

2017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 調査部 主任研究員

上田 亮子

■ 1. はじめに

スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの整備を経て、わが国の上場会社のコーポレート・ガバナンスは大きく変化している。両コードの連結器として建設的な対話（エンゲージメント）を前面に出していることにより、上場会社においては、機関投資家を含む株主に向き合う姿勢がより強まった。他方、機関投資家においても、投資先企業の中長期的成長を促進するため、対話の実効性向上が求められるようにな

った。このような背景もあり、とくにコーポレート・ガバナンスの核心テーマである取締役会のあり方や、機関投資家を含む株主の権利行使に直接かかわる株主総会の運営については変革が進んでいる。

本稿では、東証一部上場会社を対象に2017年6月の株主総会の状況を分析し、コーポレート・ガバナンスがどのように変化しているかについて考察したい。

■ 2. 株主総会の運営

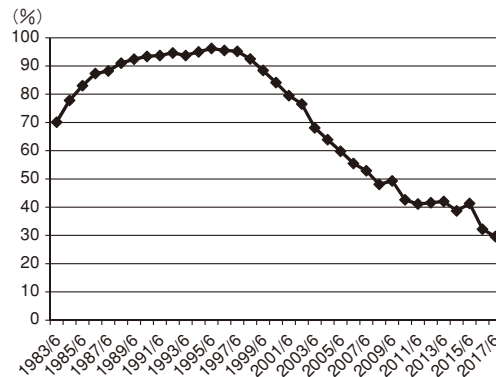
(1) 株主総会の開催

企業と機関投資家を含む株主との間の対話の高度化が図られるなかで、株主総会における議決権行使は、その重要な区切りとしての意味を持つ。2017年5月のスチュワードシップ・コード改訂においては、利益相反を回避する観点から、議決権行使結果の個別公表が要請されている。わが国の運用機関の多くが金融機関グループに所属している実態を考慮

〈目 次〉

1. はじめに
2. 株主総会の運営
3. 取締役会
4. 買収防衛策
5. 政策保有株式
6. おわりに

(図表 1) 株主総会の集中日開催の比率



(出所) 日本取引所グループHP「定時株主総会集中率推移グラフ (3月期決算会社)」

すると、機関投資家の議決権行使はより厳格に行われるようになる。

そのため、機関投資家が議決権行使を完了する前に、議案の内容や趣旨について説明を行う企業も増加している。機関投資家の側も、議決権行使においては一層の精査が求められるようになった。

このような背景から、株主に出席（機関投資家の場合には議決権行使）と準備の機会を十分に提供するため、株主総会開催日の分散化が進んでいる。1995年6月総会の集中率は96.2%であったが、2017年6月には29.6%にまで低下している（図表1）（日本取引所グループ調べ）（注1）。

(2) 招集通知の早期発送

機関投資家の株主総会への参加は、実際に株主総会の場に出席することはまれで、ほとんどの場合は事前に議決権（あるいはその指図権）を行使することにより実施される。そ

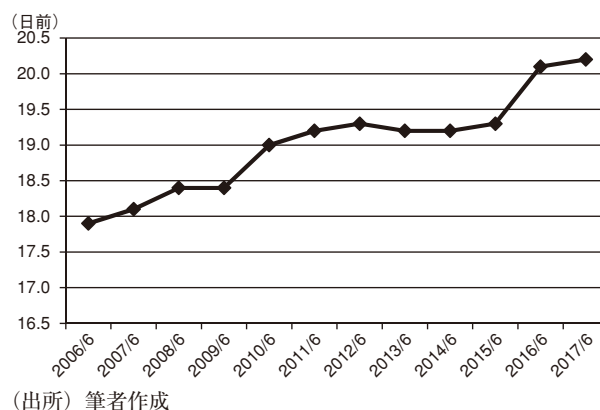
のため、機関投資家にとっては、総会開催日の分散による議決権行使事務の分散とともに、招集通知の早期発送やウェブ公表を通じた株主総会関連情報の早期取得が大変有益である。

図表2は株主総会開催日の何日前に招集通知を発送したかを示すが、2017年6月は平均20.2日前であり、2006年6月の17.9日前と比べると限られた日数のなかで早期化が進んでいるといえるが、2016年6月の20.1日前と比べるとこの1年では大きな変化は見られない。招集通知の早期発送については、発行会社および証券代行機関における作成、印刷、発送等の事務手続きに一定の時間がかかることから、これ以上の大幅な早期化は難しいという現実がある。

