

# 2012年株主総会シーズンの展望

コンサルティング・ソリューション第一部

藤島 裕三

独立した社外取締役の設置などコーポレートガバナンスが本格的な論点になる

## [要約]

- 続発した企業不祥事などを背景に、わが国企業に対するグローバル投資家の見方は厳しくなっている。また資本市場の要請に応える形で、ガバナンス関連の規制強化は加速する流れにある。
- 2011年の株主総会シーズンは、監査役選任や退職慰労金贈呈などの議案で、賛成率が著しく低い事例が見られた。2012年は取締役選任など、より広範な議案で影響が生じる可能性がある。
- 投資家に自社のガバナンス観を説明するため、また規制強化に十分な準備を以て対応するため、ガバナンスの中長期展望を備えることが望ましい。上場会社のリスクマネジメントといえる。

## はじめに

今年の株主総会は  
コーポレートガバ  
ナンスが論点に

2011年の株主総会シーズンにおいては、震災対応に関心が終始した印象があった。節電や避難誘導といった運営面の工夫だけでなく、業績に対する影響度および今後の施策、さらには将来の災害を想定したBCP（Business Continuity Plan；事業継続計画）の整備など、事業における対応の説明を株主・投資家は求め、上場会社も積極的に発信した。その意味で昨年は多少なりとも特異であった感は否めない。

一転して2012年の株主総会シーズンは、コーポレートガバナンスが中心的な論点になるだろう。昨年は震災禍で日本経済が危機的な状況にあったことから、目先の業績回復に直接は寄与しないガバナンスの論議は手控えられた感があった。着実に復興が進展している今年は、株主・投資家の声がストレートに投げかけられよう。

わが国におけるガバナンス強化の機運は2010年、金融庁の開示府令改正（役員報酬の開示強化など）および証券取引所の独立役員制度導入を節目に近年、盛り上がりにより若干の停滞感を生じつつあったように思われる。同年スタートの法務省法制審議会における会社法改正の議論も、抜本的な改正には至らないとの観測は少なくなかった。しかし昨年における企業不祥事の続発もあり、風向きは急速に変化している。

今年は株主総会前のエンゲージメントから当日の質疑応答まで、上場企業としてのコーポレートガバナンスに関する見識が問われよう。またガバナンス論議は株主総会で終わりではなく、株主・投資家は継続的な改善活動を企業に求める。本稿は上述の動向を概観して、上場企業に望ましい対応を提言することを目的とする。

## コーポレートガバナンスの近時動向

### 独立取締役の設置を求める声が再燃

昨年来における企業不祥事の続発を背景に、わが国上場会社に対して独立した社外取締役の選任を求める声が、国内外で再燃している。社外取締役が現状いない企業は最低限のガバナンスを備えていないと見做され、社外取締役を選任している企業でも独立性の有無、さらにはガバナンス機関としての実効性が問われるだろう。

議論の高まりを受けて、民主党は昨年 11 月に「資本市場・企業統治改革ワーキングチーム (WT)」を立ち上げた。同 WT は公開会社法の構想を引き継いでいると見られ、社外取締役の義務付けや要件の厳格化を肯定すると考えられる。また議決権行使助言サービスの世界最大手 ISS は同月、2012 年の日本向け新ポリシーを発表。社外取締役がない場合は経営トップの再任に反対する方針 (1 年間の猶予) を示した。

法務省法制審議会における会社法制見直しの議論においても、上述の流れは確実に反映されている。図表 1 は、昨年 11 月に発表された中間試案の一部を、同 9 月に審議された同「叩き台」と比較したものである。社外取締役の選任について、叩き台では義務付け自体の是非のみ問うていたが、中間試案においては義務付ける範囲も論点になった。独立性要件では「重要な取引先」に関する注記が追加されている。

### 業績連動型報酬を導入推進する潮流

米国では昨年から、株主総会に役員報酬議案 (Say on Pay) を上程することが義務付けられた。その際、業績と報酬の関連性 (pay for performance) を明確にすることが求められている。ほとんどの米国企業は同議案において高い賛成率を獲得できた、すなわち適切な業績連動型の報酬を構築・導入していると認められた模様。

役員報酬に業績連動性を求める声は、わが国企業においても高まっている。しかし有価証券報告書における役員報酬関連の記載は、米国企業の年次報告書における記載と比較して、説明不足かつ内容不十分な感は否めない。独立取締役の選任と並び業績連動型報酬の導入も、株主総会シーズンにおける主要な論点となるだろう。

図表 1 会社法制の見直しに関する中間試案

※太字は「叩き台」から追加された内容

	A 案	B 案	C 案
監査役設置会社における社外取締役選任の義務付け	監査役設置会社(公開会社かつ大会社に限る)において、1 人以上の社外取締役の選任を義務付ける	<b>有価証券報告書提出会社において、1 人以上の社外取締役の選任を義務付ける</b>	義務付けしない
	A 案		B 案
社外取締役および社外監査役に関する規律(独立性の要件)	社外取締役の要件を以下のとおり見直す(社外監査役もほぼ同じ) ・親会社の取締役もしくは執行役又は支配人その他使用人でないこと ・取締役もしくは執行役又は支配人その他使用人の配偶者又は 2 親等内の血族もしくは姻族でないこと		見直しをしない
	(注1) 社外取締役および社外監査役の要件における、株式会社の親会社の子会社(当該株式会社およびその子会社を除く)の関係者の取扱いについては、なお検討する (注2) 社外取締役および社外監査役の要件に、株式会社の重要な取引先の関係者でないものであることを追加するものとするかどうかについては、なお検討する		

