

# 2019年株主総会の分析と コーポレート・ガバナンスの動向



日本投資環境研究所 主任研究員

上田 亮子

## 1. はじめに

我が国の上場企業のコーポレート・ガバナンスは、コーポレートガバナンス・コードの定着により、ベスト・プラクティスが共有されつつある。

企業と投資家の対話において重要な節目である株主総会については、株主の議決権行使の実効性を高めるための実務改革が進んでいる。株主総会の分散化、招集通知発送の早期化は、3月決算および6月定時総会という限

られた時間において、実務上の限界に近付きつつあると推察できる。取締役会の構成についても、コーポレートガバナンス・コードに基づいて、社外取締役2名選任が標準となっている。他方では、取締役会の実効性、取締役の資質等の実質面では課題も残る。

本稿では、コーポレート・ガバナンスの観点から、2019年6月の株主総会について分析する。調査対象は、特別な注記がない限り、東京証券取引所第一部市場上場会社（3月期決算、1,490社）である。

## （目 次）

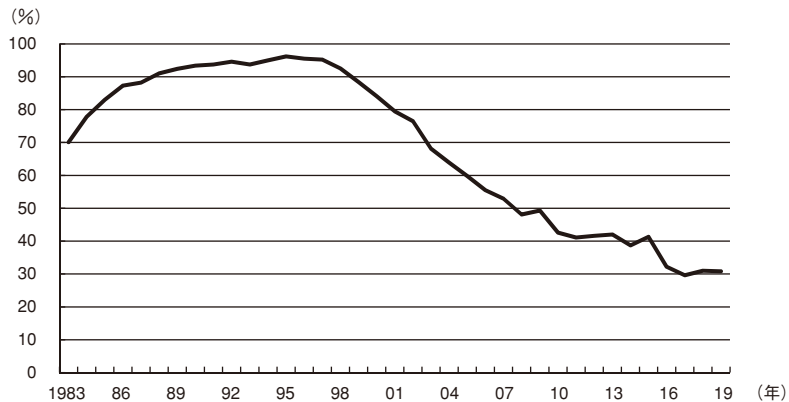
1. はじめに
2. 株主総会の運営
3. 取締役会体制
4. 買収防衛策
5. 社会責任問題
6. おわりに

## 2. 株主総会の運営

### （1）株主総会の集中

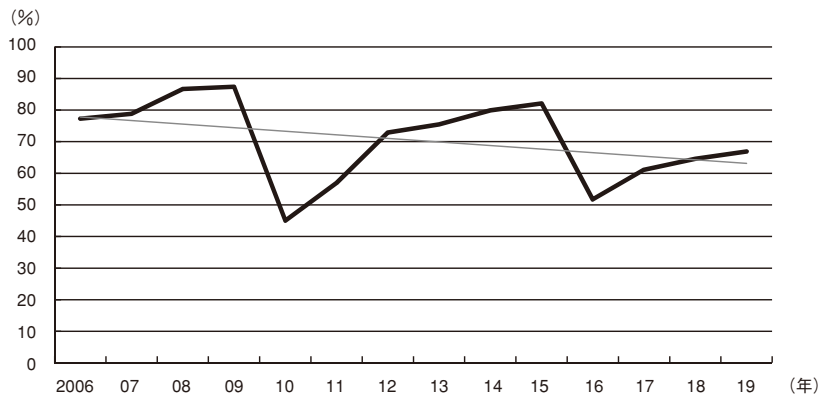
2019年6月の株主総会の集中日は、6月27日（木）であった。東証一部上場会社の27.4%が同日に株主総会を開催した（日本投資環境研究所調べ）。株主総会の開催日の前倒し、準備手続きの早期化に伴い、5月中に招集通

