



# FSA Institute Discussion Paper Series

## 我が国におけるコーポレート・ガバナンスをめぐる 現状等に関する調査

上田 亮子

DP 2014-5  
2014年7月

金融庁金融研究センター  
Financial Research Center (FSA Institute)  
Financial Services Agency  
Government of Japan

金融庁金融研究センターが刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>

本ディスカッションペーパーの内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、金融庁あるいは金融研究センターの公式見解を示すものではありません。

# 我が国におけるコーポレート・ガバナンスをめぐる 現状等に関する調査

上田 亮子<sup>1</sup>

## 概 要

近年、社外取締役の議論の前進、JPX400 指数の開始や日本版スチュワードシップ・コードの策定等、機関投資家の視点を意識したコーポレート・ガバナンスの改革が進みつつある。本稿では、2000 年代以降の日本のコーポレート・ガバナンスの制度と実態の変遷について、上場会社と機関投資家の両面から、実証研究に基づいた考察を加える。

まず、議論の前提として、コーポレート・ガバナンスに影響を与える市場環境等の外的要因について検討する。メインバンク制度や株式持合いに代わり、現在では年金資金による株式投資や外国人投資家の流入等により市場参加者が変化している。

次に、コーポレート・ガバナンスの主体である上場の取組みに関しては、機関投資家の意向を斟酌しつつ、会社側が自主的に改善のための取組みを進めている実態がある。背景には、我が国には、上場会社のコーポレート・ガバナンスのベスト・プラクティスを示す規範的な原則がなく、広く受け入れられた基準が存在しないことがある。このような企業の取組みについて、会社法や開示規則などの制度面の改革と、実態面では株主総会、取締役会、報酬等のコーポレート・ガバナンス上重要な問題について実証的に分析する。

最後に、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割については、日本版スチュワードシップ・コードを含めて、これまでの制度改革について検討する。さらに実態面では株主総会への機関投資家の参加、議決権行使に関して考察する。我が国の機関投資家の活動は、2009 年の金融審議会スタディグループ報告書以降、投資信託や投資顧問会社等のアセット・マネジャーを中心に機関投資家の議決権行使の取組みや開示が進んだ。これらの取組みは、海外と比べても先進的な水準にあると評価できよう。上場会社の株主総会の運営や決議に関する実証研究に基づき、機関投資家の与える影響が拡大している実態を考察する。

**キーワード：**コーポレート・ガバナンス、スチュワードシップ、社外取締役、機関投資家、株主

---

<sup>1</sup> 株式会社日本投資環境研究所調査部主任研究員（金融庁金融研究センター特別研究員）

本稿の執筆に当たっては、木村祐基氏に有益なご意見をいただいた。また、補論の調査に当たっては、株式会社野村総合研究所・三井千絵氏に多大なご協力をいただいた。

なお、本稿は、筆者の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究センターの公式な見解ではない。

## 目次

1. はじめに.....	8
2. 日本のコーポレート・ガバナンスを取り巻く市場環境の変化.....	10
2.1 日本の株式市場における参加者の変化.....	10
2.1.1 機関投資家の台頭.....	10
2.1.2 メインバンク制度.....	11
2.1.3 株式持合い.....	11
2.1.4 年金基金による株式保有の増加.....	12
2.2 上場会社数の増加.....	12
2.3 国際的投資家を魅了するための新たな市場の取組み.....	15
3. 上場会社のコーポレート・ガバナンス改革.....	17
3.1 コーポレート・ガバナンスに関する法制度.....	17
3.1.1 日本のコーポレート・ガバナンス制度.....	17
3.1.1.1 概要.....	17
3.1.1.2 監査役会設置会社.....	18
3.1.1.3 委員会設置会社.....	19
3.1.1.4 監査等委員会設置会社.....	20
3.1.2 金融庁「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告」 .....	21
3.1.3 コーポレート・ガバナンスに関する開示制度.....	24
3.1.3.1 有価証券報告書等におけるコーポレート・ガバナンスに関連する開示の 強化.....	24
3.1.3.1.1 コーポレート・ガバナンス体制.....	24
3.1.3.1.2 監査の組織・人員・手続き.....	25
3.1.3.1.3 社外取締役・社外監査役.....	25
3.1.3.2 役員報酬.....	25
3.1.3.2.1 役員区分別・報酬種類別の報酬総額.....	25
3.1.3.2.2 役員の報酬総額（連結ベース、1億円以上の場合）.....	26
3.1.3.2.3 報酬額・算定方法に関する決定方針.....	26
3.1.3.3 株主総会の議決権行使結果の開示.....	26
3.1.3.4 株式保有状況.....	27
3.1.3.4.1 政策保有目的で保有する株式.....	27
3.1.3.4.2 純投資目的で保有する株式.....	27

3.2	日本企業のコーポレート・ガバナンスの取組み	27
3.2.1	株主総会	27
3.2.1.1	コーポレート・ガバナンスに関連する株主の権利	27
3.2.1.2	株主総会の決議事項	28
3.2.1.3	株主総会の議案	29
3.2.1.4	定款変更	30
3.2.1.4.1	定款変更議案の分割	30
3.2.1.4.2	発行可能株式総数（授権株式）の拡大	31
3.2.1.4.3	取締役の任期	31
3.2.1.5	株主提案	32
3.2.1.5.1	特定企業における多数の株主提案	32
3.2.1.5.2	原子力発電に関する株主提案	33
3.2.1.5.3	株主提案に対する機関投資家の考え方	33
3.2.2	取締役および監査役	36
3.2.2.1	取締役会の構成	37
3.2.2.2	社外取締役の選任	39
3.2.2.3	社外取締役および社外監査役の独立性	41
3.2.2.3.1	東京証券取引所による独立役員への要請	41
3.2.2.3.2	資本関係	41
3.2.2.3.3	取引関係	41
3.2.2.3.4	銀行、保険会社	42
3.2.2.3.5	コンプライアンス、会計の専門家	42
3.2.2.4	ダイバーシティ	43
3.2.2.4.1	ジェンダー	45
3.2.2.4.2	国籍	46
3.2.2.4.3	年齢	46
3.2.3	報酬	47
3.2.3.1	会社法上の設計可能な報酬制度	47
3.2.3.1.1	取締役の報酬	47
3.2.3.1.2	監査役の報酬	48
3.2.3.1.3	報酬規制の趣旨	48
3.2.3.1.4	使用人兼務取締役の場合の問題	48
3.2.3.2	株主総会における報酬総額の変更	49
3.2.3.3	退職慰労金	50
3.2.3.3.1	退職慰労金制度の廃止の増加	50
3.2.3.3.2	退職慰労金制度を廃止する会社の増加	52

3.2.3.4	ストックオプション	53
3.2.3.4.1	ストックオプションの区分（一般型ストックオプションと株式報酬型ストックオプション）	53
3.2.3.4.2	株式の希薄化	56
3.2.3.4.3	ストックオプションの付与対象者	57
3.2.3.5	日本企業の経営者報酬	58
3.2.3.5.1	日本企業の経営者報酬の水準	58
3.2.3.5.2	日本企業の役員報酬の構成	59
3.2.3.5.3	日本と米国の経営者報酬の比較	60
3.2.4	買収防衛策	62
3.2.4.1	買収防衛策を導入している会社	62
3.2.4.2	買収防衛策の内容	63
3.2.4.3	株主による買収防衛策の承認	64
3.2.4.4	買収防衛策の発動条件	65
4.	機関投資家とコーポレート・ガバナンス	67
4.1	コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割に関する制度	67
4.1.1	金融庁「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」報告	67
4.1.1.1	機関投資家の議決権行使結果の開示	67
4.1.1.1.1	スタディグループ報告の勧告	67
4.1.1.1.2	勧告に対する対応	67
4.1.1.2	上場会社の議決権行使結果の開示	68
4.1.1.2.1	スタディグループ報告の勧告	68
4.1.1.2.2	勧告に対するポリシーメーカーの対応	68
4.1.2	日本版スチュワードシップ・コード	68
4.1.2.1	背景	68
4.1.2.2	日本版スチュワードシップ・コードと英国版コードとの相違	69
4.1.2.3	日本版スチュワードシップ・コードの重要な概念	71
4.1.2.3.1	スチュワードシップ責任	71
4.1.2.3.2	スチュワードシップ・コードの目的	71
4.1.2.3.3	プリンシプルベース・アプローチ	72
4.1.2.3.4	「コンプライ・オア・エクスプレイン」のアプローチ	72
4.1.2.3.5	コード採用の表明・公表	72
4.1.2.4	日本版スチュワードシップ・コードの7原則	73
4.2	日本の株主総会への機関投資家の参加の促進	76
4.2.1	株主総会の日程	76
4.2.2	機関投資家の保有構造	78

4.2.3	株主総会の電子化.....	80
4.2.4	機関投資家による議決権行使結果の開示.....	81
4.2.4.1	投資信託協会.....	81
4.2.4.2	日本投資顧問業協会.....	83
4.2.5	上場会社による議決権行使結果の開示の分析.....	84
4.2.5.1	株主総会における議決権の行使率.....	84
4.2.5.2	議案の種類ごとの行使結果.....	86
4.2.5.2.1	全般的な傾向.....	86
4.2.5.2.2	買収防衛策に関する傾向.....	87
4.2.5.2.3	社外取締役・社外監査役の選任に関する傾向.....	88
5.	おわりに.....	90
6.	補論：監査役会設置会社における任意委員会の設置.....	91
	参考文献.....	99

図表 1	日本の証券市場における株式所有構造.....	10
図表 2	日本の証券市場における年金基金による株式保有.....	12
図表 3	日本の上場会社数.....	13
図表 4	東証1部上場会社の時価総額分布.....	14
図表 5	3年ROE単純平均値(2013年度選定銘柄を対象).....	16
図表 6	日本の会社法上設計可能なコーポレート・ガバナンス制度.....	17
図表 7	監査役会設置会社.....	19
図表 8	委員会設置会社.....	20
図表 9	監査等委員会設置会社.....	21
図表 10	スタディグループ報告書の主な勧告.....	22
図表 11	スタディグループ報告書の勧告項目の対応状況.....	23
図表 12	会社法上の株主の権利.....	28
図表 13	株主総会に提出された議案.....	30
図表 14	株主総会に提出された定款変更議案.....	32
図表 15	2013年株主総会における株主提案.....	34
図表 16	取締役、監査役の状況.....	37
図表 17	委員会設置会社.....	37
図表 18	取締役の人数分布.....	38
図表 19	取締役が20名超の会社.....	39

図表 20	社外取締役を選任している会社	40
図表 21	会社の規模による社外取締役の採用状況	40
図表 22	社外取締役・社外監査役の独立性	43
図表 23	多様な取締役を採用している会社	44
図表 24	日本企業の取締役における多様な人材	45
図表 25	取締役の年齢分布（年齢のダイバーシティ）	46
図表 26	役員報酬総額の変更	50
図表 27	取締役の報酬額の増減	50
図表 28	株主総会における退職慰労金支給議案	51
図表 29	支給された退職慰労金の内容（制度廃止に伴う精算と退任者への支給）	52
図表 30	退職慰労金の支給対象者	53
図表 31	株式報酬額改定議案における株式報酬型ストックオプションの採用	55
図表 32	役員報酬額改定前後の金額変更と株式報酬型ストックオプションの有無	55
図表 33	ストックオプションの導入	56
図表 34	ストックオプションによる希薄化	57
図表 35	一般型ストックオプション（オプション権）の付与対象者	57
図表 36	株式報酬型ストックオプションの付与対象者	58
図表 37	日本企業の経営者報酬	59
図表 38	日本企業の経営者報酬の構成	60
図表 39	日本と米国の役員報酬の比較	61
図表 40	買収防衛策を導入している会社	62
図表 41	買収防衛策の内容	63
図表 42	株主による買収防衛策の承認	64
図表 43	買収防衛策における包括的発動条件	66
図表 44	日本版スチュワードシップ・コードが目指す価値向上の連鎖	71
図表 45	株主総会の日程	77
図表 46	株主総会および招集通知の発送の日程	78
図表 47	招集通知の発送日程	78
図表 48	日本における機関投資家による議決権行使の流れ	79
図表 49	株主総会の電子化	81
図表 50	投資信託委託会社における議決権行使結果（会社提案）	82
図表 51	投資信託委託会社における議決権行使結果（株主提案）	82
図表 52	株主総会議案を判断するための体制整備（複数回答）	82
図表 53	投資一任業における議決権行使結果（会社提案）	83
図表 54	投資一任業における議決権行使結果（株主提案）	84
図表 55	議決権行使助言会社の活用	84



図表 56	議決権の平均行使率.....	85
図表 57	株主総会における議決権行使率上位10社と下位10社.....	85
図表 58	議案の種類ごとの反対率.....	86
図表 59	買収防衛策関連議案に対する反対票が高い会社.....	87
図表 60	社外取締役の独立性と反対率.....	89
図表 61	社外監査役の独立性と反対率.....	89
図表 62	東証1部上場会社(監査役設置会社)における任意委員会.....	93
図表 63	任意委員会の機能.....	98

## 1. はじめに

日本は、1890年の商法制定以降、欧州の制度を参考にしつつ、旧来の商慣習や制度の近代化を図ってきた。また、第二次大戦後は、米国の影響も受けながら、独自のコーポレート・ガバナンス制度を構築してきた。このような歴史的背景の下で、業務執行機能と監督機能を併有する取締役会、独立の監査機関である監査役・監査役会という「執行と監督の分離」を特徴とする、日本のコーポレート・ガバナンスの仕組みが発展した。

他方、日本の企業文化の特筆すべき特徴として、終身雇用制度を背景とする従業員出身の取締役の存在により、取締役会は業務執行機能が強いことがある。監督や不正防止という観点からは、社内では従業員から取締役、退任者まで含めた縦横からのチェック機能が働き、また、新入社員として就職後の人生の大半が会社で過ごしてきたものが多いことから、個人の利益追求に陥らず会社の利益を追求する精神が強いという傾向がある。

このように、日本では形式的にも実質的にも、独自の体制を形成してきた。これは、コーポレート・ガバナンスの目標である、健全な経営を目指すという精神と矛盾するものではない。しかしながら、事業環境や株主構造が国際化する中で、このような日本の企業文化は、透明性に欠けるという批判を受けることもある。また、コーポレート・ガバナンス制度の所謂「ガラパゴス化」(独自の進化を遂げた結果、国際的協調・競争力に欠ける体制)ともいえる状況に陥る可能性も否定できない。

このような問題意識の下で、日本は、社会や企業文化に定着したコーポレート・ガバナンスのメリットを生かしつつ、市場環境や事業環境のグローバル化に耐えることができ、国際投資家にとって魅力ある制度のあり方を検討してきた。コーポレート・ガバナンスの形式面では、伝統的な二層制の監査役制度に加えて、一層制の委員会設置会社の選択的採用を可能にするなど、企業の自主的な取組みの幅を広げるような制度設計を行ってきた。また、実質面では、コーポレート・ガバナンスの品質確保と株主や投資家に対する説明責任と透明性向上の観点から、コーポレート・ガバナンスに関する情報開示の強化や、二層制と一層制の調和を図り、両者の優れた点を活かすことができるような新しい仕組みの導入等の制度設計に努めている。

また、コーポレート・ガバナンス向上のためには、株主とりわけ機関投資家の役割が重要であるとの認識に立ち、機関投資家に対する期待も高まっている。コーポレート・ガバナンス向上という目標のためには、企業が果たすべき責務と、機関投資家が果たすべき責務とは「車の両輪」(日本版スチュワードシップ・コード)であり、それぞれが求められる責務や役割を果たすことが重要である。このような観点から、日本では、スチュワードシップ・コードを策定し、責任ある株主としての機関投資家の責任を明確化した。

本稿では、日本のコーポレート・ガバナンスについて、企業と機関投資家の両方の側面から、制度と実態について実証研究に基づいた考察を加えたい。まず、前提となる日本のコーポレート・ガバナンスをめぐる環境の変化を概観し、市場の参加者の変化等のコーポ

レート・ガバナンスに影響を与える外的要因を分析する。続いて、コーポレート・ガバナンス向上のための企業の取組みに関して、会社法や開示規則などの制度面の変化を検討し、さらに実態面では株主総会、取締役会、報酬等のコーポレート・ガバナンスに関連する重要な問題について、企業の取組みを分析する。最後に、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割について、これまでの制度改革について検討し、さらに実態面では株主総会への機関投資家の参加、機関投資家による議決権行使方針や結果の開示等に関して分析を行う。

## 2. 日本のコーポレート・ガバナンスを取り巻く市場環境の変化

本稿では、コーポレート・ガバナンスを取り巻く環境の長期的な変化を分析し、わが国のコーポレート・ガバナンスに与えた影響を検討する。

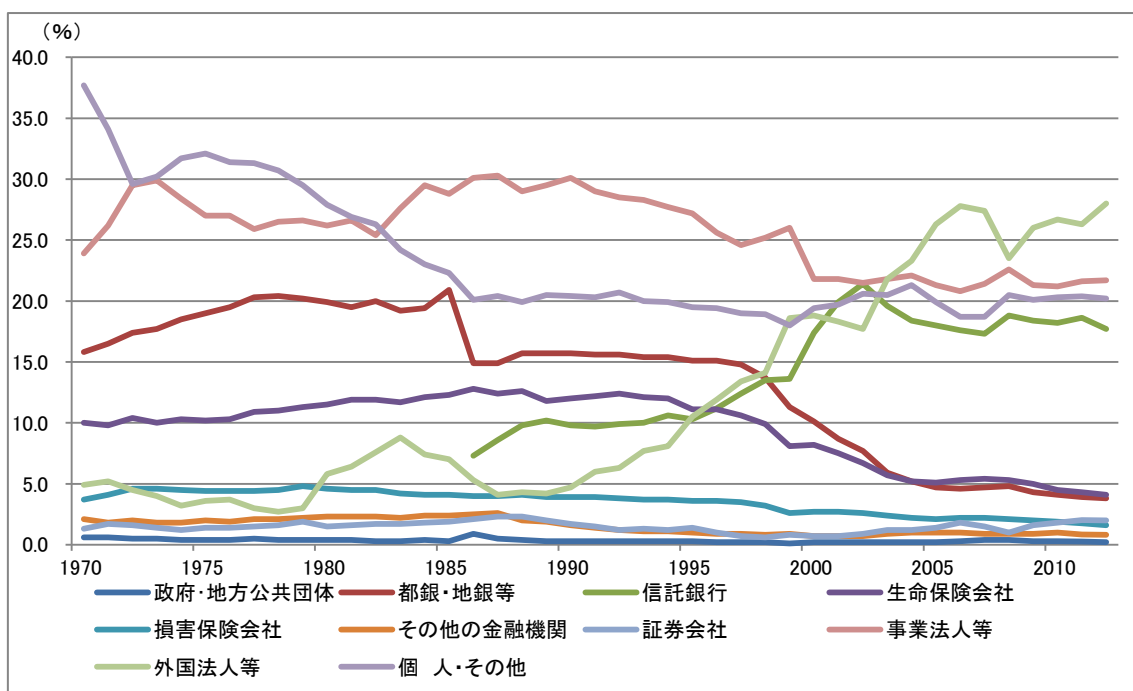
### 2.1 日本の株式市場における参加者の変化

#### 2.1.1 機関投資家の台頭

日本の株式市場においては、第二次大戦以降、参加者の主体が個人投資家から機関投資家へと変化し、外国人投資家の比率も大きく増加している。

図表1は、1970年以降のわが国の株式市場における株式所有構造の変化を示す。信託銀行、生命保険会社、損害保険会社、その他の金融機関は、国内の機関投資家と認識される。また、外国法人等の多くは、海外の機関投資家である。

図表1 日本の証券市場における株式所有構造



出所：東京証券取引所「株式分布状況調査」

注：データ取得は、外国法人等は1952年以降、金融機関（都銀・地銀等、信託銀行、生命保険会社、損害保険会社、その他の金融機関、証券会社）は1966年以降。

1985年までは、個人その他、事業法人等、都銀・地銀等が市場の主要な参加者であった。ところが、1985年以降は、国内機関投資家や外国人投資家の比率が上昇し、2003年以降はこれらの国内および海外の機関投資家によって、株式市場の過半数以上が保有されている。

2012年末時点では、外国法人等 28.0%、事業法人等 21.7%、個人・その他 20.2%、信託銀行 17.7%の順となっている。信託や保険会社等の国内機関投資家の比率は 24.2%であり、外国人投資家を加えた国内および海外の機関投資家率は 52.2%である。

後述するように、年金基金による株式の保有割合も増加しており（図表 2）、日本企業のコーポレート・ガバナンス向上のために、機関投資家が役割を果たすことが期待される。

### 2.1.2 メインバンク制度

日本企業は、平常時には事業資金および決済手段の提供者として、危機時には重要な資金提供者として、銀行との取引関係を構築してきた。特に、同じ企業グループに属する銀行や、融資金額が大きい等の関係が深い銀行のことはメインバンクと呼ばれている。以前は、メインバンクが企業の株式を保有することが多かったために、日本のコーポレート・ガバナンスにおいても大きな影響を及ぼす存在であった。ところが、現在では、メインバンクの株式保有比率は低下している。

図表 1 によれば、都銀・地銀等は、1975年～1985年頃にかけては日本の株式市場で 20%超を保有し、その後も 2000年頃までは株式市場の 10%以上を保有していた。銀行は、2000年以降、急速に保有株式の売却を進めたため、2012年時点では 2.9%を保有するだけである。これは、トレーディング目的で保有している証券会社（2013年に 2.3%）と同程度に過ぎない。

### 2.1.3 株式持合い

日本においては、株式持合いの問題は、多くの場合は、銀行が事業会社の株式を保有するというメインバンク制度の文脈で議論されてきた。ところが、前述のように、銀行の株式保有比率は低下し続けている。これに対して、最近増加しているのは、事業会社間における株式持合いである。

図表 1 によれば、事業法人等による株式保有比率は、1950年の 11.0%以降は緩やかに増加し、1970年代以降は 20%台を維持している。2012年時点では、23.3%であった。

前述のようにメインバンクによる株式保有が低下したために、上場会社は経営陣に親密な株主を確保する目的で、取引関係がある会社の株式を相互に持ち合うことが増加した。このような事業会社間における株式の相互保有は、資本を空洞化させて、少数株主の議決権をブロックするため、多くの機関投資家は批判的であった。

このような背景から、2010年3月に金融庁は「企業内容等の開示に関する内閣府令」の改正を行い、上場会社の株式保有について、純投資目的以外（政策保有目的）の保有に関する開示を強化することとした（詳細は後述）。そのため、現在では、有価証券報告書において、主要な株式持合いに関する情報が提供されている。

## 2.1.4 年金基金による株式保有の増加

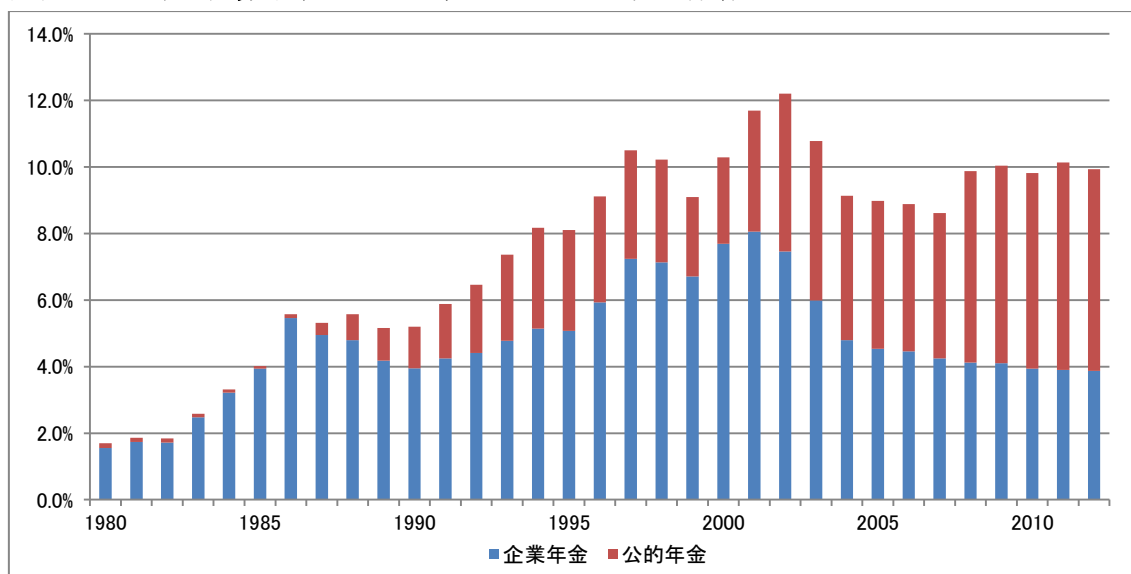
日本の証券市場における企業年金と公的年金による株式の保有は、1980年には1.7%に過ぎなかったが、2012年には9.9%に増加している。特に、公的年金による株式保有は、1980年には0.1%であったが、2012年は6.1%に増加した。