(3) 招集通知のウェブ公表

コーポレートガバナンス・コードは「株主総会の招集に係る取締役会決議から招集通知

(図表 2) 招集通知発送日 (株主総会の何日前に発送したか)



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」(補充原則 1-2 ②) と定める。そのため、コードの定着とともに、招集通知の発送前にウェブサイトで公表する会社が増加した。

日本取引所グループの調査によれば、招集通知の発送前にウェブサイトで公表する会社の比率は、2015年の38.7%から、2017年には80.0%に上昇した。また、発送日の平均3.41日前にはウェブサイトで公表され、公表の早期化も進んでいる(注2)。

招集通知のウェブ公表に際しては、招集通知の原稿を確定させることが求められるが、公表後に修正箇所が見つかった場合には、訂正や差替えが必要となる。そのため、企業の株主総会実務の立場からは、あまりに早期の公表には慎重となる。印刷、封入作業が始まり、事実上招集通知の内容が確定する時期(発送の約1週間前)にウェブ公表を行う会社が多いのはこのような背景からである。

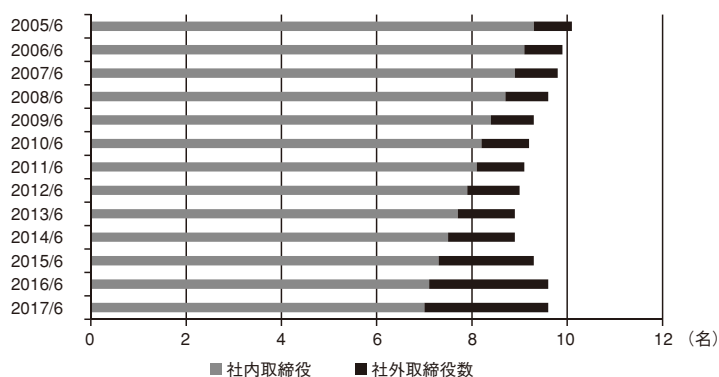
コーポレートガバナンス・コードが公表されて以降、招集通知の発送前にウェブ公表を行う会社が増加し、機関投資家においては5月総会終了直後から6月総会の判断に着手することができ、議案精査にかける時間を長く確保できるようになった。企業においても、機関投資家の行使状況を踏まえて、招集通知の内容を説明するための機会を得やすくなる。エンゲージメントの強化や議決権行使結果の個別公表等、議決権行使をとりまく環境が厳しくなるなか、株主総会前の対話を可能とする取組みは、機関投資家と企業の双方にとって有意義であると考えられる。

3. 取締役会

(1) 取締役会の構成

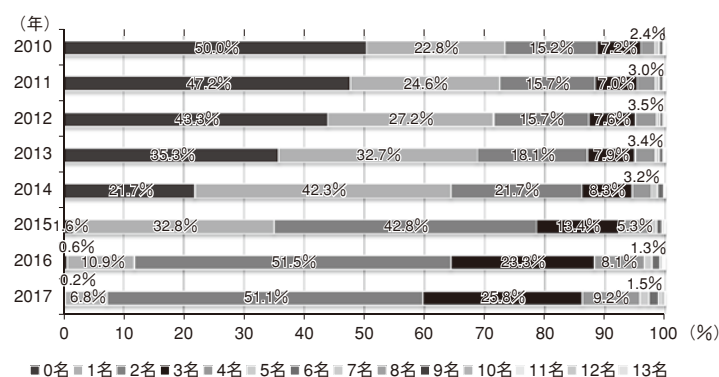
取締役会の全体規模は、2005年以降は縮小傾向にある。2015年以降は、コーポレートガバナンス・コードにより社外取締役の導入が