(図表1) 定時株主総会の集中率



(出所) 日本証券取引所グループ「3月決算会社株主総会情報」より筆者作成

(図表2) 集中週の開催比率



(出所) 日本証券取引所グループ「3月決算会社株主総会情報」より筆者作成

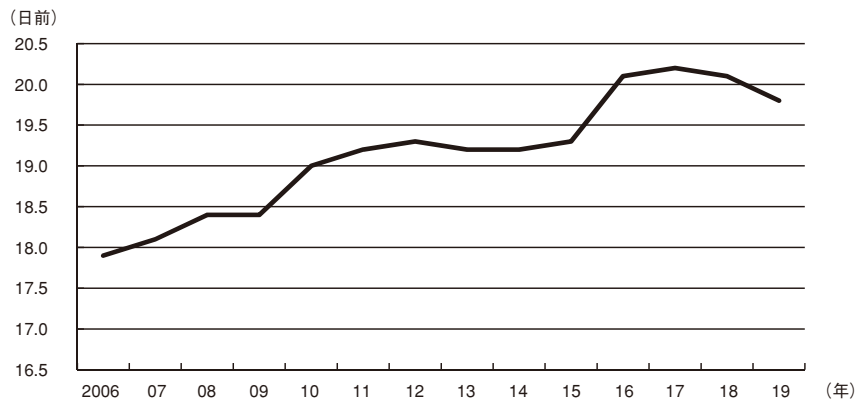
知を発送する会社も増加している。

定時株主総会の集中日の開催比率は、過去20年近く低下傾向にあった(図表2)。近年では、集中日の開催比率がわずかに増加しているが、これは、既に日程の分散を検討する会社は対応を行っていること、株主総会準備やロジスティック面で分散化の限界を迎えつ

つあること、が背景にあると思われる。

集中週(集中日を含む週)の開催比率も、2006年以降、概ね低下傾向にあるといえる(図表3)。集中日(6月の営業末日の一日前であることが多い)が週の前半か後半かというカレンダーの日程によって変化が見られる。

(図表 3) 招集通知の発送日



(出所) 日本投資環境研究所情報より筆者作成

## (2) 招集通知の早期化

近年、招集通知の発送および電子公表等、株主総会情報を株主に対して提供する時期の早期化が進んできた。コーポレートガバナンス・コードに基づいて、招集通知の早期発送、および早期提供を可能とする電子的なプラットフォーム構築等、早期通知の実務が定着してきたことにより、議決権行使をするための株主の判断時間は、以前よりも長く確保されるようになってきている。

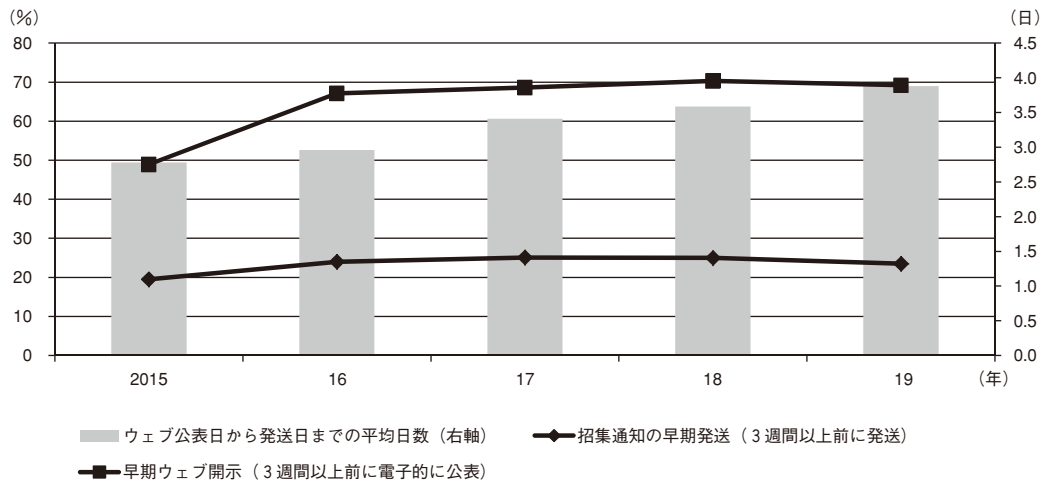
招集通知の発送時期は、2006年以降10年以上にわたって早期化の傾向にあったが、この数年は株主総会の開催日の20日程度前の発送で推移している（図表3）。招集通知の作成から、印刷、封入、発送という実務手順を考えると、時間的な限界を迎えつつあると見ることもできる。

