

2018年株主総会の分析と コーポレート・ガバナンスの動向

みずほインターナショナル・ディレクター
日本投資環境研究所・主任研究員

上田 亮子



1. はじめに

2018年6月1日、東京証券取引所は「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(以下、コード)を公表した。また、金融庁からは、同日、「投資家と企業の対話ガイドライン」(以下、ガイドライン)が策定、公表された。

本稿では、コーポレートガバナンス・コードおよびガイドラインを踏まえ、日本企業のコーポレート・ガバナンスがどのように変化

しつつあるかについて、2018年の株主総会後の実態を分析し、課題を考察したい。

2. 株主総会の運営

(1) 株主総会の開催日

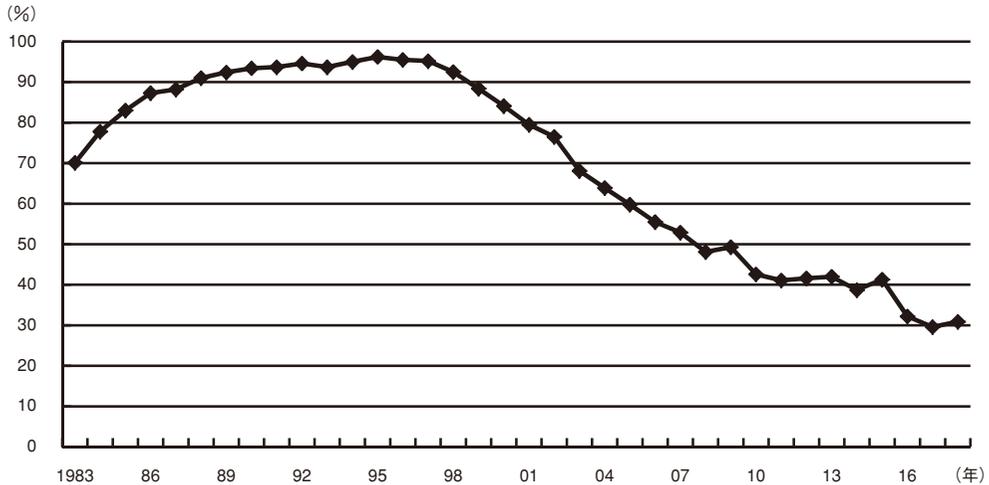
コーポレートガバナンス・コードは、株主総会を会社と株主との建設的な対話の場であると位置付け、上場会社は株主の視点に立ち、株主総会における権利行使に係る環境整備を行うことが求められる。機関投資家を含む株主に対しては、対話の充実や情報提供の観点から、株主総会における権利行使において、準備の機会と出席の機会とが適切に提供される必要がある。そのため、近年では、株主総会の開催日は分散傾向にある。

2018年3月期決算にかかる株主総会の集中日は6月28日(木)であり、東証一部上場会社のうち413社(28%)が定時株主総会を開催した(日本投資環境研究所調べ)。定時株

目次

1. はじめに
2. 株主総会の運営
3. 取締役会の状況
4. 買収防衛策
5. おわりに

(図表1) 定時株主総会の開催日の集中度



(出所) 東京証券取引所資料より筆者作成

主総会は、過去にはいわゆる総会屋と呼ばれる特殊株主対策の目的で、同日同時刻に多くの会社が一斉に開催することが実務として行われていた。そのため、1988年から1998年にかけては株主総会開催日の集中度率が90%以上であったが、その後は、一般株主を主眼に置いた開かれた対話型の株主総会を志向する動きが進み、株主総会開催日も分散化が進む傾向にある(図表1)。特に、コーポレートガバナンス・コードが策定された2015年以降は、分散化が大きく進んでいる。

