決権行使に影響力を持つ、議決権行使助言機関の動向も確認する。最大手のISSは2013年から、社外取締役が1人もいない場合は、経営トップの再任に反対する新基準を実施した。準大手のグラスルイスは独立取締役の設置要件を厳格化（2名かつ20%以上）すると共に、退職慰労金に全面反対（打切り支給を含む）する方針などを新たに打ち出した。

3. 議案別の議決権行使状況

TOPIX Core30 構成企業が2013年3～6月に開催した株主総会において、合計414議案の会社提案が上程、全議案が可決された（役員選任議案は候補者ごとに1議案とする）。図表1は、各議案の平均賛成率を、議案別に昨年対比でまとめたものである。

社外取締役の賛成率は微増レベルで推移した一方、社外監査役については大幅に低下した。役員退職慰労金の支給議案は1社のみ（打切り支給）、買収防衛策については2社（いずれも継続導入）が上程したが、共に目立って低い賛成率に止まった。

図表1 TOPIX Core30 採用企業の議案別賛成率（会社提案）

議案	2012年(30社435議案)			2013年(30社414議案)		
	社数	議案数	賛成率	社数	議案数	賛成率
剰余金処分	25	25	96.7%	26	26	96.9%
事業再編	1	2	98.1%	0	0	-
定款一部変更	7	7	95.0%	9	9	97.0%
取締役選任	29	344	93.6%	29	333	94.1%
（社内取締役）	29	268	94.1%	29	246	94.5%
（社外取締役）	22	75	92.4%	25	86	93.0%
監査役選任	21	38	93.0%	15	27	86.9%
（社内監査役）	15	17	95.0%	9	9	94.8%
（社外監査役）	15	21	91.5%	12	18	82.9%
補欠監査役	1	1	98.1%	2	2	98.0%
役員賞与・報酬額改定	11	11	94.7%	9	9	96.2%
役員退職慰労金	1	1	69.4%	1	1	66.0%
ストックオプション	4	4	92.6%	5	5	92.6%
買収防衛策	2	2	68.9%	2	2	58.2%

出所：株主総会参考資料、臨時報告書

4. 社内取締役（経営トップ）

全ての当該議案を平均した賛成率は 94.5%で、昨年の 94.1%と大差ない水準となった。ROE が 5%未満の企業が昨年 8 社から 5 社に減少するなど、業績悪化や不祥事による批判票が減った一方で、議決権行使助言機関による基準変更の影響などで、社外取締役の不在・不足に対する批判票の増加があり、プラス/マイナスが相殺された形となっている。

図表 2 は、賛成率が目立って低かった社内取締役の一覧である。総会後の社外取締役人数がゼロとなった 2 社（A・B社）の経営トップは、いずれも賛成率が 80%を切った。新たに 1 名選任した C 社トップは 85%で、人数または独立性が不十分とみなされた可能性が考えられる。なお B・D 社については最終赤字であり、業績面も問題視された模様。

