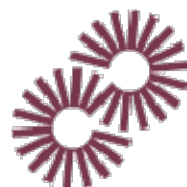

第2回金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム

2017年株主総会とコードを巡る課題

2017年12月21日

日本投資環境研究所 主任研究員

政策研究博士 上田亮子



株式会社日本投資環境研究所
Japan Investor Relations and Investor Support, Inc.

目次

I. 日本の上場会社のコーポレート・ガバナンスの実態

1. 2017年6月株主総会の全般的状況
2. 取締役、監査役の状況
3. 買収防衛策の動向

II. コードのフォローアップ

1. コーポレートガバナンス・コードの課題
2. スチュワードシップ・コードの改訂

(注) 特段の説明がある場合を除き、東証1部上場会社(3月決算、1451社)を対象

I .日本の上場会社のコーポレート・ガバナンスの実態

1. 2017年6月株主総会の全般的状況

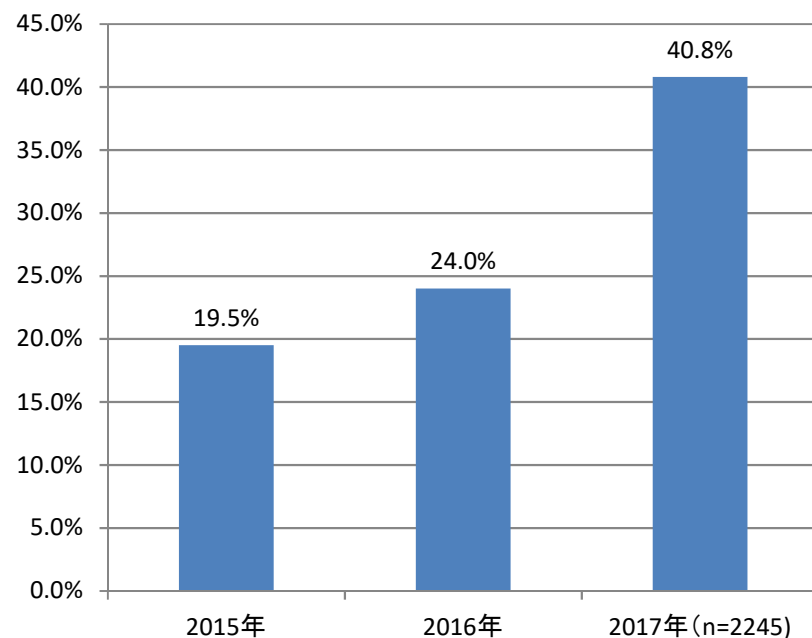
2017年6月株主総会の日程① 招集通知の発送

株主総会日程	2017年 6月	2016年 6月	2015年 6月	2014年 6月	2013年 6月	2012年 6月	2011年 6月	2010年 6月	2009年 6月	2008年 6月	2007年 6月	2006年 6月
招集通知発送日	20.2日前	20.1日前	19.3日前	19.2日前	19.2日前	19.3日前	19.2日前	19.0日前	18.4日前	18.4日前	18.1日前	17.9日前
事業年度終了日から決算発表までの平均日数	38.5日	38.6日	38.3日	38.3日	38.0日	38.1日	39.0日	39.0日	39.6日	39.6日	40.3日	42.0日
集中日の開催比率	27.2% (17/6/29)	30.5% (16/6/29)	39.4% (15/6/26)	38.2% (14/6/27)	41.2% (13/6/27)	41.7% (12/6/28)	41.7% (11/6/29)	43.7% (10/6/29)	50.3% (09/6/26)	49.1% (08/6/27)	53.5% (07/6/28)	56.3% (06/6/29)
集中週(集中日のある週)の開催比率	61.1%	51.7%	82.1%	79.9%	75.5%	72.9%	56.9%	45.0%	87.4%	86.7%	78.8%	77.3%

株主総会開催日	招集通知日付																												総計(社)	比率(%)	
	5月														6月																
	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			15
6月	木	金	土	日	月	火	水	木	金	土	日	月	火	水	木	金	土	日	月	火	水	木	金	土	日	月	火	水	木		
9	金	1						1	2																					4	0.28
10	土																													0	0
11	日																													0	0
12	月																													1	0.07
13	火					1	2		1	1																				7	0.48
14	水							1						2	2															5	0.34
15	木					1			1	3				8	2															15	1.03
16	金								2	6				7	4	9	7													35	2.41
17	土					1				3				1		1	2													8	0.55
18	日															1														1	0.07
19	月												1		2	2	1		1											7	0.48
20	火																													41	2.83
21	水																													71	4.89
22	木																													105	7.24
23	金																													251	17.3
24	土																													11	0.76
25	日																													3	0.21
26	月																													21	1.45
27	火																													211	14.5
28	水																													257	17.7
29	木																													394	27.2
30	金																													3	0.21
総計(社)		2				3	3	3	6	23				30	39	63	138	154									65	56	8	2	1451
比率(%)		0.14	0	0	0	0.21	0.21	0.21	0.41	1.59	0	0	2.07	2.69	4.34	9.5	11	0	0	11	13	14	9.3	12	0	0	4.48	3.86	0.55	0.14	100

2017年6月株主総会の日程② 招集通知の早期発送

【3週間以上前に招集通知を発送する会社の割合】



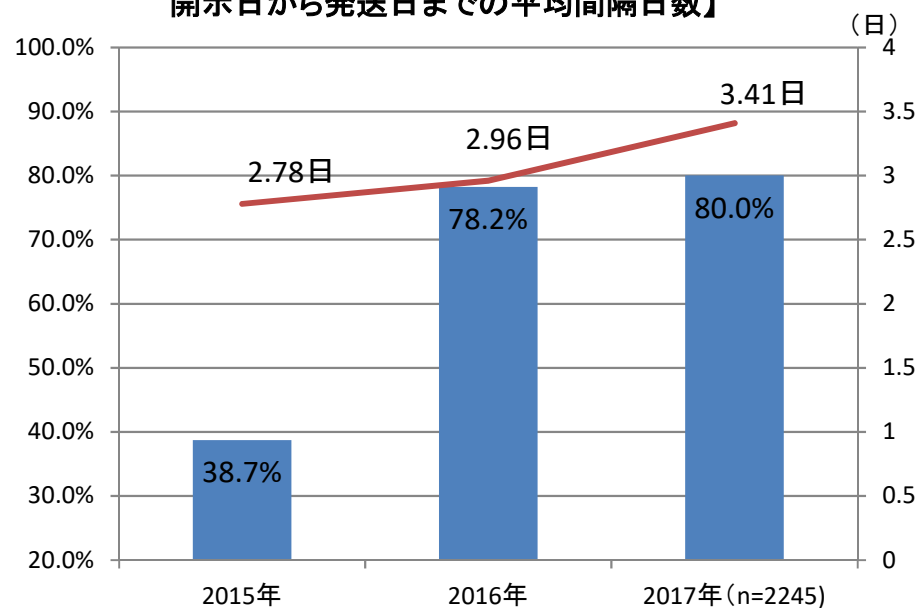
- 2017年6月総会では、招集通知の発送は催日の平均20.2日前。
- 3週間以上前に発送する会社の比率は40.8%であり、2016年の24.0%よりも大きく増加した。
- 議決権行使の個別公表を開始する機関投資家側には、より慎重な判断が求められるようになったことから、できるだけ早期に招集通知情報が取得できるよう期待する。