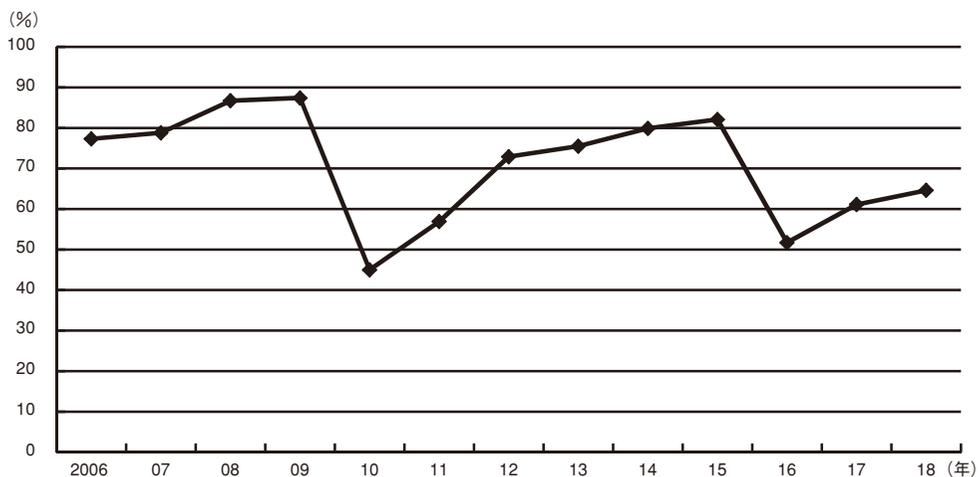
他方では、現行の制度および実務の枠内では、6月以外に開催することは困難であり、6月の後半に多くが開催されている。そのため、2018年6月においても、集中日を含む週(集中週)の開催比率は64.6%であり、これ以上の分散化は困難な状況になっているとい

えよう(図表2)。

(2) 株主総会の準備

前述のように、分散化の限界は近づきつつあるものの、株主総会の開催日は、以前に比べると分散しているといえる。ところが、株主総会に出席する個人株主とは異なり、議決権行使が中心となる機関投資家にとっては、スチュワードシップ責任がより高まるなか議案判断の時間を確保するために、株主総会の開催日の分散化とともに、議案情報の早期取得が重要となっている。スチュワードシップ・コードの定着により機関投資家の議決権行使が方針に基づいて積極的かつ厳格に行われるようになったことから、議案内容が機関投資家の方針に合致しない場合などには、企業にとっては、追加的に説明を行う機会を確保

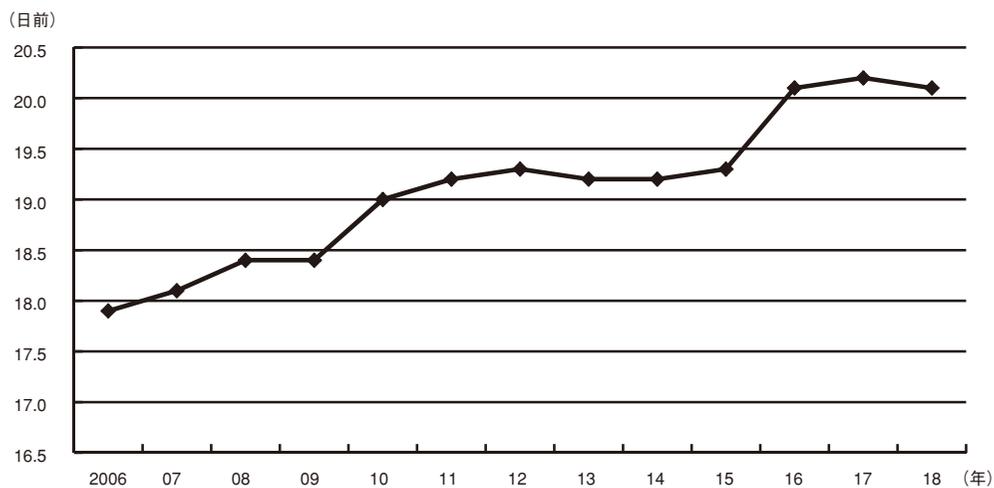
(図表2) 定時株主総会の集中週の開催比率



(注) 調査対象は東証一部上場会社(3月期決算会社)