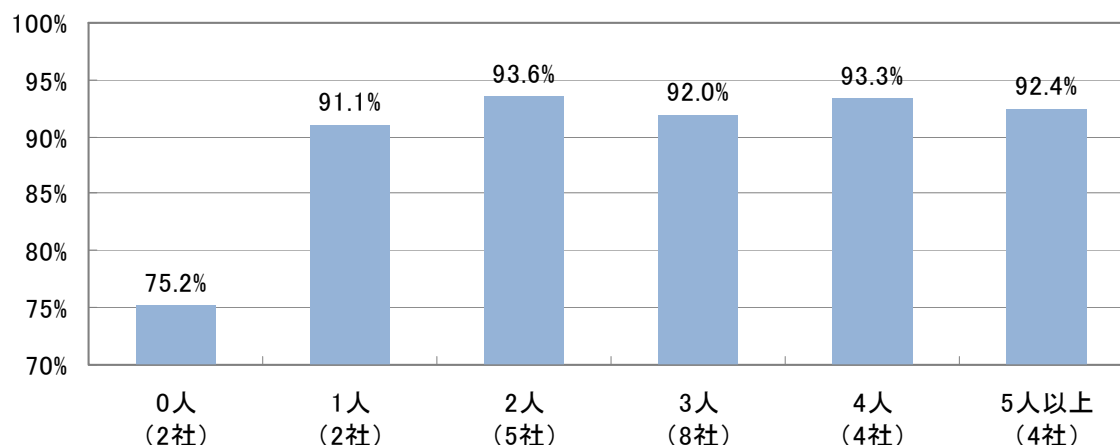
図表 2 社内取締役選任議案の事例

	役職	備考	賛成率
A社	代表取締役会長兼社長	ROE: 8.7%、社外取締役ゼロ	72.2%
B社	代表取締役会長兼 CEO	ROE: -5.9%、社外取締役ゼロ	78.1%
	代表取締役社長兼 COO		79.5%
C社	代表取締役社長	ROE: 11.6%、社外取締役 1 人	85.3%
D社	代表取締役副会長	ROE: -47.2%、社外取締役 3 人	85.7%
	代表取締役社長		87.1%
	代表取締役副社長		87.2%

出所：株主総会参考資料、臨時報告書

経営トップの選任議案が上程された 25 社について、総会後の社外取締役人数と経営トップの賛成率の関係を、図表 3 でグラフ化した。社外取締役がゼロの 2 社は平均すると 75.2%で極端に低く、同じく 1 人の 2 社についても同 91.1%に止まっている。

図表 3 社外取締役人数別によるトップ賛成率



出所：株主総会参考資料、臨時報告書

5. 社外取締役

平均賛成率は93.0%で、昨年の92.4%から若干の増加となった。図表4は賛成率が低い例。取締役会出席率が75%未満だった再任者2名（E・F社）が賛成率を押し下げたが、新任者の賛成率が総じて高く、再任者も少なからず賛成率が改善したことが寄与した。

社外取締役の独立性については近時、厳しく問うのは尚早でないかとの声が、機関投資家の間に存する。まず社外取締役選任の進展が肝要として、独立性の有無で候補者自身に反対することが控えられたのでないか。なおG・H社は委員会設置会社であり、社外取締役が義務付けられているため、独立性が必要と判断されて再任者に反対票が集まった模様。

図表4 社外取締役選任議案の事例

	経歴	備考	賛成率
E社	元・事業会社経営者	取締役会出席:1回	58.3%
F社	事業会社経営者	取締役会出席:8/11回	68.0%
G社	元・監査法人代表社員	所属していた監査法人が会計監査人	69.1%
H社	弁護士		77.6%
I社	事業会社経営者	所属している企業が大株主	83.0%
	事業会社経営者	所属している企業が大株主	84.9%

出所：株主総会参考資料、臨時報告書

6. 社外監査役

当該議案の平均賛成率は、昨年の91.5%から82.9%に急減した。図表5は賛成率が低い例。賛成率が90%以上だった候補者が、昨年は22人中で17人いたが、今年は17人中の7人にすぎなかった。賛成率が50%台に止まった候補者も今年は2人いた（昨年はゼロ）。

反対された理由は専ら独立性に存する模様。特に今年は、契約関係のある（もしくはあった）弁護士および会計士に対する反対票が目立っている。監査役設置会社に社外監査役は義務付けられているため、独立性が厳しく判断されたと考えられる。社外監査役の出席率（取締役会、監査役会）については、75%に達しなかった再任者は見られなかった。

図表5 社外監査役選任議案の事例

	役職	備考	賛成率
J社	元・金融機関(保険)経営者	所属していた金融機関が大株主	58.0%
	元・監査法人代表社員	所属していた監査法人が会計監査人	58.4%
K社	元・監査法人代表社員	所属していた監査法人が会計監査人	69.0%
L社	弁護士		71.3%
M社	金融機関(保険)経営者	所属している金融機関が大株主	72.3%
N社	弁護士		75.4%

出所：株主総会参考資料、臨時報告書

7. 役員報酬

役員報酬については機関投資家から、業績連動報酬を求める声が高まっている。ただし役員報酬制度そのものは議案とならないため、個別議案が業績連動性を軸に評価される。図表 6 は賛成率が低い事例だが、目立って反対票が多かったのは、役員退職慰労金の打切り支給のみ。ストックオプションは 5 議案が上程され、87~95%と概ね高い支持を獲得した。

図表 6 役員報酬関連議案の事例

	議案	備考	賛成率
○社	役員退職慰労金(打切り)	再任取締役 18 名が対象 金額・方法等は取締役会に一任	66.0%

出所：株主総会参考資料、臨時報告書

8. 買収防衛策

買収防衛策導入議案は、図表 7 の 2 社が上程した（共に継続）。共に機関投資家株主が多いこともあって、賛成率は 50%台と厳しい評価となった。両社とも複数の社外取締役を選任しているが、防衛策の信認にはつながっていない模様。特に毎年更新の P 社では、2011 年：63.1%→2012 年：62.4%→2013 年：56.8%と、賛成率の低下度合いが加速している。