コーポレートガバナンス・コードが求める招集通知の電子的な公表（ウェブ開示）を、

株主総会開催日の3週間以上前に行う会社が、コーポレートガバナンス・コードが策定された2015年から2016年にかけて、大きく上昇している（図表4）。しかしながら、その後は、70%程度でほとんど変化が見られない。招集通知を株主総会開催日の3週間前の早期に発送する会社については、コード策定後も20%台で大きな変化がない。これに対して、招集通知の発送日の何日前にウェブ開示を行ったか（ウェブ公表日から発送日までの日数）については、毎年早期化の傾向が続いている。

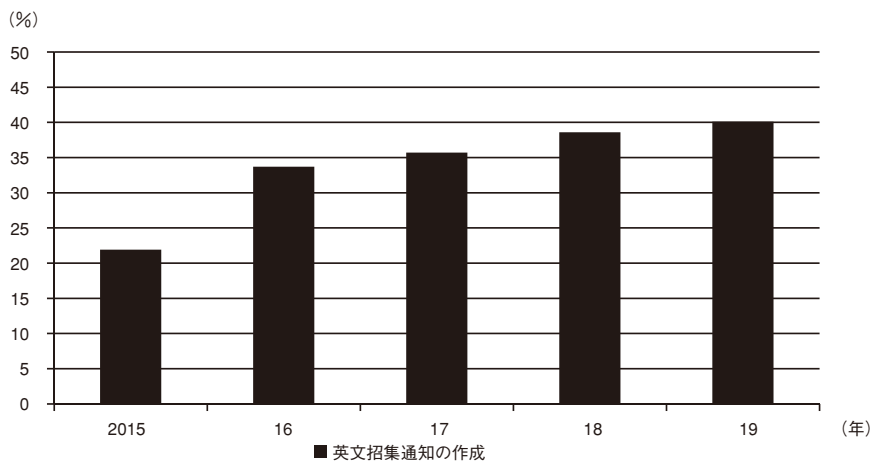
招集通知等の株主総会関連情報の早期提供については、機関投資家をはじめとする株主の権利意識が高まる中で、議決権行使の判断時間を確保するためにも重要な取組みである。他方で、企業にとっても、反対票が多い場合等には、株主に対する追加的な説明を行う機会を設ける時間もとりやすくなる。書面の発送は実務上早期化に限界が見えつつある