(出所) 日本投資環境研究所資料より筆者作成

(図表3) 招集通知の発送日程



(注) 調査対象は東証一部上場会社(3月期決算会社)

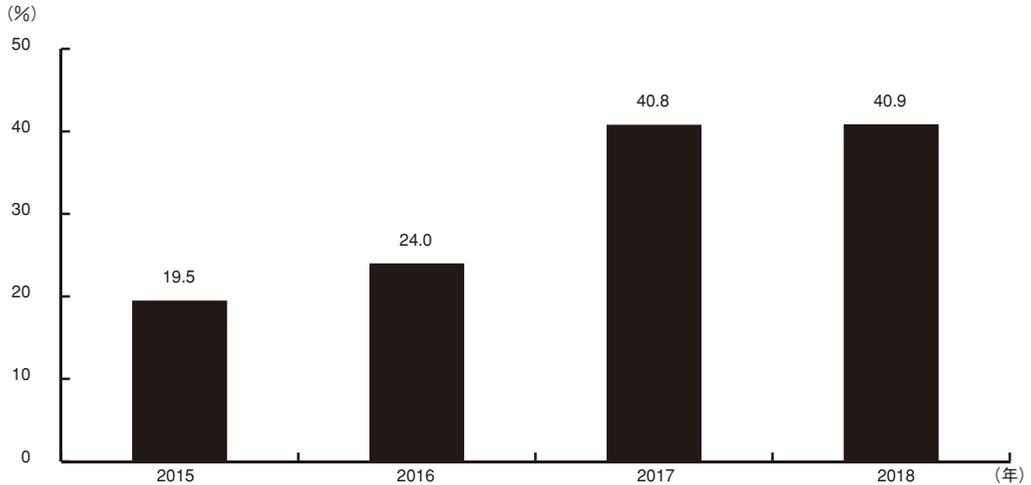
(出所) 日本投資環境研究所資料より筆者作成

することにもつながる。

このような背景から、株主総会の議案情報をより早期に発信する取組みが進んでいる。

情報発信の手段としては、会社法上義務付けられている招集通知の発送と、コーポレートガバナンス・コードにおいて求められるウェ

(図表4) 3週間以上前に招集通知発送



(出所) 東京証券取引所資料より筆者作成

ブサイト等における電子的な公表とがある。

① 招集通知の発送

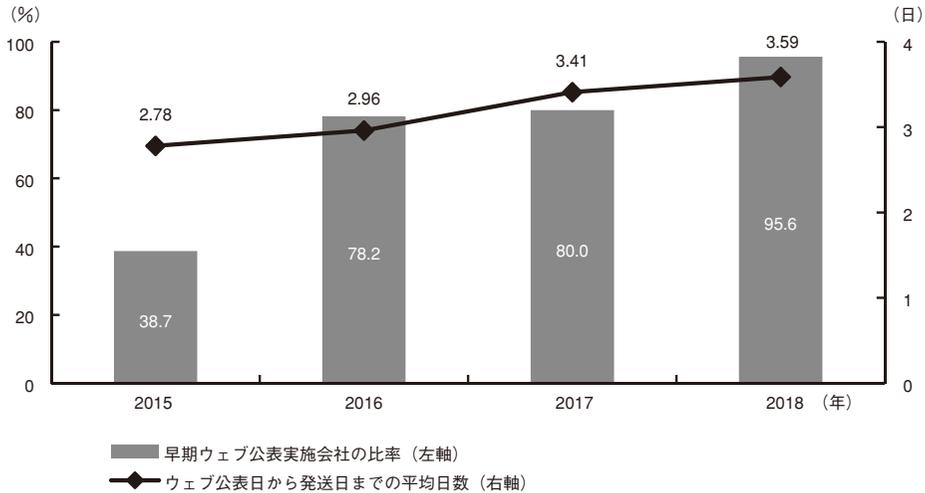
招集通知の発送の早期化は、開催日の20日前でとどまっている(図表3)。また、開催日の3週間以上前に招集通知を発送する会社の比率も、ほとんど変化がない(図表4)。会社法等の手続き、印刷から封入、発送に至るまでの物理的な手順や時間を踏まえれば、現状を超えたさらなる早期の発送は困難だとも考えられる。

