

2016年4月11日 全6頁

# 2016年株主総会の争点

## 社外取締役の複数選任や監査等委員会設置会社への移行が焦点に

金融調査部 主任研究員  
鈴木裕

### [要約]

- 社外取締役を複数選任していない場合には、経営トップの再任議案に反対票が多く出ると予想される。
- 監査等委員会設置会社への移行を目的とした定款変更議案は、賛成する投資家が多数であるが、海外ファンドが反対票を投じた例もある。
- 増配や自社株取得は、従来と変わらず投資家の中心的な関心であり続けられると思われる。

## コーポレートガバナンス・コード後の株主総会

2014年2月に機関投資家と投資先企業の対話を促すことを目的として、日本版スチュワードシップ・コード（以下、SSコード）が策定され、2015年3月には、企業の組織や行動に関する準則としてコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）が設けられた。3月決算会社の場合には、CGコードに対応したコーポレートガバナンス報告書を12月までに証券取引所に提出することとされており、今年の6月にはその報告書の提出が済んだ後初めての株主総会を迎えることとなる。

二つのコードが作られたことで、企業と機関投資家の対話を活性化しようとする動きが力強さを増しているように見える。対話の活性化によって目指されているのは、企業価値の中長期的な増大だ。株主総会のシーズンを控えて、株主との対話でテーマになりそうなことは何かを考えてみたい。

## 社外取締役の複数選任が焦点に

議決権行使助言業の最大手ISS（Institutional Shareholder Services Inc.）<sup>1</sup>ともう一つの

<sup>1</sup> ISS “2016 Asia Pacific Proxy Voting Guidelines Updates”  
<http://www.issgovernance.com/file/policy/2016-asia-pacific-policy-updates.pdf>

大手業者であるグラスルイス (Glass, Lewis & Co., LLC) <sup>2</sup>が、2016 年の株主総会に向けた議決権行使助言方針の改訂を昨年 11 月に行っているが、今年に入り日本語版<sup>3</sup> <sup>4</sup>も公表された。

議決権行使助言業者は、毎年のように助言方針の改訂を行い、冬から春にかけて次期株主総会シーズンの方針を公表している。今回の日本企業の株主総会に関する議決権行使助言方針の改訂では、近年の CG コードの策定や会社法改正でもテーマの一つとなった社外取締役の選任に対する関心が示されている。CG コードでは、独立社外取締役の複数選任を求めており、この点を議決権行使助言方針に盛り込む改訂が加えられている。

ISS の基準によると、監査役設置会社の場合、社外取締役が 2 名以上いないならば、経営トップの取締役選任議案に反対投票を推奨する。ただし、その会社に支配的な株主がいる場合には、単に社外取締役であるだけでは足りず、ISS の定める独立性基準を満たしていなければならない。監査等委員会設置会社の場合には、監査役設置会社の基準に加えて、監査等委員となる社外取締役は、ISS の定める独立性基準を満たしていなければならない。

一方、グラスルイスでは、監査役会設置会社には、2 名 (かつ 20%) 以上の独立社外取締役の選任を求め、これに満たない場合には、会長 (会長職が存在しない場合、社長またはそれに準ずる役職の者) の取締役選任に反対を推奨する。

社外取締役の複数選任は、昨年大幅に増えた。東京証券取引所 1 部上場企業では、1,887 社中 1,115 社 (59.1%) が、2 名以上の社外取締役を選任している。CG コードが要求している 2 名以上の独立社外取締役選任企業も、913 社 (48.4%) に達している。2 部、マザーズ、JASDAQ を加えた全上場企業 3,474 社で見ると、2 名以上の社外取締役を選任しているのは、1,599 社 (46.0%) で、2 名以上の独立社外取締役選任企業も 1,133 社 (32.6%) だ<sup>5</sup>。こうした数字を見ると、社外取締役の複数選任は、もはや時代の趨勢となっているのかもしれない。

近い将来に、社外取締役を一層多く選任すべきとする方向付けがなされる可能性がある。SS コードと CG コードの現状を検証するフォローアップ会議が金融庁と東証を事務局として運営されているが、その中で「取締役会の役割・責務の発揮に積極的に貢献できる資質を持った独立社外取締役が、より多く選任されるよう、一層の取組みが期待される。」<sup>6</sup> とされている通りだ。CG コードが 2 名以上の選任を求めて 1 年もたたないうちに、「より多く」が期待されている。

---

ISS “Executive Summary Proxy Voting Guideline Updates and Process”

<http://www.issgovernance.com/file/policy/executive-summary-of-key-2016-updates-and-policy.pdf>

<sup>2</sup> グラスルイス “Guidelines 2016 Proxy Season”

[http://www.glasslewis.com/assets/uploads/2015/12/2016\\_GUIDELINES\\_Japan.pdf](http://www.glasslewis.com/assets/uploads/2015/12/2016_GUIDELINES_Japan.pdf)