(図表 4) 招集通知の早期発送とウェブ開示



(出所) 日本証券取引所グループ「3月決算会社株主総会情報」より筆者作成

(図表 5) 英文招集通知の作成



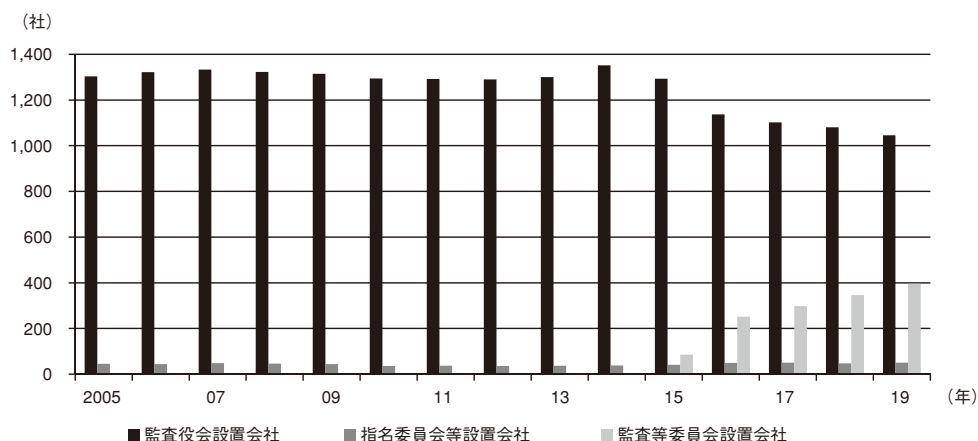
(出所) 日本証券取引所グループ「3月決算会社株主総会情報」より筆者作成

中で、ウェブ開示が手段として定着しつつあるものと考えられる。

### (3) 英文招集通知の作成

コーポレートガバナンス・コードは、「上場会社は、自社の株主における海外投資家等の比率も踏まえ、合理的な範囲において、英

(図表 6) 機関設計の推移



(出所) 日本投資環境研究所情報より筆者作成

語での情報の開示・提供を進めるべきである。」(補助原則 3 - 1 ②) と定める。コードが策定された2015年から2016年にかけて、英文招集通知を作成する会社が増加し、海外投資家の保有比率が高い会社等において英文招集通知の作成が進展した。その後は、必要な会社は既に手当していることから、英文招集通知を作成する会社数は緩やかな増加にとどまる。

### 3. 取締役会体制

#### (1) 機関設計の推移

図表 6 は、2005年以降の機関設計の推移を示している。指名委員会等設置会社については、40社～50社程度の間で推移し、大きな変化は見られない。これに対して、2015年以降、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社

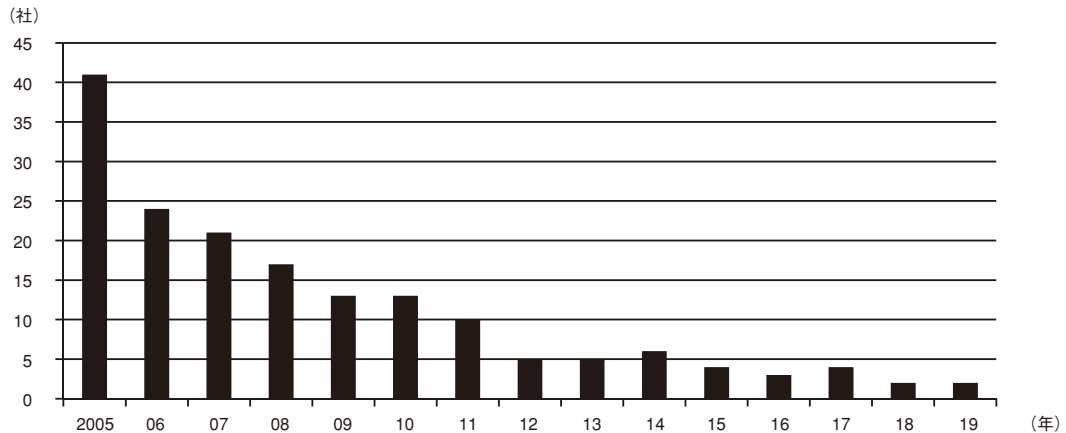
に移行する会社が急増している。背景には、コーポレートガバナンス・コードにより、独立社外取締役を 2 名以上採用することが求められたことがある。監査役会から監査等委員会へと機関変更を行い、社外監査役が社外取締役(監査等委員)として就任させることで、コードの要請に対応している。