図表 7 買収防衛策導入議案の事例

	議案	備考	賛成率
P社	継続導入(期限 1 年)	社外取締役 5 人(21.7%)	56.8%
Q社	継続導入(期限 3 年)	社外取締役 4 人(30.8%)	59.6%

出所：株主総会参考資料、臨時報告書

9. 株主提案

株主提案は 4 社において実施された（昨年は 5 社）。図表 8 にある通り、賛成率が高かった議案は、社外取締役の責任限定契約や役員報酬の個別開示、持合い株式の議決権行使などで、コーポレートガバナンスの強化に資すると機関投資家が考えている内容が目立つ。

図表 8 株主提案の事例

	議案	備考	賛成率
R社	定款変更	社外取締役の損害賠償責任	40.6%
	定款変更	経営及び事業に関する情報開示	33.1%
S社	定款変更	取締役の報酬額の株主への個別開示	(66.0%)
T社	定款変更	役員研修の方針と実績の開示について	31.0%
	定款変更	政策保有株式の議決権行使	28.0%

出所：株主総会参考資料、臨時報告書

10. ガバナンス議論における今後の注目点

2012年から2013年にかけては、コーポレートガバナンスに関わる様々な動きが、株主総会の議決権行使に限らず多く見られた。一連の流れを踏まえ、わが国における今後のコーポレートガバナンス議論において注目すべきポイントを3点、以下に掲げる。

① 「不祥事を防止するガバナンス」の議論は区切り

2012年9月の「会社法制の見直しに関する要綱」採択により、「監督強化」「不祥事防止」を主眼としたガバナンス論議は区切りとなった。社外取締役の設置義務化こそ見送られたが、社外要件の厳格化、監査・監督委員会設置会社の創設、「相当でない理由」の開示、独立役員として確保する努力の義務付けなど、その有用性を認めた規制が導入されている。

今後、社外取締役のミニマムスタンダード化は確立されよう。東証によると、社外取締役を選任した上場会社（東証一部）は今年8月時点で62.3%に達した。コーポレートガバナンスによる「監督強化」の道筋は明確に方向付けられ、「不祥事防止」を実効あるものとするため、グループガバナンスを含めた内部統制・リスク管理が次なるテーマとなるだろう。

② 機関投資家の行動は「エンゲージメント」に移行

国連責任投資原則（2006年宣言）や英国スチュワードシップコード（2010年公表）を契機として、グローバル機関投資家はエンゲージメント（株主行動）を積極化している。今年の総会シーズンでは、株主提案や委任状争奪戦など直接的なアクティビズムこそ目立たなかったが、投資家からのレター送付やミーティング依頼などは例年になく活発だった模様である。

エンゲージメントの目的は総会議案に対する賛否ではなく、長期的なパフォーマンス向上を導出することにある。したがって企業としては、自社のガバナンスがどうROE向上などに結び付くのか、説明できなければならない。特に機関投資家が注目しているのは役員報酬制度で、企業と投資家が「win-winの関係」が築ける報酬ガバナンスであることが望ましい。

③ 「形」から「企業価値」を向上するガバナンスへ

上記①・②を受けて今後は、「企業価値」向上（事業拡大、ROE向上など）を実現する、成長志向のコーポレートガバナンス構築が重要なテーマになる。単にガバナンスの「形」を整えて資本市場の支持を得るだけでなく、個別の企業・事業を鑑みて、その「形」が最適な理由、その「形」の最適な運用など、ガバナンスとマネジメントの整合性が問われよう。

ガバナンスとマネジメントの整合性という点で、まず注目されるのは役員報酬である。企業独自のミッション、中期経営計画の達成目標などとの連動性は、業務執行役員の精勤を通じて企業価値の向上に直結する。IRにおいて中計達成の信頼度を高める効果も見込める。

社外取締役の人材さらには取締役会の構成を検討する上でも、マネジメントと整合性を図ることは今後、重要視されるべきと考える。企業風土や経営課題にマッチした人材、求められる意思決定に適した構成など、取締役会の「デザイン」は興味深いテーマといえよう。