<sup>3</sup> ISS 「2016 年版 日本向け議決権行使助言基準」

<https://www.issgovernance.com/file/policy/2016-japan-voting-guidelines-japanese-jan-2016.pdf>

<sup>4</sup> グラスルイス 「2016 年版 議決権行使助言方針 要約日本語版」

[http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2016/02/2016-Guidelines\\_JAPAN\\_JapaneseUpdated\\_1\\_22.pdf](http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2016/02/2016-Guidelines_JAPAN_JapaneseUpdated_1_22.pdf)

<sup>5</sup> 株式会社東京証券取引所「東証上場会社における社外取締役の選任状況<確報>」(2015 年 7 月 29 日)

[http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000001397g-att/20150729\\_1.pdf](http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000001397g-att/20150729_1.pdf)

<sup>6</sup> 金融庁「会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方」平成 28 年 2 月 18 日、

p. 4 [http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements\\_2.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_2.pdf)

図表 社外取締役選任に関する議決権行使助言業者の助言方針

ISS	
取締役会の構成	<p>総会後の取締役会に最低 2 名の社外取締役がない場合、経営トップである取締役の選任議案に反対投票を推奨する。</p> <p>親会社や支配株主を持つ会社において、ISS の独立性基準を満たす社外取締役が最低 2 名いない場合、経営トップである取締役に反対投票を推奨する。</p>
独立性なしと判断する事例	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 会社の大株主である組織において、勤務経験がある</li> <li>・ 会社のメインバンクや主要な借入先において、勤務経験がある</li> <li>・ 会社の主幹事証券において、勤務経験がある</li> <li>・ 会社の主要な取引先である組織において、勤務経験がある</li> <li>・ 会社の監査法人において勤務経験があった</li> <li>・ コンサルティングや顧問契約などの重要な取引関係が現在ある、もしくは過去にあった</li> <li>・ 親戚が会社に勤務している</li> <li>・ 会社に勤務経験がある</li> </ul>
グラスルイス	
取締役会の構成	<p>(監査役会設置会社)取締役会の独立性基準は「最低 2 人以上の独立役員かつ取締役会の 20%以上」である。独立性基準を満たさない場合、責任追及という意味で、会長(会長職が存在しない場合、社長またはそれに準ずる役職の者)に対して、反対助言を行う。</p> <p>(指名委員会等設置会社)取締役会の独立性基準は「三分の一以上」である。独立性基準を満たさない場合、責任追及という意味で、指名委員会の委員長に対して、反対助言とすると共に、独立性の低い候補者から弊社独立性基準を満たす人数に達するまで反対助言を行う。</p> <p>(監査等委員会設置会社)取締役会の独立性基準は「三分の一以上」である。独立性基準を満たさない場合、責任追及という意味で、会長(会長職が存在しない場合、社長またはそれに準ずる役職の者)に対して、反対助言とすると共に、独立性の低い候補者から弊社独立性基準を満たす人数に達するまで反対助言を行う。</p>
独立役員とは	<p>利益相反が生じるおそれのある要因がない役員のこと。例えば、当該会社またはその子会社や関連会社との重要な取引、またはその重要な取引先との雇用関係、当該会社の関係者との親族関係などがなく、さらに、当該会社の主要借入先の関係者、10%以上の株式保有またはその関係者でない役員。</p>

(出所)ISS、グラスルイスのウェブサイト(脚注 3、脚注 4 の資料)をもとに大和総研作成

## 監査等委員会設置会社への移行

ここ 2 年程の間で生じた企業ガバナンスに関する実質的な変化を挙げるとすれば、監査等委員会設置会社への移行企業が 2015 年で 200 社を超え、2016 年には累計 500 社に達し、まだまだ増えそうなことだろう。

わが国の上場企業が採用できる会社形態は、監査役設置会社、指名委員会等設置会社、そして監査等委員会設置会社の三種だ。指名委員会等設置会社制度は、欧米的なガバナンス体制を可能にするものとして導入されたが、東芝やソニーといった大企業を含め 70 社程度にとどまっているのに比べ、監査等委員会型は中小規模企業での移行が多い。

監査等委員会型への移行の最大のメリットは社外役員（取締役+監査役）を少なくとどめておけることだ。従来型の監査役設置会社の場合には、社外監査役最少 2 名に加えて、CG コードによって独立社外取締役 2 名以上の選任を期待される。これに対して監査等委員会型では、監査等委員である社外取締役最少 2 名の選任で足りる。つまり、移行しておけば社外役員を半分で済ませることができるのである。企業の状況に精通していない社外者を経営に関わらせたくない場合、監査等委員会型を選択することは合理的だ。移行事例の多くは、社外監査役をそのまま監査等委員である社外取締役に横滑りさせている。