そのため、監査等委員の経歴を見ると、弁護士や会計士等のコンプライアンスや会計の専門家が招聘されることが多く、監査役と同様のスキルセットとなっている会社が多い。

#### (2) 取締役会の構成

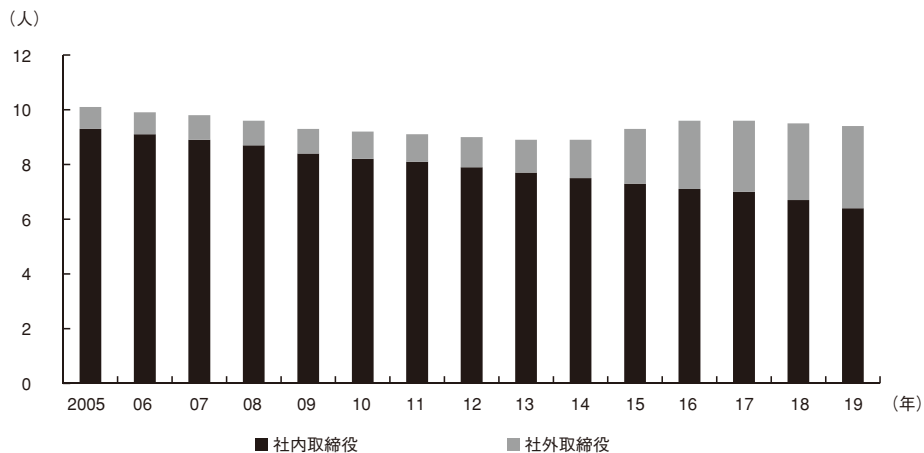
取締役会には、機動的で実効的な意思決定を行うことが期待される。そのため、取締役の人数が多い会社に対しては、議決権行使において反対票を投じる投資家もいる。適切な取締役数についての考え方は投資家によって

(図表 7) 取締役の人数が20名超の会社



(出所) 日本投資環境研究所情報より筆者作成

(図表 8) 取締役会の構成



(出所) 日本投資環境研究所情報より筆者作成

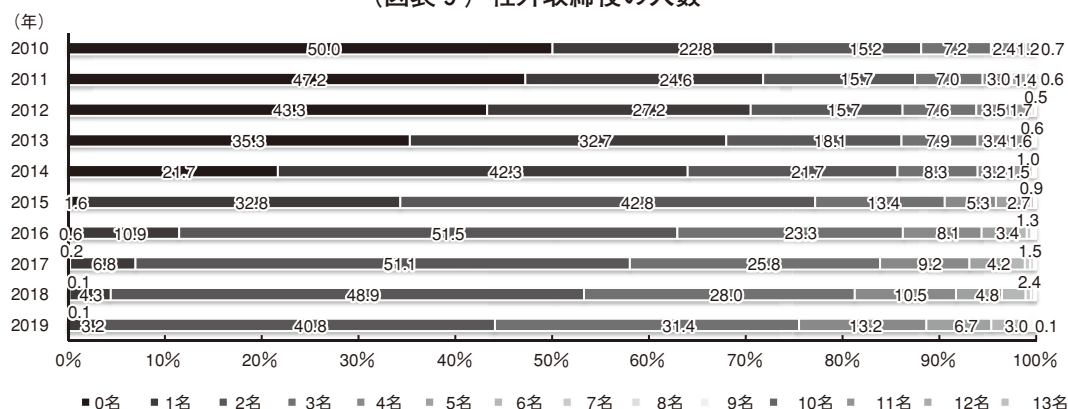
異なるが、取締役の人数が15名から20名程度を超えると、反対票が増加する傾向がある。

図表 7 によれば、2005年には取締役が20名超の会社は、40社を超えていた。その後、執行役員制度採用が拡大する等、執行と監督の

役割が明確となり、2019年には2社だけとなっている。

取締役の平均人数は、2005年以降2014年までは緩やかに減少していたものが、2015年以降は緩やかな増加に転じている(図表 8)。

(図表 9) 社外取締役の人数



(出所) 日本投資環境研究所情報より筆者作成

とはいえ、全体数は10名程度で大きな変化は見られない。

しかしながら、取締役会の構成を社内取締役と社外取締役とに細分化すると、それぞれ異なる動きが見られる。社内取締役の人数は、2005年以降継続して減少している。これに対して、社外取締役は2014年までは微増にとどまっていたが、2015年以降は大きく増加している。その結果、取締役会全体に占める社外取締役の比率もこの期間に大きく高まっている。