1990年代半ばには、「5:3:3:2」（債権：株式：外貨建証券：不動産）規制と呼ばれる年金基金の政策アセットミックスを運用比率規制の義務付けが撤廃され、年金基金による株式への投資が拡大した。

企業年金連合会は、2003年以降インハウス運用について議決権行使を開始し、2007年には委託先運用機関に対しても企業年金連合会議決権行使ガイドラインの採用と議決権行使を求めた。また、地方公務員共済組合連合会は、2004年にコーポレート・ガバナンス原則と議決権行使ガイドラインを公表して、運用機関にその採用を求めた。

このように、年金基金は、日本のコーポレート・ガバナンスにおいて大きな役割を果たしている。また、後述するように、2014年2月に日本版スチュワードシップ・コードが公表されて機関投資家によるスチュワードシップ責任が明確化されたことから、年金基金によるコーポレート・ガバナンスへの一層の関与が期待される。

図表2 日本の証券市場における年金基金による株式保有



出所:日本銀行「資金循環統計」より筆者作成

## 2.2 上場会社数の増加

図表3によれば、上場会社は、1950年以降のデータ取得開始時は713社であったが、日本経済と資本市場の拡大に伴って大幅に増加し、2012年末には3540社の会社が日本の証券市場に上場している。特に、1960年から1961年にかけては785社から1274社に、2003年から2004年にかけては2679社から3698社に大きく上場会社数が増加している。

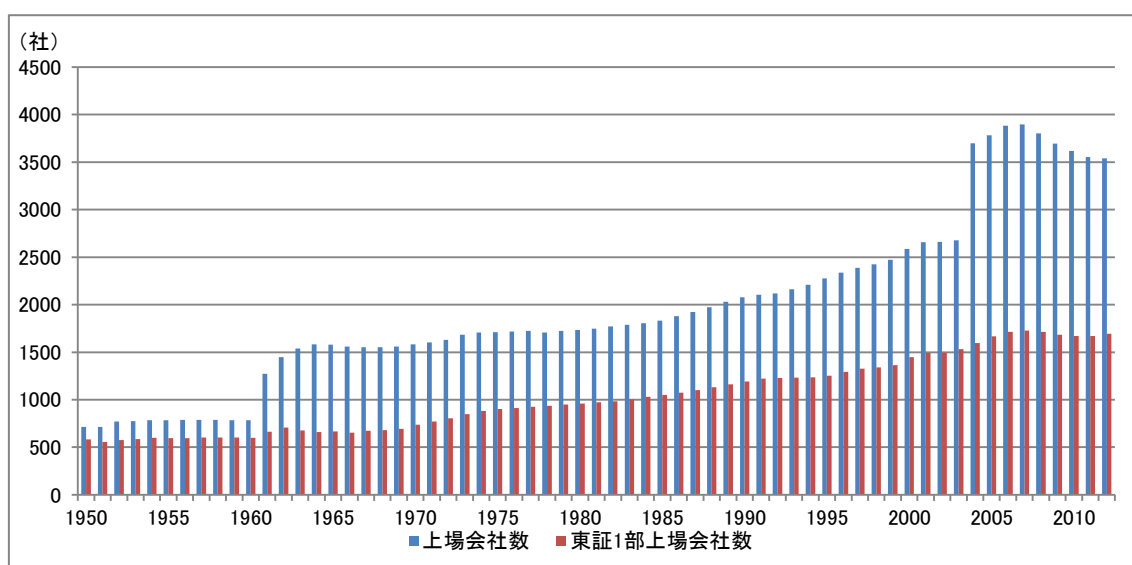
1960年代初頭は、高度経済成長時期の初期であり、第二次大戦後の復興時期を経て、産業と資本市場いずれもが大きく成長した時期と重なる。産業部門における資金需要が高まり、株式を上場する会社の数が増加したと考えられる。当時は、市場区分がなく証券取引所取引と店頭取引の2種類しかなかった。しかし、戦後の市場の発展に伴い、店頭取引において投機的な取引が増加したことから、1961年に制度改正が行われて、東京証券取引所第二部市場を整備して約500社が店頭市場から組み込まれた。

その後、日本の経済・市場基盤の安定とともに、東京証券取引所市場第二部に入る手前の新たな未上場の店頭取引が徐々に拡大してきた。これがいわゆる店頭登録銘柄であり、その後名前を変えてジャスダック登録銘柄と呼ばれるようになったが、2004年頃には約1000銘柄に拡大していた。

2000年代に入り、日本は資本市場活性化と新規上場会社数の増加を目指して、新たな市場が相次いで整備された。東京証券取引所は、2001年に新興市場マザーズを創設した。また、ジャスダック登録銘柄については、日本証券業協会が管理する相対取引であり、清算・決済、信用取引等において証券取引所に比べて著しく不利があったため、2004年にジャスダック市場が証券取引所として登録され、ジャスダック証券取引所として格上げされて再スタートを切ることとなった。当時のジャスダックに登録されていた1000銘柄近い会社が、上場会社数に加算されたことから、数字が一気に増加したものと考えられる。

また、東証一部上場会社も、1950年の585社から2013年には1695社に増加した。東証一部市場に上場しているすべての日本企業は、TOPIXという株価指数に組み込まれている。TOPIXをベンチマークとしている機関投資家も多いことから、東証一部上場会社は相対的に、機関投資家の保有比率が高く、また日本の代表的な株式市場として外国人の比率も高い。

図表 3 日本の上場会社数

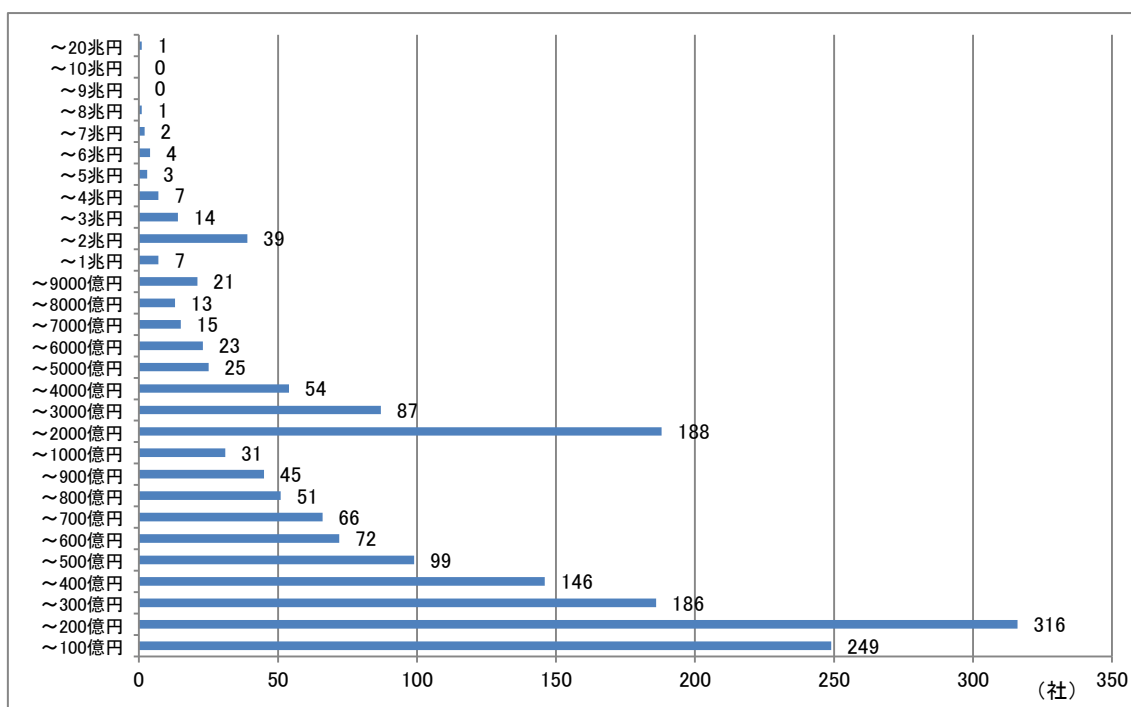


出所：東京証券取引所

このような観点から、東京証券取引所では、株主・投資者の保護および尊重を図りつつ、流通市場の機能を適切に発揮させ、上場会社の企業価値および国際競争力の向上を支援する観点から、上場制度の包括的な見直しに取り組むために、2007年以降上場制度の整備を図ってきた<sup>2</sup>。この実行計画では、国内外の機関投資家の意見が反映されており、取締役会における独立性の確保などコーポレート・ガバナンスの問題についても言及されている。また、2013年に東京証券取引所と大阪証券取引所が統合し、大阪証券取引所傘下のジャスダック市場も同じグループになったことから、この実行計画の対象となる市場は大きく拡大した。

その結果、国際的企業（国際的に事業展開を行い、機関投資家や外国人投資家の比率や関心が高い企業）であっても、ローカル企業（国内中心の事業で、機関投資家や外国人投資家の比率や関心も相対的に低く、国内の株主が中心の会社。創業家が存在する会社も少なくない）であっても、同じ制度やルールが適用されることになる。図表4によれば、東証1部上場会社の時価総額には、大きな幅がある。

図表4 東証1部上場会社の時価総額分布



平均	2039 億円
最大	16 兆 7573 億円
最小	16 億円
中間値	388 億円

出所：東京証券取引所

<sup>2</sup> 東京証券取引所「上場制度整備の実行計画 2009」（2009年9月29日）



国際的企業であれローカル企業であれ、上場会社としての透明性や効率性の確保は等しく重要である。しかしながら、社外取締役の確保等の経営体制の整備については、会社の規模によりその負荷が異なってくる。国際的企業の多くは大規模であると推測されるが、この場合には組織や人材が豊富であることから、制度対応の負担の吸収度が相対的に高い。これに対して、ローカル企業の多くでは、国際的動向にまで対応できる組織や人員が十分ではない場合も少なくないため、制度対応が大きな負担となる場合もある。また、そもそもローカル企業においては、機関投資家や外国人投資家が少ないことから、制度対応のコストに見合うベネフィットが十分得られない場合もある。

また、東証1部上場会社であれば自動的にTOPIXに組み込まれるために、自動的にインデックス投資対象となり機関投資家や海外投資家が増加する会社もある。このような場合には、小規模な会社においても大規模な会社と同様の対応や体制作りが求められ、コストの面など大きな負担となることがある。また、このような上場会社間の規模等の差が大きいため、コーポレート・ガバナンスや財務の分析において一律の基準での評価が行えない場合も出てくる。

英国コーポレート・ガバナンス・コードにおいても、FTSE350企業とそれ以外の小規模な企業との間でコードの内容が異なる場合がある。日本においても、このような会社の事業規模や実態に応じた柔軟な対応ができるように、上場会社間での区分の必要性が指摘されていた。

### 2.3 国際的投資家を魅了するための新たな市場の取組み

前述のように、わが国の市場を基礎とする株式指数としてはTOPIXがもっとも一般的であるが、これは東証1部上場会社のすべてを対象とするため、会社ごとの格差が大きい。このため、日本の株式市場においては、国際的投資家の投資に適した上場会社グループの枠組みの創設が期待されていた。

2013年11月、日本証券取引所グループ<sup>3</sup>および日本経済新聞社は、新しい指数「JPX日経インデックス400」（以下JPX400）を公表した。この新指数は、資本の効率的活用や投資者を意識した経営視点などの、グローバルな投資基準に求められる条件を満たした「投資者にとって投資魅力の高い会社」から構成されるものであるとする。その目的は、日本企業の魅力を国内外にアピールするとともに、その持続的な企業価値向上を促進し、株式市場の活性化を図ることにある<sup>4</sup>。

JPX400は、以下のプロセスにより、400社が選定される。

- ① 適格性基準（債務超過、営業赤字、最終赤字等）および市場流動性基準（売買代金、時価総額）に基づくスクリーニング

<sup>3</sup> 東京証券取引所と大阪証券取引所の経営統合により成立した日本最大の証券取引所グループである

<sup>4</sup> 日本取引所グループ・東京証券取引所・日本経済新聞社「新指数『JPX日経インデックス400』の算出・公表開始について」（2013年11月6日）

- ② 定量的指標に基づくスコアリング (ROE、累積営業利益、時価総額等)
- ③ 定性的な要素による加点 (独立社外取締役、IFRSの採用、英文開示)

持続的企業価値という観点から投資者にとって魅力の高い会社として、資本生産性は重要な要素である。ROEについて、JPX400の会社とそれ以外の会社との比較は以下の通りである。

図表 5 3年 ROE 単純平均値 (2013年度選定銘柄を対象)

JPX400 構成銘柄	11.1%
TOPIX 構成銘柄	5.7%
JPX400 非構成銘柄	3.9%

出所：東京証券取引所「新指数『JPX 日経インデックス 400』の算出・公表開始について」

JPX400の選定においては時価総額や累積営業利益、売買代金が基準に含まれることから、比較的規模の大きい上場会社が選定される可能性が高い。また、2人以上の独立性のある社外取締役の採用というコーポレート・ガバナンス要素、および国際会計基準 (IFRS) の採用や英文開示の実施等の国際的視野が、定性的な加点項目として追加されている。したがって、JPX400企業には、国際的な経営水準を満たし、グローバル投資家による投資に適する会社が選定されることになる。

### 3. 上場会社のコーポレート・ガバナンス改革

#### 3.1 コーポレート・ガバナンスに関する法制度

##### 3.1.1 日本のコーポレート・ガバナンス制度

###### 3.1.1.1 概要

日本では、コーポレート・ガバナンス制度は、会社法により定められている。日本の会社法は、1890年制定の商法にさかのぼる。当時の商法は、それ以前の江戸時代から存在した商慣習に基づいて、主にドイツを中心とする欧州の影響を受けて、法律として制定された。その後、第二次大戦後は、取締役会の導入等の米国の制度の影響を受けた制度改正が行われた。2005年には、商法の一部であった会社に関する部が一つの法律として独立して、会社法が新設された。このような歴史的背景のもとで、日本の会社の仕組みは独自の進化を遂げている。

日本には、上場会社のコーポレート・ガバナンスを定める法規則は存在せず、非公開会社と公開会社との両方の会社を対象とする会社法が適用される。会社法では、利害関係者の規模や数の違いを反映して、大会社とそれ以外の会社により規定の適用を区分している場合がある。大会社とは、資本金5億円以上の会社、あるいは負債総額200億円以上の会社である。

図表 6 日本の会社法上設計可能なコーポレート・ガバナンス制度

譲渡制限の有無	大会社以外の会社	大会社
非公開会社 (株式譲渡制限会社)	取締役会+監査役(会計監査権限のみ有する場合とそうでない場合がある) 取締役会+監査役会 取締役会+監査役+会計監査人 取締役会+監査役会+会計監査人 取締役会+三委員会+会計監査人 取締役会+会計参与※ 取締役+監査役(会計監査権限のみ有する場合とそうでない場合がある)	取締役会+監査役+会計監査人 取締役会+監査役会+会計監査人 取締役会+三委員会+会計監査人 取締役+監査役+会計監査人
公開会社 (株式非譲渡制限会社)	取締役会+監査役 取締役会+監査役会 取締役会+監査役+会計監査人 取締役会+監査役会+会計監査人 取締役会+三委員会+会計監査人	取締役会+監査役会+会計監査人 取締役会+三委員会+会計監査人

注：すべての会計形態(※の場合を除く)において、会計参与が設置される場合とそうでない場合がある

出所：岸田雅雄「ゼミナール会社法入門(第7版)」(日本経済新聞社)185頁参照。

会社法上のコーポレート・ガバナンス制度は、閉鎖会社と公開会社、大会社とそれ以外の会社による区分により、図表6にあるように39通りの設計が可能である。会社は、この枠組みの中で、最も適した形態を選択することが認められている。

現行会社法では大会社については以下のようなコーポレート・ガバナンス制度が設計されている。なお、上場会社については、大会社であるか否かに関わらず、①取締役会、②監査役会あるいは委員会、③会計監査人の設置が義務付けられている。(東証有価証券上場規程第437条)

第一は、「監査役会設置会社」であり、日本の伝統的な制度である監査役が存在する。取締役会に社外取締役は義務付けられず、代わりに監査機能を有する監査役会の最低半数は社外監査役でなければならない。

第二は、2003年にグローバル経営の観点から導入された「委員会設置会社」であり、指名委員会、報酬委員会、監査委員会の三委員会の設置が義務付けられている。各委員会の過半数は社外取締役でなければならないとされる。

また、現在国会で審議中の会社法案においては、監査役会設置会社と委員会設置会社との中間形態である「監査等委員会設置会社」が提案されている。法案が国会を通過した場合には、これが第三のコーポレート・ガバナンス制度となる。

なお、日本では、社外監査役と社外取締役が存在するが、その定義は「社外性」とどまる。会社との取引関係等の「独立性」に関する法律上の定義は置かれていない。他方、国内外の機関投資家の多くは、独立性の確保を重視する。そのため、会社の多くは、独自の独立性基準を設けている。

また、外国人投資家の多くは、グローバルなコーポレート・ガバナンス制度に近い委員会設置会社制度を選好する傾向がある。しかしながら、法律上は、監査役会設置会社と委員会設置会社との間に制度上の優劣はない。会社は自身の置かれている事業や株主等の状況に応じて最適なコーポレート・ガバナンス制度を設計することができる。

### 3.1.1.2 監査役会設置会社

監査役という制度は、日本の独自の伝統的なコーポレート・ガバナンスの制度である。監査役は、取締役会の業務執行を監査する責任を負っている。

監査役会設置会社では、社外取締役は義務付けられていない。その代わりに、監査役会は、3人以上の監査役から構成され、その半数以上は社外監査役であることが義務付けられている。現在でも、上場会社の90%以上は、この監査役会設置会社制度を維持している。

現行の社外性の要件については、以下のような批判がなされていた。第一に、過去子会社等の取締役や従業員であった者は、将来にわたって親会社の監査役に就任できないことである。社外監査役の必要性が高まっているにもかかわらず、人材のプールが狭まるために優秀な人材の確保が困難になるという批判がなされていた。第二は、親会社の取締役や従業員も、社外性が認められる点である。親子会社やグループ会社においては、グループ

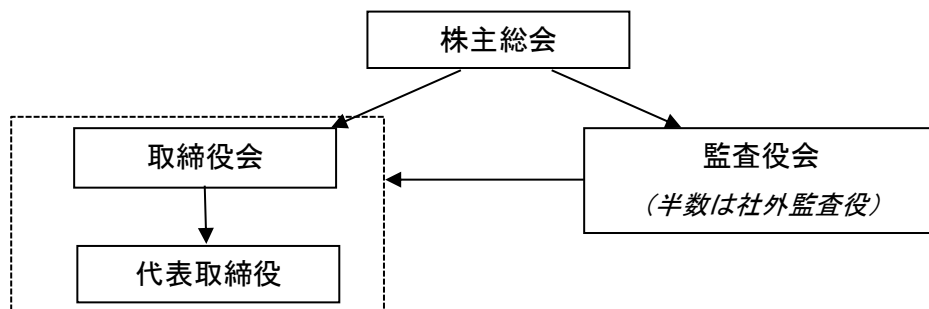
全体での経営を目指していることが多く、法人は別個であっても、経済的には一体性を有している。そのため、機関投資家の多くは批判的であり、親会社出身の社外監査役候補者に対しては反対の議決権行使を行っていた。

そのため、現在、国会に提出されている会社法案では、社外性を判断するために10年間の冷却期間を設け、過去10年間に子会社の取締役や従業員でなかった者は社外監査役に就任できると改正される予定である。また、親会社の取締役や従業員であった者は、社外監査役に就任できなくなる。

なお、監査役会設置会社における社外取締役の義務付けについては、今回の会社法改正でも見送られた。しかしながら、今回の改正後は、監査役会設置会社（大会社かつ公開会社である場合）が社外取締役を設置していない場合には、取締役は、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」を説明しなければならないものとされている（改正後会社法327条の2）。また、法務省法制審議会により「金融商品取引所の規則において、上場会社は取締役である独立役員を一人以上確保するよう努める旨の規律を設ける必要がある。」との附帯決議がなされている<sup>5</sup>。そのため、東京証券取引所では、独立性の高い社外取締役を1名以上確保することを要請することとした。

監査役会設置会社における社外取締役の義務付けの問題は、投資家からの要望が高く、後述するように東証一部上場会社の65%はすでに任意で社外取締役を設置している。コーポレート・ガバナンスの向上のために社外取締役に関して、株主が納得するような「社外取締役を置くことが相当ではない理由」の説明は大変困難であると推測できる。そのため、今後は監査役会設置会社においても、社外取締役の導入が進むことが予想される。

図表 7 監査役会設置会社



### 3.1.1.3 委員会設置会社

委員会設置会社は、海外制度とのハーモナイゼーションやグローバルな経営体制の実現を目指して、2003年に導入された制度である。委員会設置会社には、指名委員会、監査委

<sup>5</sup> 東京証券取引所「独立性の高い社外取締役の確保に関する上場制度の見直しについて」（2013年11月29日）

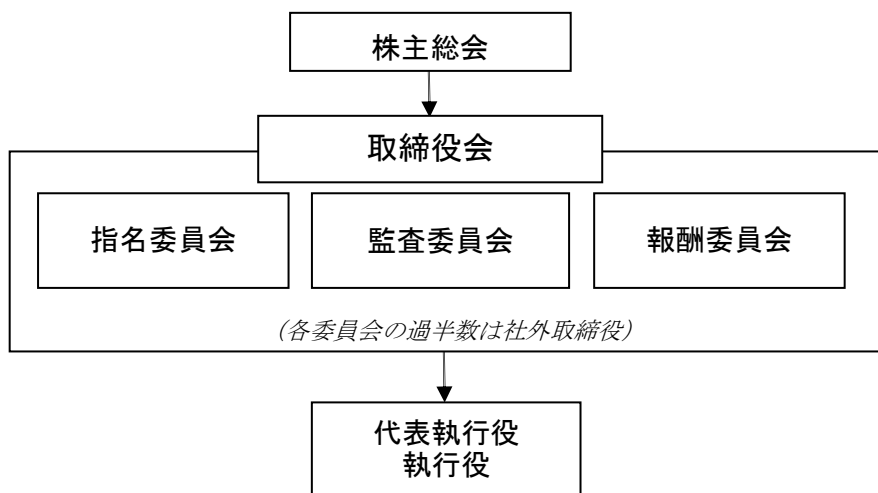
員会、報酬委員会の設置が義務付けられている。これらの三委員会の過半数は、社外取締役であることが義務付けられる。

社外取締役の要件に関しても、前述の社外監査役の場合と同様の批判がなされていた。そのため、現在国会に提出されている会社法案においては、10年の冷却期間の設定および親会社出身者は社外取締役として認めないように改正される予定である。

また、改正会社法においては、以下の監査等委員会設置会社の新設に伴い、従来の委員会設置会社は指名委員会等設置会社と名称変更される。

委員会設置会社は国際的調和を意識した制度設計であることから、一層制に馴染んだ海外投資家には親和性の高い制度となっている。しかしながら、実態としては、東証1部上場会社のうち3月決算1337社においてもわずか37社(2.7%)の採用しか進んでいない(後述の図表17参照)。背景には、三委員会の設置が義務付けられていて硬直であること、人事権が指名委員会に委譲されることに対する我が国の経営者の抵抗が強いことなどが考えられる。また、監査役会設置会社においても社外取締役を選任する会社が増加し、監査役会設置会社形態を維持しつつも海外投資家等の求めるガバナンス体制を作ろうとの工夫が進んでいる。

図表 8 委員会設置会社



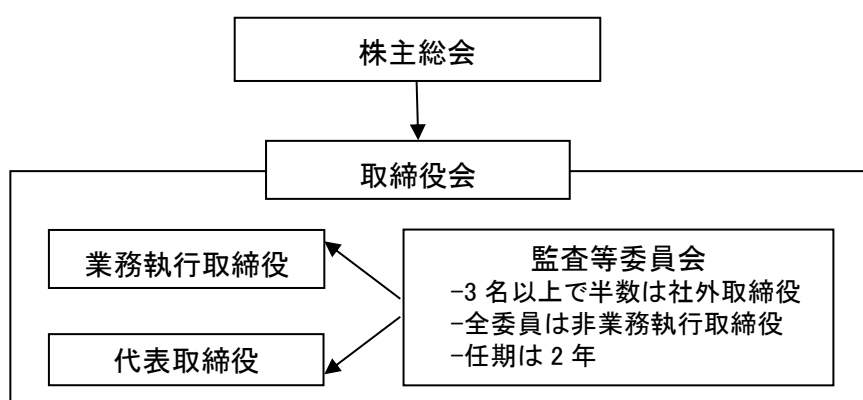
#### 3.1.1.4 監査等委員会設置会社

監査等委員会設置会社制度は、2014年1月時点で国会に提出されている会社法案において、新設が予定されているコーポレート・ガバナンス制度である。

監査役会設置会社制度と委員会設置会社との間の中間形態として設置が予定されている。監査役会設置会社は、独立した監査機関である監査役および監査役会が設置されることから、形式的には客観的かつ独立性を有する強力な監査を行うことが期待されている。しかしながら、監査役は取締役会の構成員ではなく、取締役会の決議に参加できないため、取