② ウェブサイトにおける公表

株主総会関連情報の発信および株主の情報取得の早期化という観点からは、会社法上の手続きである招集通知の発送を待たなくても、情報をウェブサイト等で公表することで代替できる。このような考え方に基づいて、コーポレートガバナンス・コード補修原則1

ー2②では、「招集通知に記載する情報は、株主総会の招集に係る取締役会決議から招集通知を発送するまでの間に、TDnetや自社のウェブサイトにより電子的に公表すべきである」と定める。2015年にコードが導入されて以降、ウェブ公表を進める会社の比率は上昇し、ウェブ公表時期の早期化も進んでいる。図表5によれば、2015年のコーポレートガバナンス・コード策定以降、招集通知情報のウェブ公表が大きく増加し、2018年には、95.6%の会社がウェブサイト等を通じて電子的に公表している。また、ウェブサイトにおいて公表を行う日程も早期化が進み、2018年には招集通知発送日の平均3.59日前にウェブサイトにおいて招集通知情報が公表されている。

(図表5) 招集通知情報の早期ウェブ公表の実施状況



(出所) 東京証券取引所資料より筆者作成

3. 取締役会の状況

(1) コーポレートガバナンス・コードにおける取締役会の責務

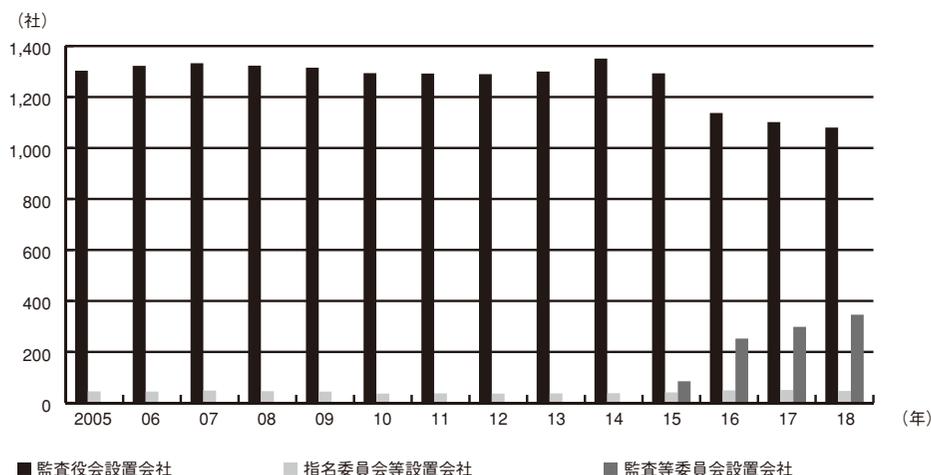
株式が公開されている上場会社においては、取締役会は、コーポレート・ガバナンス上もっとも重要な機関である。取締役会は、資本の拠出者である株主に対する受託者責任および説明責任を踏まえて、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促進するために、重要な役割を果たす。取締役会は、収益力や資本効率等の改善を図るために、コーポレート・ガバナンスを確立する責務がある。

コーポレートガバナンス・コード基本原則4においては、取締役会の役割・責務の例として、「企業戦略等の大きな方向性を示すこ

と」、「経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと」、「独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと」が提示されている。

我が国の会社法および上場規則によれば、上場会社のガバナンス体制は、監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、および監査等委員会設置会社のなかから、それぞれの会社が置かれた状況に基づいて任意の機関設計を選定できる。コーポレートガバナンス・コード第4章「考え方」においては、いずれの機関設計を選択する場合であっても、「重要なことは、創意工夫を施すことによりそれぞれの機関の機能を実質的かつ十分に発揮させることである」としている。