(図表 3) 取締役会の構成



(出所) 筆者作成

(図表 4) 社外取締役の採用



(出所) 筆者作成

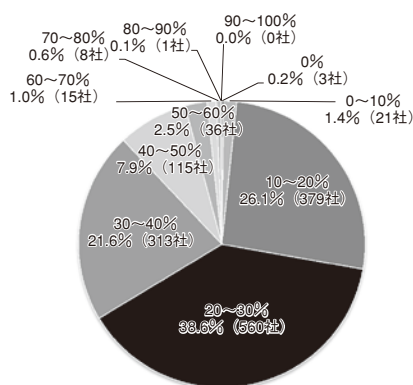
進んだこと等を背景に社外取締役が増加したが、社内取締役数は一貫して減少している(図表 3)。執行役員制度の定着や社外取締役の活用等、取締役会における執行と監督の機能明確化が進みつつあることが背景にあると考えられる。

(2) 社外取締役の採用

社外取締役については、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、採用が拡大した。コーポレートガバナンス・コードは「上場会社は(中略)資質を十分に備えた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」(原則4-8)と定め、これが事実上の基準となっている。そのため、2010年には社外取締役の採用企業と非採用企業は半々であったが、2017年には非採用はわずか0.2%(3社)で、2名以上

(図表 5) 取締役会における社外取締役の比率



(出所) 筆者作成

採用する会社が90%を超える（図表 4）。

取締役会における社外取締役の比率は、20～30%の会社が38.6%と最も高く、10～20%が26.1%、30～40%が21.6%と続く（図表 5）。コーポレートガバナンス・コードでは、「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、自主的な判断により、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と考える上場会社は、（中略）そのための取組み方針を開示すべき」と定めるが、取締役会の3分の1以上を社外取締役が占める会社は32.9%（478社）（日本投資環境研究所調べ）である。コードが求める2名という最低基準を超えて、多くの会社において、自主的にさらなる社外取締役の採用を進めている実態が明らかにされている。

このように、社外取締役の採用はすでに定着していることから、取締役会における社外取締役の実効性を高めるためには、その人数

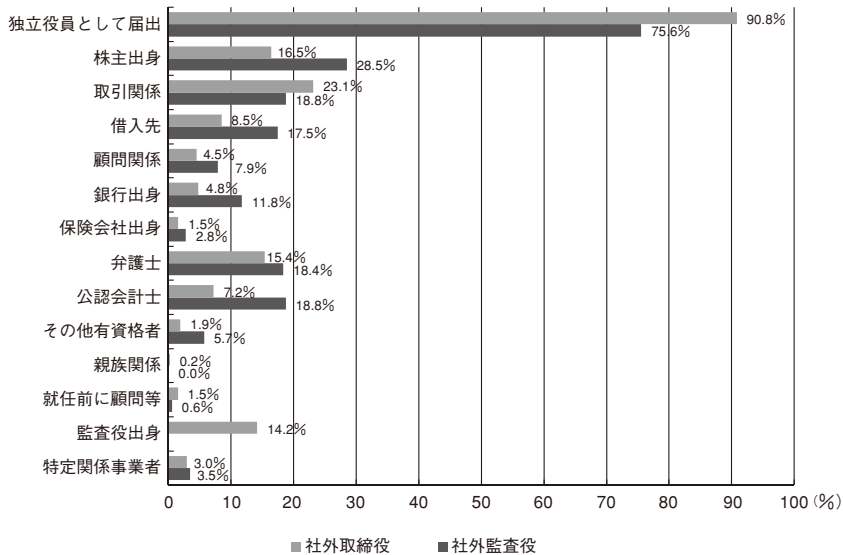
や比率だけではなく、独立性や専門性、スキル等の資質の確保を含めた適格性の確保が重要な課題となっている。

(3) 社外取締役の独立性と資質の確保

社外取締役の採用は進んでいるが、コーポレートガバナンス・コードでは、単なる社外取締役ではなく、「独立社外取締役」を選任することが求められている。しかしながら、実際には、社外取締役の出身母体については、取引関係先（23.1%）、株主（16.5%）等、必ずしも独立性の確保が完遂されているわけではない（図表 6）。他方、社外取締役の90.8%は東京証券取引所に独立役員として届け出されており、社外監査役の75.6%よりも高い。

社外取締役の適格性の観点からは、独立性は重要な要素であり、株主総会の議決権行使にあたっては多くの機関投資家が考慮に入れている。ところが、事業規模の大きな会社においては、会社と関係を有する社外者の範囲