取締役会の意思決定に対する介入の機能は弱いとの批判がなされていた。他方、委員会設置会社は、指名・報酬・監査の三委員会の設置が義務付けられており、硬直的な組織となっている。米国上場会社のように指名と報酬の機能をまとめた一つの委員会（たとえばコーポレート・ガバナンス委員会等）を設置したり、リスク管理委員会等の会社の実情に合わせた委員会を法律上の組織として設置することはできない。また、日本の企業文化では取締役には業務執行権限がより強かったこと、各委員会の決定は取締役会の決定に優先するため、社外取締役が過半数を占める委員会の権限が強力すぎるとの批判がある。

図表 9 監査等委員会設置会社



このような監査役会設置会社と委員会設置会社のそれぞれの欠点を補い、日本の伝統的な企業文化（監査役会）と委員会制度の特徴を融合するために、新しく監査役等委員会設置会社制度が導入されることとなった。

監査役会設置会社から監査役等委員会設置会社への移行手続きとしては、従来の日本の監査役を取締役に變更させ、外部の機関であった監査役会を取締役内部の監査委員会に變更させることになる。こうすることで、社内監査役は監査と監督を担当する非業務執行取締役となり、社外監査役は社外非業務執行取締役となる。結果的に、社外取締役の設置も進むことにもつながる。また、旧監査役は取締役として、取締役会の決議に参加できるようになるため、監督の実効性が高まると期待される。

### 3.1.2 金融庁「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告」

日本では1990年代後半の金融システム改革が行われた。その結果、銀行のリスクテイクに依存した金融システムから、市場型金融システムに軸足を移したシステムへと、金融システムの転換が進められた。

このような金融システムの転換は、コーポレート・ガバナンスの観点からは、メインバンク制度による規律付けに代わり、市場や株主による規律付けの重要性が高まっていると理解することができる。そのため、株主や投資家による監視の下で企業は良質な経営を実

現し、創出された価値が株主・投資家に還元されることによって、最終的には日本経済の成長や国民の富の拡大へとつながると考えられてきた。そのため、このような文脈から、法制度や証券取引所規則の整備も進められた。しかしながら、他方では、進められてきたコーポレート・ガバナンス向上のための対策が、期待通りに実現しているのかという問題提起もなされた。

このような背景から、金融庁では金融審議会の金融分科会において「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」を設けて、上場会社のコーポレート・ガバナンスおよび関連問題に関して検討が行われた。スタディグループの議論の成果は、2009年6月に「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」<sup>6</sup>という報告書として公表された。

本スタディグループ報告書では、①市場における資金調達等をめぐる問題、②ガバナンス機構をめぐる問題、③投資者による議決権行使等をめぐる問題、という3点の大きな課題について、それぞれ個別の論点を論じ、必要に応じて制度等の対応を勧告している。報告書の概要は図表10の通りである。

図表10 スタディグループ報告書の主な勧告

市場における資金調達等をめぐる問題	ガバナンス機構をめぐる問題	投資者による議決権行使等をめぐる問題
1. 第三者割当増資等の適正化 2. キャッシュアウトへの対応 3. 企業集団におけるガバナンス 4. 子会社上場 5. 株式の持合いへの対応	1. 取締役会のあり方 2. 監査役の機能強化 3. 社外取締役・監査役の独立性 4. 監査人の選任議案・報酬の決定権 5. 役員報酬の開示	1. 機関投資家の受託者責任に基づく適切な議決権行使 ・議決権行使に関するガイドラインの作成および公表 ・議決権行使結果の公表 2. 上場会社等による株主総会議案の議決結果の公表 3. 議決権行使に係る環境整備 ・株主総会開催日の分散化、招集通知の早期発送等の環境整備 ・議決権電子行使プラットフォームの利用促進 ・有価証券報告書等の株主総会への提出 ・株主・投資者による経営との対話の充実

出所：木村祐基「コーポレート・ガバナンスに係る情報開示充実の検証～2011年度の状況～」商事法務1964号～1966号（2012年）

また、スタディグループ報告書の勧告に基づいて、金融庁、法務省、証券取引所は、開示規則、会社法等の法律、上場規則等の制度の整備に着手した。図表11は、本報告書勧告に対する政策立案者による制度の対応状況を示したものである。

<sup>6</sup> 金融審議会・金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」(2009年6月17日)



図表 11 スタディグループ報告書の勧告項目の対応状況

市場における資金調達等をめぐる問題	ガバナンス機構をめぐる問題	投資者による議決権行使等をめぐる問題
<p>少数株主等の利益を著しく損なうような資金調達等を防止するため、上場会社等の資本政策をめぐるガバナンスを強化</p>	<p>上場会社等の良質な経営の実現および投資者の信頼確保の観点から、ガバナンス機構のあり方はきわめて重要</p>	<p>市場を通じて上場会社等のガバナンスを向上させていくため、投資者が的確な経営監視</p>
<p>2. <b>新株発行等への対応</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 第三者割当増資、大幅な支配比率の希釈化等を伴う第三者割当増資等への対応・MSCB 発行への対応</li> <li>【東証】規則改正等(2009.8.24 済)</li> <p>第三者割当増資における上場廃止基準の整備や MSCB に類するスキームへの対応等を実施</p> <li>【日証協】規則改正(2009.7.14 済)</li> <p>MSCB に類するスキームへの対応を実施</p> <li>【金融庁】開示府令改正(2010.2.1 済)</li> <p>第三者割当増資や MSCB に関する記載を充実</p> <li>● 当局や取引所等における執行面の充実・連携強化</li> <li>【金融庁・財務局・監視委・取引所】合同会議の実施(2009.10.21、2010.3.31 済)</li> <p>第三者割当増資等の問題点・対応状況等について意見交換を実施</p> </ul> <p>3. <b>キャッシュアウト</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 株主の権利の不当な制限の有無を取引所が審査。問題事案には、上場廃止を含め、取引所による厳正な措置</li> <li>【東証】規則改正等(2009.8.24 済)</li> <p>株式併合等における上場廃止基準の整備を実施</p> <li>● 第三者割当に伴うキャッシュアウトの予定やその具体的内容の開示</li> <li>【金融庁】開示府令改正(2010.2.1 済)</li> <p>第三者割当に伴うキャッシュアウトの予定、内容の開示を義務づけ</p> </ul> <p>4. <b>グループ企業におけるガバナンス</b></p> <li>【東証】規則改正等(2009.12.30 済)</li> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ コーポレート・ガバナンス原則の尊重について、規則化</li> <li>○ ガバナンスは、企業グループ全体として実現されるべきものである旨を、ガバナンス原則に記載</li> <li>○ 子会社の経営判断について、親会社経営陣の見解と併せて適切に開示</li> </ul> <li>【会社法案】(2013.11 国会提出)</li> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 多重代表訴訟の創設</li> </ul> <p>5. <b>子会社上場のあり方</b></p> <li>【東証】検討のとりまとめを公表(2010.3.31 済)</li> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 支配株主による権限乱用の防止ルールの整備を行うことが適当</li> </ul> <p>6. <b>株式の持合いへの対応</b></p> <li>【金融庁】開示府令改正(2010.3.31 済)</li> <p>提出会社が保有する投資有価証券に区分される株式のうち、政策投資目的の上位30銘柄(2010年3月期は上位10銘柄)または提出会社の資本金1%超に相当する個別銘柄につき、保有目的等を開示</p> <p>(注1) 持ち株会社については、子会社保有分を含む(2011年3月期から)</p> <p>(注2) これまで開示対象でなかった銀行・保険も2010年3月期から段</p>	<p>1. <b>取締役会のあり方</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 取締役会3類型の提示</li> <li>【東証】規則改正等(2009.12.30 済)</li> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ ガバナンス原則の尊重について、規則化</li> <li>○ SG 報告書のモデル3 類型をガバナンス原則の備考として記載</li> <li>○ ガバナンス報告書において、各社のガバナンス体制とその体制を選択する理由について開示</li> </ul> <li>【金融庁】開示府令改正(2009.3.31 済)</li> <p>各社の企業統治体制(社外取締役の有無等)とその体制を採用する理由について開示</p> </ul> <p>2. <b>監査役機能強化</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 監査役監査を支える人材・体制の確保、②独立性の高い社外監査役の選任、③財務・会計的知見を有する監査役の選任等を、上場会社に係る望ましい事項として位置づけ、各上場会社が取組状況を開示</li> <li>【東証】規則改正等(2009.12.30 済)</li> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ ガバナンス原則の尊重について、規則化</li> <li>○ SG 報告書の監査役機能強化に関する諸提言を、ガバナンス原則に記載</li> <li>○ ガバナンス報告書において、監査役機能強化に向けた取組状況について開示</li> </ul> <li>【金融庁】③につき開示府令改正(2010.3.31 済)</li> <p>(①) ②の実態についての説明は既開示項目)</p> </ul> <p>3. <b>社外取締役・監査役の独立性</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 社外取締役・監査役と企業との関係および独立性に関する会社の考え方についての開示を拡充(子会社上のケースについては、別掲)</li> <li>【東証】規則改正等</li> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ ガバナンス報告書において、社外取締役・監査役の会社との関係および当該者の独立性に関する会社の考え方を開示(2009.12.30 済)</li> <li>○ 独立役員(一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役・監査役)を1名以上確保することを規則化(2009.12.30 済)</li> <li>○ 独立役員の果たすべき役割について、検討のとりまとめを公表(2010.3.31 済)</li> <li>○ 独立性の高い社外取締役の確保に関する上場制度の見直し(2013.11.29 パブコメ)。</li> </ul> <li>【金融庁】開示府令改正(2010.3.31 済)</li> <p>社外取締役および社外監査役の機能・役割に関する提出会社の考え方(独立性に関する考え方を含む)等を開示 <li>【会社法案】(2013.11 国会提出)</li> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 監査役会設置会社における社外取締役を置いていない場合の理由の開示</li> <li>○ 社外取締役・社外監査役の要件に関し、親会社出身者の除外、10年の冷却期間の創設</li> </ul> </p></ul> <p>4. <b>監査人の選任議案・報酬の決定権</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 監査人の選任議案・報酬の決定権を監査役の権限とすることについて検討の促進</li> <li>【金融庁】関係当局における検討の促進を要請</li> </ul> <p>5. <b>役員報酬の開示の強化</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 役員報酬の決定方針および報酬の種類別内訳等を開示</li> <li>【金融庁】開示府令改正(2010.3.31 済)</li> <p>役員報酬の決定方針、報酬総額の種類別・役職別内訳および1億円以上の役員個別開示</p> </ul>	<p>1. <b>機関投資家の受託者責任に基づく適切な議決権行使</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 国内機関投資家・主要4協会の議決権行使ポリシーの作成・公表</li> <li>○ ポリシー： <ul style="list-style-type: none"> <li>投信 業界自主ルール制定済(2003.3)</li> <li>信託 協会通達を发出・主要行が公表</li> <li>顧問 業界自主ルール改正済(2009.12)</li> <li>生保 主要社が公表(2009.11)</li> </ul> </li> <li>● 国内機関投資家・主要4協会の議決権行使結果公表</li> <li>○ 行使結果： <ul style="list-style-type: none"> <li>投信 業界自主ルール改正済(2010.3)</li> <li>信託 公表を要請する協会通達を发出</li> <li>顧問 業界自主ルール改正済(2010.1)</li> <li>生保 主要社が行使結果の特色を公表</li> </ul> </li> <li>【金融庁】日本版ステewardシップ・コード公表(2014.2)</li> </ul> <p>2. <b>上場会社による株主総会議案の議決結果の公表</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 各議案の議決結果について賛否の票数の公表</li> <li>【東証】各社に要請(2009.10.29 済)</li> <li>【金融庁】開示府令改正(2010.3.31 済)</li> <p>各議案の議決結果について賛否の票数、賛成割合等を開示(個別役員の選任議案を含む)</p> </ul> <p>3. <b>議決権電子行使プラットフォームの利用促進</b></p> <li>【東証】検討の取りまとめを公表(2010.3.31 済)</li> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 東証およびJICJ は引き続き、プラットフォームの利用促進に努めることが適当</li> <li>○ 現行の企業行動規範では、実質株主の議決権行使環境の向上の観点から明確ではないため、所要の対応を行うことが適当</li> </ul>
		<p>コーポレート・ガバナンスに係る規律づけの手法</p>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 上場会社について、高い水準のコーポレート・ガバナンスを確保することは、取引所の使命</li> <li>【東証】上記のとおり、規則改正等を実施</li> <li>● 市場監視の中でコーポレート・ガバナンスの充実を図っていくべく、開示の充実</li> <li>【金融庁】上記のとおり、内閣府令改正等を実施</li> <li>● 上場会社等のコーポレート・ガバナンスをめぐる法制のあり方については、引き続き幅広く検討を行っていく必要</li> </ul>

注：大阪(現在、東京と統合)、名古屋、福岡、札幌の各取引所も規則改正等を実施

出所：木村祐基「コーポレー

ト・ガバナンスに係る情報開示充実の検証」商事法務1931・1932号(2011)に基づき、その後の動向を加筆

### 3.1.3 コーポレート・ガバナンスに関する開示制度

前述のスタディグループ報告の勧告に基づいて、コーポレート・ガバナンスに関する開示内容の充実を図るため、金融庁は企業内容等の開示に関する内閣府令の改正を行った<sup>7</sup>。本改正の施行は、2010年3月31日である。

本改正の内容は以下の通りである。主要な論点は、有価証券報告書におけるコーポレート・ガバナンスに関する開示の強化と臨時報告書形式による議決権行使結果の開示の二点である。

いずれも、コーポレート・ガバナンス問題のうち、以前より機関投資家を含む株主からの要望が強かった課題に関して、一層の情報開示を要請するものである。また、後者の議決権行使結果の開示については、2009年の金融庁ワーキング・グループ報告書の提言を受けて、規則の開示を行ったものである。

#### <2010年3月の内閣府令改正のポイント>

##### 1. 有価証券報告書等におけるコーポレート・ガバナンスに関連する開示の強化

###### (1) コーポレート・ガバナンス体制

###### ① コーポレート・ガバナンス体制

###### ② 監査の組織・人員・手続き

###### ③ 社外取締役・社外監査役

###### (2) 役員報酬

###### ① 役員区分別・報酬種類の報酬総額

###### ② 個別役員の報酬総額（連結ベース、1億円を超える場合）

###### ③ 報酬額・算定方法に関する決定方針

###### (3) 株主総会における議決権行使結果の開示

##### 2. 株式保有状況

###### (1) 政策保有目的で保有する株式

###### (2) 純投資目的で保有する株式

##### 3. 臨時報告書による議決権行使結果の開示

#### 3.1.3.1 有価証券報告書等におけるコーポレート・ガバナンスに関連する開示の強化

##### 3.1.3.1.1 コーポレート・ガバナンス体制

改正前においても、監査役会設置会社や委員会設置会社のいずれを採用しているか等のコーポレート・ガバナンスに関する事項については、有価証券報告書における記載が義務付けられていた。

今回の改正では、経営体制の実態に関する情報を提供するために、コーポレート・ガバナンス体制の概要、当該体制を採用する理由に関する具体的な理由の開示を義務付ける。コーポレート・ガバナンス体制とは、例えば経営諮問会議等の、会社が任意に設置する委員会その他これに類するものをいう。

<sup>7</sup> 金融庁「改政府令等の概要」(2010年3月)

### 3.1.3.1.2 監査の組織・人員・手続き

改正前においても、内部監査および監査役監査の組織・人員・手続き、および内部監査・監査役監査・会計監査の相互連携については、有価証券報告書における記載が義務付けられていた。

今回の改正では、監査役や監査委員のなかに、財務および会計に関する相当程度の知見を有する者（公認会計士等）が存在する場合には、その内容について開示することを求める。監査機能における財務および会計の知識の必要性は、英国コーポレート・ガバナンス・コード等の諸外国においても要請されていることから、日本の有価証券報告書においても当該事項に関する情報の開示を求めるものである。

### 3.1.3.1.3 社外取締役・社外監査役

改正前においても、社外取締役・社外監査役と会社との間の人的関係・資本的関係・取引関係その他の利害関係については、有価証券報告書における記載が義務付けられていた。

今回の改正では、従来の社外取締役・社外監査役と会社との間の外形的な関係に加えて、実効性の評価につながるような事項についての説明を強化するものである。

具体的な内容は以下の通りである。

第一に、社外取締役・社外監査役の機能・役割、および社外取締役・社外監査役の選任状況についての考え方である。前者の機能・役割には独立性に関する考え方が含まれる。また、後者の選任状況については、会社が目指す社内者と社外者とのバランスや構成等についての考え方を説明するものとされる。

第二に、社外取締役・社外監査役による監督・監査と監査部門（内部監査・監査役監査・会計監査）との相互連携、および内部統制部門との関係に関する説明の強化である。社外取締役・社外監査役とその他の監督機能との連携を促進し、実効性を高めることを目指す。

第三に、社外取締役・社外監査役を選任していない場合には、それに代わる体制および当該体制（社外取締役・社外監査役を選任しない体制）を採用する理由について、有価証券報告書における開示を求める。監督機能の客観性確保のためには社外取締役・社外監査役の存在が重要であることを前提として、社外者が存在しない場合の代替的手段や社外者を選任しないことについての説明を求めるものである。

## 3.1.3.2 役員報酬

### 3.1.3.2.1 役員区分別・報酬種類別の報酬総額

役員報酬について、役員区分別に全体的な報酬総額および種類別総額について開示する。

役員の種類は、①取締役（社外取締役を除く）、②監査役（社外監査役を除く）、③執行役員、④社外役員に分類される。報酬の種類は、①基本報酬、②ストックオプション、③賞与、④退職慰労金に区分される。

米国の委任状説明書（proxy statement）における説明とは異なり、会社による開示のフ

フォーマットは規定されていない。そのため、会社により、社外役員として社外取締役と社外監査役とを合算している場合、社外取締役と社外監査役とを分割している場合等の説明の仕方に工夫がみられる。また、日本では、ストックオプションという用語には、オプション権の付与と現物株式の付与との両方を含んで理解することが一般的である。この点は、米国の委任状説明書のように、ストックオプションとしてオプション権、および現物株式の付与とを区分している分類方法とは異なるため、注意が必要である。

### 3.1.3.2.2 役員報酬総額（連結ベース、1億円以上の場合）

連結ベースで1億円以上の高額報酬を受領している役員に関して、役員ごとの個別の報酬総額、種類別の報酬額について、開示が義務付けられる。

日本は、米国企業と比べると、後述のように役員報酬の金額は相対的に低く、コーポレート・ガバナンスの観点からの個別役員ごとの報酬額の開示には懐疑的な意見が多かった。そのため、1億円という基準を設けて、これ以上の報酬を受領している場合には、コーポレート・ガバナンス上重要な情報であるとして開示を義務付けるものである。

### 3.1.3.2.3 報酬額・算定方法に関する決定方針

役員報酬に関しては、具体的な支給金額も重要な要素であるが、コーポレート・ガバナンスの観点からは報酬の支給方法や算定方法等の報酬問題に対する会社の考え方が重要である。機関投資家を含む株主の多くは、誰にいくら払ったのかという問題（この問題は大衆の好奇心の的になる場合もある）よりも、支払われる報酬が業績に連動したものであるかという問題に対して、一層関心が高い。そのためには、役員報酬問題に関して、株主の予見可能性を確保することが必要である。今回の改正により、報酬に関する方針の策定が促進されることが期待される。

### 3.1.3.3 株主総会の議決権行使結果の開示

コーポレート・ガバナンス向上の観点からは、株主による議決権行使が重要な要素の一つである。そのため、上場会社に対して、株主総会における議案に関する決議の結果を開示するために、臨時報告書を提出することが義務付けられる。

具体的には、以下の内容が開示される。

- ① 株主総会の開催年月日
- ② 決議事項の内容
- ③ 決議事項に関する賛成・反対・棄権に係る議決権数、当該決議事項の可決要件、決議結果
- ④ ③の議決権数に株主総会に出席した株主の議決権数の一部を算入しなかった場合、その理由（前日行使分・当日出席の大株主分の集計により可決要件を満たし、会社法上適法に決議が成立した等の場合）。

また、取締役と監査役の選任議案に関しては、個別の候補者ごとに得票数を開示することが求められる。

### 3.1.3.4 株式保有状況

#### 3.1.3.4.1 政策保有目的で保有する株式

前述のように、日本のコーポレート・ガバナンス上の問題として、株式の持合いの問題がある。過去には、メインバンク制度の一環として、銀行等による事業会社の株式保有に対して批判が高かった。ところが、近年では、友好的株主を確保するために、取引関係等のある事業会社間における株式の相互保有が増加している。

政策保有目的で保有する株式とは、投資有価証券に区分される（投資株式）のうち、純投資目的以外の目的で保有する株式のことである。改正府令においては、このような株式について、銘柄数、貸借対照表における計上額の合計を開示することが義務付けられる。

また、政策保有目的で議決権を有する上場株式を保有している場合には、貸借対照表計上額が資本金額の1%を超える銘柄の株式数、貸借対照表計上額、具体的な保有目的について開示しなければならない。また、資本金額の1%を超える銘柄が30社未満の場合には、貸借対照表計上額の上位30銘柄について、株式数、貸借対照表計上額、具体的な保有目的についての開示が求められる。

#### 3.1.3.4.2 純投資目的で保有する株式

効率的な株主資本の活用という観点からは、純投資目的で保有する株式についても、透明性が必要である。

投資目的で保有する株式に関しては、上場株式・非上場株式とに区分し、貸借対照表計上額、受取配当額、売却損益、評価損益を開示することが義務付けられる。

また、株式保有の目的が、純投資目的と政策保有目的との間で変更された場合には、それぞれの場合を区分して、銘柄、株式数、貸借対照表計上額についての開示が求められる。

## 3.2 日本企業のコーポレート・ガバナンスの取組み

### 3.2.1 株主総会

#### 3.2.1.1 コーポレート・ガバナンスに関連する株主の権利

日本の会社法における主要な株主の権利は図表12の通りである。コーポレート・ガバナンス上の重要な権利である議決権については、一株一議決権（one share one vote）の原則が適用される。

また、後述するように、日本では個人株主による株主提案が大変多い。株主提案権については、権利行使前6か月間に総株主の議決権の1%以上または300個以上を保有する株主は、株主総会の8週間前までに書面または電磁的方法により、株主総会の目的および議案の提出を行うことができる。

図表 12 会社法上の株主の権利

	議決権の要件	保有期間の要件	例（会社法条文）
自益権	-	-	剰余金配当請求権（461）、残余財産分配請求権（504）
共益権	-	-	株主総会議決権（308）、書面質問権（314）、株主総会決議取消請求権（381）、設立無効等の訴権（828Ⅱ）、累積投票請求権（342）、募集株式発行差止権（210等）
	-	行使前6ヶ月	代表訴訟提起権（847）、取締役・執行役の違法行為差止請求権（360・422）
	総株主の議決権の1%以上または300個以上	行使前6ヶ月	株主提案権（303・305）
	総株主の議決権の1%以上	行使前6ヶ月	総会検査役選任請求権（306）
	総株主の議決権の3%以上または発行済株式総数の3%以上	-	帳簿閲覧権（433）、検査役選任請求権（358）
	総株主の議決権の3%以上	-	取締役等の責任軽減への異議権（426Ⅴ）
	総株主の議決権の3%以上または発行済株式総数の3%以上	行使前6ヶ月	取締役等の解任請求権（854・479）
	総株主の議決権の3%以上	行使前6ヶ月	総会招集権（297）、
	総株主の議決権の10%以上または発行済株式総数の10%以上	-	会社解散請求権（833）
法務省令（規則197等）	-	簡易合併等の反対権（796Ⅳ等）	

- 1 発行済株式総数は自己株式を除く
- 2 公開会社以外の会社では、6ヶ月要件はない
- 3 全ての会社において、定款で要件を緩和できる

（参考資料：神田秀樹「会社法（第8版）」弘文堂117頁）

### 3.2.1.2 株主総会の決議事項

株主総会の決議事項に関しては、会社法295条に定めがある。日本の株主総会の決議事項は比較的広く、取締役会設置会社以外では、組織、運営、管理その他の株式会社に関する一切の事項を決定することが可能である。また、法律上株主総会の決議が義務付けられている事項（株主総会の法定決議事項）については、取締役会にその権限を委譲することはできない。

また、会社法上の公開会社は取締役会の設置が義務付けられており、上場会社もこれに含まれる。このような取締役会設置会社の場合には、所有と経営の分離の観点から、株主総会では会社法および定款で定めた事項に限定される。会社法上、以下の5項目については、株主総会で決定することとされる。

- ① 会社の基礎的変更に関する事項（定款変更、合併・分割、解散等）
- ② 機関等の選任・解任に関する事項（取締役、監査役、会計参与、会計監査人等）
- ③ 計算に関する事項（計算書類の承認等）
- ④ 株主の重要な利益に関する事項（剰余金の処分・損失の処理、新株・新株予約権の有利発行等）
- ⑤ 取締役等の専横の危険のある事項（取締役等の報酬の決定、事後設立等）