総会開催日の何日前に招集通知を発送したか	社数	比率
14日前	2	0.1%
15日前	294	13.1%
16日前	316	14.1%
17日前	146	6.5%
18日前	166	7.4%
19日前	157	7.0%
20日前	238	10.6%
21日前	350	15.6%
22日前	392	17.5%
23日前	53	2.4%
24日前	31	1.4%
25日前	17	0.8%
26日前	20	0.9%
27日前	27	1.2%
28日前	16	0.7%
29日前	5	0.2%
30日前	2	0.1%
33日前	1	0.0%
34日前	2	0.1%
無回答	10	0.4%
総計	2245	100.0%

出所：東京証券取引所

2017年6月株主総会の日程③ 招集通知のウェブ開示

【早期ウェブ開示実施会社の比率及び
開示日から発送日までの平均間隔日数】



(注) 平均間隔日数は発送日の1営業日以上前にWeb開示を行う会社の平均値。

■ 早期ウェブ開示率 — 開示日から発送日までの平均間隔日数

- コーポレートガバナンス・コード(補充原則1-2②)により、招集通知発送前にウェブ開示を行う会社が80.0%ある。発送日より平均3.41日前に開示される。
- 機関投資家は、招集通知の取得を待たず、ウェブ開示情報を取得したときから分析を開始できるため、分析時間の確保につながっている。2017年は、5月総会終了後ただちに6月総会の作業が開始した。

招集通知発送日の何日前にウェブ開示したか	社数	比率
1日後	69	3.1%
同日	346	15.4%
1日前	463	20.6%
2日前	177	7.9%
3日前	233	10.4%
4日前	182	8.1%
5日前	145	6.5%
6日前	157	7.0%
7日前	258	11.5%
8日前	50	2.2%
9日前	24	1.1%
10日前	29	1.3%
11日前	31	1.4%
12日前	17	0.8%
13日前	16	0.7%
14日前	5	0.2%
15日前	2	0.1%
16日前	2	0.1%
17日前	2	0.1%
19日前	1	0.0%
20日前	1	0.0%
28日前	1	0.0%
無回答	34	1.5%
総計	2245	100.0%

出所: 東京証券取引所

議案の状況

議案内容	2017年6月 (1451社)	2016年6月 (1438社)	2015年6月 (1419社)	2014年6月 (1389社)	2013年6月 (1337社)	2012年6月 (1326社)	2011年6月 (1329社)	2010年6月 (1330社)	2009年6月 (1359社)	2008年6月 (1368社)	2007年6月 (1381社)	2006年6月 (1366社)
剰余金処分	1022	1024	1040	1023	961	957	952	928	930	1010	1036	1321
取締役選任	1540	1532	1453	1268	1250	1202	1232	1185	1256	1206	1279	1161
監査役選任	607	808	942	684	718	949	988	640	753	1021	1044	640
定款一部変更	381	489	798	400	392	326	284	278	1365	459	546	1404
退職慰労金支給	135	150	189	177	185	252	293	269	417	563	748	799
役員報酬額改定	345	593	370	146	108	149	123	127	132	210	392	450
新株予約権発行	43	43	51	53	46	48	65	81	90	103	106	217
会計監査人選任	28	29	10	19	11	8	29	19	40	39	284	85
再構築関連	14	11	23	19	29	25	16	22	26	25	26	34
その他会社提案	242	112	66	32	41	32	31	19	30	35	53	52
株主提案	163	120	134	128	99	111	86	85	60	74	74	49
役員賞与支給	144	153	174	180	170	187	218	197	172	322	503	35
補欠監査役選任	342	354	394	395	358	352	342	355	313	325	302	333
自己株式取得	0	2	2	4	7	5	6	9	10	11	11	18
買収防衛策導入	96	102	75	124	135	78	140	130	99	156	172	64
補欠取締役選任	87	91	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
平均議案数	3.6	3.9	4.0	3.3	3.4	3.5	3.6	3.3	4.2	4.1	4.8	4.9

注：東証1部上場会社を対象。表中の数字は提案した会社数ではなく、議案の個数。

- 「その他会社提案」には、財団等に対する第三者割当による自己株式の処分が含まれる。機関投資家のなかには、買収防衛策の一種であるとの懸念もあり、否定的に判断する傾向がある。

定款変更

定款変更の内容	2017年 6月	2016年 6月	2015年 6月	2014年 6月	2013年 6月	2012年 6月	2011年 6月	2010年 6月	2009年 6月	2008年 6月	2007年 6月	2006年 6月	2005年 6月
定款変更議案を複数提出	7社	7社	9社	5社	7社	10社	6社	3社	20社	12社	42社	26社	—
発行可能株式総数 拡大 減少	8社 2社	8社 4社	13社 1社	9社 4社	10社 1社	7社 3社	10社 4社	7社 3社	20社 1社	23社 —	32社 —	99社 —	154社 —
取締役任期の短縮 (うち)取締役会決議で剰余金処分決定	31社 9社	59社 22社	54社 0社	20社 6社	23社 6社	13社 1社	18社 2社	14社 1社	40社 2社	7社 3社	83社 7社	167社 87社	73社
決議要件の変更 (うち)取締役解任決議要件引き上げ	0社	0社	0社	0社	0社	0社	0社	0社	0社	0社	0社	53社	8社
取締役員数枠の変更 減少 増加	62社 9社	31社 154社	21社 116社	28社 6社	14社 16社	21社 20社	21社 9社	13社 9社	25社 14社	42社 —	52社 —	255社 —	222社 —
役員等の責任免除 取締役・監査役の責任免除 対象に社内役員を含む 対象は社外者のみ 会計監査人の責任免除	51社 49社 2社 0社	200社 197社 3社 1社	641社 614社 27社 4社	132社 20社 112社 0社	74社 7社 67社 1社	54社 15社 39社 0社	16社 12社 4社 0社	60社 12社 47社 1社	44社 11社 34社 0社	55社 18社 37社 0社	62社 18社 44社 11社	676社 227社 449社 136社	50社
取締役会決議で剰余金処分決定 (うち)株主総会決議を除外	12社 3社	44社 6社	35社 12社	9社 5社	11社 6社	12社 4社	5社 3社	6社 1社	2社 1社	8社 5社	11社 6社	320社 240社	—
買収防衛策 (導入・変更) (廃止)	0社 4社	1社 4社	2社 3社	2社 0社	3社 0社	0社 1社	2社 0社	12社 0社	23社 1社	63社 1社	55社 —	—	—

- 指名委員会等設置会社への移行が3社、監査等委員会設置会社への移行が41社あった。
- 事業目的について、「その他適法な一切の事業」の追加に関しては、機関投資家は否定的に判断する傾向がある。