2015年はコーポレートガバナンス・コードが策定された年である。多くの企業が、コーポレートガバナンス・コードにコンプライするのために、社外取締役採用に積極的に取り組むようになったことが窺える。

### (3) 社外取締役の比率

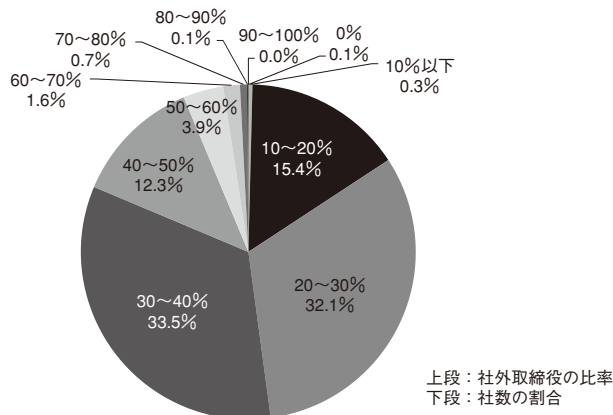
コーポレートガバナンス・コードでは、上

場会社は独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきであると定める(原則4-8前段)。2010年には、社外取締役を採用している会社はちょうど50%であった。その後、2014年の会社法改正、2015年のコーポレートガバナンス・コード策定を経て、社外取締役の採用が拡大した。2019年には社外取締役を選任していない会社はわずか1社だけであり、2名選任が40.8%、3名選任が31.4%となった。2016年および2017年には社外取締役2名の会社が50%を超えていたが、その後社外取締役を3名以上に増員する会社が増えていく(図表9)。

また、取締役会に占める社外取締役の比率は、30~40%の会社が33.5%と最も高く、20~30%が32.1%となっている(図表10)。

コーポレートガバナンス・コードは、「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

(図表10) 社外取締役の比率



(出所) 日本投資環境研究所情報より筆者作成

3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである」(原則4-8後段)と定める。そのため、上場会社は、取締役会に占める社外取締役の比率にも留意が必要である。例えば、上場子会社のように少数株主の保護とその利益への配慮が特に強く求められる場合には、社外取締役は、少なくとも3分の1以上選任することが望ましいと考えられる。また、海外投資家の中には、議決権行使基準においては少なくとも3分の1以上の社外取締役を選任することを求めるところもある。

2019年6月時点では、取締役会に占める社外取締役の比率が3分の1以上の会社は、51.2%にのぼる(日本投資環境研究所調べ)。既に過半数の会社において、社外取締役が3分の1以上という基準を満たしている。