### 3.2.1.3 株主総会の議案

東証一部上場会社（3月決算）を対象とした調査（図表13）によれば、2013年6月の株主総会においては、1社当たり平均3.4議案が提出された。報告事項だけで、議案が提出されない会社も1社あった。

一般的に合併等の再構築関連議案が含まれる場合には議案数が増加する傾向にある。2012年ごろから、合併等が行われる場合の取締役・監査役選任議案については、合併前の取締役や監査役と、合併後の取締役や監査役とを、それぞれ議案を分割して提案する会社が増加している。合併等が行われる会社では、取締役や監査役の人数が一時的に増加したり、社外者の構成が変化したりする場合もある。他方、取締役や監査役の選任議案は、コーポレート・ガバナンス上重要な問題であり、多くの機関投資家は詳しく検討する。そのため、会社の中には、より詳細な説明とともに議案を提出し、株主の賛同を得ることを目指そうと努めているところも増えている。

日本では、公開会社の取締役の任期は原則2年であり、定款で1年に短縮することが認められている（例外的に、委員会設置会社の取締役の任期は1年）。しかしながら、後述のように（図表14）、取締役の任期を短縮する会社は増加していることから、取締役選任議案は、2013年には1337社中1250社（93.5%）において提案されている。

監査役に関しては、安定した立場で実効的な監督の役割を果たすという理由から、その任期は4年と定められている。2013年は、監査役選任議案が2012年の949議案（候補者2003名）から718議案（候補者1123名）に減少している。これは、2011年と2012年に監査役の改選期を迎える会社が多かったことを反映している。このような場合には、機関投資家の議決権行使の負担はより高まる。機関投資家の多くは役員選任議案については各候補者に対して賛否の投票を行い（実務上は、役員選任議案を候補者番号毎に「子議案」として対応する）、さらに会社法上設置が義務付けられている社外監査役の選任に対しては、とくに厳しい精査を行う機関投資家が多いためである。

また、買収防衛策の導入、更新に関連する議案は、2012年の78議案から2013年は135議案に増加している。買収防衛策の期限は3年程度とする会社が多いことから、来年も同様に多くの買収防衛策関連議案が提出されることが予想される。

図表 13 株主総会に提出された議案

	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	961	957	952	928	930	1010	1036	1321
取締役選任	1250	1202	1232	1185	1256	1206	1279	1161
監査役選任	718	949	988	640	753	1021	1044	640
定款一部変更	392	326	284	278	1365	459	546	1404
退職慰労金支給	185	252	293	269	417	563	748	799
役員報酬額改定	108	149	123	127	132	210	392	450
新株予約権発行	46	48	65	81	90	103	106	217
会計監査人選任	11	8	29	19	40	39	284	85
再構築関連	29	25	16	22	26	25	26	34
その他会社提案	41	32	31	19	30	35	53	52
株主提案	99	111	86	85	60	74	74	49
役員賞与支給	170	187	218	197	172	322	503	35
補欠監査役選任	358	352	342	355	313	325	302	333
自己株式取得	7	5	6	9	10	11	11	18
買収防衛策導入	135	78	140	130	99	156	172	64
平均議案数	3.4	3.5	3.6	3.3	4.2	4.1	4.8	4.9

注1：東証一部上場会社（3月決算）を対象

注2：上記は会社数ではなく、議案の個数を集計

### 3.2.1.4 定款変更

日本の会社法は、2005年の新会社法において定款自治の原則が強化された。そのため、定款に規定を定めることにより、会社の実情に適合した経営体制を採用することができる。そのため、日本の株主総会においては、定款変更議案を提出する会社が多い。その半面で、このアプローチの強化により、取締役の権限が強化されることにもつながる。そのため、取締役に対する株主のモニタリングの必要性が高まり、株主総会においては取締役選任議案の重要性が増している。

図表 14 は、株主総会に提案された定款変更議案のうち、コーポレート・ガバナンスに関連し、機関投資家の関心が高い項目についてまとめたものである。

#### 3.2.1.4.1 定款変更議案の分割

定款変更議案は、2013年は392議案が提出され、このうち7社は内容により議案を分割して、それぞれ別個の議案として提出している。かつては複数の内容を含む定款変更であっても一議案で提案する会社がほとんどであった。ところが、2005年6月の株主総会において、定款一部変更議案が否決され、制定直後の会社法対応に伴う定款の形式的変更までも困難になった事例があった。例えば、2005年6月総会ではファナック、横河電機、東京



エレクトロニクスにおいて、2006年6月総会では任天堂、2007年6月総会では富士フィルムホールディングスにおいて、定款変更議案が否決された。これらは外国人株主比率が高く、業績や事業面でもグローバルな評価を受けている企業であり、上場会社の多くが衝撃を受けた。これらの事例から、上場会社の多くは、議案が否決されるリスクへの意識が高まった。そのため、会社法対応等の形式的変更と買収防衛策導入等の実質的変更とがそれぞれ必要な場合には、内容ごとに議案を分けて、複数の議案として提出する企業が増加した。

#### 3.2.1.4.2 発行可能株式総数（授権株式）の拡大

発行可能株式総数の拡大については、多くの機関投資家は、個別ケースごとに資金需要の状況、買収防衛策を導入している場合にはその適否を考慮して判断する。敵対的買収防衛が話題となった2005年6月には、買収防衛策というスキームの導入ではなく、発行可能株式総数の拡大や取締役の解任決議要件の厳格化等の手当てによって敵対的買収防衛の効果を狙った事例が少なくなかった。実際、2005年6月には154社が発行可能株式総数の拡大を提案した。このような動きに対しては、国内外の機関投資家を中心に否定的な判断が少なくなき、議案が否決されたケースも散見された。そのため、その後は買収防衛策の目的での発行可能株式総数の拡大は減少し、資金需要が必要な場合にこのような提案を行う会社を中心となった。

#### 3.2.1.4.3 取締役の任期

前述のように、監査役会設置会社においては、取締役の任期は原則2年である。但し、定款により1年に短縮することが可能である。コーポレート・ガバナンスの観点からは、取締役が毎年改選されることは、株主の監視が効きやすいとして評価することもできる。2005年以降でも東証1部上場会社（3月決算）のうち438社（32.8%）が取締役任期の短縮に関する定款変更議案を提出している。2005年以前も含めると、相当程度の会社において、取締役の任期が1年に短縮されていると推測できる。

取締役の任期の短縮化が進んだ一因として、2005年の会社法において、取締役の任期を1年に短縮した会社では、定款を変更することにより剰余金処分の決定を取締役会決議で行うことが出来るようになったことがある（会社法459条）。そのため、会社法施行直後の2006年6月には167社が取締役の任期を短縮し、そのうち半数以上の87社が取締役会で剰余金処分を決定できるように定款を変更した。また、同様に、会社法施行直後の2006年には320社が取締役会による剰余金処分の決定を行えるような定款変更を行い、このうち240社においては会社法460条に基づいて株主総会の権限を排除した（定款のなかに「株主総会ではなく、取締役会で決定する」旨を明記）。しかしながら、剰余金処分権限を取締役会に委譲することに対しては、企業の資本政策や財務戦略に不満を持つ投資家を中心に批判が高く、議決権行使で反対する投資家が多かったため、2007年以降はそのような提案を行

う会社は激減した。

むしろ、最近では、買収防衛策の導入を予定している会社において、株主の監視機能を確保してその理解を得やすくするために、取締役の任期を1年に短縮する傾向がある（詳細は後述）。

図表 14 株主総会に提出された定款変更議案

	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	10社	6社	3社	20社	12社	42社	26社	-
発行可能株式総数 拡大	10社	7社	10社	7社	20社	23社	32社	99社	154社
減少	1社	3社	4社	3社	1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	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	53社	8社
取締役員数枠の変更									
減少	14社	21社	21社	13社	25社	42社	52社	255社	222社
増加	16社	20社	9社	9社	14社	-	-	-	-
役員等の責任免除									
取締役・監査役の責任免除	74社	54社	16社	60社	44社	55社	62社	676社	50社
対象に社内役員を含む	7社	15社	12社	12社	11社	18社	18社	227社	
対象は社外者のみ	67社	39社	4社	47社	34社	37社	44社	449社	
会計監査人の責任免除	1社	0社	0社	1社	0社	0社	11社	136社	
取締役会決議で剰余金処分決定 (うち) 株主総会の権限を排除	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	3社	0社	2社	12社	23社	63社	55社	-	-
廃止	0社	1社	0社	0社	1社	1社			

注：東証一部上場会社（3月決算）を対象

### 3.2.1.5 株主提案

#### 3.2.1.5.1 特定企業における多数の株主提案

前述のように、日本では一定の要件（権利行使前6か月間に総株主の議決権の1%以上または300個以上を保有）を満たせば、比較的容易に株主提案を行うことができる。株主提案の内容が株主総会の議案として適切ではない場合や、前年に同じ株主提案が10未満の賛同しか得られなかった場合等の場合を除き、会社が株主提案を拒絶することはできない。そのため、日本では、個人株主（単独、グループの両方がある）による株主提案が多い。その多くは、会社の現経営陣に対して個人的不満を持つ株主、労働組合（最近では減少）、原子力発電所に反対する環境団体等である。

日本の株主提案の特徴として、特定の企業において複数の議案が提出されている。2013年6月には、株主提案は16社において99議案が提案されている（図表15）。最近の動向として、同一株主が複数の株主提案を提出する傾向が強まっている。例えば、東芝においては、個人株主1名から計60個の議案が提出され、そのうち、白票（賛否の意思表示のない議決権行使）を無効として扱うべきとする内容の1議案のみを採用している。この点に

ついて、同社の招集通知によれば、「基本的に株主総会に付議するものとしては不適切な提案であり株主権の濫用に該当すると考えておりますが、これらのうち過去の株主総会において一定数の賛成が得られた議案と同一である本議案のみを、念のため、本総会にお諮りする」と説明している。また、HOYA においては、特定の株主が継続的に多数の株主提案を提案し、過去の総会で会社がすべての株主提案を議案として採用しなかったとして、株主総会決議取消訴訟が提起された。このように、株主の権利行使が活発化してきたことで、会社側がその対応に苦慮している実態がうかがえる。

### 3.2.1.5.2 原子力発電に関する株主提案

2011年の東日本大震災に伴う東京電力福島第一原子力発電所事故が発生して以降、今後の原子力発電の在り方が株主総会においても大きな論争となっている。そのため、電力会社においては、東京電力（15議案）、中部電力（7議案）、関西電力（29議案）、中国電力（6議案）、東北電力（3議案）、四国電力（3議案）、九州電力（7議案）、北海道電力（2議案）の株主提案が提案されている。これらの株主提案は、提案者は異なるものの内容はほぼ同一である場合もあり（例えば関西電力の第28号議案と第31号議案等。図表15）、また、一民間企業である電力会社の株主としての判断の範疇を超えた国家のエネルギー戦略に関する問題とも関連しているケースもある（原子力発電所の廃止等。図表15）。特に、海外投資家からは、一つの会社での株主提案数が多く、内容が類似していることから、議決権行使に際して判断に悩むという意見も多い。

### 3.2.1.5.3 株主提案に対する機関投資家の考え方

機関投資家の多くは、株主提案に対しては、長期的に株主共同の利益に寄与する提案であるかの観点から判断を行う。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」によれば、「株主提案については、株式の長期的な価値の向上につながるかどうかの観点から精査し、個別に判断するものとする。ただし、一部株主の利益のみを追求する可能性があるものについては、原則として反対する。」と定める。また、企業年金連合会「株主議決権行使基準」は、「原則として個別に検討することとするが、当該株主提案が長期的に株主価値の増大に寄与するものとなっているかどうかを基本的な判断基準とする。ただし、専ら特定の社会的、政治的問題を解決する手段として利用されていると認められる場合には、肯定的な判断をすることはできない。」と定める。このような資金スポンサーの考え方に基づいて、運用受託機関である投資顧問会社や信託銀行の多くも同様の基準を設けて対応している。

このような背景から、機関投資家は、株主提案に対して以下のように賛成、反対の判断を行う。機関投資家や外国人投資家の多くは自身が資金スポンサーに対して説明責任を負う立場にあることから、株主提案者が誰であるかにかかわらず、その議案内容に基づいてのみ判断を行うことが多い。

① 機関投資家が賛成の判断を行うことが多い株主提案

- ・報酬の個別開示
- ・株主提案の字数制限の撤廃
- ・白票（賛否の意思表示のない議決権行使）の取扱い
- ・その他情報開示、透明性、コーポレート・ガバナンスの向上につながる提案

② 機関投資家が反対の判断を行うことが多い株主提案

- ・特定の利害関係者の利益につながる提案
- ・政治的信条に基づく提案
- ・特定の事案に関連する提案
- ・エネルギー問題等の政府方針等の影響を受ける提案

また、日本では、証券取引所の要請により、単元株式数が100株に統一されつつある。そうすると、現在1単元を1000株としている会社（東京証券取引所ウェブサイトによれば、2013年5月末時点で東京証券取引所上場2303社中859社（37.2%）が該当）においては、単元が小さくなることから、株主提案の要件が実質的に緩和されることとなる。そのため、将来的には、株主提案がより容易に行われるようになると予想される。

図表 15 2013年株主総会における株主提案

会社名	議案番号	内容	詳細	賛成率 (%)
日本たばこ産業 (2914)	4	剰余金処分	1株120円の配当	20
	5	自己株式取得	100万株、3500億円の自己株式取得	22
	6	定款一部変更	自己株式の消却	23
	7	その他	自己株式の消却	-
王子ホールディングス (3861)	4	取締役解任	中国事業の失敗を理由に取締役2名の解任（対象2名とも今回退任）	7.34
三井金属鉱業 (5706)	5	取締役解任	カドミウム汚染を理由に取締役1名の解任	7.91
	6	剰余金処分	純利益をすべて配当	1.35
東芝 (6502)	2	定款一部変更	賛否の記載のない議決権行使書の無効としての取扱い	18.24
HOYA (7741)	2	定款一部変更	取締役と執行役の報酬個別開示	39.55
	3	定款一部変更	株主提案の議案説明文字数の1000字への増加	6.36
	4	定款一部変更	白票を会社提案については賛成、株主提案については反対とすることの禁止	41.89
	5	定款一部変更	執行役を交えない経営会議開催義務	2.95
	6	定款一部変更	取締役会議長と最高経営責任者の分離	27.04
	7	定款一部変更	監査委員会における告発窓口の設置	4.98
	8	定款一部変更	取締役会のためのリーガル・カウンシルの設立	3.44
	9	定款一部変更	委員会の執行役の承認を受けることなく使用できる予算枠の設置	3.73
	10	取締役選任	取締役1名選任	2.68
	みずほフィナンシャルグループ (8411)	6	定款一部変更	役員報酬の最高額を3000万円とする
7		定款一部変更	鉄道事業者への電車内防犯カメラ設置の提案融資	8
8		定款一部変更	政策保有株式の議決権行使	28
9		定款一部変更	役員研修の方針と実績の開示	31

<金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー DP2014-5 (2014年7月)>

	10	定款一部変更	内部留保についての株主総会決議	9
	11	定款一部変更	投資先または融資先企業での株主総会決議取消訴訟等の開示要請	9
	12	定款一部変更	役員報酬の個別開示	27
	13	定款一部変更	IPO時の評価書開示	9
	14	定款一部変更	投資家セミナーの開催	8
大東銀行 (8563)	3	定款一部変更	優先株式の発行	9.41
	4	定款一部変更	社外者2名以上を常勤取締役として選任	9.69
	5	退職慰労金支給	過去退任役員に対する役員退職慰労金の支給	8.82
東日本旅客鉄道 (9020)	5	定款一部変更	株主総会の権限の定款による拡張(東日本大震災関連)	7
	6	その他	復興計画策定委員会設置	7
	7	定款一部変更	株主総会の権限の定款による拡張(コンプライアンス)(信濃川発電所違法取水問題)	8
	8	その他	コンプライアンス監視特別委員会の設置(信濃川発電所違法取水問題)	8
	9	定款一部変更	取締役の報酬の株主への個別開示	34
	10	定款一部変更	3名以上の社外取締役選任義務付け	27
	11	取締役解任	取締役5名解任	7
	12	役員報酬額改定	役員報酬の20%減額	7
	13	剰余金処分	東日本大震災災害復興事業赤字対策積立金600億円、地方ローカル総合積立金200億円	7
東京電力 (9501)	2	定款一部変更	事業目的の追加(福島第一原発事故)	3.26
	3	定款一部変更	本店移転	3.22
	4	取締役選任	取締役1名選任	取下げ
	5	その他	会計監査人解任	3.05
	6	定款一部変更	会計監査人の総会出席、意見陳述	3.11
	7	定款一部変更	経営の透明性の確保(提案者東京都)	5.24
	8	定款一部変更	福島第二原発の廃止	3.19
	9	定款一部変更	柏崎刈谷原発の廃止	3.06
	10	定款一部変更	原子力発電所廃炉本部の新設	3.17
	11	定款一部変更	発電部門の独立会社化	3.08
	12	定款一部変更	福島第一原発事故の製造者責任に関する調査	3.16
	13	定款一部変更	報酬等の個別開示	6.15
	14	定款一部変更	取締役・執行役の報酬等の減額	3.31
	15	定款一部変更	社員給与と企業年金の削減	3.26
	16	定款一部変更	株主総会の公開	3.30
	中部電力 (9502)	3	定款一部変更	経営戦略の転換(原発撤退)
4		定款一部変更	原発撤退	6.3
5		定款一部変更	日本原電・日本原燃への出資、債務保証の制限	6.4
6		定款一部変更	寄付金、協力金、補償金に関する情報公開	7.2
7		定款一部変更	原子力発電施設廃止措置委員会の設置	6.3
8		定款一部変更	プルトニウムの生産、使用、売却の禁止と保管管理	6.2
9		定款一部変更	浜岡原発の廃炉	6.3
関西電力 (9503)	3	定款一部変更	火力燃料の削減	3.3
	4	定款一部変更	社会的責任の明記(原発撤退)	16.7
	5	定款一部変更	CSRに基づく運営(原発撤退)	17.4
	6	定款一部変更	株主総会の透明化(原発撤退)	18.6
	7	定款一部変更	取締役員数12名(原発撤退)	0.8
	8	定款一部変更	監査役員数6名、全員を環境保護NGO出身者	3.3
	9	定款一部変更	CSRに基づく事業運営	17.6
	10	定款一部変更	CSRに基づく事業運営	3.5
	11	定款一部変更	CSRに基づく事業運営	3.2
	12	定款一部変更	CSRに基づく事業運営	3.3
	13	取締役解任	取締役1名解任	3.4

	14	定款一部変更	大飯原発停止	16.9
	15	定款一部変更	被ばくの回避	17.4
	16	定款一部変更	報酬の個別開示	20.1
	17	定款一部変更	原発の再稼働停止	16.6
	18	定款一部変更	再処理禁止	16.7
	19	定款一部変更	日本原電・日本原燃への出資、債務保証の禁止	16.7
	20	定款一部変更	経営の透明性の確保	33.1
	21	定款一部変更	取締役の報酬の個別開示（提案者大阪市・京都市）	29.1
	22	定款一部変更	取締役の責任免除（提案者大阪市他）	40.6
	23	定款一部変更	代替電源の確保（提案者大阪市・京都市）	17.3
	24	定款一部変更	事業形態の革新（提案者大阪市・京都市）	17.2
	25	定款一部変更	電力需要の抑制と新たなサービスの展開（提案者大阪市・京都市）	26.4
	26	定款一部変更	再就職受入れの制限（提案者大阪市）	16.7
	27	定款一部変更	取締役員数 10 名（提案者大阪市）	14.2
	28	定款一部変更	脱原発と安全性の確保（提案者大阪市）	16.5
	29	定款一部変更	安全文化の醸成（提案者大阪市）	17.4
	30	取締役選任	取締役 1 名選任	26.4
	31	定款一部変更	脱原発依存と安全性の確保（提案者京都市）	21.6
中国電力 (9504)	4	定款一部変更	原子力発電所の運転停止および新增設の禁止	9.15
	5	定款一部変更	原子力発電所廃炉事業	9.12
	6	定款一部変更	広告費、協力金、寄付金などの支出禁止	9.27
	7	定款一部変更	原子力防災協定の締結	9.23
	8	定款一部変更	原子力損害訴訟契約の締結	9.07
	9	定款一部変更	再生・自然エネルギーの促進	9.28
東北電力 (9506)	5	定款一部変更	女川原子力発電所の廃止	6.71
	6	定款一部変更	東通原子力発電所の廃止	6.79
	7	定款一部変更	送電線の全国一本化	7.91
四国電力 (9507)	4	定款一部変更	倫理綱領の追加	6
	5	定款一部変更	環境エネルギーの開発・促進	6.4
	6	定款一部変更	原子力発電の再稼働停止並びに廃炉に向けての検討委員会の設置	6
九州電力 (9508)	5	定款一部変更	取締役、監査役員の員数・報酬の削減、相談役・顧問の廃止	6.74
	6	定款一部変更	六ヶ所村再処理事業、プロサーマル発電事業からの撤退	6.19
	7	定款一部変更	廃炉準備委員会の設置	6.22
	8	定款一部変更	福島原発事故被災者支援組織の設置	5.86
	9	定款一部変更	石炭ガス化複合発電の推進	6.13
	10	定款一部変更	川内原子力発電所に関する宣言	5.96
	11	取締役選任	社外取締役 1 名選任	5.66
北海道電力 (9509)	3	定款一部変更	原子力発電からの撤退	6
	4	定款一部変更	役員報酬の個別開示	15

注:東証1部上場会社(3月決算)を対象

### 3.2.2 取締役および監査役

東証1部上場会社1337社(3月決算)のうち、監査役会設置会社は1300社(97.2%)、委員会設置会社は37社(2.8%)である(図表16)。委員会設置会社の数は2010年以降ほぼ横ばいであり、2013年6月総会での新たな委員会設置会社への移行はマネックスグループ1社であった。

図表 16 取締役、監査役の状況

	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
<b>東証1部上場全社(社)</b>	<b>1337社</b>	<b>1326社</b>	<b>1329社</b>	<b>1330社</b>	<b>1359社</b>	<b>1368社</b>	<b>1381社</b>	<b>1366社</b>	<b>1348社</b>
平均取締役数(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
平均社外取締役数(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(名)	5社	5社	10社	13社	13社	17社	21社	24社	41社
<b>監査役会設置会社(社)</b>	<b>1300社</b>	<b>1290社</b>	<b>1292社</b>	<b>1294社</b>	<b>1315社</b>	<b>1323社</b>	<b>1333社</b>	<b>1322社</b>	<b>1303社</b>
平均取締役数(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
平均社外取締役数(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(社)	472社	574社	633社	678社	716社	737社	774社	811社	819社
うち平均取締役数(名)	8.2名	8.3名	8.6名	8.8名	8.9名	9.3名	9.5名	9.7名	9.9名
社外取締役を設置している会 社数(社)	828社	716社	659社	616社	599社	586社	559社	511社	484社
うち平均取締役数(名)	9.3名	9.4名	9.5名	9.7名	9.7名	10.0名	10.3名	10.3名	10.5名
うち平均社外取締役数(名)	1.8名	1.8名	1.8名	1.8名	1.8名	1.8名	1.8名	1.7名	1.7名
<b>委員会設置会社(社)</b>	<b>37社</b>	<b>36社</b>	<b>37社</b>	<b>36社</b>	<b>44社</b>	<b>46社</b>	<b>48社</b>	<b>44社</b>	<b>45社</b>
平均取締役数(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
平均社外取締役数(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

注:東証1部上場会社(3月決算)を対象

委員会設置会社を選択している会社の特徴として、事業環境がグローバル化していること、株主構成において外国人投資家や主要株主の存在することを理由として、国際的なハーモナイゼーションを目指している会社が多い。また、不祥事や社会問題等を契機に、透明性やアカウンタビリティの必要性を強く認識するようになり、経営と監督がより分離している委員会設置会社制度を選択した会社もある。

図表 17 委員会設置会社

東芝、日立製作所、日本取引所グループ、ソニー、オリックス、日本精工、三菱電機、大和証券グループ本社、エーザイ、コニカミノルタ、野村ホールディングス、フィデアホールディングス、東京電力、LIXILグループ、日立建機、りそなホールディングス、マネックスグループ、みらかホールディングス、エステー、フジシールインターナショナル、福井銀行、日立化成、日本板硝子、日立金属、大京、栄研化学、日立メディコ、HOYA、十八銀行、いちよし証券、カブドットコム証券、日立物流、日立電線、日立ハイテクノロジーズ、日立キャピタル、日立国際電気、黒田電気