役員報酬

内容	2017年 6月	2016年 6月	2015年 6月	2014年 6月	2013年 6月	2012年 6月	2011年 6月	2010年 6月	2009年 6月	2008年 6月	2007年 6月	2006年 6月
退職慰労金支給	128社	138社	176社	166社	176社	239社	276社	261社	398社	563社	714社	814社
制度廃止に伴う精算支給	23社	38社	36社	32社	32社	53社	46社	37社	88社	144社	176社	201社
社外者への支給を含む	46社	64社	120社	93社	93社	117社	122社	94社	247社	267社	359社	342社
退職慰労金の支給金額を開示	12社	11社	18社	22社	21社	20社	22社	10社	23社	37社	-	-
新株予約権付与	42社	42社	50社	51社	44社	46社	61社	77社	87社	99社	120社	197社
監査役・顧問・社外協力者等に付与	4社	5社	2社	3社	2社	4社	6社	9社	14社	10社	13社	28社
社外取締役等に付与	1社	3社	5社	2社	2社	3社	3社	5社	-	-	-	-
役員賞与支給	144社	153社	174社	180社	170社	187社	218社	197社	172社	322社	503社	-
役員報酬額改定	253社	370社	261社	133社	97社	132社	101社	113社	121社	210社	310社	426社
株式報酬を含む	156社	155社	90社	55社	49社	61社	45社	50社	43社	58社	70社	91社
株式報酬を監査役に付与	1社	1社	3社	0社	4社	2社	5社	5社	6社	9社	-	-
株式報酬を社外取締役に付与	9社	9社	7社	2社	3社	1社	4社	3社	-	-	-	-

- 報酬関連議案(役員報酬額改定、新株予約権発行)において、譲渡制限付株式を活用した役員報酬を付与する会社が増加している。
 - 経済産業省「「攻めの経営」を促す役員報酬～新たな株式報酬(いわゆる「リストラクテッド・ストック」)の導入等の手引～」(2016年4月28日)により、実務指針が示された。
- コーポレートガバナンス・コードに伴い、報酬の構成に対する投資家の視線の厳格化
 - 中期経営計画など経営目標へのコミットメントを評価との関連。
 - 固定報酬と業績連動型報酬、短期と中期と長期の業績と報酬、現金報酬と株式報酬、のそれぞれのバランスの考慮。
- 株式報酬に対して機関投資家が見るべきポイント
 - 付与対象者
 - 社外取締役、監査役、顧問・社外協力者など業務執行からの独立性や業績向上に直接関与しないと考えられる者への付与については、否定的に判断される場合がある。
 - 株式希薄化
 - 株式希薄化率が一定程度(典型的には5%)を超える場合、否定的に判断する株主が増加する傾向にある。

企業の社会的責任問題

内容	社数
製品・サービスの安全性	128
独占禁止法違反	34
その他	28
訴訟	24
労働問題	20
データ改ざん	16
情報管理	8
事故	8
税金問題	4
不当表示	2
書類送検	2
製品偽装	1
金融商品取引法違反	1
総計	276

- 2016年度(2016年4月1日～2017年3月31日)に日本経済新聞に掲載された記事より日本投資環境研究所作成。
- 機関投資家は、投資先企業において法令違反や反社会的行為等が認められた場合には、社会的・経済的影響を勘案して、役員選任議案や退職慰労金支給議案等において反対する等の厳しい判断を行う場合がある。

- 地方公務員共済組合連合会「株主議決権行使ガイドライン」
- 10 反社会的行為
- 法令違反、公序良俗に反する行為等により、社会的信用を失墜した場合、取締役の選任議案、退職慰労金支給議案等に対して原則として反対する。
- 企業年金連合会「株主議決権行使基準」
1. 取締役選任議案
- c 在任期間中に当該企業において法令違反や反社会的行為等の不祥事が発生し、経営上重大な影響が出ているにもかかわらず、再任候補者にあげられている場合には肯定的な判断はできない。なお、不祥事に伴う経営上への影響については、売上高や収益の状況、株価動向、社会的評価、企業としてのその後の対応等を総合的に勘案して判断する。
- d その他株主価値を毀損するような行為が認められた場合、取締役の再任議案には、肯定的な判断はできない。
2. 監査役選任議案
- a 在任期間中に当該企業において法令違反や反社会的行為等の不祥事が発生し、経営上重大な影響が出ているにもかかわらず、再任候補者にあげられている場合には肯定的な判断はできない。なお、不祥事に伴う経営上への影響については、売上高や収益の状況、株価動向、社会的評価、企業としてのその後の対応等を総合的に勘案して判断する。
3. 役員報酬等に関する議案
- (2) 役員退職慰労金支給
- ① 退任取締役に対する退職慰労金支給
- b 在任期間中に法令違反や反社会的行為等の不祥事に関与し、辞任あるいは退任している場合、肯定的な判断はできない。
- ② 退任監査役に対する退職慰労金支給
- b 在任期間中に法令違反や反社会的行為等の不祥事に関与し、辞任あるいは退任している場合、肯定的な判断はできない。