(図表6) 東証一部上場会社のガバナンス体制



(注) 調査対象は東証一部上場会社（3月期決算会社）
 (出所) 日本投資環境研究所資料より筆者作成

(2) 会社のガバナンス体制

2005年以降、指名委員会等設置会社を採用する会社は40～45社程度で一定している。採用が拡大しない背景としては、制度導入当初から社外取締役の採用が義務付けられていたこと、また、指名委員会・報酬委員会・監査委員会が法定の機関として設置が義務付けられていたことがある。2015年以降は、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社に移行する会社が急増した。2015年に策定されたコーポレートガバナンス・コードにおいては、社外取締役の2名採用がデファクト・スタンダードとされたことから、従来の監査役を監査委員とし、社外監査役を社外取締役へと移行させる会社が増加したことが背景にある。そのため、東証一部上場会社（3月期決算会社）を対象とした調査によれば、2018年6月

株主総会時点では、監査役会設置会社が1,080社、指名委員会等設置会社が47社、監査等委員会設置会社が346社となっている(図表6)。

(3) 取締役会の規模

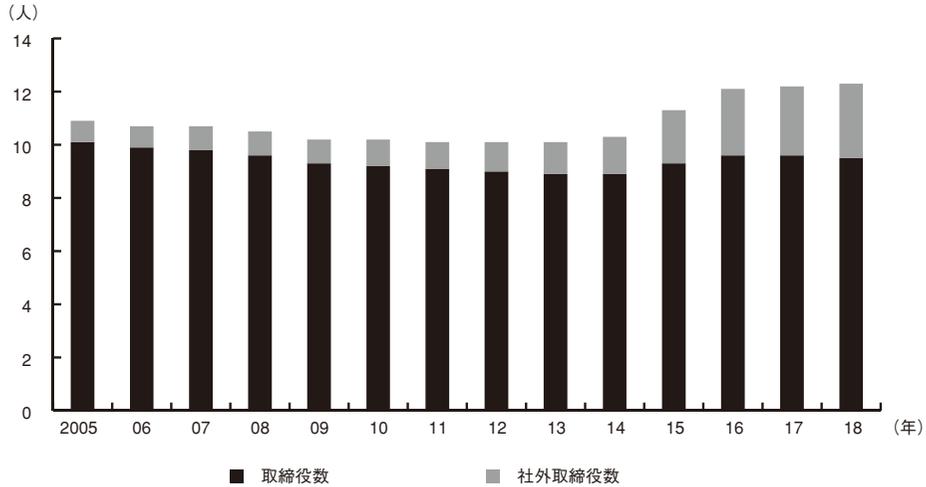
平均的な取締役数は、2005年は10.7名（うち社外取締役0.8名）であったが、2018年の取締役会の平均人数は9.5名（うち社外取締役2.8名）（日本投資環境研究所調べ）である。この10年間で、社内取締役の人数に大きな変動がない一方で、社外取締役の採用が進んでいる（図表7）。