注1:2013年末時点

注2:東証1部上場会社(3月決算)を対象

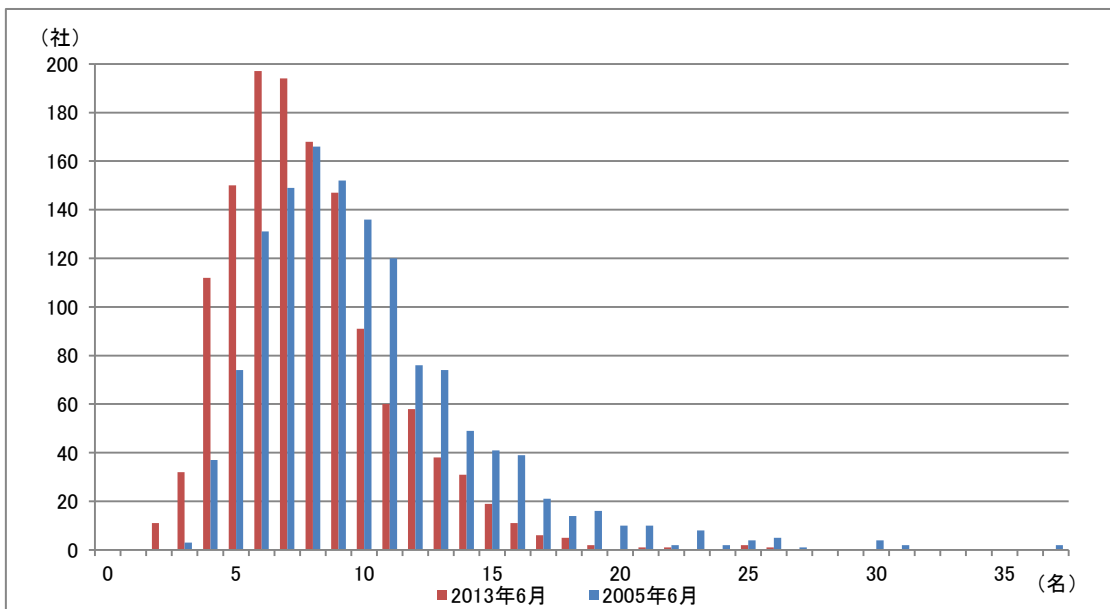
### 3.2.2.1 取締役会の構成

日本のコーポレート・ガバナンスの特徴として、取締役会の機能が監督よりも業務執行に重点が置かれていたことから、取締役の人数が数十人規模の会社も少なくなかった。また、日本の企業文化として、取締役の多くは従業員出身者であり、新入社員として会社に

入社した従業員の多くは取締役就任することが目標であるという意識があった。

ところが、機関投資家の議決権行使においては、規模が過大な取締役会の実効性を問題視する内容の基準<sup>8</sup>等が策定された。そのため、このような資金スポンサーの考えを背景に、例えば20名を一定の基準として、それを超える場合には取締役会の規模が過大であると否定的に判断する機関投資家も少なくない。このような株主の考えを反映して、取締役や取締役会に対する日本企業の文化も変わってきた。多くの会社では、執行役員制度の導入等のコーポレート・ガバナンス改革が進み、取締役の人数が減少し、取締役会の監督機能と実効性の確保に努めている。図表18によれば、2005年と2013年とを比較すると、日本企業の取締役会の効率化が進みつつあることが示される。

図表18 取締役の人数分布



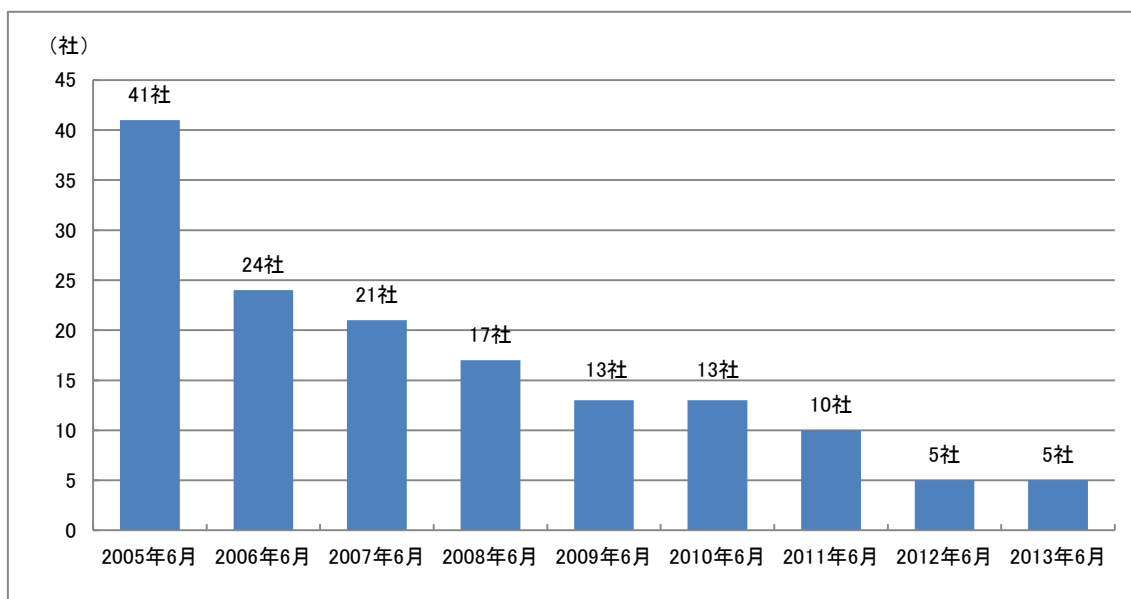
注：東証1部上場会社（3月決算）を対象

多くの機関投資家が基準化している20名超の取締役が存在する会社は、2005年6月には41社であったが、2012年6月以降は5社にまで減少した（図表19）。また、取締役の1社当たりの平均人数は、2005年6月は10.1名であったが、2012年6月には9.0名にまで減少し、効率化が進んでいる（図表16）。全体的に取締役会の人数が小規模化するとともに、20名を超える規模の会社は相当数減少した。

<sup>8</sup> 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」によれば、「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」と定める。



図表 19 取締役が 20 名超の会社



注 1：東証 1 部上場会社（3 月決算）を対象

注 2：2012 年 6 月以降、取締役 20 名超の会社と人数は以下の 5 社である。ニプロ（27）、東レ（26）、凸版印刷（26）、信越化学工業（23）、角川グループホールディングス（22）

他方、2011 年までは取締役の員数を減少させる会社が多かったが、2012 年以降は員数を増加させる会社が散見される（2013 年 6 月は 16 社。図表 14）。これは、過去においてはコーポレート・ガバナンスの観点から機動的な取締役会運営を目指して取締役数を減少させる会社が多かったことの反動として、業務拡大や事業部門の再整備に伴って一定規模の取締役数の確保が改めて必要となった場合や、社外取締役を採用するために員数を増加させる必要が生じた場合等が含まれる。ただし、取締役数の増員については、否定的に判断する機関投資家<sup>9</sup>もいることから、会社はその理由を詳細に説明しなければならない。

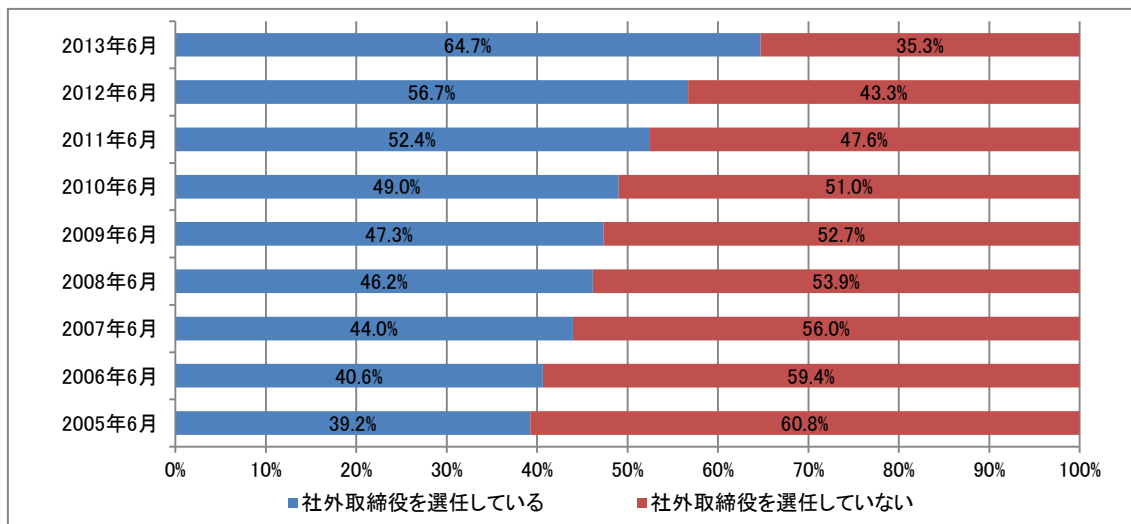
### 3.2.2.2 社外取締役の選任

2014 年 1 月時点で国会に提出されている会社法案によれば、監査役会設置会社（大会社かつ公開会社である場合）が社外取締役を設置していない場合には、取締役は、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」を説明しなければならないものとされている（改正後会社法 327 条の 2）。また、法務省法制審議会により「金融商品取引所の規則において、上場会社は取締役である独立役員を一人以上確保するよう努める旨の規律を設ける必要がある。」との附帯決議がなされている。そのため、東京証券取引所では、独立性の高い社外取締役を 1 名以上確保することを要請することとした。

<sup>9</sup> 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」によれば、「社外取締役を除く取締役の減員については肯定的に判断するが、増員については、その増員の理由について明確かつ合理的な説明がなされない限り、原則として反対する」と定めている。

このような会社法および上場規則の改正を見越して、社外取締役を新たに採用することを検討する会社が増加している。図表 20 によれば、東証 1 部上場会社のうち 3 月期決算の会社については、2013 年 6 月時点で 64.7%の会社が社外取締役を採用している。社外取締役を採用する会社の比率は、2005 年以降毎年増加し続け、2011 年には 52.4%と過半数を超え、2013 年には前年比で 8%も採用比率が増加している。

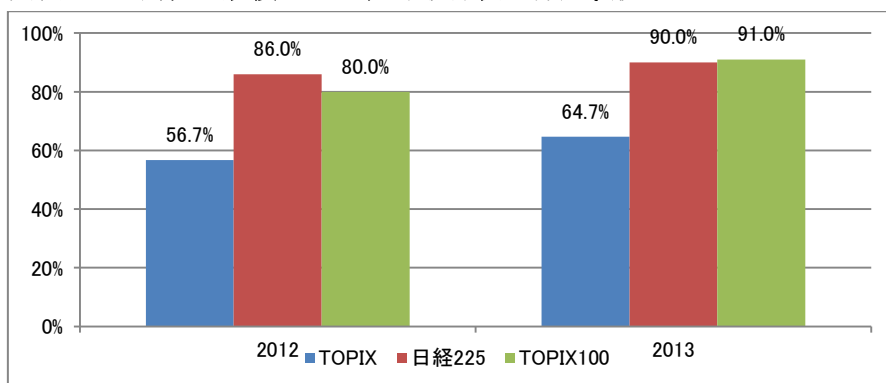
図表 20 社外取締役を選任している会社



注：東証 1 部上場会社（3 月決算）を対象

また、図表 21 によれば、会社の規模が大きい会社において社外取締役を採用している会社の比率が増加する傾向にある。グローバルに事業を行う会社や、国内外の機関投資家の比率が高い会社等が多いことが背景にあると考えられる。

図表 21 会社の規模による社外取締役の採用状況



注 1：TOPIX：東証 1 部上場会社（3 月決算）を対象（2012 年 1326 社、2013 年 1337 社）

注 2：日経 225：日経平均株価指数に採用されている 225 社

注 3：TOPIX100：東証 1 部上場会社のうち、時価総額上位 100 社

### 3.2.2.3 社外取締役および社外監査役の独立性

図表 22 は、2013 年 6 月総会における社外取締役候補者（1500 人）および社外監査役候補者（690 人）を対象として、属性や出身母体を調査したものである。

#### 3.2.2.3.1 東京証券取引所による独立役員の要請

東京証券取引所では、一般株主保護の観点から、上場会社に対して、独立役員（一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役あるいは社外監査役）を 1 名以上確保することを企業行動規範の「遵守すべき事項」として規定する。また、上場会社には、独立役員の確保に係る企業行動規範の遵守状況を確認するため、東京証券取引所に対して「独立役員届出書」を提出することが求められる。

図表 22 によれば、社外取締役の 66.7%、社外監査役の 61.9%は証券取引所の定める独立役員として届出がなされているか、あるいはその予定となっている。また、株主、取引関係、借入先、銀行、保険、弁護士、公認会計士等の独立性に問題を生じうる関係について、社外取締役のほうが社外監査役よりも該当する比率が少ないことから、社外取締役の方が独立性については比較的高く確保されている。

#### 3.2.2.3.2 資本関係

特に、社外取締役や社外監査役の出身母体との間で資本関係や取引関係が存在する場合には、客観的判断に影響を与える可能性が高く、独立性に疑義が持たれるおそれがある。しかしながら、社外取締役や社外監査役の候補者の中には、株主や取引先から派遣されている場合が少なくない。

資本関係に関しては、社外取締役候補者の 33.1%、社外監査役候補者の 35.8%は上位 10 位以内の株主出身である。資本関係に関しては、持株比率等の定量的判断が可能であることから、機関投資家の中には「10%超の株主出身者」等の独自の独立性基準を設けて、議決権行使において判断する場合もある。また、親会社に関しては、会社法改正において、社外取締役と社外監査役の社外性要件から親会社出身者は除外される。

#### 3.2.2.3.3 取引関係

商品の供給関係や資本業務提携等を含む取引関係については、社外取締役の 42.7%、社外監査役の 44.6%が該当している。日本では、産業における製造業の存在感が大きいため、サプライチェーン等の取引関係が多く存在する。他方、社外取締役として経営上のアドバイスを期待する立場からは、社外取締役として他の会社の経営者を招へいしたいという意図の会社も少なくない。しかしながら、幅広く事業を展開しているトップ企業や地域の優良企業においては、取引関係等が皆無である社外取締役・社外監査役を指名することは困難で、何らかの関係を有している場合が少なくない。

日本では、コーポレート・ガバナンス・コード等の社外取締役・社外監査役の独立性に関するベスト・プラクティスがないため、各会社はそれぞれの状況に応じた独自の独立性基準を設けて、対応している会社も多い。例えば、有力な地方銀行において、同地域の国立大学の大学教授を社外取締役に指名した際に、自宅建設のための住宅ローン契約の締結についての言及があった。但し、プライバシーの観点から金額についての開示はなされていなかった。日本では住宅建設に際して銀行で住宅ローン契約を締結することは一般的であり、現実問題として、地域によっては当該地方銀行以外に代替できる金融機関が存在しない場合も少なくない。開示された情報上は確かに取引関係が認められる事例であるが、監督における独立性や客観性を損なう規模ではなく、このような軽微な場合にまで取引関係にあるという判断を行うと、むしろ行き過ぎともいえる。

したがって、独立性については、その重要性についても認識される必要がある。

#### 3.2.2.3.4 銀行、保険会社

また、日本のコーポレート・ガバナンスの歴史的特徴の一つにメインバンク制度があり、貸付の実施、株式の保有、役職員の派遣等を通じて、銀行が会社の経営に対して影響力を行使してきたとされる。しかしながら、銀行出身の候補者は、社外取締役では5.3%、社外監査役では11.7%であり、株主や取引先出身者と比べると、相対的に低くなっている。これに対して、借入先出身者の比率は、社外取締役は9.7%、社外監査役は15.1%であるが、このなかには銀行以外に、保険会社やグループの親会社等が貸付を行っている場合も含まれている。

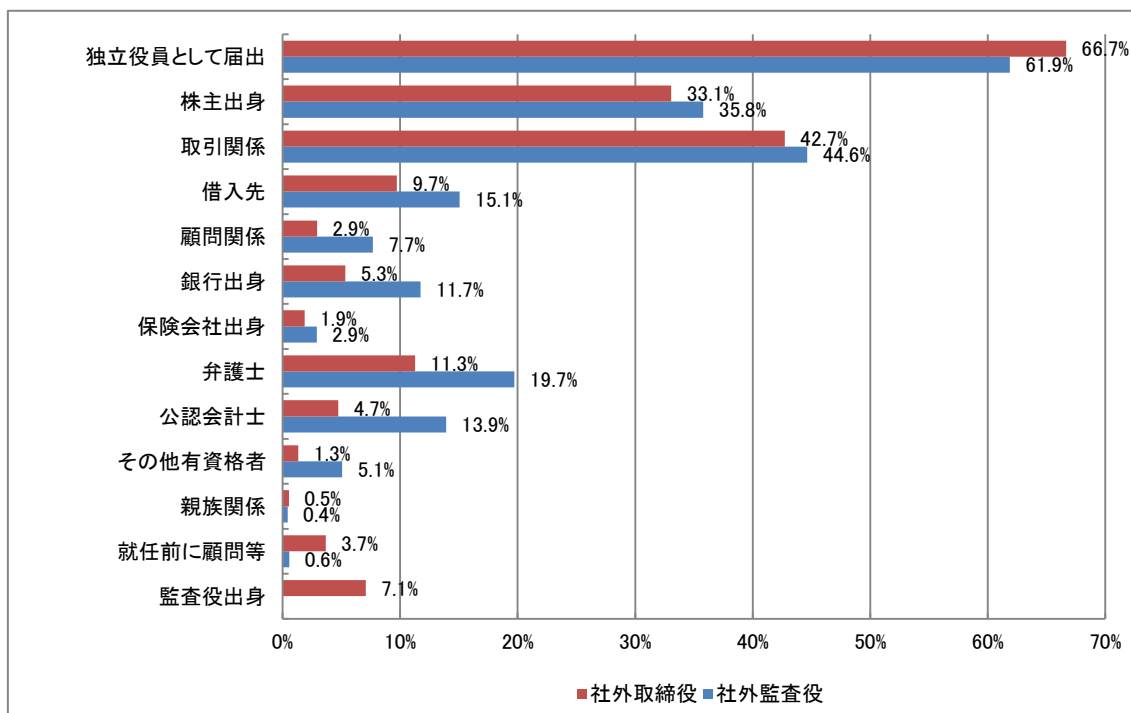
#### 3.2.2.3.5 コンプライアンス、会計の専門家

社外監査役候補者に関しては、弁護士(19.7%)や公認会計士(13.9%)などの資格保有者が多い。背景には、監査役の役割として、コンプライアンスや財務、会計の専門性や知識、経験が要求されることが考えられる。

他方、社外取締役に関しては、弁護士(11.3%)や公認会計士(4.7%)であり、相対的にコンプライアンスや会計の専門家の比率は低い。これは、社外取締役は業務執行等の広範な経営への監督機能が期待されていることを反映しているものと考えられる。

しかしながら、社外取締役・社外監査役候補者が弁護士や公認会計士等である場合で個人あるいは所属法人と会社との間で顧問契約や監査契約等が存在しているときには(図表22「顧問関係」)、候補者の独立性に疑義が持たれる可能性がある。日本では、社外取締役や社外監査役の候補者を探すことが困難な会社が、顧問契約のある監査法人や弁護士事務所にご相談する場合もある。そして、監査法人や弁護士事務所は、引退者や当該企業と直接関係のない同僚を紹介する場合もある。このような場合には、会社との関係で独立性が十分ではないことから、コーポレート・ガバナンス上は問題となる。

図表 22 社外取締役・社外監査役の独立性



注1：東証1部上場会社（3月決算）を対象

注2：2013年6月総会における社外取締役候補者（1500人）および社外監査役候補者（690人）を対象。

注3：属性の定義は以下の通り。なお、各属性は、重複している。

- ・ 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）：招集通知や添付書類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

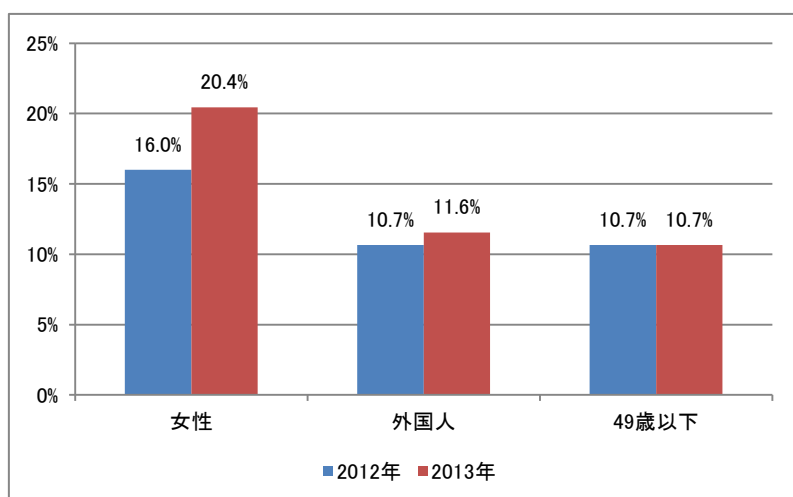
### 3.2.2.4 ダイバーシティ

日本では、伝統的に、取締役の職務は監督よりも業務執行に重点が置かれていた。また、年功序列と終身雇用という企業文化のもとで、取締役の役職は、社内の従業員の昇進のゴールであるという認識が定着していた。また、以前は、結婚や出産後に仕事を辞めて主婦になる女性が多かったため、必然的に男性が主要な人材となっていた。このような背景から、日本企業の取締役は、中高年の男性であることが多かった。

しかしながら、日本社会では、積極的に活動する女性や外国人が増加し、存在感が高まっている。また、日本企業を取り巻く環境がグローバル化し、利害関係者が多様化している。このような社会やビジネスの環境の変化を反映して、取締役会内部における多様性（ダイバーシティ）の必要性を認識する会社も増加している。

図表 23 は、ジェンダー（女性取締役）、国籍（外国人取締役）、年齢（49歳以下の若手取締役）を採用している会社の比率を示している。これによれば、女性取締役を採用している会社は、2013年には20.4%となっている。他方、外国人取締役および若手取締役を採用している会社は10%強である。日本では、取締役会のダイバーシティの促進として、女性の活用が先行していると指摘することができる。

図表 23 多様な取締役を採用している会社



注：日経平均株価指数の採用企業（225社）を対象

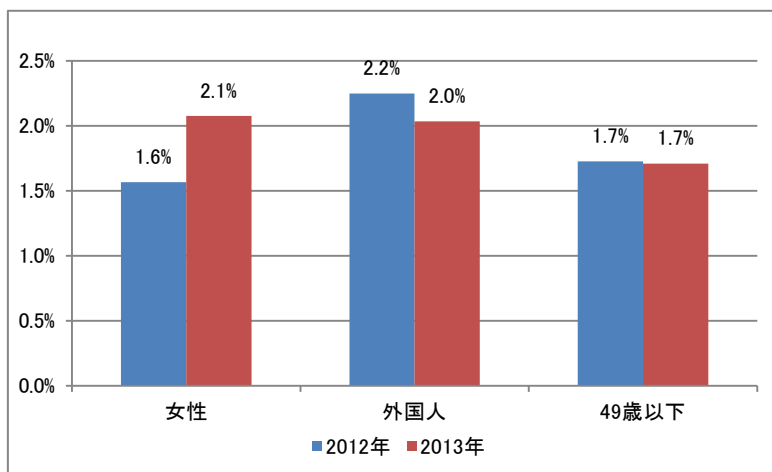
出所：加藤栄治「取締役会のダイバーシティ（多様性）の現状と業績への示唆」資本市場リサーチ 30号（2014年）

ところが、図表 24 によれば、このような多様な属性を有する取締役の比率は、全取締役の約 2%程度に過ぎないことが示されている。他方、2013年時点で取締役会内部における社外取締役の比率は東証一部上場会社（3月決算）では、11.9%に過ぎず、日経 225 企業でも 20.6%である（図表 21）。そのため、日本企業の現状は、取締役会内部のダイバーシティを確保する第一歩として、まずは社外取締役の選任が優先されている段階である。

これらの調査によれば、取締役全員が「男性×日本人×50歳代以上」である会社は、68.0%（日経 225 企業のうち 153 社）である<sup>10</sup>。日本の取締役会は、まだまだ従業員の昇進のゴールという企業文化の影響を残しているようである。

<sup>10</sup> 加藤栄治「取締役会のダイバーシティ（多様性）の現状と業績への示唆」資本市場リサーチ 30号（2014年）192頁。

図表 24 日本企業の取締役における多様な人材



注：日経平均株価指数の採用企業（225社）を対象

出所：加藤栄治「取締役会のダイバーシティ（多様性）の現状と業績への示唆」（資本市場リサーチ 30号（2014年）

#### 3.2.2.4.1 ジェンダー

図表 23 によれば、日経 225 企業においては、20.4%の会社において、女性の取締役（51名）が選任されている。しかしながら、この日経 225 企業の女性取締役 51 名のうち 46 名（90.2%）は社外取締役である。また、法律上は社内取締役として登記されている 5 名のうち 4 名は社外出身者や創業家の出身者である。女性取締役で、従業員出身で業務執行を担当する社内取締役は、高島屋（小売業：デパート）の 1 名だけである。日本では、小売業では女性の労働力が尊重されていることが背景にあると考えられる。