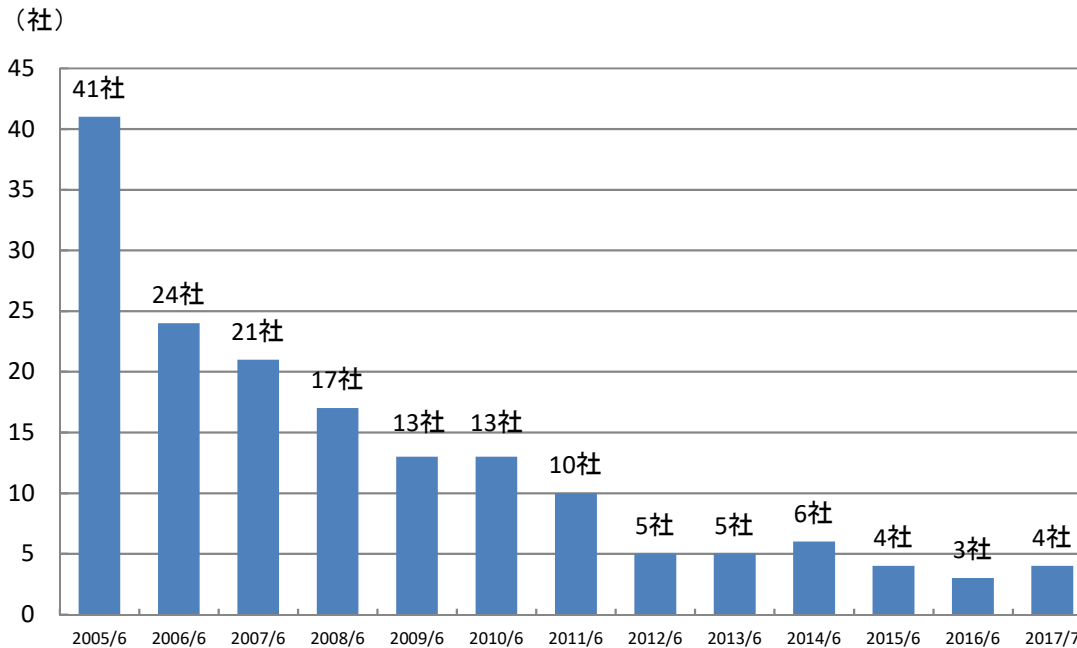
2. 取締役、監査役の状況

取締役会の構成

	2017年6月	2016年6月	2015年6月	2014年6月	2013年6月	2012年6月	2011年6月	2010年6月	2009年6月	2008年6月	2007年6月	2006年6月	2005年6月
東証1部上場全社	1451社	1438社	1419社	1389社	1337社	1326社	1329社	1330社	1359社	1368社	1381社	1366社	1348社
取締役数	9.6名	9.6名	9.3名	8.9名	8.9名	9.0名	9.1名	9.2名	9.3名	9.6名	9.8名	9.9名	10.1名
社外取締役数	2.6名	2.5名	2.0名	1.4名	1.2名	1.1名	1.0名	1.0名	0.9名	0.9名	0.9名	0.8名	0.8名
取締役が21名以上	4社	3社	4社	6社	5社	5社	10社	13社	13社	17社	21社	24社	41社
監査役会設置会社	1102社	1137社	1293社	1351社	1300社	1290社	1292社	1294社	1315社	1323社	1333社	1322社	1303社
取締役数	9.4名	9.4名	9.2名	8.9名	8.7名	9.0名	9.1名	9.2名	9.3名	9.6名	9.8名	9.9名	10.2名
社外取締役数	2.3名	2.2名	1.9名	1.3名	1.1名	1.0名	0.9名	0.9名	0.8名	0.8名	0.7名	0.7名	0.6名
社外取締役を設置していない会社数	3社	8社	22社	301社	472社	574社	633社	678社	716社	737社	774社	811社	819社
社外取締役を設置している会社数	1099社	1139社	1271社	1050社	828社	716社	659社	616社	599社	586社	559社	511社	484社
指名委員会等設置会社	51社	49社	41社	38社	37社	36社	37社	36社	44社	46社	48社	44社	45社
取締役数	10.4名	10.0名	9.8名	9.5名	9.4名	9.2名	9.4名	9.3名	9.1名	9.5名	9.2名	9.5名	9.0名
社外取締役数	5.4名	5.1名	5.1名	4.7名	4.6名	4.4名	4.4名	4.4名	4.3名	4.5名	4.5名	4.5名	4.2名
監査等委員会設置会社	298社	252社	85社										
取締役数（全体）	10.5名	10.6名	10.8名										
社外取締役数（全体）	3.2名	3.2名	3.0名										
取締役数（監査等委員）	3.7名	3.6名	3.5名										
取締役数（社外取締役）	2.7名	2.7名	2.6名										

- 2017年6月総会終了時点の1社あたりの平均取締役数は9.6名であり、うち社外取締役は2.6名である。
- 社外取締役が0名は3社（大幸薬品、ユニデンホールディングス、住友不動産販売（2017年6月2日上場廃止））、1名は98社である。
- 指名委員会等設置会社への移行は、3社（ヤマハ、三井住友トラスト・ホールディングス、三井住友フィナンシャルグループ）である。

取締役が21名以上の会社



会社名	取締役数	社外取締役数
ニプロ	30	2
東レ	25	2
信越化学工業	22	4
能美防災	21	2
エア・ウォーター	20	2
凸版印刷	20	3
大和ハウス工業	19	3
東邦ホールディングス	19	5
七十七銀行	19	5
九州旅客鉄道	19	3
テレビ朝日ホールディングス	19	5
トランス・コスモス	19	6
リゾートトラスト	18	5
岡村製作所	18	3
三菱UFJフィナンシャル・グループ	18	8
東京急行電鉄	18	4
京王電鉄	18	2

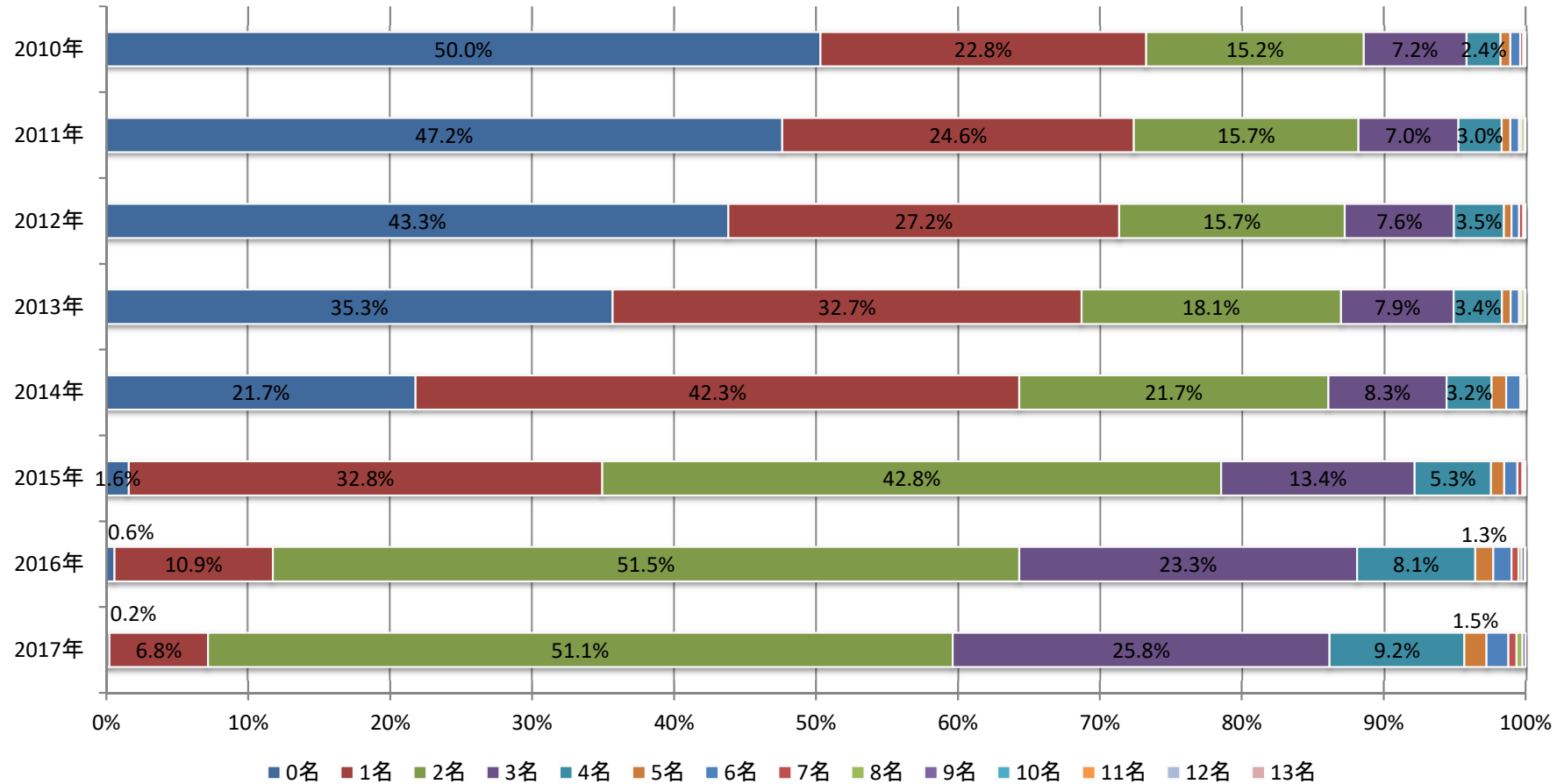
- 地方公務員共済組合連合会「株主議決権行使ガイドライン」

- 1 取締役会の構造 (2) 取締役会の構成

取締役会は、実効性ある運営を目指すためにも活発かつ十分に議論を尽くすことができ、迅速な意思決定ができるよう、業種、企業規模の観点から他社と比較して適正な員数であることを肯定的に判断する。一方、著しく員数が多い場合には原則として反対する。