(4) 社外取締役の採用

① 制度の変遷

社外取締役については、会社法改正とコー

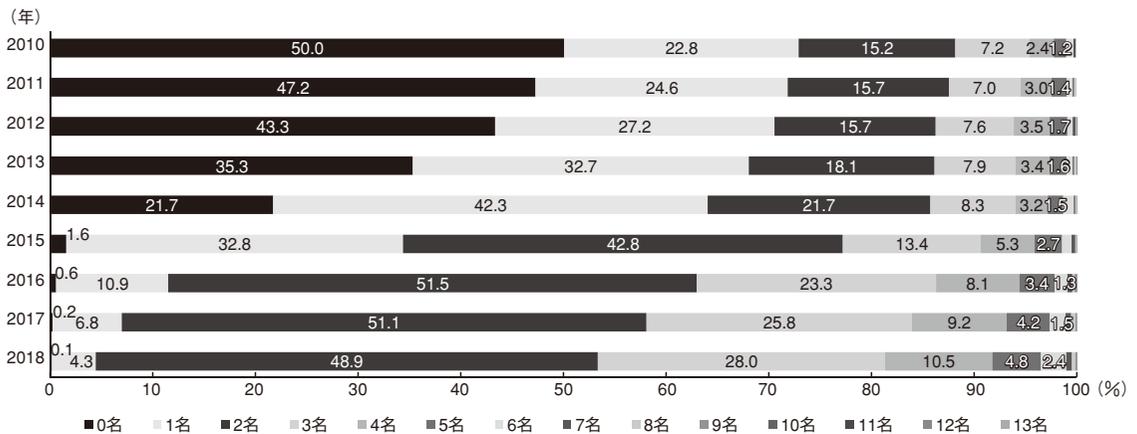
(図表7) 取締役会の構成



(注) 調査対象は東証一部上場会社(3月期決算会社)

(出所) 日本投資環境研究所資料より筆者作成

(図表8) 社外取締役の採用



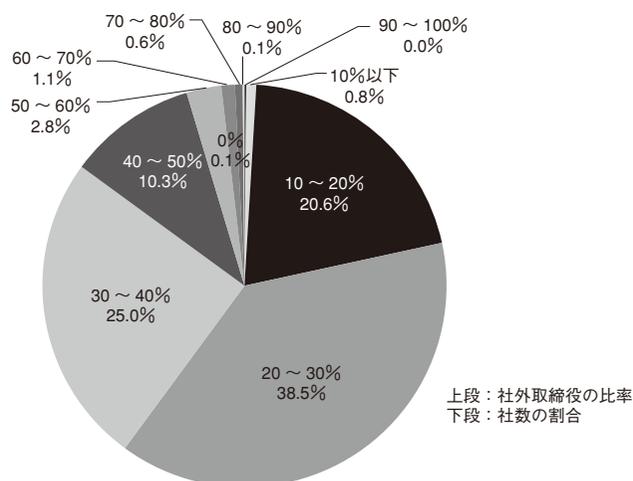
(注) 調査対象は東証一部上場会社(3月期決算会社)

(出所) 日本投資環境研究所資料より筆者作成

ポレートガバナンス・コード策定により、2014年以降急激に採用が進んだ。2014年の会社法改正においては、不採用の場合に、株主総会において社外取締役を置くことが相当で

はない理由の説明が義務付けられた(会社法327条の2)。また、2015年のコーポレートガバナンス・コードにおいては、「上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締