また、女性取締役の特徴として、複数の企業を兼任している者が多いことがある。日経 225 企業の間でも、7 名が複数の会社の取締役を兼務している。現状では、企業が求める能力や経験を備えた女性の取締役候補者のプールが十分ではなく、少数の人物に取締役就任の依頼が集中している<sup>11</sup>。

業種別では、日経 225 企業のうち保険（6 社中 4 社、66.7%）、食品（11 社中 6 社、54.5%）、商社（7 社中 3 社、42.9%）において女性取締役を活用する傾向が高い。これらの業種では、女性従業員の比率が高く、顧客も女性が多いこと等を理由に、女性の活用に積極的な会社が多い。

これに対して、自動車、鉄鋼、非鉄金属、建設、不動産等の業界では、女性取締役は採用されていない<sup>12</sup>。

<sup>11</sup> 前掲注 9、187 頁。

<sup>12</sup> 前掲注 9、187 頁。

### 3.2.2.4.2 国籍

図表 23 によれば、日経 225 企業においては、11.6%の会社において、外国人取締役が選任されている。図表 24 によれば、その比率が 2.2%から 2.0%に低下しているが、これはあおぞら銀行において筆頭株主である海外ファンドの変更に伴い、6名の取締役が退任したことの影響を受けている。そのため、全体としては、外国人取締役を採用する会社数は増加傾向にある。

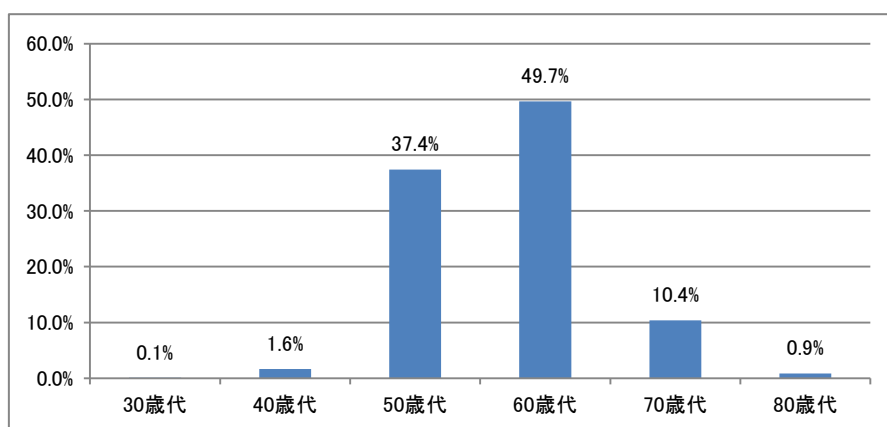
海外企業が親会社や主要株主である会社（例：中外製薬とロシュ、昭和シェル石油とシェル、日産自動車とルノー等）を除き、事業環境や経営体制のグローバル化を目指して、自主的に外国人取締役を選任する会社が多い。特に、医薬品（8社中3社、37.5%）や電気機器（29社中5社、17.2%）等の業種では、外国人取締役を選任している会社の比率が高まる<sup>13</sup>。これらの会社では、海外での売上比率が 50%を超える会社や、従業員において日本人よりも外国人の比率が高い会社も少なくない。

これに対して、食品、建設、不動産、鉄道等の内需型の産業においては、外国人取締役は選任されていない。また、商社に関しては、グローバルにビジネスを展開しているが、日本独特のビジネスモデルであるとの指摘もあり、外国人取締役は選任されていない<sup>14</sup>。

### 3.2.2.4.3 年齢

図表 25 によれば、日本企業の取締役は 60 歳代が 49.7%、50 歳代が 37.4%である。49 歳以下を若手と定義すると、30 歳代は 0.1%、40 歳代は 1.6%に過ぎず、全体のわずか 1.7%に過ぎない。また、49 歳以下の若手取締役を採用している会社は、10.7%である。

図表 25 取締役の年齢分布（年齢のダイバーシティ）



注：日経平均株価指数の採用企業（225社）を対象

出所：加藤栄治「取締役会のダイバーシティ（多様性）の現状と業績への示唆」（資本市場リサーチ 30号（2014年）

<sup>13</sup> 前掲注 9、189 頁。

<sup>14</sup> 前掲注 9、189 頁。



比較的多く若手取締役を選任している業種は、通信（6社中3社、50.0%）、サービス（7社中3社、42.9%）、保険（6社中2社、33.3%）である。比較的新しい分野の技術を取り扱う業種や、サービス産業において、若手取締役を選任している。

これに対して、機械、化学、鉄鋼、非鉄金属、窯業などの工業国としての主要産業分野においては、若手取締役は選任されていない。

### 3.2.3 報酬

#### 3.2.3.1 会社法上の設計可能な報酬制度

##### 3.2.3.1.1 取締役の報酬

会社法 361 条 1 項は、取締役の報酬、賞与その他の職務執行の対価として株式会社から受ける財産上の利益（報酬等）について次に掲げる事項は、定款に定めがない場合は、株主総会で決議しなければならないと定める（同条 1 項）。

- ① 報酬等のうち額が確定しているものについては、その額（確定金額報酬）
- ② 報酬等のうち額が確定していないものについては、その具体的な方法（非確定金額報酬）
- ③ 報酬額のうち金銭でないものについては、その具体的な内容（非金銭報酬）

さらに、上記②③を定める、あるいは改定する議案を株主総会に提出した取締役は、株主総会場で当該事項を相当とする理由を説明しなければならないとされる（同条第 2 項）。なお、この場合の株主総会決議は、普通決議である。

①の確定金額報酬については、定款で規定がおかれている事例は少なく、一般的には、株主総会において、報酬金額の総額の上限が決議される。実際の支給に際しては、その上限の枠内で、取締役会設置会社においては取締役会の決議で決定されるという実務になっている。

ここでいう「報酬等」としては、「取締役の報酬、賞与」が例示され、「その他の職務執行の対価として株式会社から受ける財産上の利益」一切が、広く報酬に含まれることになる。これらの報酬を、支給時期によって分類すれば、下記の通りである。

- i. 在任中の定期的な報酬（例：月俸や年俸等）
- ii. 在任中の不定期的な業績連動型報酬（例：賞与等）
- iii. 退任時の後払い的報酬（例：退職慰労金等）

報酬の支給内容によって分類すれば、以下の通りである。

- A. 金銭報酬
- B. 金銭以外の現物報酬（例：株式、新株予約権、商品券等）

報酬の算出方法によって分類すれば、以下の通りである。

- a. 確定金額の報酬（例：月俸や年俸等）
- b. 不確定金額の報酬（例：業績連動型報酬として賞与やストックオプション等）
- c. 確定部分と不確定部分を含む報酬（例：報奨金や功労金等の定性評価部分を含む）

退職慰労金等)

したがって、実務上は、上記 i～iii および A～B、a～c の内容を組み合わせることで、さまざまな報酬制度が設計されることになる。

### 3.2.3.1.2 監査役の報酬

会社法 387 条 1 項により、監査役の報酬等（報酬、賞与その他の職務執行の対価として株式会社から受ける財産上の利益）は、定款にその額を定めていないときは、株主総会の決議によって定めるとされる。また、監査役が二人以上いる場合において、各監査役の受ける報酬等について定款の定めまたは株主総会の決議がないときは、当該報酬等は、前項の報酬等の範囲内において、監査役の協議によって定める（同条 2 項）。また、監査役は、株主総会において、監査役の報酬等について意見を述べることができるとされる（同条 3 項）。これらは、監査役の独立性の観点から要請されている。

この監査役の報酬等に関する 387 条では、「額」について規定するだけである。監査役に対しても、賞与やストックオプションなどの業績連動型報酬を付与する事例がみられる。この場合には、取締役報酬に関する 361 条の規定が類推適用されるものと考えられる<sup>15</sup>。

しかしながら、監査役の職務は、取締役の業務執行を監督することであり、監査役はその職務の執行により会社利益の創出に直接寄与する立場にない。また、業績連動型の報酬を得ることにより、経営の抑制装置として、業務執行者に対する監視機能が果たせないおそれもある。そのため、後述するように、機関投資家からの反対の多い点でもある。

### 3.2.3.1.3 報酬規制の趣旨

会社と役員（取締役、会計参与、監査役）および会計監査人との関係は、委任に関する規定に従う。したがって、受任者の報酬に関する民法 648 条 1 項により、受任者は、特約がなければ、委任者に対して報酬を請求することができないと規定されるため、無報酬が原則となる。しかしながら、実務上は、取締役や監査役等の役員に対しては、報酬が支給されることが一般的である。

取締役の報酬の決定は、業務執行の一環であるとも考えることができるが、この決定を取締役会に一任してしまうと、取締役による専横の危険が生じ、株主の利益を害するおそれがある。そのため、お手盛り防止の観点から、会社法上は、取締役の報酬については定款あるいは株主総会で決議するものとされている。

### 3.2.3.1.4 使用人兼務取締役の場合の問題

取締役が使用人を兼務している場合（いわゆる使用人兼務取締役）の使用人部分の給与については、取締役としての職務の対価ではなく、従業員としての労働の対価として支給されるものである。そのため、使用人兼務取締役の使用人部分の給与は、取締役報酬には

<sup>15</sup> 江頭憲治郎「株式会社法（第4版）」（有斐閣）501頁参照。

該当しないため会社法の取締役報酬規制が適用されないとするのが判例・通説である（適用否定説）<sup>16</sup>。そのため、株主総会決議は取締役報酬部分についてのみなされた場合であっても、潜脱行為にはあたらないとされる。

しかしながら、取締役報酬部分と比べると、使用人部分の給与は、算定方法や決定プロセス、開示方法などで制約が少なく、取締役報酬部分との調整弁として柔軟な活用ができる反面、透明性に欠けるという問題がある。取締役報酬部分と比して使用人部分の給与が多額である場合等には、株主総会を通じた報酬決定手続きを回避しつつ、実質的な取締役報酬を付与している可能性も否定できない。そのため、使用人兼務取締役の取締役部分の報酬を株主総会で決議する場合には、決議額には使用人兼務取締役としての職務執行の対価を含まない額であることを明らかにすべきであるとの見解がある<sup>17</sup>。実務上も、株主総会参考書類において、「使用人兼務取締役の使用人分の給与は含まれない」という文言を加えているのが一般的である。

### 3.2.3.2 株主総会における報酬総額の変更

日本では、2005年の会社法施行以降、役員報酬制度を見直しの一環として、報酬金額の改定を行う会社が少なくない。特に、会社法施行直後の2006年と2007年においては、改定を行う会社が急増した。図表26によれば、東証1部上場会社においてそれぞれ426社、310社が報酬金額を改定した。その後も毎年100社程度の会社において、見直しが行われている。

報酬金額の変更とは、報酬の総額を定めるものである。この枠内で、報酬対価の性質により現金や株式、制度の性質により確定部分と業績連動部分等の設計が行われる。図表27によれば、報酬金額を変更する場合には、金額を増加する会社が多いことが伺える。他方、8%の会社で金額を減少させている。これはコーポレート・ガバナンス改革の一環として執行役員制度を採用するなどして取締役数を大幅に減少させたことに伴って、報酬制度の見直しを行う場合が多い。

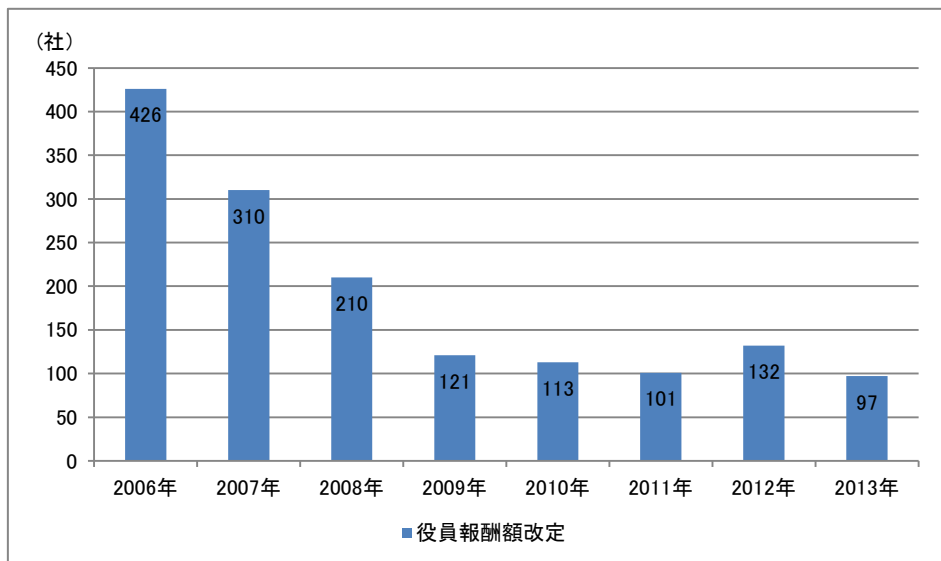
また、会社法361条により役員賞与の取扱いが変更されたことから、従来は「月額〇〇円」という表記であったものを「年額××円」とする記載方法の変更も多くみられる。会社法施行以前は利益処分案のなかに役員賞与が含まれ、最終利益からの支出とされていたが、会社法施行により報酬等に内含されることが明記された。そのため、報酬額について月額報酬枠のみを設定している場合には、年間の業績連動型報酬である賞与の取扱いで困難を生じる。したがって、報酬額の記載を月額表記から年額表記に改める会社が少なくない。そのため、会社によっては、従来の月額報酬の12ヶ月分を年額報酬とする記載方法の変更だけで、実質的な金額の変更を伴わない場合もある。図表27によれば、取締役の報酬額改定を行った会社352社中78社（22%）の会社が、記載方法の変更だけで、実質的な金

<sup>16</sup> 最判昭和60年3月26日民集144号247頁、酒巻俊雄・尾崎安央「会社法重要判例（新版）」（成文堂）（2008年）172頁参照。

<sup>17</sup> 前掲注14、423頁参照。

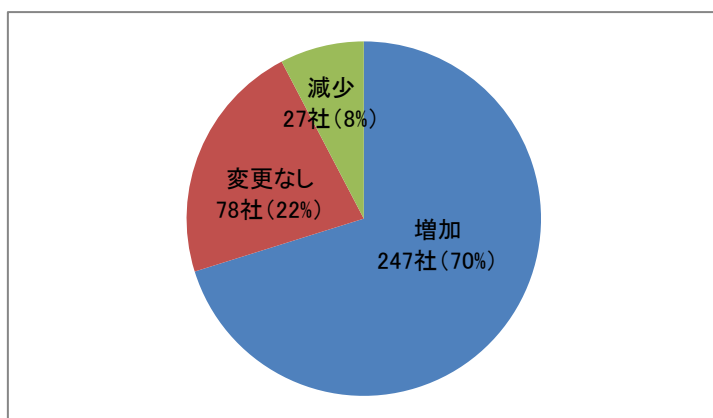
額の変更を行っていない。

図表 26 役員報酬総額の変更



注：東証1部上場会社（3月決算）を対象

図表 27 取締役の報酬額の増減



注：東証1部上場会社で2010年度～2012年度決算期に関する株主総会において、取締役の報酬額を変更した会社（352社）を対象とした調査

### 3.2.3.3 退職慰労金

#### 3.2.3.3.1 退職慰労金制度の廃止の増加

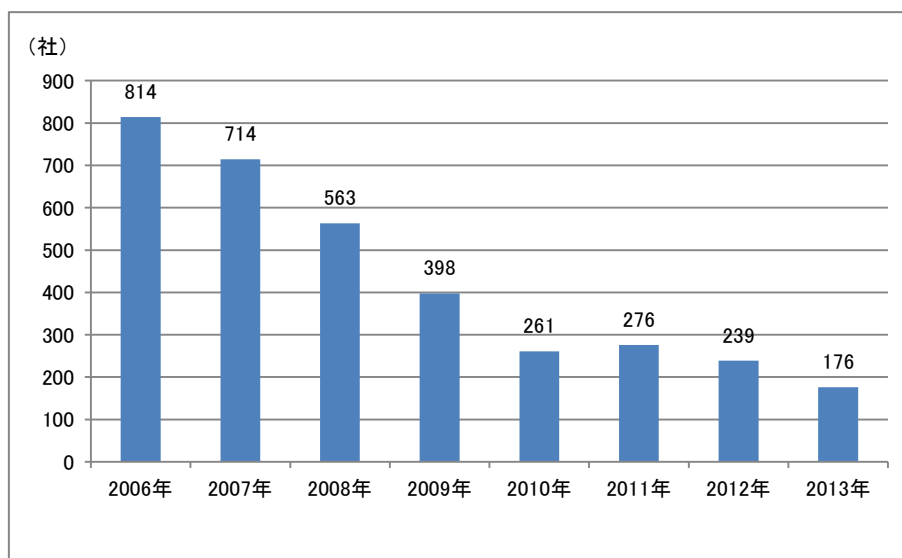
前述のように、役員に対する退職慰労金制度は、退職後の生活保障の手段として従業員に対する退職金制度と同様に、所得税法上も優遇税制が適用されるなど、わが国の商習慣として定着している。ところが、退職慰労金については、報酬の後払い的性質を有するため従業員とは異なり役員には馴染まないとの指摘や、在任期間に一定の係数をかけ合わせて算出する退職慰労金については、その支払い根拠や計算が不透明であるとの批判がなさ

れてきた。

取締役については、任期中の業績向上を目指すべきであり、そのための動機づけ・意識づけとしては、業績連動型報酬制度の採用が、コーポレート・ガバナンスの観点からは望ましいとされる。伝統的な退職慰労金制度では、多くの場合、在任期間が長くなればそれだけ支給金額が増加することから、業績向上よりも在任期間の長期化を目指すインセンティブともなりうるとして、とくに海外の機関投資家からの批判が多い。また、社外取締役や監査役（社内、社外とも）については、客観的で独立の立場からの業務執行者に対する監督機能が期待されているところ、退職時に後払い的な報酬として退職慰労金の支給を約束されている場合には、在任期間中の客観性や独立性に影響を及ぼすおそれがあるとの批判がなされている。

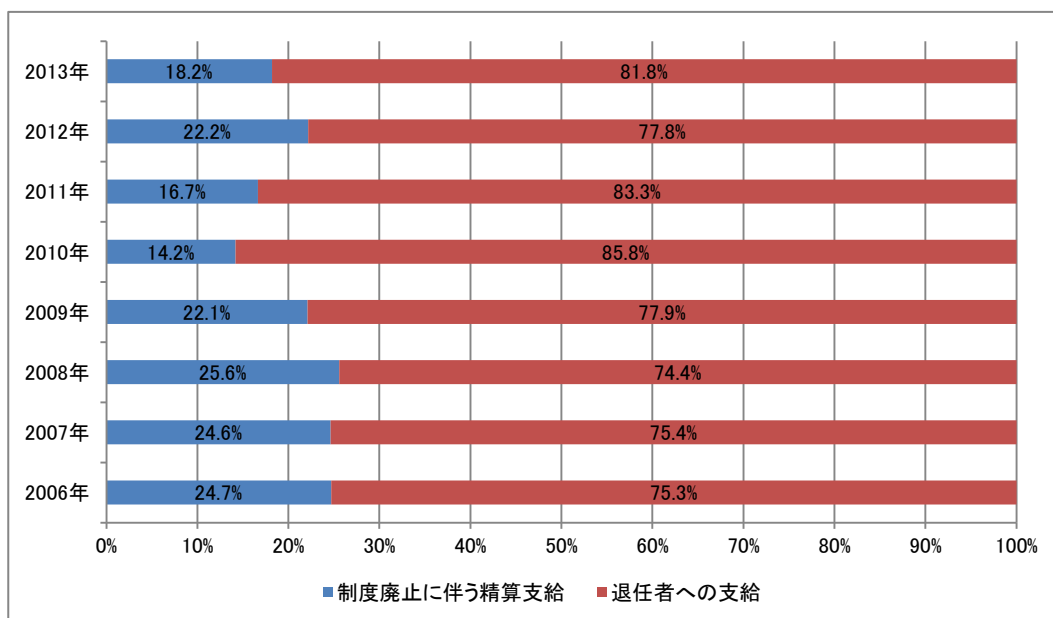
このような観点から、退職慰労金制度を廃止あるいは支給を停止する会社が増加している。図表 28 によれば、株主総会において退職慰労金支給議案を提出する会社の数は、2006 年以降大きく減少傾向にある。また、図表 29 によれば、退職慰労金支給を提案する会社のうち約 20%程度は、制度の廃止に伴い、旧来の退職慰労金支給対象者に対して制度廃止までの在任期間に応じた精算的支給を行うものである。なお、支給時期については、制度廃止時に一括して行う場合と、対象者が退任時点で過去の制度廃止前までの支給対象期間に応じた金額を支払う場合とがある。

図表 28 株主総会における退職慰労金支給議案



注：東証1部上場会社（3月決算）を対象

図表 29 支給された退職慰労金の内容（制度廃止に伴う精算と退任者への支給）



注：東証1部上場会社（3月決算）を対象

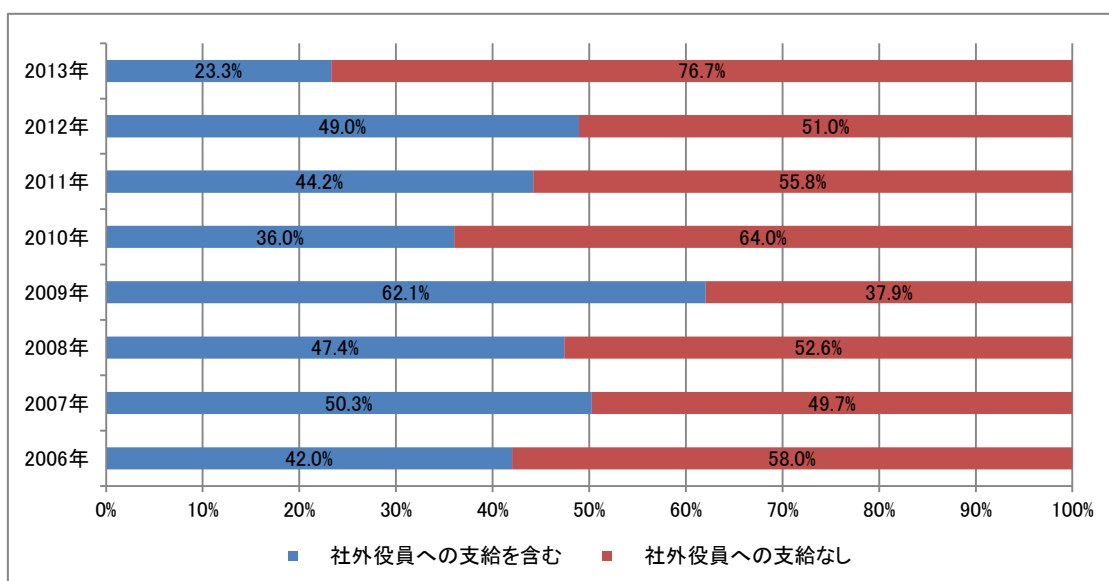
### 3.2.3.3.2 退職慰労金制度を廃止する会社の増加

退職慰労金制度については、監督機能の客観性や独立性確保の観点からは、社外取締役および監査役（社内、社外とも）に対して批判がなされる。一方で、社内の従業員出身の監査役については、役員として取締役就任するか監査役就任するかにより退職慰労金制度の対象となるかどうか異なる取扱いが行われることへの反論もある。このような実態を踏まえて、国内の機関投資家の多くは、とくに強い客観性と独立性が要請される社外取締役や社外監査役の社外役員に対して、退職慰労金の支給に反対する傾向がある。

そのため、新規に社外役員に対して退職慰労金制度を適用する会社は減少しつつある。しかしながら、現在の任用契約の中で退職慰労金の支給を約束している社外役員については、退任時あるいは退職慰労金制度廃止時に相応する金額を支給する事例がある。

図表 30 は、退職慰労金の支給対象者を分析している。社外者に対する退職慰労金の支給は、年によって相当のばらつきがある。2013年は社外役員への支給は23.3%であり、過去の調査においてもっとも低くなっている。

図表 30 退職慰労金の支給対象者



注：東証1部上場会社（3月決算）を対象

### 3.2.3.4 ストックオプション

#### 3.2.3.4.1 ストックオプションの区分（一般型ストックオプションと株式報酬型ストックオプション）

新株予約権を活用した報酬として、業績連動型のインセンティブの目的で支給されるものがある。新株予約権の発行規制との関係で、一般型ストックオプション（有利発行規制を受けるもの）と株式報酬型ストックオプション（有利発行規制を受けないもの）との二種類に大きく分類することができる。

##### 3.2.3.4.1.1 一般型ストックオプション（有利発行規制を受けるもの）

旧商法のもとでは、ストックオプションは、株主以外の第三者に対する有利発行であるとして株主総会の特別決議を要するとされていた（旧商法 280 条の 21）。そのため、取締役の報酬としての決議は不要であると解されている<sup>18</sup>。現行法のもとでも、従業員に対するストックオプション付与は、第三者への有利発行として規制を受ける。また、同様のスキームを取締役に対しても適用する場合には、有利発行の規制を受けることになる。