(図表 6) 社外取締役の属性



(出所) 筆者作成

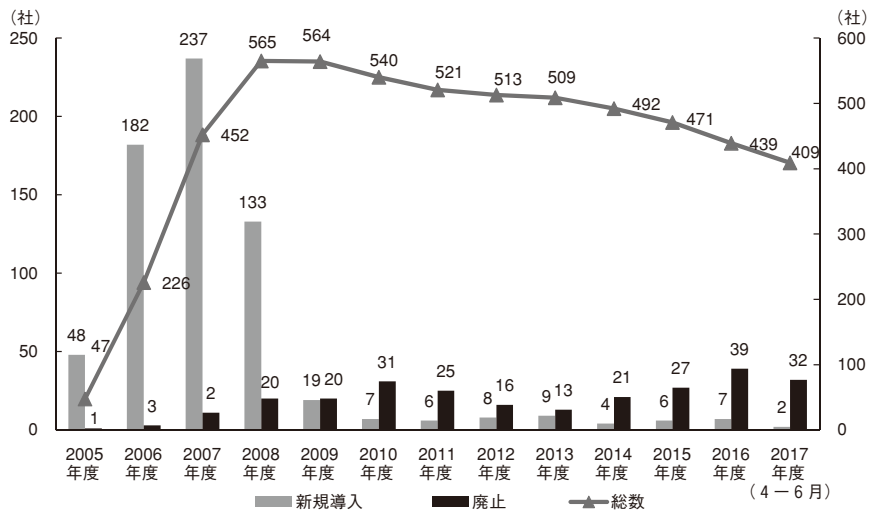
も拡大するため、機関投資家が定める独立性要件に抵触する可能性も高まる。そのため、機関投資家を含む株主の賛成を得るために、社外取締役の属性と資質について、透明性と説明責任を高めようと努める会社が多い。例えば、取引金額については「わずか」「僅少」等の曖昧な表記ではなく具体的数値を用い、関係先の退職時期を明記して「冷却期間」を示し、社外取締役が貢献できる職責を明記する等、社外取締役としての客観性や適格性を明らかにする取組みが進んでいる。機関投資家の議決権行使において、実質的判断を促進するためにも、必要十分な情報が提供されることが期待される。

4. 買収防衛策

機関投資家は買収防衛策に対して厳格な見方を強め、否定的に判断する傾向が高まっている。他方、買収リスクを意識する会社を中心に、導入済の買収防衛策の継続を検討する場合が少なくない。このような背景から、買収防衛策を採用する会社は、2008年の565社をピークに減少傾向にあり、2010年以降は新規採用よりも廃止が多い。しかしながら2017年6月総会終了時点では、依然として全上場会社のうち409社が買収防衛策を採用している。

また、近年では、公益活動の一環として財団法人等を設立して会社の株式を拠出する会

(図表 7) 買収防衛策の採用



(出所) 筆者作成

社もみられる。これに対して機関投資家の多くは、買収防衛策の一種であるとして否定的に評価することが多い。

5. 政策保有株式

(1) 政策保有株式を保有する場合

コーポレートガバナンス・コードでは、「上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきである」(原則1-4)と定め、さらに取締役会での検証と、保有目的等について具体的な説明を行い、議決権行使基準も策定・開示すべきであるとする。また、「企業内容等の開示に関する内閣府令」により、有価証券報告書において、純投資目的以外の目的で保有する投資有価証券に該当する株式

のうち国内外の金融商品取引所に上場されている銘柄(「特定投資株式」)および上場銘柄の「みなし保有株式」のうち、当事業年度と前事業年度のそれぞれにおいて、銘柄別に貸借対照表計上額が資本金額の1%を超えるもの(その銘柄数が30銘柄に満たない場合には、貸借対照表計上額の上位30銘柄に該当するもの)について、特定投資株式とみなし保有株式に区分して、銘柄、株式数、貸借対照表計上額および具体的な保有目的を開示することが義務付けられている。

政策保有株式を保有する場合については、株主が拠出した資本を効率的に企業価値向上のために活用しているかという資本効率性が問題とされる。このような観点から、開示も強化されており、コードにおいても規律がなされている。