#### (4) 社外取締役・社外監査役の独立性

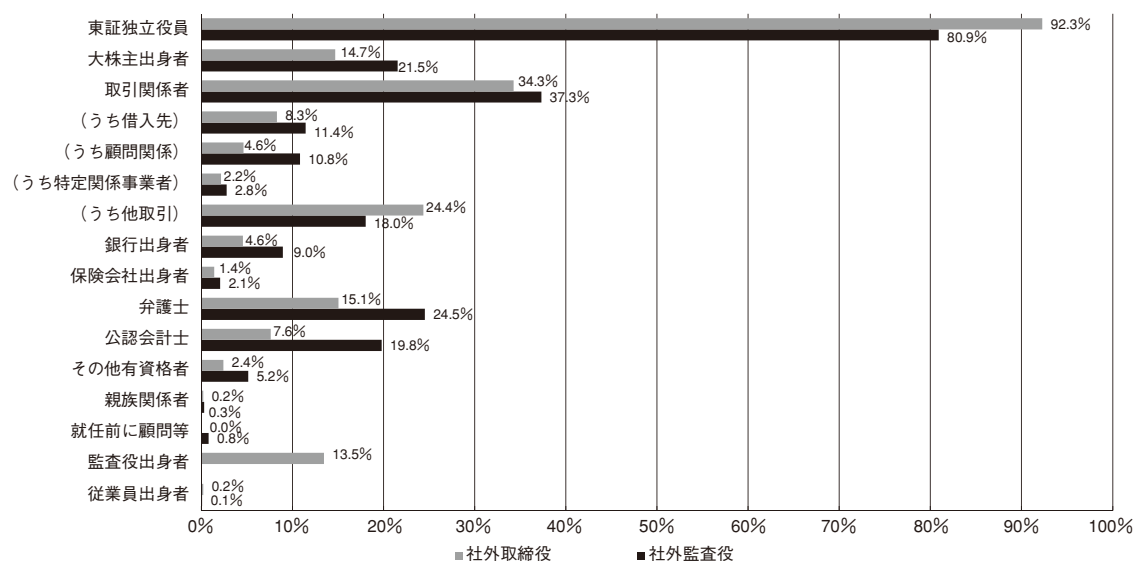
日本のコーポレート・ガバナンスの課題として、業務執行の意思決定機関である取締役会における独立性(社外取締役)の欠如が指摘されてきた。ところが、前述のように、コーポレートガバナンス・コード等の制度整備を通じて、取締役会における社外取締役の存在感は、以前よりも高まっている。そのため、形式的には、日本の上場会社の取締役会は、コーポレートガバナンス・コードに沿った構成となっていると言える。

形式が整いつつある中で、その次の段階として、実効性を高めるために、社外取締役の質の確保が求められる。取締役会における、独立した客観的な立場の監督機能という社外取締役の役割を十分に機能させるためには、適切な独立性や利害関係についても配慮が求められる。

図表11によれば、社外取締役の92.3%、社



(図表11) 社外取締役・社外監査役の属性



(注) 同一人物が複数の属性を有する場合もある

(出所) 日本投資環境研究所情報より筆者作成

外監査役の80.9%は、東京証券取引所の独立役員として届出されている。ところが、大株主出身者は社外取締役の14.7%、社外監査役の21.5%であり、取引関係者は社外取締役の34.3%、社外監査役の37.3%である。

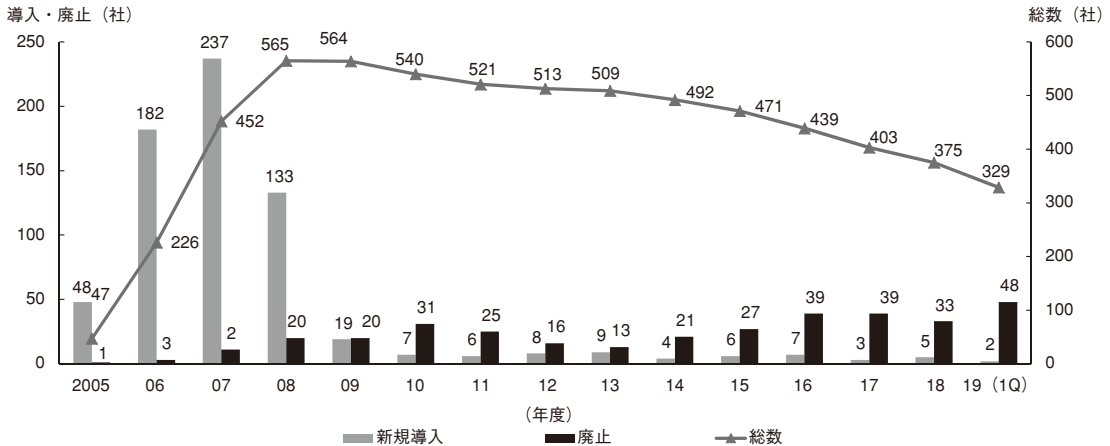
社外取締役と社外監査役を比較すると、取引関係や株主出身等は社外監査役に多く、社外取締役の方がより独立性が高い。また、社外監査役には、その職務の性質上、弁護士や公認会計士等の法律や会計等の専門家も招聘されているが、顧問弁護士や会計監査人等の会社と取引関係のある場合も少なくない。