このような従来から活用されてきたストックオプションは、一般型ストックオプションあるいは単にストックオプションと呼ぶことが多い。

<sup>18</sup> 始関正光編「Q&A 平成 14 年改正商法」（2003 年）33 頁参照。

### 3.2.3.4.1.2 株式報酬型ストックオプション (有利発行規制を受けないもの)

取締役の職務執行の対価としてストックオプションを付与すると解される場合、あるいは取締役の会社に対する報酬請求権と相殺でストックオプションを付与すると解される場合等には、一定の経済的価値と相応する価額で新株予約権の割当価額が設定される。そのため、会社法のもとでは、新株予約権の募集にあたって有利発行規制を受けない方式が認められる。そして、このような新しい形のストックオプションは、通常、株式報酬型ストックオプションと呼ばれることが多い。

会社法のもとでは、公開会社における新株予約権発行手続きは、株主総会特別決議が必要とされる有利発行の場合を例外的に除いて（会社法 240 条 1 項、238 条 3 項）、原則として取締役会決議によって行うことができる。そのため、有利発行に該当しないストックオプションの付与の場合には、取締役会決議による発行が可能になる。ところが、旧商法下と同様にストックオプション付与に際して報酬決議を不要と解釈してしまうと、報酬のお手盛り防止という規制の目的が達成できなくなり、妥当ではないと考えられる。有利発行規制による株主総会特別決議が不要となるのであれば、報酬規制による株主総会決議が必要となる。

株主総会では、具体的には役員報酬額改定議案において、金額あるいは内容の変更が求められる。2013年6月の株主総会では、役員報酬額改定議案の約半数は、株式報酬型ストックオプションを採用するための変更であった（図表 31 参照）。

また、図表 32 によれば、株式報酬型ストックオプションを採用している会社の方が採用していない会社に比べて、報酬額が高額になっていることがわかる。

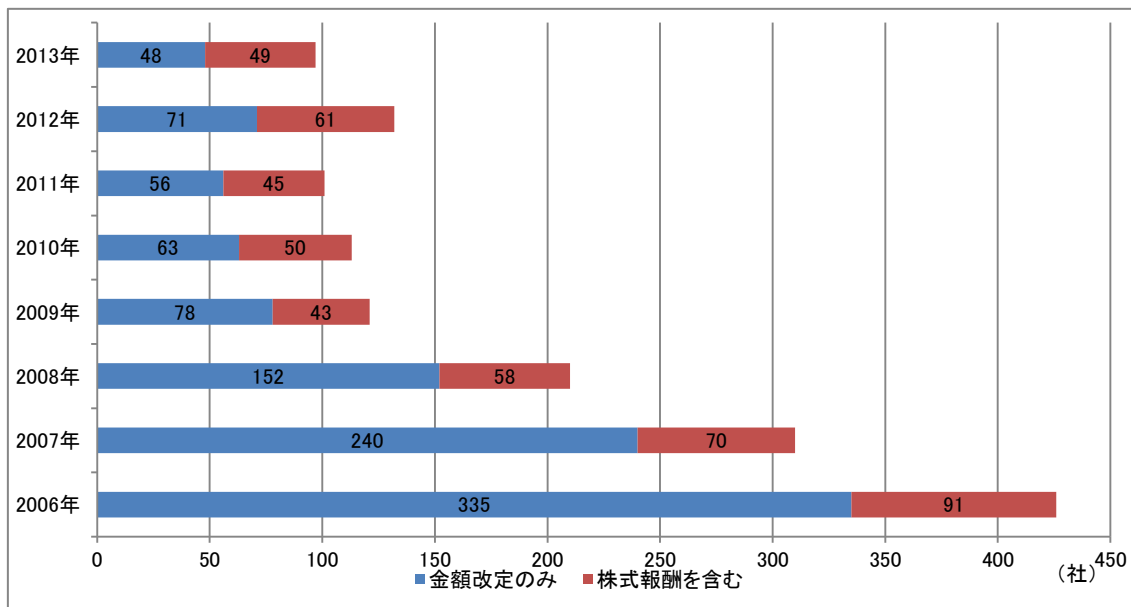
この点について、会社法では、ストックオプションの付与は、職務執行の対価として付与される経済上の利益であり、発行時に公正価額が算定可能であるとして、ストックオプションは「報酬等のうち額が確定しているもの」（会社法 361 条 1 項 1 号）でかつ「金銭でないもの」（同項 3 号）に該当するとされる<sup>19</sup>。したがって、会社が取締役に対してストックオプションを付与する場合には、株主総会決議において具体的な額および内容を決定しなければならない（同項 1 号・3 号）。また、ストックオプション議案を提案した取締役は、株主総会において、議案を相当とする理由を説明しなければならない（同条 2 項）。そのため、ストックオプションの付与に対しては、取締役の報酬決定手続きおよび新株予約権の交付手続きの双方を要するものとされ、有利発行規制に該当しないストックオプションについては、報酬規制にかかる株主総会普通決議が必要となる<sup>20</sup>。

<sup>19</sup> 相澤哲・石井裕介「株主総会以外の機関（上）」商事法務 1744 号（2005年10月5-15合併号）102頁参照。

<sup>20</sup> 前掲注 23・103頁参照。

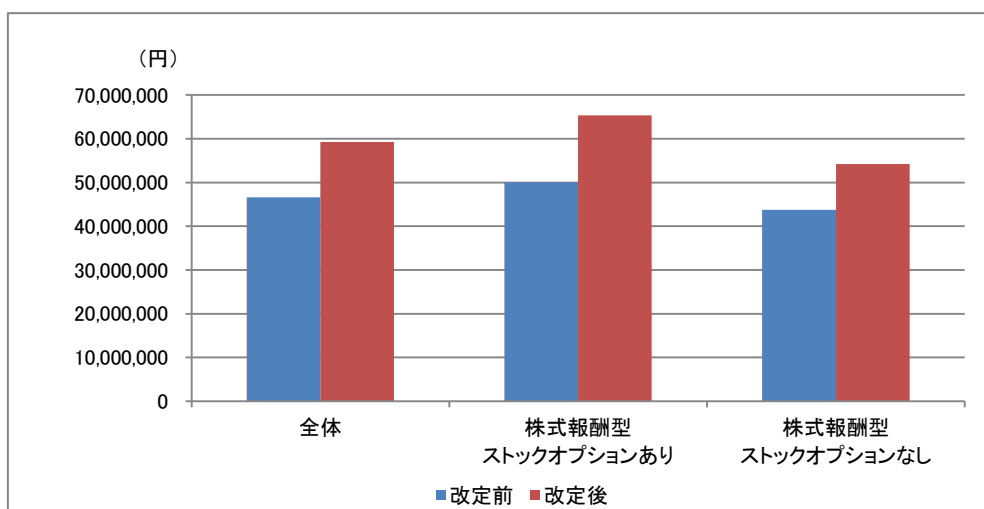


図表 31 株式報酬額改定議案における株式報酬型ストックオプションの採用



注：東証1部上場会社（3月決算）を対象

図表 32 役員報酬額改定前後の金額変更と株式報酬型ストックオプションの有無

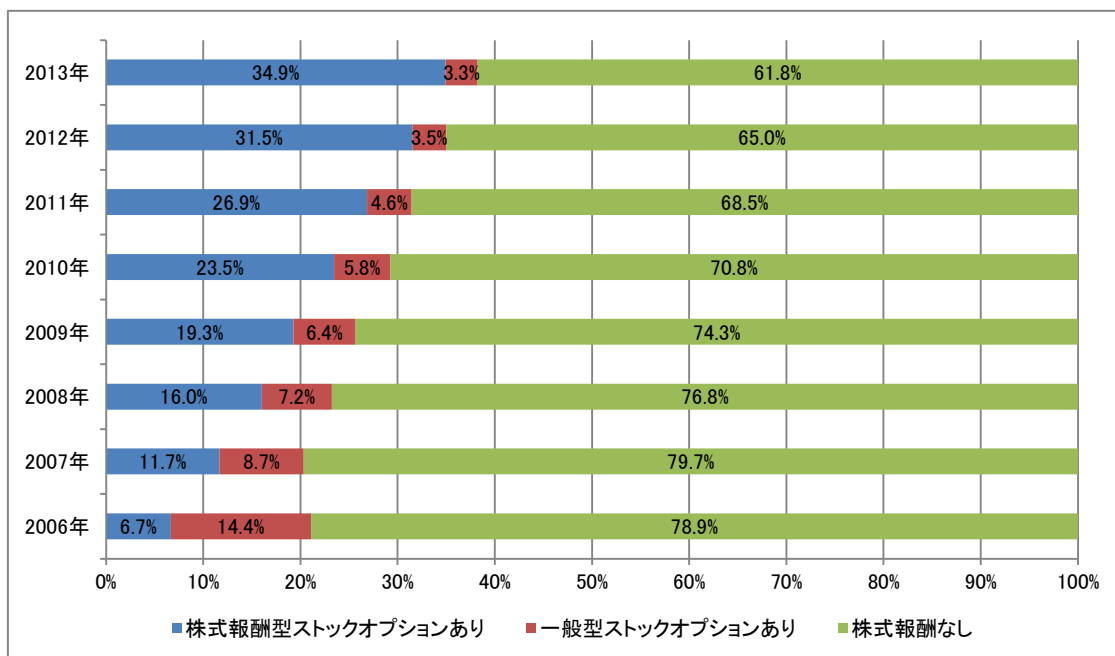


注：2013年6月に株主総会を開催した東証1部上場会社（3月決算）を対象

### 3.2.3.4.1.2 株式を活用した報酬の増加

会社法改正以降、機関投資家を中心として取締役に対する業績連動型報酬の採用を強く勧める動きに対応して、株式を活用する報酬制度を導入する会社も多い。また、退職慰労金制度廃止の代替案として、株式報酬型ストックオプションを採用する会社も少なくない。

図表 33 ストックオプションの導入



注：東証1部上場会社（3月決算）を対象

図表 33 は株主総会においてストックオプションの導入状況を調査した結果であるが、約4割の会社においてストックオプションの導入が進展している。累積としては、2006年以降、467社が株式報酬型ストックオプションを導入しており、報酬として実務上も定着したとみることができる。

### 3.2.3.4.2 株式の希薄化

株式を活用した報酬制度は株式の希薄化を伴うことから、過度な付与に対しては厳しい判断を行う機関投資家も少なくない。そのため、会社がストックオプションを設計する場合には、株式の希薄化に配慮する必要がある。

株式の希薄化は株主の利益を直接害する恐れがあることから、議決権行使において一定の数値基準を設定し、適切な程度を超える場合には反対の判断を行う機関投資家がある。一般に、株主総会にストックオプション議案が提出されている場合においては、希薄化が5%を超えると反対票の比率が急激に増加する傾向にある。

一般型ストックオプションにおいては、当該プランにおける株式発行額の上限が株主総会で決定され、確定する。ところが、株式報酬型ストックオプションについては、一度、単年ごとの発行株数の枠を設定してしまうと、その報酬スキームが存続するかぎり毎年ストックオプションが付与されることになる。そのため、このような株式報酬型ストックオ

プションに関しては、永続的な希薄化につながる「エバーグリーン（常緑樹）」プランとして、否定的に判断する投資家もいる。

図表 34 ストックオプションによる希薄化

平均	0.52%
最低	0.002%
最高	6.87%
1%を超える会社	10社 (12.2%)

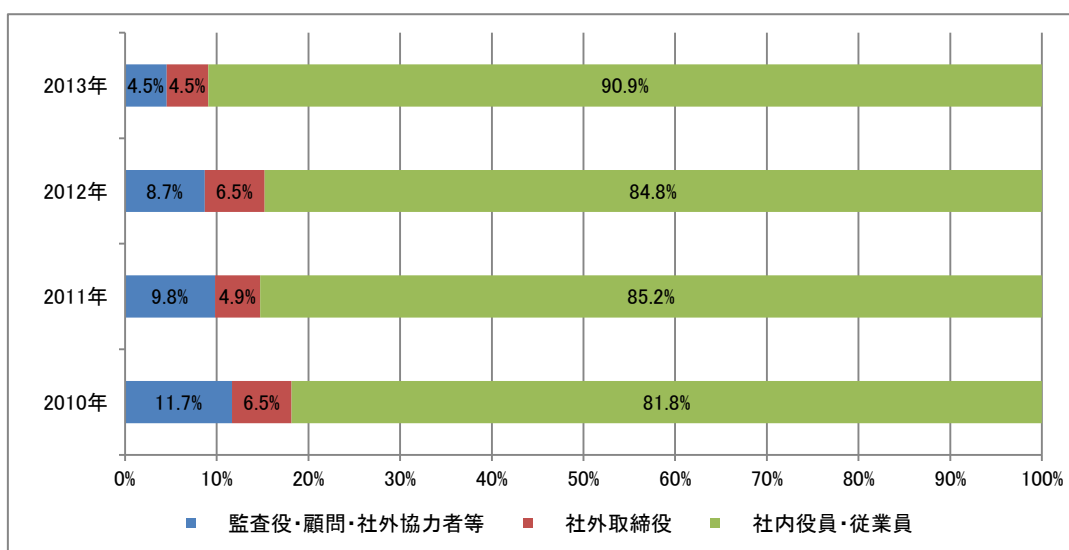
注：2013年6月に株主総会を開催した東証1部上場会社（3月決算）を対象

### 3.2.3.4.3 ストックオプションの付与対象者

一般型ストックオプション、株式報酬型ストックオプションのいずれの場合も、株価の変動により得られる報酬額が増減する性質を伴うことから、機関投資家の多くは取締役（社内）や従業員、執行役員等の業績に貢献しうる立場の者だけが付与対象者として望ましいと考えている。このような業務執行者あるいはその配下にある者以外、すなわち社外取締役や監査役（社内、社外とも）に対しては、株価に代表される業績向上への貢献よりも、客観的立場からの監督機能の確保の方が求められ、このような監督機能が期待されるものへのストックオプションの付与には反対する機関投資家が多い。

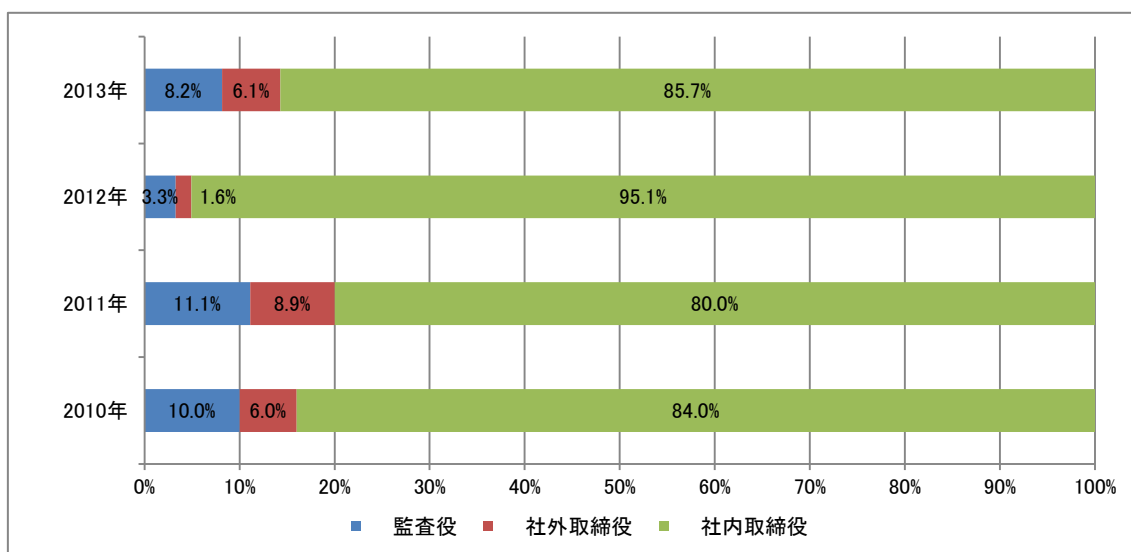
また、顧問やアドバイザー、代理店等の社外協力者に関しては、ストックオプションの付与により株式の希薄化が高まるとともに、業績向上との連関の評価が困難であるとの批判がある。そのため、このような社外協力者に対するストックオプションの付与には反対する機関投資家が少なくない。

図表 35 一般型ストックオプション（オプション権）の付与対象者



注：東証1部上場会社（3月決算）を対象

図表 36 株式報酬型ストックオプションの付与対象者



注：東証1部上場会社（3月決算）を対象

図表 35 と図表 36 は一般型ストックオプションおよび株式報酬型ストックオプションのそれぞれについて、機関投資家が問題視することが多い付与対象者を分析したものである。一般型ストックオプションは社外協力者に付与される場合もあるが、株式報酬型ストックオプションは退職慰労金制度を含む役員報酬制度の一環として設計されることから、その対象は社内の取締役や監査役に限る会社が多い。

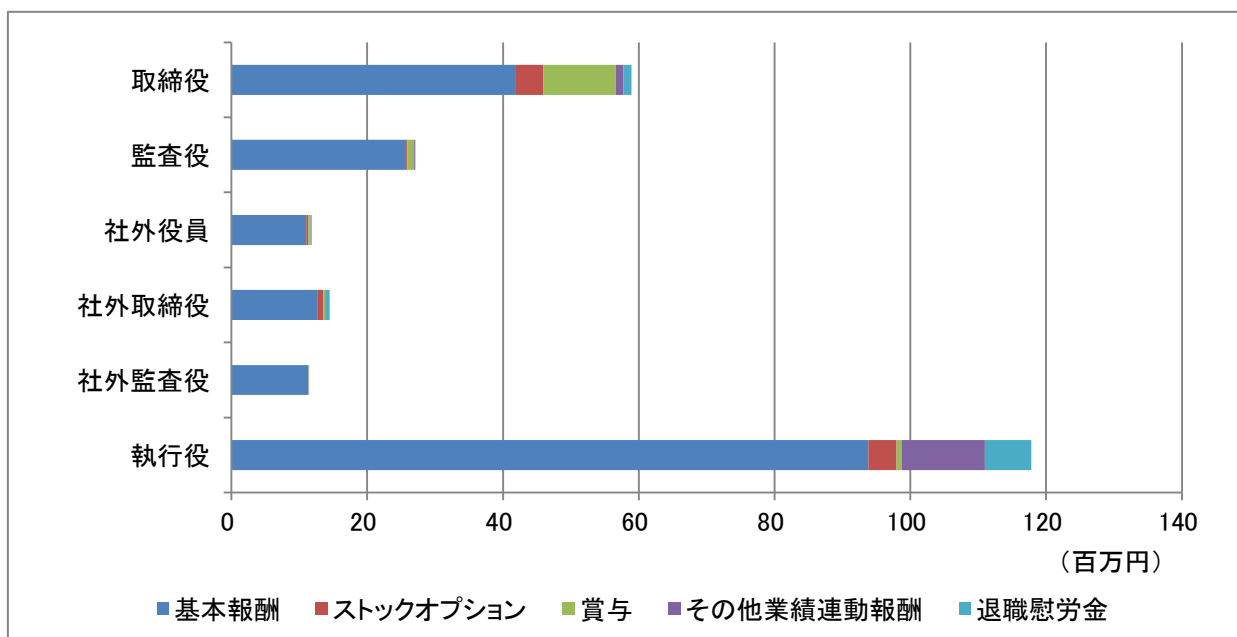
### 3.2.3.5 日本企業の経営者報酬

#### 3.2.3.5.1 日本企業の経営者報酬の水準

有価証券報告書における役員報酬の開示においては、役員は①取締役（社外を除く）、②監査役（社外を除く）、③執行役、④社外役員（社外取締役・社外監査役）の4類型、報酬の種類は①基本報酬、②ストックオプション、③賞与、④退職慰労金等の4類型に区分される。以下では、TOPIX100 企業を対象に、役員区分ごとの報酬の水準と内容について分析する。

図表 37 によれば、もっとも報酬水準が高いのは委員会設置会社の執行役で1億1782万円、続いて取締役（社内）5890万円、その後監査役（社内）2710万円、社外取締役1447万円、社外監査役1143万円と続く。監督機能が期待される監査役（社内）や社外役員（社外取締役と社外監査役）に比べて、業務執行機能を有する執行役や取締役（社内）の報酬水準が高く、業績への貢献度に応じて報酬が決定されていることが推察できる。また取締役や監査役という同じ役職内では、社外者よりも社内の方が手厚い報酬となっている。

図表 37 日本企業の経営者報酬



注：TOPIX100 企業を対象

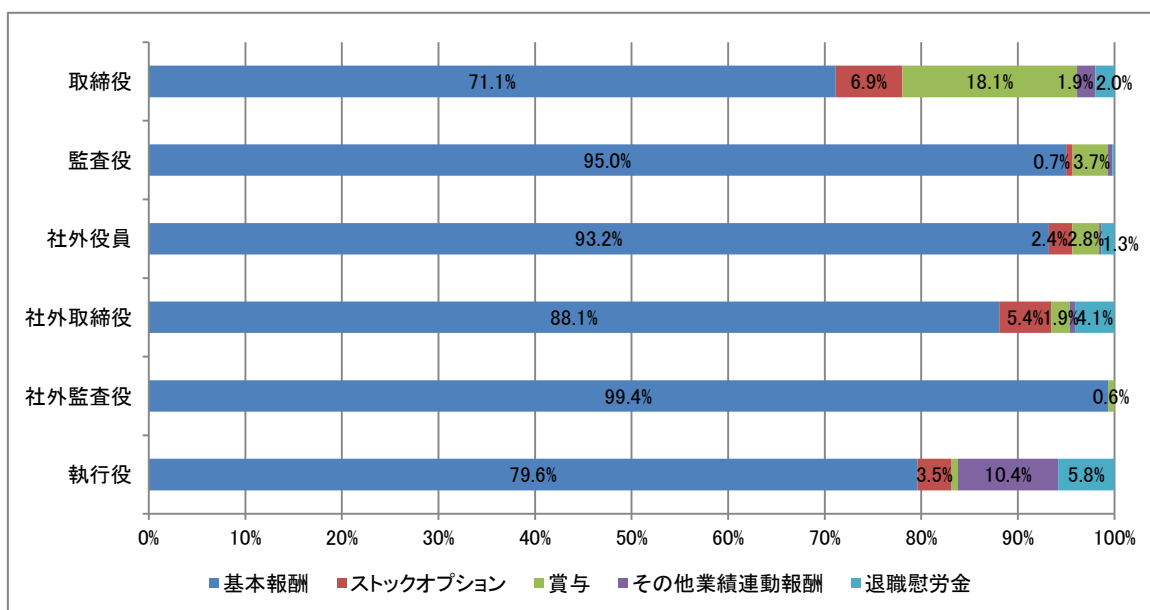
出所：各社の 2012 年度有価証券報告書より筆者作成

### 3.2.3.5.2 日本企業の役員報酬の構成

役員報酬の構成については、業務執行機能が期待される執行役（委員会設置会社）および社内の取締役については、監督機能が期待される監査役や社外役員（社外取締役と社外監査役）に比べると、確定金額である基本報酬の比率が低く、業績連動部分の比率が高くなっている。他方、監査役や社外役員は、報酬全体の 9 割程度以上が固定報酬で構成されている。業務執行機関としての役割や責任が期待される執行役や社内の取締役は、業務執行の結果としての業績に連動した報酬制度の採用が進みつつあり、責任の自覚と業績向上に対するインセンティブとなりうる報酬の設計が検討されている。

図表 38 によれば、基本報酬がもっとも低い役員区分は取締役の 71.1%で執行役の 79.6%がこれに続く。監査役は 95.0%、社外取締役は 88.1%、社外監査役は 99.4%が基本報酬であり、監督機能が期待される役員に対しては固定報酬の比率が相当に高い。ストックオプションの比率は、取締役の 6.9%がもっとも高いが、続いて社外取締役の 5.4%である。賞与も、取締役の 18.1%がもっとも高い。このように、取締役はストックオプションや賞与といった業績連動型報酬制度の適用が比較的進んでいる。

図表 38 日本企業の経営者報酬の構成



注：TOPIX100 企業を対象

出所：各社の 2012 年度有価証券報告書より筆者作成

退職慰労金は、執行役の 5.8% がもっとも高い。退職慰労金制度は機関投資家などを中心に批判的な判断が行われることも少なくないため取締役や監査役に対しての提供は減少傾向にあるが、執行役は株主総会ではなく指名委員会を通じて取締役会において選任されるなど、株主総会の関与が少ないことが背景に考えられる。

また、執行役については、日立製作所、東芝、三菱電機等にみられるように、報酬の一定割合（会社により 3 割程度から 4~5 割程度まで様々）について、業績や担当業務における成果等に応じて支払われる業績連動報酬が支払われる場合が多い。社外監査役は、基本報酬が 99.4% とほとんどを占め、0.6% は賞与となっている。監査役という監督に専従する機関であるうえ、社外者でもあるという二重の理由から、固定報酬の比率が極めて高い報酬制度が適用されていると考えられる。