出所：法務省法制審議会

## 議案別に見る 2012 年の総会展望

### 社外役員の独立性 が厳しく見られる

取締役選任議案においては、社外取締役の独立性（大株式、取引先など）が主要な論点となる。現行会社法は社外取締役の選任を義務付けていないので、その独立性を問わない機関投資家も存在してきたが、会社法改正の議論やISS新ポリシーを受けて、機関投資家のスタンスは厳格化すると考えられる。社外取締役を選任していない企業の経営トップに対しても、昨年を上回る反対票が投じられる可能性がある。

社外監査役（補欠監査役を含む）についても、独立性が同様に問われる。候補者に弁護士や会計士、税理士が多いため、顧問契約がネックになるケースが目立つ。社外取締役とは異なって社外監査役は法定の機関であるため、機関投資家からは独立性を厳しく判断される。株主構成次第では否決リスクが高い議案といえよう。

### ストックオプション 付与には好意的

役員退職慰労金は年功的要素が強く、業績との関係性が不透明として批判が強い。社外取締役や監査役が対象だと特に問題視されるが、社内取締役も金額や算出方式の記載がなければ反対率が高くなる傾向。役員賞与に関しても、社外取締役や監査役に対する支給については、監督機能に馴染まないと反対される例が少なくない。

一方でストックオプションに対しては、業績連動型報酬を普及させる手段として、機関投資家は導入に好意的となってきている。不適切だとして反対されるのは、社外取締役・監査役が対象、1円ストックオプション、希薄化率が高い、といったケース。もっとも、これらに対しても年々、反対率は目立たない水準になってきている。

図表 2 は、昨年の株主総会に上程され、賛成率が低かった議案の事例である。補欠監査役の選任議案で否決が生じた他、50%台の賛成率に止まった議案も、監査役選任や退職慰労金贈呈で少なくなかった。今年は取締役選任についても反対行使の増加が予想される。ストックオプション付与議案は賛成行使が増える流れだろう。

図表 2 賛成率が低かった議案の事例（2011 年）

	上場会社	賛成率	備考
取締役選任	A 社	55%	社外取締役、大株主企業の経営者、取締役会出席が 7 割弱
	B 社	62%	社外取締役、会計監査人である監査法人の元・代表社員
	C 社	65%	社外取締役、米国企業の元・経営者、取締役会出席が 2 回
監査役選任	D 社	49%	補欠監査役、顧問契約のある法律事務所に所属する弁護士
	E 社	54%	社外監査役、税理士、取締役会出席が 4 分の 1
	F 社	58%	社外監査役、取引金融機関の元・会長、社外役員を 5 社兼任
退職慰労金	G 社	51%	社内取締役 2 名（創業者含む）に贈呈、金額は取締役会一任
	H 社	53%	社内監査役 1 名に贈呈、金額は監査役の協議に一任
	I 社	59%	取締役 12 名（社外 1）・監査役 3 名（社外 1）に打ち切り支給
新株予約権	J 社	70%	取締役 5 名・監査役 3 名（社外 2）、行使価格は終値 × 1.05
	K 社	71%	取締役 7 名（社外 1）、行使価格は 1 円（株式報酬型）
	L 社	74%	取締役 7 名（社外 0）、行使価格は 1 円（株式報酬型）

出所：各社臨時報告書など

## まとめ

### 独立性・報酬の両面で問われるガバナンス

わが国に対してコーポレートガバナンス充実を求める声は、わが国の企業不祥事による独立性ガバナンス、リーマンショックに端を発した報酬ガバナンスの両面から、グローバル投資家の間で急激に高まっている。わが国企業は上場会社として、経営者は株主から経営を付託された者として、ガバナンスにおける見識が問われよう。

またグローバル資本市場の要請に応える形で、コーポレートガバナンス関連の規制強化は加速する流れにある。独立性ガバナンスについては、会社法による社外取締役の選任義務付け、上場規則による独立役員制度の強化などが既定路線になりつつある感がある。加えて報酬ガバナンスに関しても、金商法（開示府令）による報酬開示の詳細化など、Say on Pay に平仄を合わせた規制強化があり得るのではないかと。

### 株主の声と法改正の動きに対応する必要

例えば上場会社はまず、外国人など機関投資家である自社の株主が、独立取締役がないもしくは不足した取締役会、また固定給中心で年功序列の色が濃い報酬制度に対して、批判を強めていないか省みるべきだろう。必ずしも拙速な対応を強いられるべきではないが、株主・投資家の不満度合いによっては、株主総会で相応の賛成率を確保するため、ガバナンス向上に関する説明責任を尽くすことが必要だろう。

投資家の圧力を受けにくい株主構成であっても、規制強化の対応を怠ることは許されない。会社法で社外取締役の選任が義務付けられれば、上場企業の約半数に当たる社外取締役の未設置企業が、堰を切って人材獲得に走るのである。既に社外取締役を選任している企業も巻き込んで、適材の確保が難しくなることは明らかである。

### 企業価値を向上するためのガバナンス

株主・投資家に自社のコーポレートガバナンス観を説明するため、また規制強化に十分な準備を以て対するために、事業における中期経営計画に相当する、ガバナンス向上の中長期シナリオを備えることが望ましい。ガバナンスの不備が本業に悪影響を及ぼさないための、上場会社に不可欠のリスクマネジメントと捉えるとよい。

さらには受け身の対応から踏み出した、企業価値を高める「攻め」のガバナンスに取り組むことが望ましい。独立性に加えて資質や経験などに優れた人物を取締役に招聘することは、経営判断の質を高めて事業の発展に寄与しよう。適切に設計された業績連動報酬は、優れた人材を惹き付け、その精勤を動機付ける。企業の持続可能性を高めるトータルの施策として、ガバナンスの改善活動に取り組むべきだろう。