(図表 8) 政策保有株主の状況

	政策保有株主				機関投資家			その他		
	政府・ 地方公共団体	保険会社	銀行等	事業法人等	国内年金	国内投信	外国法人等	証券会社	個人・ その他	自己株式
2007	0.2	5.2	7.2	23.0	8.8	3.9	13.7	1.4	34.6	2.0
2008	0.1	5.3	6.3	23.7	8.6	3.9	13.3	1.2	35.3	2.3
2009	0.2	5.3	5.0	24.2	10.0	4.1	11.3	0.9	36.1	3.1
2010	0.2	4.9	5.0	24.3	10.1	3.6	11.5	1.2	35.9	3.2
2011	0.1	4.4	5.5	24.6	9.7	3.3	12.0	1.3	35.7	3.3
2012	0.1	4.2	5.3	24.9	9.9	3.4	12.1	1.4	35.2	3.4
2013	0.1	4.3	4.8	25.0	9.2	3.7	12.7	1.6	35.0	3.5
2014	0.1	4.0	5.3	25.0	8.6	3.9	14.7	1.7	33.2	3.4
2015	0.1	4.0	4.6	24.9	9.4	4.0	15.9	1.9	31.8	3.4
2016	0.2	3.8	4.1	24.8	10.0	4.6	16.2	1.6	31.2	3.5

	政策保有株主比率	機関投資家比率	政策保有株主比率 (議決権ベース)	機関投資家比率 (議決権ベース)
2007	35.6	26.5	36.3	27.0
2008	35.4	25.8	36.3	26.4
2009	34.6	25.3	35.7	26.1
2010	34.4	25.2	35.5	26.1
2011	34.6	25.1	35.8	25.9
2012	34.5	25.3	35.8	26.2
2013	34.2	25.6	35.5	26.6
2014	34.5	27.2	35.7	28.2
2015	33.6	29.2	34.8	30.3
2016	32.9	30.8	34.1	31.9

(出所) 拙稿「安定株主の分析」(別冊商事法務412号)より作成

(2) 自社株式を政策保有されている場合

これに対して、自社株式を政策保有されている場合(自社の株主に政策保有株主が存在する場合)については、状況はまったく異なる。有価証券報告書上は自社の財務状況に関する情報ではなく、保有目的という株主の主観に関する情報となるため、開示対象とはなっていない。コードにおいても、規律はされていない。

政策保有株主の実態に関する2007年以降10

年間の調査(図表8)によれば、2007年には政策保有株主(36.3%)、機関投資家(27.0%)であったが、その後は政策保有株主の減少、機関投資家の増加の傾向が続いている。しかし、2016年においても政策保有株主(34.1%)、機関投資家(31.9%)であり、依然として政策保有株主の存在感が高い。

政策保有株主は議決権を含む株主権行使において会社側に友好的な立場に立つことがほとんどであるため、企業経営者にとっては、

安定的な事業運営のために政策保有株主に対する期待があると考えられる。しかしながら、これは経営者が市場と向き合う意欲を減退させるおそれがある。結果的に、企業と機関投資家との建設的な対話に基づいた中長期的な企業価値向上を目指すというコードの政策目的が果たせなくなるおそれもある。

他方、わが国の企業慣行では、経営の独立性を維持しつつ業務提携や技術協力において株式を保有する事例も少なくなく、将来の経営統合の試金石としての側面もある。そのため、上場会社の場合、本来的には市場で自由に流通されるべき株式を政策保有として固定化するならば、それが会社の戦略や将来価値に寄与するものであることを、具体的かつ明確に説明する責任があろう。

■ 6. おわりに

二つのコードが定着しつつあるなかで、本稿で分析したように、企業のコーポレート・ガバナンス改革は形式面では進展が確認されている。今後は、2017年6月に公表された「未来投資戦略2017—Society5.0の実現に向けて—」(注3)に基づいて、コーポレート・ガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていくために取組みの強化が求められる。実質面では、CEO選解任プロセス、取締役会の多様性、実効性評価、政策保有株式等の企業価値向上経営の根幹をなす問題において、残された課題も少なくない。企業と機

関投資家との対話を通じて、形式のみならず、実質においてコーポレート・ガバナンスを一層向上させるための取組みが進むことが期待される。

(注1) 日本取引所グループHP「定時株主総会集中率推移グラフ(3月期決算会社)」参照。

(注2) 日本取引所グループHP「3月期決算会社株主総会情報」参照。

(注3) 首相官邸「未来投資戦略2017—Society5.0の実現に向けて—」(2017年6月9日)