監査等委員会型は、ガバナンスの弱体化を招くという批判もある。従来は社外役員を増やすべきとされてきたが、監査等委員会型であれば、少なくとも済むことは既に記した通りだ。また、監査等委員会型では、定款規定を置くことで多くの権限を特定の取締役（通常は社長）に委譲できる。これもとらえようによってはガバナンスの後退である。さらに、監査役であれば独任機関であるから単独で調査できるが、監査等委員会では、会議体として組織的な調査を行うことになるため、かえって監査機能を弱めかねないとも思えそうだ。しかし、議決権行使助言業者もほとんどの機関投資家も、監査等委員会型への移行には、反対しない。監査機能を有する者が取締役会での決議に関わることによって、経営チェックを強化できるからという理由のようだ。

監査等委員会設置会社への移行は、定款変更議案となるため、可決には行使議決権の 3 分の 2 以上の賛成が必要なる。これは、3 分の 1 超の反対があれば否決になることを意味しており、否決されやすい議案である。一部の海外ファンドがガバナンスの弱体化だとして反対しており、これに対して企業側からの反論も見られる<sup>7</sup>。

## 会計監査法人の選定

会計監査人（公認会計士または監査法人）の選任及び解任並びに会計監査人を再任しないことに関する議案は、株主総会に提出することとなっている（会社法 344 条）。しかし、いったん

<sup>7</sup> 株式会社オプトホールディング「監査等委員会設置会社への移行の背景・目的につきまして」（平成 28 年 3 月 9 日） <http://www.opt.ne.jp/files/topics/3408.pdf>

選任した会計監査人を継続する場合には、特段の手続きは必要ではない。そのため、長年にわたって同一の監査法人が会計監査を担当することとなるが、これが企業と監査法人の間に馴れ合いを生み、適正な監査が行われなくなるという危惧が生じる。

近年明らかになった不正会計によって、監査法人にも課徴金や一定期間の新規契約の禁止などの処分が下されている。投資判断に用いる会計情報が、信頼できる監査法人の監査を経ているか、株主の注意が向くかもしれない。監査法人の変更がない場合には、株主総会の議案にならないのだが、監査の質への関心が高まっている中で、株主から監査法人の選定理由等に関する質問が上がるのが考えられよう。

## 機関投資家と企業の対話への関心

SS コードは、機関投資家が投資先企業との対話に積極的に取り組むことを促そうとしているし、CG コードも投資家との対話によって企業経営に緊張感を醸成しようとするものである。二つのコードによって、企業と機関投資家の対話が活性化すると期待されている半面で、その対話に参加できない個人投資家層には、不満が生じるかもしれない。機関投資家との間だけで、何か有益な情報がやり取りされているのではないか、インサイダー取引の温床になっていないかなどの疑念を生みかねない。

機関投資家とどのような対話をしているか、対話を公正に行っているかといった問いへの対応が必要になるかもしれない。

## ROE への関心

いわゆる伊藤レポートの前後から、企業経営の評価指標として ROE が用いられることが多くなったように思われる。ISS も、過去 5 期平均の ROE が 5% を下回っており、直近の ROE も 5% 未満の場合には、経営トップである取締役の選任議案に反対投票を推奨するとしている。投資家の関心が ROE の動向にあるとすれば、これが対話のテーマとなることは十分に考えられる。利益 (R) を資本 (E) で割った数値を上げるには、R を高めるか、E を小さくするかだ。R については経営者が日々知恵を絞っているところであり、投資家がそれよりも効果的な方策を提示できるとは思い難い。とすれば、対話のテーマが E の縮小に向かうのは明らかである。E の縮小つまり内部留保を適正化するために増配や自社株取得の拡大にどう取り組むかが、問われることになるだろう。

増配や自社株取得の拡大は、従来から企業と投資家の間で語り続けられているテーマだ。GPIF が行った投資先企業と機関投資家の間の対話状況の調査<sup>8</sup>でも、参考になったミーティングの内

<sup>8</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) 『「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果』の公表について』(平成 28 年 4 月 7 日)

[http://www.gpif.go.jp/operation/pdf/summary\\_report\\_of\\_stewardship\\_activities.pdf](http://www.gpif.go.jp/operation/pdf/summary_report_of_stewardship_activities.pdf)

容として資本政策・資本効率をテーマとしたものと答えが3分の2を占めている。つまり、ROEの向上策や配当政策といった従来から重視されてきた対話テーマがSSコード、CGコード後も続けて扱われているということだろう。

企業側はその要求に応じて、内部留保の適正化に取り組んでいる。業績が回復基調にある中で、内部留保は積みあがっているものの、配当や自社株取得のためのキャッシュアウトは、記録的な規模に拡大している。内部留保の規模が相対的に大きな場合には、適正化を求める株主の声が一層強くなるだろう。