(図表9) 取締役会における社外取締役の比率



(注) 調査対象は東証一部上場会社（3月期決算会社）

(出所) 日本投資環境研究所資料より筆者作成

役を少なくとも2名以上選任すべきである」と定められたことを受けて、社外取締役を2名採用することが上場会社としての事実上の最低基準となった。

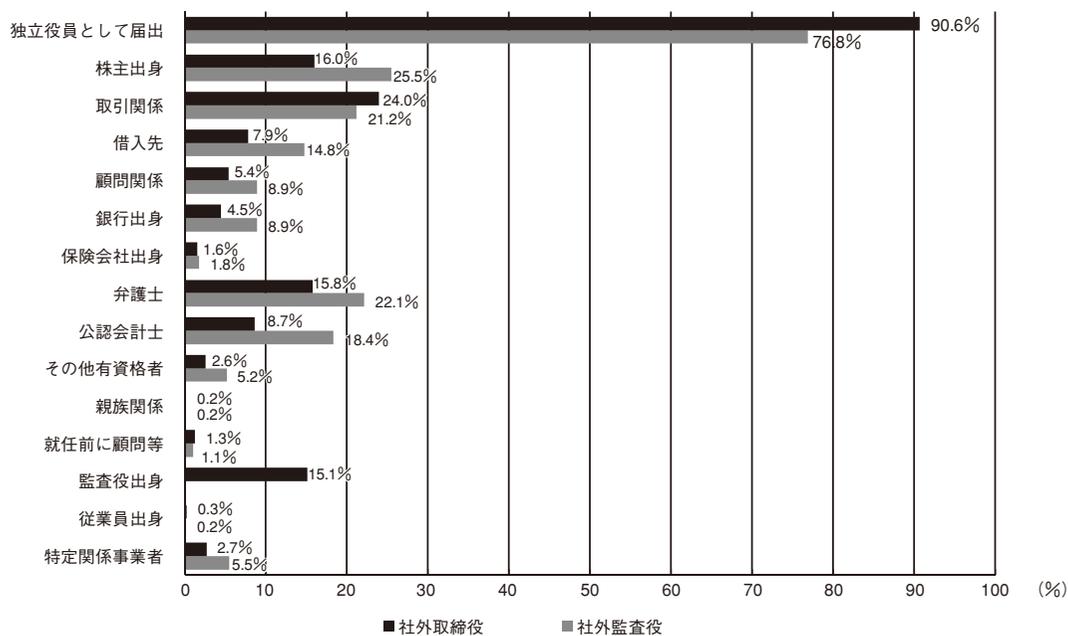
また、2018年に改訂されたコーポレートガバナンス・コード原則4-8は、「業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要である」と考える上場会社は、上記に関わらず、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである」と定める。海外投資家の議決権行使基準においては、取締役会の3分の1が独立社外取締役ではない場合には、否定的に判断すると定めることが少なくないため、特に外国人比率の高い会社や機関投資家比率の高い会社においては、留意が必要である。

② 社外取締役の採用状況

社外取締役の採用は、2010年には採用する会社と不採用の会社とが各々50.0%であった(図表8)。その後、会社法改正およびコーポレートガバナンス・コード策定を経て、2018年には、社外取締役を2名採用する会社は48.9%となり、3名以上を採用する会社は46.7%に上る。他方、社外取締役を採用しない会社は0.1%（2社）、1名のみ採用も4.3%（63社）にとどまる。また、このように、2010年以降、社外取締役の採用は急速に進展している。かつては、社外取締役の採用が進まないことが我が国コーポレート・ガバナンスの問題の一つであるとされていたが、現状では改善してきたといえる。

2018年6月株主総会後の状況を見ると、取締役会における社外取締役の比率は、20~30

(図表10) 社外取締役・社外監査役の属性・出身母体



(注) 調査対象は東証一部上場会社(3月期決算会社)
 (出所) 日本投資環境研究所資料より筆者作成

%が38.5%と最も高く、続いて30~40%の25.0%が続く(図表9)。社外取締役の比率が3分の1超の会社も39.0%(574社)(日本投資環境研究所資料より筆者調べ)であり、社外取締役の活用が進んでいる実態がある。