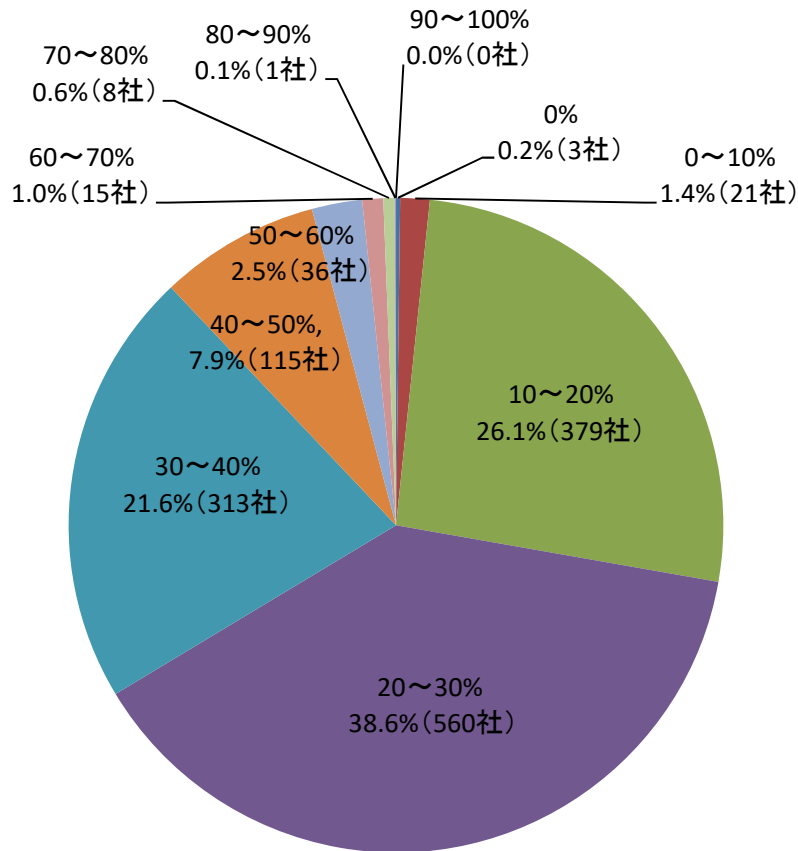
- 企業年金連合会「コーポレート・ガバナンス原則 議決権行使基準」(2010年11月改訂以前)
『取締役会は十分に議論を尽くすことができ、迅速な意思決定ができるよう適正な規模(20名以内)であることを要する。』
- 取締役会の人数が多すぎる場合には、意思決定などにおいて機動的な対応ができないとして、否定的に判断される場合もある。
- 21名以上の会社は、2005年6月は41社であったが、2017年6月は4社に減少した。

社外取締役を採用している会社



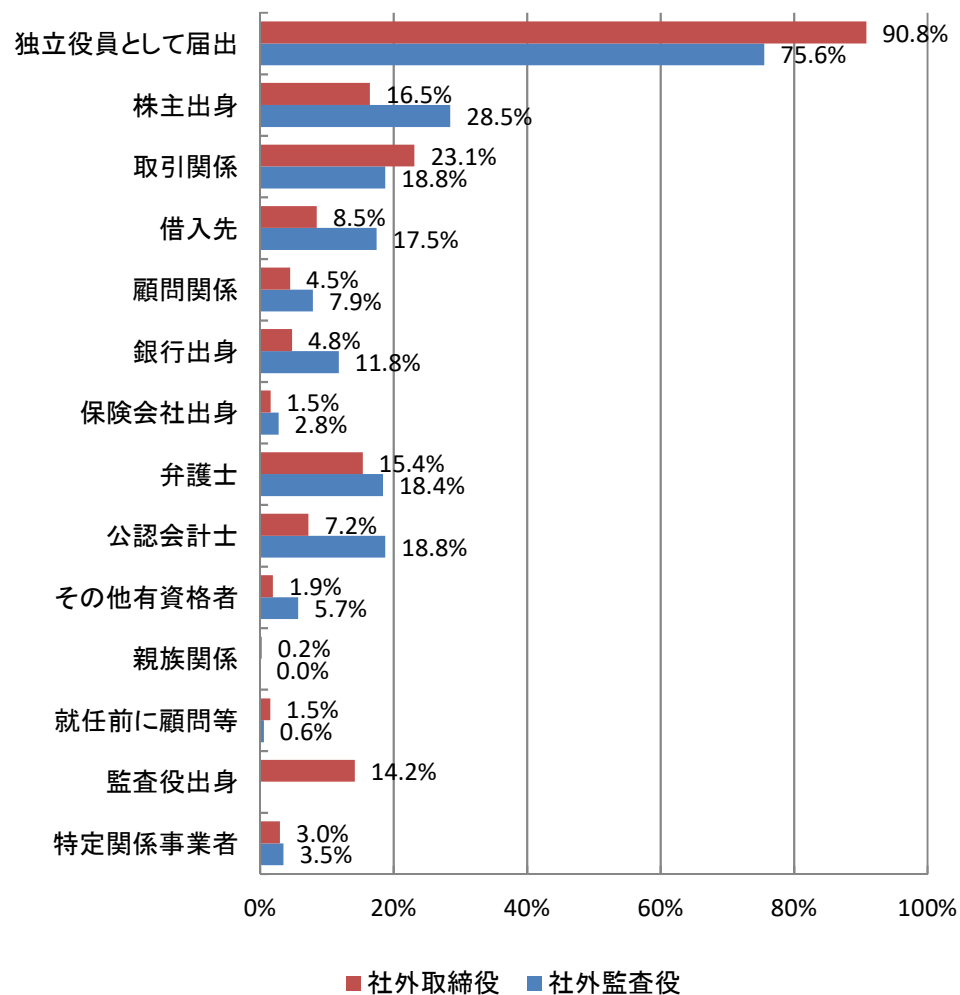
- 2017年6月総会時点では、99.8%の会社において社外取締役が選任され、93.0%の会社では2名以上が選任される。
- 改正会社法によれば、社外取締役を置いていない監査役設置会社(公開会社かつ大会社)においては、定時株主総会における「社外取締役を置くことが相当でない理由」の説明を義務付けた(第327条の2)。
- コーポレートガバナンス・コード【原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用】
独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。
また、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、上記にかかわらず、そのための取組み方針を開示すべきである。

取締役会における社外取締役の比率



- 取締役会の独立性、客観性を確保するためには、社外取締役の絶対数ではなく、取締役会に占める社外取締役の比率も重要な要素である。
- 機関投資家のなかには、買収防衛策の導入・改訂を判断する場合に、取締役会に占める社外取締役の比率を検討条件に入れている場合もある。
- コーポレートガバナンス・コード【原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用】
独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、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役を少なくとも2名以上選任すべきである。
また、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、上記にかかわらず、そのための取組み方針を開示すべきである。