大規模会社の場合には、事業や取引関係が広く多岐にわたるため、完全な独立性の追求は実務上困難な場合も少なくない。地方企業

においては、経済界や人材プールが小さいことから、取引関係等のない候補者の選定が困難である。そのため、取引関係や資本関係等の形式条件に該当する場合には、独立性については、株主に対してその実効性をしっかりと説明し、賛同を得るための取組みが求められる。

また、独立社外取締役を活用するためには、独立性以外に、その役割や付加価値も考える必要がある。少数株主の利益の観点から独立性については十分に配慮しつつ、会社にとって必要な資質やダイバーシティ等のスキルやバックグラウンドという資質面でのバランスに考慮することも重要である。そして、機関投資家を含む株主は、議決権行使や対話にお

(図表12) 買収防衛策の状況



(注) 対象は全上場会社

(出所) 日本投資環境研究所情報より筆者作成

いて、このような観点についても検討することが期待されるとともに、企業に対しては、株主の検討材料となるような十分な情報提供が求められる。

## ■ 4. 買収防衛策

株主総会決議に基づく買収防衛策に対しては、機関投資家の多くが議決権行使において反対票を投じる。そのため、機関投資家に対する説明等、買収防衛策を維持するための企業の負担は大きくなっている。また、企業側においても、敵対的買収時における実際の効果が不透明であるとの見方もある。このような背景から、買収防衛策を廃止する会社が増加している。買収防衛策を導入している会社は、2008年の565社をピークに減少が続き、

2019年6月時点では329社であった（図表12）。

## ■ 5. 社会責任問題

機関投資家の多くは、新聞等のメディアで取り上げられた企業不祥事を投資先企業の社会的な責任問題として認識しており、議決権行使で反対票を投じる場合もある。例年およそ200～300の事案がリストアップされるが、そのすべてについて反対行動を起こす機関投資家は少数であり、重大な事案を選定して対応するが多い。特に、株価への影響の大きい事案、社会的な評判を大きく毀損する事案、市場メカニズムを毀損する事案等については、重大な事案として問題視する 경우가少なくない。

(図表13) 社会責任問題

|             | 2018年度 | 2019年度 (1Q) |
|-------------|--------|-------------|
| データ改ざん      | 24     | 1           |
| 不当表示        | 5      | 3           |
| 事故          | 6      | —           |
| 労働問題        | 17     | —           |
| 情報管理        | 9      | 6           |
| 書類送検        | 2      | 1           |
| 独占禁止法違反     | 31     | 1           |
| 税金問題        | 3      | —           |
| 罰則          | 2      | —           |
| 製品・サービスの安全性 | 123    | 15          |
| 製品偽装        | 1      | —           |
| 訴訟          | 15     | 3           |
| 金融商品取引法違反   | 6      | 1           |
| その他         | 46     | 7           |
| 合計          | 290    | 38          |

(出所) 日本投資環境研究所情報より筆者作成

また、昨今では、個人投資家の意識も高まっていることから、該当する事案が生じた企業においては、株主総会での質問への対応も求められる。

## ■ 6. おわりに

コーポレートガバナンス・コードが定着する中で、株主総会のスケジュールや取締役会の構成等はベスト・プラクティスに近い取組みが進んでいる。その一方、形式面での進展に比べると、実質面での取組みには課題が残されている。

コーポレート・ガバナンス改革の実質面での発展を促すためには、機関投資家をはじめとする株主が、株主総会を含めたエンゲージ

メントや対話を行う場合に、ガバナンスの形式のみに着目するのではなく、実効性に対しても配慮することが求められよう。また、株主や機関投資家がより適正に判断をするためには、更なる情報開示が促進され、必要な情報が適切なタイミングで提供されることが望ましい。

今後もコードの改訂が予定される中で、企業と投資家の双方が実効性を高めるための取組みを行うことが期待される。