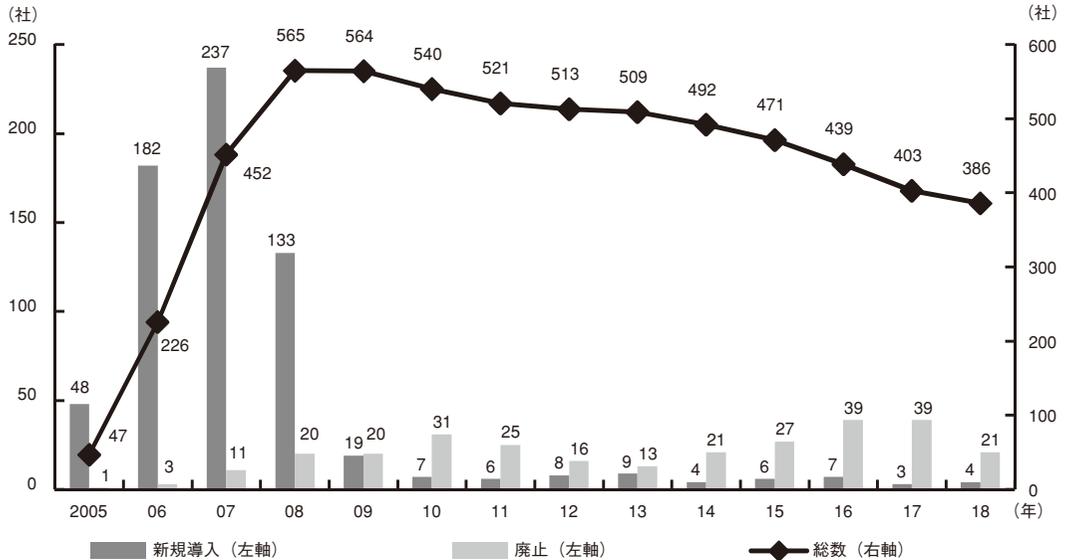
(5) 社外取締役等の独立性

社外取締役の活用が進展する一方で、その実効性の基盤となる客観性や独立性の問題が生じる。前述のように、形式的には社外取締役の採用が増加しているが、次の段階では、実質的にその機能が発揮されることが重要となる。

図表10は、社外取締役および社外取締役の属性・出身母体を表している。これによれば、社外取締役の90.6%が証券取引所における独立役員として届け出がなされている。ところが、株主出身は16.0%、取引関係は24.0%、特定関係事業者は2.7%など、会社との間に一定の資本関係や取引関係を有する者も少なくない。

大企業においては、事業範囲や取引関係が広いと、会社との間に一切の利害関係を有さない完全な独立性を有する社外取締役等の候補者を探すことは困難である。他方では、取締役会の実効性向上のためには、社外取締

(図表11) 買収防衛策の状況



(注) 2018年6月末時点
 (出所) 日本投資環境研究所資料より筆者作成

役としての資質はさらに重要である。そのため、独立性については透明性と説明責任を果たして株主の理解を得つつ、会社に必要な価値をもたらす人材を社外取締役として選任することが求められよう。

なお、図表10によれば、相対的に社外監査役よりも社外取締役の方が、独立性が高い傾向にあると考えられる。監査役は、その職務に照らしてコンプライアンスや監査の専門家が就任する場合も多い。また、機関投資家の議決権行使においては、社外取締役候補者に対する判定が、より詳細で厳格であることが背景にあるものと推測できる。

4. 買収防衛策

買収防衛策は、2005年に登場して以降急速に拡大し、2008年には565社で採用された。その後、機関投資家からの反対が増加するに伴い、また、スチュワードシップ・コードの導入によって企業と投資家との対話機運が高まり、買収防衛策を廃止する企業が増加している。2018年6月時点では、386社で買収防衛策を継続している（図表11）。

他方では、コーポレートガバナンス・コードによる政策保有株式の縮減が求められるようになったため、敵対的な買収提案やアクティビストからの提案に対して、安定株主に依

拠した企業防衛も難しくなる実態がある。そのため、企業においては買収防衛策や安定株主に依存せず、株主等を含む機関投資家やステークホルダーとの対話を踏まえ、中長期の企業価値向上を目指す経営戦略を実行することを通じて対処することが求められよう。

■ 5. おわりに

コーポレートガバナンス・コードの策定により、日本企業のコーポレート・ガバナンスの形はグローバル・スタンダードに近づきつつある。

2018年のコード改訂は、このような改革をさらに進展させるために、形式的な変革だけではなく、実質的な変革を促すものである。戦

略の意思決定とその実施における資本コストへの意識、設備投資や人材投資等の長期投資のあり方、事業ポートフォリオの見直しなどは、企業の持続的な価値向上を目指すものである。また、このような企業価値の基礎である取締役会の意思決定においては、取締役の選任から解任までのプロセスの整備、CEOのサクセッションプランの確立などが求められ、指名委員会や報酬委員会の設置、ジェンダーや国際性などの多様性の強化などとともに取締役会の実効性を高める取組みが求められている。

コーポレート・ガバナンス改革を形式に終わらせることなく、実質にまで深め、企業の中長期の価値向上や持続的成長につながるものが期待される。 ▮