社外取締役・社外監査役の独立性



● 属性の内容

- 取引関係、借入先、顧問関係(法律等の顧問契約や会計監査人として選任されている場合): 会社の事業報告等において開示される場合
- 大株主出身: 上位10位以内の株主出身者
- 銀行出身・保険会社出身: 大株主上位10位以内で銀行・保険会社出身者
- 親族関係: 三親等以内の親族が当社等の従業員、役員である場合
- 対象は2017年6月総会における社外取締役候補者および社外監査役候補者。なお、各属性については、重複している場合もある。

● コーポレートガバナンス・コード【原則4-7. 独立社外取締役の役割・責務】

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

(i) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと

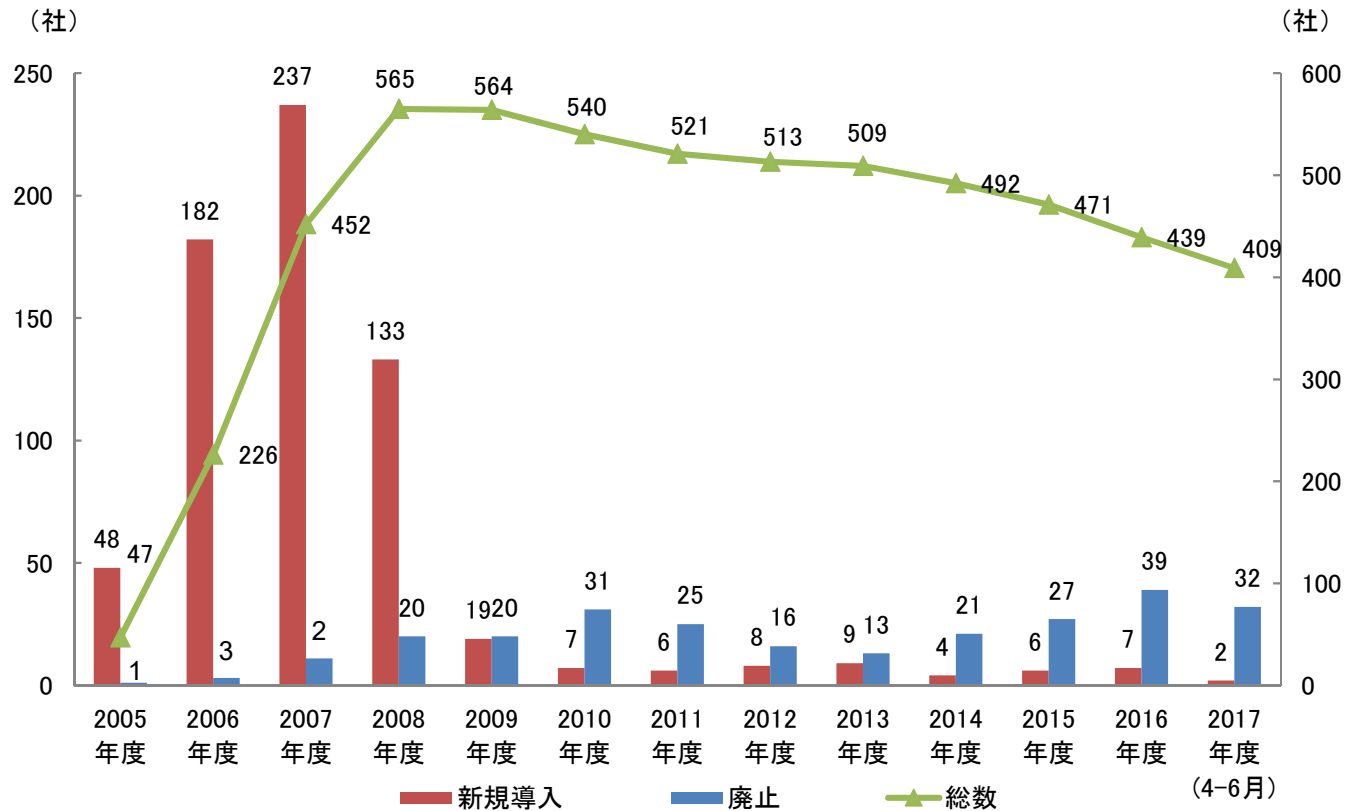
(ii) 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと

(iii) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること

(iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること

3. 買収防衛策の動向

買収防衛策の状況



- 2017年6月時点で、全上場会社のうち409社が買収防衛策を導入している。
- 2008年度の565社をピークに、廃止企業が増加している。
- 上記グラフの廃止には、平時廃止のほか、企業再編や上場廃止等に伴う廃止事例も含まれる場合がある。
- 近年では、買収防衛策に対する機関投資家の判断が厳しくなったことを背景に、導入が減少し、廃止が増加している。他方、同様の効果を目指した財団法人設立を検討する動きもあるが、機関投資家による目線は厳しい。

Ⅱ. コードのフォローアップ

1. コーポレートガバナンス・コードの課題

政策保有株式

コーポレートガバナンス・コード【原則1-4. いわゆる政策保有株式】

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。また、毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである。

● 政策保有株式

1. 政策保有株式を保有する側

- コーポレートガバナンス・コードで規律される
- 株主が拠出した資本をいかに効率的に価値創造のために活用しているかという資本効率性が問題となる
- 政策保有株式を保有している場合には、機関投資家の議決権行使においては、資産に占める投資有価証券の比率などを勘案して判断を行う場合がある

2. 政策保有株式を保有される側

- コーポレートガバナンス・コードで規律されない
- 株主構成上「安定株主」が存在することになり、ガバナンス上は経営者(取締役等)に対する規律が失われて、より深刻な問題を生じさせる懸念がある

東証1部上場会社の株主構成と安定株主・機関投資家比率(2007年～2016年の10年間の推移)

	安定株主				機関投資家			その他			安定株主比率	議決権に占める安定株主比率	機関投資家比率	議決権に占める機関投資家比率
	政府公共団体	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	35.6	36.3	26.5	27.0
2008	0.1	5.3	6.3	23.7	8.6	3.9	13.3	1.2	35.3	2.3	35.4	36.3	25.8	26.4
2009	0.2	5.3	5.0	24.2	10.0	4.1	11.3	0.9	36.1	3.1	34.6	35.7	25.3	26.1
2010	0.2	4.9	5.0	24.3	10.1	3.6	11.5	1.2	35.9	3.2	34.4	35.5	25.2	26.1
2011	0.1	4.4	5.5	24.6	9.7	3.3	12.0	1.3	35.7	3.3	34.6	35.8	25.1	25.9
2012	0.1	4.2	5.3	24.9	9.9	3.4	12.1	1.4	35.2	3.4	34.5	35.8	25.3	26.2
2013	0.1	4.3	4.8	25.0	9.2	3.7	12.7	1.6	35.0	3.5	34.2	35.5	25.6	26.6
2014	0.1	4.0	5.3	25.0	8.6	3.9	14.7	1.7	33.2	3.4	34.5	35.7	27.2	28.2
2015	0.1	4.0	4.6	24.9	9.4	4.0	15.9	1.9	31.8	3.4	33.6	34.8	29.2	30.3
2016	0.2	3.8	4.1	24.8	10.0	4.6	16.2	1.6	31.2	3.5	32.9	34.1	30.8	31.9

(%)

出所: 上田亮子「安定株主の分析」(別冊商事法務412号)

相談役・顧問①

- 背景
 - わが国の経営体制の伝統として、社長(CEO)退任者が「相談役、顧問」として会社に残る場合がある
 - 過去の企業不祥事では、相談役、顧問の関与が疑われた事案もある
- コーポレートガバナンス・コードにおける、執行と監督の機能強化を阻害する要因のひとつ
 - 取締役会の活性化
 - CEOの実力向上および選任プロセスの透明性
- 相談役・顧問メリットとデメリット
 - 財界活動、公益活動に元経営者が関与することで、会社にとってもメリットがある
 - 後任経営者の人選、経営への介入等の懸念がある
- 機関投資家の関心
 - コーポレート・ガバナンス上のリスク要因の一つとして、国内外機関投資家の関心が高まる
 - 開示情報が不十分であること、役割や報酬(かかるコスト)が不透明であるとの批判

相談役・顧問②

- 東京証券取引所「コーポレートガバナンス報告書」における「代表取締役社長等を退任した者の状況」の開示追加
 - 背景
 - 経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」（2016年3月）
「相談役・顧問の役割は、各社によって様々であり、社長・CEO 経験者を相談役・顧問とすることが一律に良い・悪いというものではないこと」を前提に、「社長・CEO経験者を相談役・顧問として会社に置く場合には、自主的に、社長・CEO経験者で相談役・顧問に就任している者の人数、役割、処遇等について外部に情報発信することは意義がある。産業界がこうした取組を積極的に行うことが期待される」
 - 首相官邸「未来投資戦略2017」（2017年6月）
「コーポレート・ガバナンスに関する透明性向上の観点から、退任した社長・CEOが就任する相談役、顧問等について、氏名、役職・地位、業務内容等を開示する制度を株式会社東京証券取引所において本年夏頃を目途に創設し、来年初頭を目途に実施する」
 - 対象者： 元代表取締役社長等（元代表取締役社長、元CEO（最高経営責任者）、元代表執行役社長）
 - 記載事項の例： それぞれの者ごとに以下の内容、および合計人数
 - 氏名や役職・地位
 - 業務内容
 - 勤務形態・条件（常勤・非常勤、報酬有無等）
 - 代表取締役社長等の退任日
 - 相談役・顧問等としての任期 等
 - 「その他の事項」（例）
 - 相談役・顧問などの存廃に係る状況（「すでに廃止済み」、「制度はあるが現在は対象者がいない」等）
 - 相談役・顧問等に関する社内規程の制定改廃や任命に際しての、取締役会や指名・報酬委員会の関与の有無
 - 相談役・顧問等の報酬総額 等

2. スチュワードシップ・コードの改訂

機関投資家の利益相反問題①

- 機関投資家の利益相反問題は金融庁の政策の柱
 - 市場に個人金融資産が流入することで(「貯蓄から投資へ」)、成長産業への資金が供給され、国民全体の豊かさを目指す。この目的を達成するため、機関投資家が株主としての役割を実効的に果たし、結果として企業の持続的な成長につながる取組みが必要
 - 日本市場の地位向上のためには、大手の機関投資家の変革を進める必要がある
 - 具体的方策： スチュワードシップ・コード、顧客本位の業務運営の原則
- わが国の機関投資家の多くは、金融グループに所属するため、利益相反問題は不可避
→ 完全な回避は困難であるため、利益相反が実効性を持たないようにするための方策が必要
- 利益相反が生じる関係性
 - 金融グループ内での法人部門(親会社たる銀行、証券、保険)、運用子会社間の利益相反
 - 一つの法人内での法人部門(貸出、営業)、運用部門(外部顧客の資産運用)間の利益相反
例： 信託銀行、保険会社
 - 具体例
 - 法人部門の顧客と資産運用部門の顧客
→スチュワードシップ・コード、顧客本位の業務運営の原則
 - 個人投資家と金融グループ企業(親会社・兄弟会社) →顧客本位の業務運営の原則
 - 個人投資家と法人顧客(法人部門の顧客、資産運用部門の顧客) →顧客本位の業務運営の原則

機関投資家の利益相反問題②

- 機関投資家の利益相反問題の対応策
 - ガバナンスの強化
 - 利益相反が適切に管理され、それが実効性を持たないよう(弊害を生まない)ようにする目的
 - 投資判断、議決権行使、商品開発等を含めた機関投資家の意思決定プロセスの客観性と透明性を高める
 - 客観性を担保するための取組み例
 - 独立性のある社外取締役・社外監査役の活用
 - 社外の有識者を招へいした第三者委員会の設置 等
 - 透明性を高めるための取組み例
 - 第三者委員会の議事録の作成、備置 等
 - 議決権行使結果の個別開示
 - 利益相反が存在するという前提で、それが実効性を持たない(弊害を生まない)ことを対外的に明らかにする観点から、可視性すなわち透明性を向上させる
 - 但し、過度に利益相反問題を意識する結果、エンゲージメント・対話に基づく実質判断の余地が狭まり、形式主義が強まる弊害も指摘される
 - 賛否判断の理由説明等により回避される

議決権行使結果の個別開示①

- スチュワードシップ活動の柱である議決権行使が適切に行われていることについての可視性を高めることを目的
 - とくに、利益相反関係が存在する場合には、透明性と説明責任がより強く求められる
- 現状の議決権行使結果の開示に対する懸念
 - 現行コードは、「機関投資家は、議決権の行使結果を、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである」(指針5-3.)と定める。
→ 但書として、「前期の集計公表に代わる他の方法により議決権の行使結果を公表する方が、自らのスチュワードシップ活動全体についてよりの確な理解を得られると考えられる場合には、その理由を説明しつつ、当該他の方法により議決権行使結果の公表を行うことも考えられる」
 - 一部の業態においては、集計公表の割合が少ないとの指摘
- 対象となる機関投資家
 - アセット・オーナー
本来的には、インベストメント・チェーンの上流に位置し、最終受益者と直接関係するアセット・オーナーが第一次的な公表義務を負う
 - アセット・マネジャー
年金運用業界における競争力強化、差別化の観点から、長期的投資家やパッシブ投資家において、議決権行使結果を開示する動き

議決権行使結果の個別開示②

- 具体的な公表方法
 - 集計公表： 議案の主な種類ごとに整理・集計して公表
 - 個別公表： 個別の投資先企業および議案毎に議決権行使結果を公表

- 従来議決権行使結果の開示方法
 - コンプライ： 集計公表
 - コンプライしない場合の方策(エクスプレイン)：集計公表に代わる他の方法

- 改訂コードにおける議決権行使結果の開示方法
 - ベストプラクティス(コンプライ)：個別公表
 - コンプライしない場合の方策(エクスプレイン)：集計公表
→ 最低限必要な開示との位置づけ
 - 必要な場合には、賛否判断の理由も開示

	現行コード	改訂コード
個別公表 (個別の投資先企業および議案ごとに議決権行使結果を公表)	記載なし	ベストプラクティス
集計公表 (議案の主な種類ごとに整理・整理集計して公表)	コンプライ	コンプライ (最低限必要との位置づけ)
集計公表に代わる他の方法 (文章による説明等)	エクスプレイン	削除

パッシブ運用におけるエンゲージメント

- 株式市場におけるパッシブ運用比率の増加に伴い、パッシブ運用におけるエンゲージメントのあり方が議論
 - 背景： GPIFによるパッシブファンドを中心とする株式保有比率の増加、日銀によるETF購入
 - 貯蓄から投資へと資金移動を促す
 - マイナス金利政策のもと、銀行経営へのインパクトを低減
 - 個人金融資産を企業の成長資金に振り分ける
- そもそも東証一部上場会社＝TOPIX銘柄という構造上、グローバルな競争力を有する企業以外にも資金が流入している
- パッシブ運用のエンゲージメント手法の一つが集团的エンゲージメントとも言われる
 - 1社の価値向上によりβ値への影響は軽微だが、公益性の高い事案、市場インパクトの高い事案の場合には、パフォーマンス向上につながる
 - 集团的エンゲージメントは運営コストがかかるため、こればβ値につながるかは、慎重に見極める必要
- 市場全体の底上げという観点からは、当局、公的年金とも、パッシブ運用におけるエンゲージメントが強化され、市場全体での価値向上が促進されることに期待を寄せる
→ パッシブ運用のエンゲージメントを推進する政策的理由

アセット・オーナーの役割

- スチュワードシップ・コードでは企業年金の受入れ表明が進まない
 - 「日本再興戦略2016」において課題として明記
 - 厚生労働省と企業年金連合会において、企業年金の受入れを促進させるための取組み策の検討
- 多くの企業年金は、リソース(人員・コスト)面で、コード対応が困難であるのも事実
 - AUMが多額で(1000億円以上?)、リソースが比較的ゆとりのある(スタッフが複数)を対象として、受入れに向けた動きを促す

機関投資家によるスチュワードシップ・コードの受入れ状況

	2014年6月	2014年9月	2014年12月	2015年3月	2015年6月	2015年9月	2015年12月	2016年3月	2016年6月	2016年9月	2016年12月
信託銀行等	6	6	6	6	7	7	7	7	7	7	7
投信・投資顧問会社等	86	109	122	129	133	139	141	144	151	151	152
生命保険会社	14	17	17	17	17	17	18	18	18	18	18
損害保険会社	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
年金基金等	12	17	19	21	23	23	24	26	26	26	26
議決権行使助言会社等	4	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
(合計)	127	160	175	184	191	197	201	206	213	213	214

出所:金融庁


機関投資家の実力向上

- 運用会社の経営陣への期待と役割
 - 運用会社の経営陣は、スチュワードシップ責任を実効的に果たすため、系列の金融グループ内の論理で構成されるべきではない
 - スチュワードシップ活動の実効性を担保するため、組織構築・人員育成の役割・責務を負う
- 機関投資家は、コードの実施状況を適時の時期に省みる
 - 運用会社においては、コードの実施状況についての定期的な自己評価が重要
 - ガバナンス体制・利益相反管理、スチュワードシップ活動の改善につなげる
 - アセット・オーナーがアセット・マネジャーを選定、評価する場合にも役立つ
- 運用会社の自己評価の方法
 - 自己評価シートの活用
 - 英国年金生涯貯蓄協会(PLSA)によるスチュワードシップ・ディスクロージャー・フレームワーク
 - スチュワードシップ活動に関するアニュアル・レポート
 - 議決権行使、エンゲージメント等のスチュワードシップ活動の方針、考え方とともに、実績、成果、課題、今後の予定などを記載
 - スチュワードシップ活動に積極的な海外投資家の多くが公表
 - 顧客に対する報告資料としても活用できる

集团的エンゲージメント①

- 集团的エンゲージメントにおける留意点
 - 個別の機関投資家におけるコスト低減効果、集合体としての実効性向上という効果もある
 - 金商法上の共同保有、重要提案行為に該当する場合には、特例報告制度が適用されなくなるため、機関投資家側には慎重な対応が必要
 - 金商法対応、事務局運営等のコストがかかることから、費用対便益の観点をもって、集团的エンゲージメントへの参加を見極める必要がある
 - 重要提案行為に該当する集团的エンゲージメントは、企業と敵対関係になる可能性が高い
- 集团的エンゲージメントの活用局面
 - 集团的エンゲージメントは単独エンゲージメントの補完的役割
 - 集团的エンゲージメントは「必要に応じた活用」が適切であり、恒常的な活用には不適切
 - 平常時には集团的な意見交換・対話にとどめる(Proactiveなエンゲージメント)
 - 危機時・緊急時においては金商法上の手当てもしたうえで共同の権利行使や重要提案行為も含む集团的エンゲージメント(Reactiveなエンゲージメント)
- コード改訂における方向性
 - 単独エンゲージメントを第一義的手法としながらも、必要に応じて、集团的エンゲージメントを有益な選択肢として記述
 - 従来のコード、金商法の考え方を変更するのではなく、現行の枠組みの中でも集团的エンゲージメントが可能であることを明確化

集团的エンゲージメント②

類型	エンゲージメントの対象	会合の参加者	エンゲージメントの内容	法的リスク	エンゲージメントの深度
一般的な論点についての意見交換	企業、政策立案者	機関投資家のみ	企業のコーポレート・ガバナンス、財務、戦略等の問題、法規制を含む制度等、一般的な論点	特になし	浅い  深い
個別企業の問題についての意見交換	企業	機関投資家のみ	企業のコーポレート・ガバナンス、財務、戦略等の問題	特になし。但し、権利行使の合意が行われる場合には金融商品取引法に留意	
個別企業との共同での意見交換	企業	機関投資家と企業	企業のコーポレート・ガバナンス、財務、戦略等の問題	共同での提案行為・権利行使に該当するような行為がある場合には、金融商品取引法に留意	
個別企業に対する共同での提案行為・権利行使	企業	機関投資家と企業	企業のコーポレート・ガバナンス、財務、戦略等の問題	金融商品取引法に留意	

議決権行使助言会社の責任

- ISS、グラスルイスなどの、議決権行使助言会社を念頭に議論
- 本来、株主としての権利を有さず、監督も受けない立場でありながら、事実上の影響力を及ぼしている
→ 米国、欧州でも規制強化の動き
- 機関投資家向けに助言推奨を行いながら、他方では企業向けにコンサルティングの業務を行っており、明確な利益相反がみられる
- 議決権行使助言会社に対しては、企業から不満、懸念の意見が強い
 - 株主総会集中時期などには、時間的制約から、企業との面談にも消極的な場合がある
 - 議決権行使助言会社自体は、株主ではないため、形式的判断を行う傾向がある
 - 海外投資家に対する事実上の影響力があるにもかかわらず、何らの枠組みにも組み込まれていない
- 現行コードにおいても議決権助言会社は機関投資家と同様に規律付けられる
 - 十分な経営資源を投入して、適切なサービス提供すべき
 - 金商法を改正して、助言業者として登録するべきとの意見もあるが、現状はそのような予定は検討されていない

この資料は投資を勧誘する目的で提供されるものではありません。

ここに記載されているデータ、意見等は作成時点において信頼できる情報に基づいて作成されていますが、正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

内容に関する一切の権利は株式会社日本投資環境研究所に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。