### 3.2.3.5.3 日本と米国の経営者報酬の比較

#### 3.2.3.5.3.1 日本と米国の経営者報酬の水準

米国においては、取締役会のほとんどは独立性のある社外取締役から構成され、CEO や CFO 等の少数の社内者が取締役も兼務しているのが一般的である。取締役会は監督機能が中心であり、業務執行については業務執行者（CEO や CFO 等の経営者）が大きな権限を有している。海外において経営者報酬問題という場合は、後者の業務執行を担当する者の報酬のあり方が議論される。このような観点から、業務執行者の報酬については、株主総

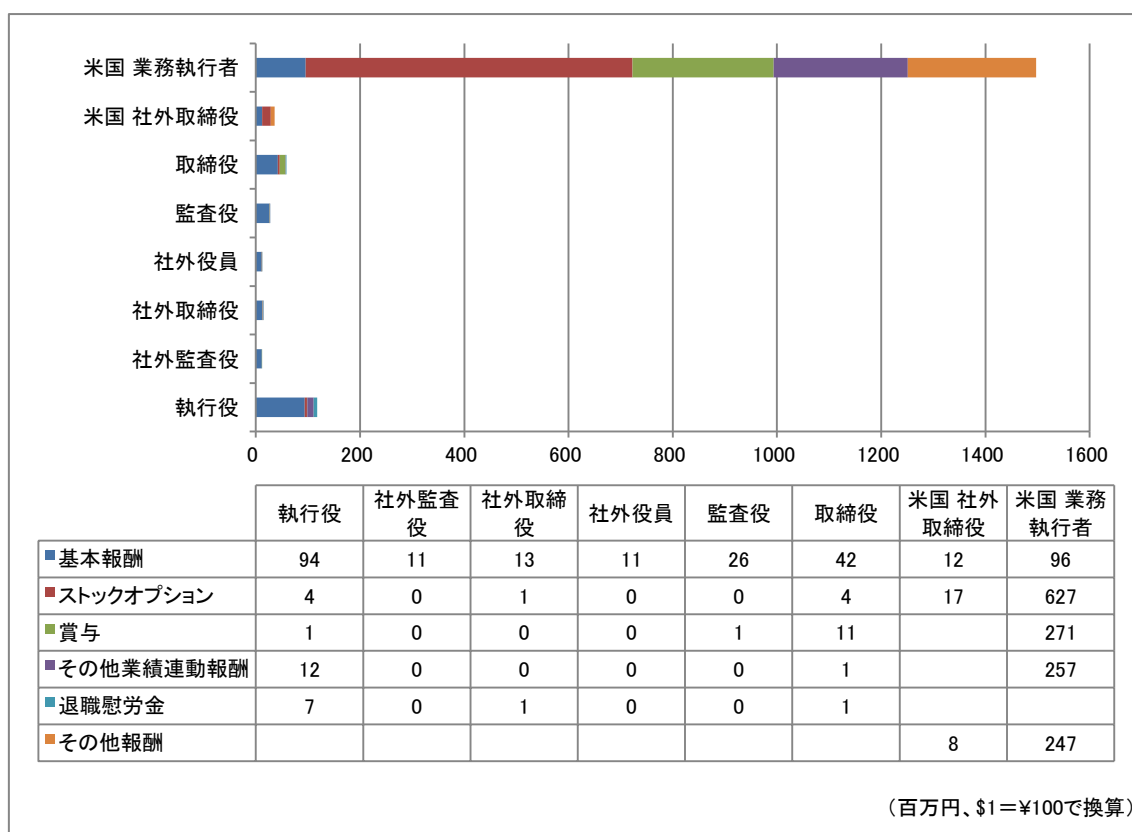
会の委任状説明書(proxy statement)において、個人別の詳細な金額、内訳、決定方法が説明されている。業績連動型報酬に関連して、ピアグループ分析が行われ、業績評価についても詳しく行われている。

図表 39 によれば、業務執行者の平均報酬額は14億9750万円(1米ドル=100円で換算)、社外取締役は3588万円で、40倍以上の差がある。経営者報酬の高額化が指摘されるゆえんである。

報酬水準について日本と米国の会社で共通する特徴としては、以下の二点がある。第一点として、業務執行機能を有する者のほうが、監督機能を有する者よりも報酬水準が高い。第二点として、社外取締役等の監督機能を有する者の報酬水準は、わが国も米国も同程度である。

他方、日本と米国とで大きく異なる点として、業務執行者の報酬の総額である。米国の業務執行者の平均的な報酬総額は、わが国の社内取締役や執行役の平均的な報酬総額よりも10倍以上も高くなっている。

図表 39 日本と米国の役員報酬の比較



注：TOPIX100 企業および DOW30 企業を対象

出所：各社の 2012 年度有価証券報告書 (TOPIX100 企業) および 2013 年プロキシー・ステートメント (DOW30 企業) より筆者作成

### 3.2.3.5.3.2 日本と米国の役員報酬の内容

米国の上場会社の取締役会は、CEO や CFO などの一部の上級経営者が取締役を兼務しているほかは、社外の独立性のある取締役から構成される。業務執行の権限は CEO をトップとする経営者が有しており、取締役会はこれらに対する監督機能が大きな役割である。そのため、社外取締役に対しては、業績連動部分の大きい経営者に比べると報酬総額は少なく、固定報酬部分が多く業績連動部分は少ない構成となっている。図表 39 によれば、米国企業の社外取締役の報酬は、固定報酬である現金報酬が 32.6%であり、株式報酬が 46.3%になっている。典型的な業績連動型報酬であるオプション報酬の付与はなされていない。

報酬の構成についてわが国と米国の共通する特徴としては、業務執行機能を有する者のほうが、監督機能を有する者よりも、業績連動型報酬の比率が高い。他方、監督機能を有する者は、固定報酬の比率が高くなっている。

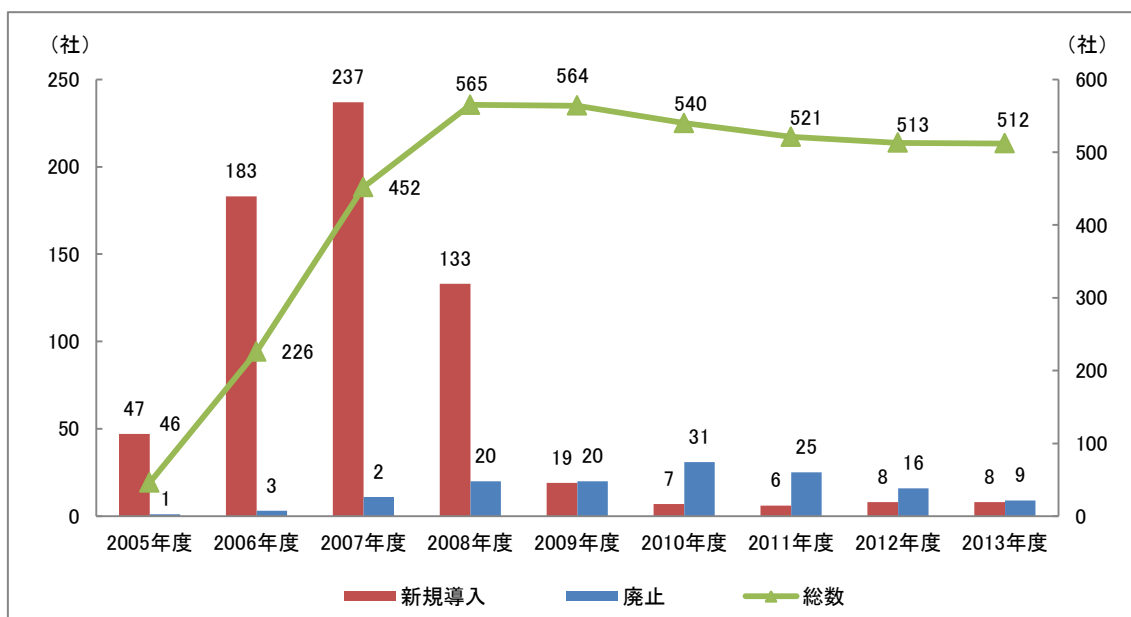
また、わが国では相対的に固定報酬の比率が高く、米国では業績連動型報酬の比率が高い。

### 3.2.4 買収防衛策

#### 3.2.4.1 買収防衛策を導入している会社

図表 40 によれば、買収防衛策を導入している会社数は、2008 年度末の 565 社をピークに減少し、2013 年度時点では 512 社であった。また、買収防衛策の廃止が 2008 年以降増加している。機関投資家からの反対が強く、買収防衛効果も不確かであるなどの理由から、買収防衛策の新規導入は低調になっている。

図表 40 買収防衛策を導入している会社



注：日本の全上場会社を対象



図表 40 によれば、買収防衛策を導入している会社数は、2008 年度末の 565 社をピークに減少し、2013 年度時点では 512 社であった。また、買収防衛策の廃止が 2008 年以降増加している。機関投資家からの反対が強く、買収防衛効果も不確かであるなどの理由から、買収防衛策の新規導入は低調になっている。

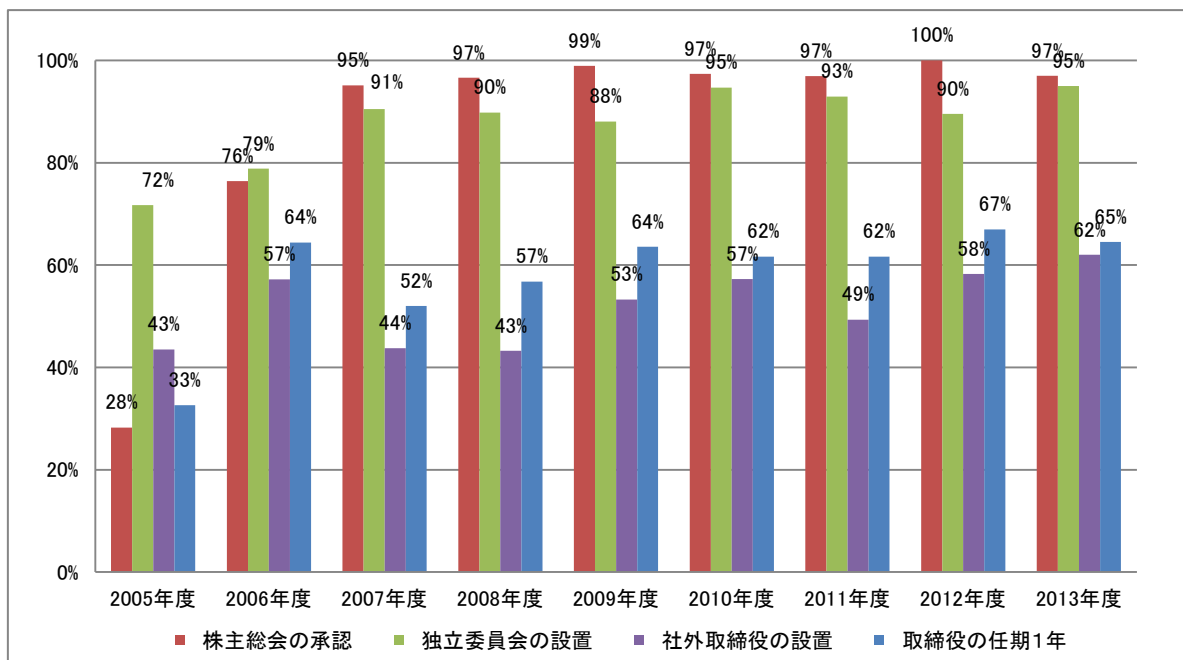
### 3.2.4.2 買収防衛策の内容

機関投資家は、株主利益の尊重、発動に際しての判断の透明性や客観性確保などの観点から、買収防衛策の妥当性について判断する。

多くの投資家は、買収防衛策の妥当性判断の条件として、以下のような内容の整備が最低限必要であると考えている。これらの点に関する、買収防衛策導入企業の対応は図表 41 の通りである。

- ① 株主総会の承認
- ② 独立委員会の設置
- ③ 社外取締役の設置
- ④ 取締役の任期 1 年

図表 41 買収防衛策の内容



注：日本の全上場会社を対象

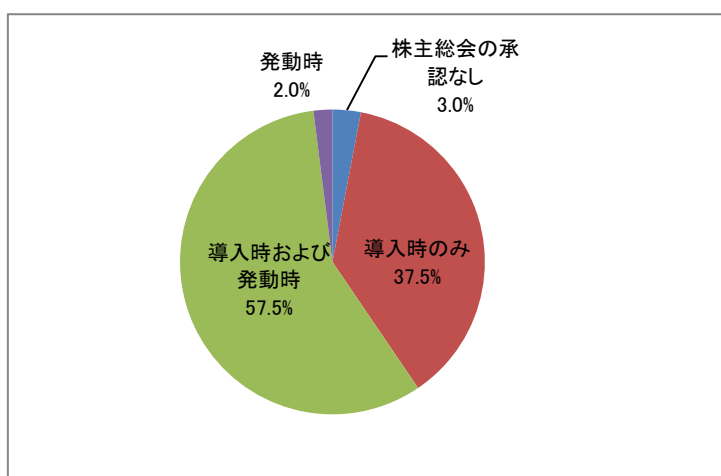
買収防衛策が発動されると、株主は買収の機会を喪失し、利益や権利に大きな影響を与える可能性がある。そのため、買収防衛策の導入や更新に際しては、株主の意見が反映さ

れる仕組みとして、株主総会の承認を求める投資家が少なくない。また、買収防衛策の発動に際しては、株主利益の観点から客観的で公正な判断が要求されるため、その判断プロセスについては独立性や客観性の確保が必要になる。そのため、取締役会とは別に買収防衛策の発動について審議、諮問する経営陣から独立した委員だけで構成される独立委員会の設置、取締役会における判断の客観性を担保するための社外取締役の設置を期待する投資家もいる。また、買収防衛策によって現経営陣の保身手段として利用される可能性や企業価値向上の機会を逃すことへの懸念から、取締役の任期が1年に短縮されることで、株主による監督が強化されるよう求める投資家もいる。このほか、買収防衛策の妥当性の判断においては、株主構成などの外部環境について検討を行う場合もある。

### 3.2.4.3 株主による買収防衛策の承認

図表 41 によれば、2013 年度に買収防衛策を新規導入および更新した会社のうち、97.0% において株主総会の承認を必要としている。また、図表 42 は株主総会決議の有無と導入時点と、株主総会決議が必要とされる時点についてまとめたものであるが、これによれば、導入時（更新時を含む）のみが 37.5%、導入時および発動時が 57.5%、発動時のみが 2.0% となっている。過半数の会社が、導入時と発動時の両時点において株主総会の承認を求めていることから、株主への配慮が進んでいることと考えられる。ただし、一つの矛盾として、発動時にも株主総会決議が要請されるとすれば、独立委員会や社外取締役など会社の経営組織体における独立性の必要は薄まる。にもかかわらず、これらの独立委員会や社外取締役を設置する会社が多いということは、発動時には株主総会決議を必ず経るのではなく、緊急性が要求される場合など状況によっては発動時の株主総会決議をとらずに買収防衛策を発動する可能性を残している会社も少なくないことを示している。

図表 42 株主による買収防衛策の承認



注：2013 年度に買収防衛策を導入した上場会社を対象

#### 3.2.4.4 買収防衛策の発動条件

買収防衛策は、濫用的な買収者を排除するためには必要であると考えられる立場がある。しかしながら、買収防衛策の発動を判断する場合に取締役会の裁量権を広く認めてしまうと、株主の価値向上のために有効な買収をも排除し、経営者の保身に陥ってしまうおそれがある。そのため、どのような場合に買収防衛策の発動が許されるかという発動条件は、大変重要な問題である。機関投資家は、この点に関心を持ち、詳細に検討している。

買収防衛策の発動条件に関しては、東京高裁決定 2005 年 3 月 23 日(ニッポン放送事件)において、「会社を食い物にしようとしている場合」として指摘された 4 つの買収類型およびこれに強圧的二段階買収を加えた 4+1 類型(5 類型)が指摘された。機関投資家の中には、この条件を満たす場合に限り買収防衛策の発動を許容する場合もある。この、東京高裁決定が述べる「会社を食い物にしようとしている場合」の 4 つの買収類型とは、以下の通りである<sup>21</sup>。

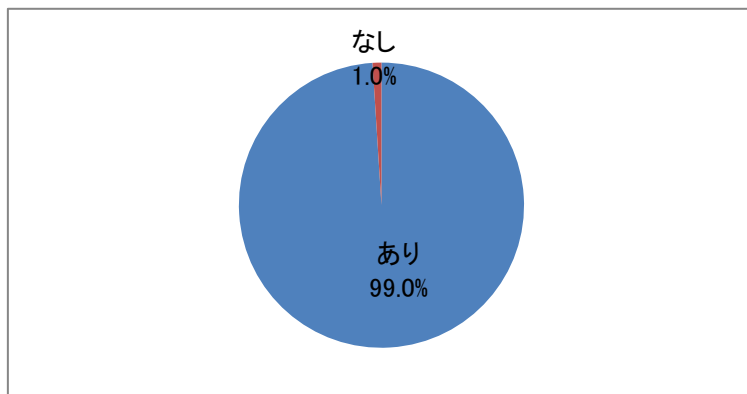
- ① 真に企業経営に参加する意思がないにもかかわらず、ただ株価をつり上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる目的で株式の買収を行っている場合(いわゆるグリーンメーラーである場合)
- ② 会社経営を一時的に支配して当該会社の事業経営上必要な知的財産権・ノウハウ・企業秘密情報・主要取引先や顧客等を当該買収者やそのグループ会社等に移譲させるなど、いわゆる焦土化経営を行う目的で株式の買収を行っている場合
- ③ 会社経営を支配した後に、当該会社の資産を当該買収者やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する予定で株式の買収を行っている場合
- ④ 会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係していない不動産、有価証券など高額資産等を売却等処分させ、その処分利益をもって一時的な高配当をさせるかあるいは一時的な高配当による株価の急上昇の機会を狙って株価の高値売り抜けをする目的で株式買収を行っている場合

強圧的二段階買収とは、最初の買付条件を有利に、二段階目の買付条件を不利に(あるいは明確にしないで)設定するような行為のことをいう。すなわち、最初の買収に応じなければ不利益を被るような状況を作り出し、株主に売り急がせる買収手法である<sup>22</sup>。

<sup>21</sup> 経済産業省「企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」(2005年5月27日)30頁参照

<sup>22</sup> 前掲注25、32頁参照

図表 43 買収防衛策における包括的発動条件



注1：2013年度に買収防衛策を導入した全上場会社を対象

注2：「なし」は曙ブレーキ、高周波熱錬の2社のみ

しかしながら、図表43にあるように、会社が独自に設定する大量買付ルール（買付者に関する情報公開等）を遵守する場合には買収防衛策を発動しないとする会社は、2013年度に買収防衛策を採用した会社のうち1.0%の会社だけである。これに対して、99.0%においては、上記の4+1類型に限定する場合に加えて「株主共同の利益の毀損」「企業価値の毀損」が生じる恐れがある場合等にも、買収防衛策の発動を可能にするような条件（包括的発動条項）を採用している。機関投資家のなかには、これらの条項については、条件内容が曖昧で、買収提案の適切性判断における会社経営者側の裁量の余地が大きいため問題視する意見も少なくない。そのため、買収防衛策発動の条件として、このような包括的条項が設定される場合には、否定的に判断する投資家が多い。

## 4. 機関投資家とコーポレート・ガバナンス

### 4.1 コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割に関する制度

#### 4.1.1 金融庁「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」報告

##### 4.1.1.1 機関投資家の議決権行使結果の開示

##### 4.1.1.1.1 スタディグループ報告の勧告

金融庁が2009年6月に公表した「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」報告<sup>23</sup>によれば、市場を通じて上場会社のコーポレート・ガバナンスを向上させるために、投資家による的確な経営監視に期待を寄せる。そのためには、機関投資家に対して、受託者責任に基づく適切な議決権行使を要請する。

市場における監視の下で議決権が的確に行使されるためには、機関投資家の議決権行使における判断基準となる議決権行使方針やガイドラインが適切に作成され、公表されることが必要である。投資信託協会では、先駆的に、2003年以降、議決権行使方針の作成と開示に関する業界ルールが策定されている。しかしながら、投資信託以外の機関投資家においても、同様に議決権行使方針の策定と公表を行うことが勧告される。

また、機関投資家が実際の議決権行使の結果を公表することは、機関投資家が適切に議決権を行使しているか否かを客観的に評価し、透明性を高めることにつながる。日本では、企業年金連合会等の一部の公的性質の高い年金基金において、議決権行使結果を自主的に開示してきた。このような開示を、機関投資家全体にまで拡大し、議決権行使を通じたガバナンスの向上を目指すこととする。そのため、機関投資家の諸団体には、議決権行使結果を集計し、公表することに関するルール策定に取り組むべきと勧告する。

##### 4.1.1.1.2 勧告に対する対応

投資信託協会は、2003年以降、議決権行使方針の作成と公表に関する自主規則を策定している。議決権行使結果の公表に関しては、2010年3月に自主規則を策定した。

日本投資顧問業協会は、議決権行使方針の作成と公表に関しては2009年12月、議決権行使結果の公表に関しては2010年1月、自主規則を策定した。

信託協会は、議決権行使方針の作成と公表および議決権行使結果の公表に関して、加盟各社に対して協会通達を発出し、加盟している主要な信託銀行が対応を行っている。

したがって、2010年以降、日本の主要な機関投資家（投資信託、投資顧問、信託銀行）では、議決権行使方針および行使結果に関する情報が公表されている。これらは、各機関投資家のウェブサイト等で閲覧することが可能である。また、議決権行使結果に関しては、各協会は、それぞれ加盟各社から情報を収集し、集計結果を公表している。

議決権行使結果の公表に関しては、ほとんどすべての機関投資家において、全体の賛成・反対の比率にとどまらず、議案の種類ごとに賛成・反対の比率を開示している。ただし、

<sup>23</sup> 前掲注5

個別企業の個別議案ごとの行使結果の開示に関しては、日本では企業と投資家との信頼関係に影響を及ぼす恐れがあるとの理解が定着している。

このようなコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割を一層強化し、日本市場の魅力を高めるために、金融庁に設置された有識者検討会において、2013年から日本版スチュワードシップ・コードの検討が行われた。そして、2014年2月に「『責任ある機関投資家』の諸原則」（日本版スチュワードシップ・コード）」を公表した（詳細は後述）。

#### 4.1.1.2 上場会社の議決権行使結果の開示

##### 4.1.1.2.1 スタディグループ報告の勧告

上場会社に対しても、議決権行使結果に関する情報開示と透明性の向上を勧告する。2009年以前は、上場会社の多くは、株主総会議案の議決結果に関して「決議通知書」という可決か否決かに関する結果だけを開示していた。株主に対する説明責任を果たし、透明性を高めるために、各議案の賛成と反対の票数までの開示が求められる。

上場会社の議決権行使結果に関する開示については、特に海外の機関投資家が自らの議決権行使行動の実効性を評価したいという目的のために、制度化を求める要望が強かった。

そのため、スタディグループ報告では、証券取引所や当局に対して、議決結果の開示に関する制度の整備を勧告した。

##### 4.1.1.2.2 勧告に対するポリシーメーカーの対応

金融庁はスタディグループ報告に基づいて、2010年3月31日施行で、企業内容等の開示に関する内閣府令の改正を行った<sup>24</sup>（前述）。上場会社に対して、株主総会における議案に関する決議の結果を開示するために、臨時報告書を提出することが義務付けられる。

決議結果の中には、各議案に関する賛成・反対・棄権に係る議決権数、当該決議事項の可決要件、決議結果の開示が含まれる。また、取締役と監査役の選任議案に関しては、個別の候補者ごとに得票数を開示しなければならないとされる。

#### 4.1.2 日本版スチュワードシップ・コード<sup>25</sup>

##### 4.1.2.1 背景

日本版スチュワードシップ・コードは、内閣に設置された「日本経済再生本部」における、本部長を務める内閣総理大臣による「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が適切に受託者責任を果たすための原則のあり方について検討すること」との指示を発端とする<sup>26</sup>。

<sup>24</sup> 前掲注6

<sup>25</sup> 金融庁「『責任ある機関投資家』の諸原則」《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的な成長を促すために～（2014年2月26日）

<sup>26</sup> 日本経済再生本部第6回会合（2013年4月2日）

このような議論を経て、2013年6月に公表された「日本再興戦略」<sup>27</sup>においては、「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップ・コード）」、すなわち「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則」について検討を進め、年内に取りまとめることが閣議決定された。このような背景から、金融庁では2013年8月以降、日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会を設置し、議論を重ね、2014年2月に「『責任ある機関投資家』の諸原則」《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」を公表した。

#### 4.1.2.2 日本版スチュワードシップ・コードと英国版コードとの相違

日本版スチュワードシップ・コードは、スチュワードシップ活動における対話やエンゲージメントの重要性の認識や「遵守か説明か」のアプローチの採用等、英国コードの精神が参考にされている。しかしながら、日本版コードでは、策定の背景、日本の投資環境や実務に適合したスチュワードシップ活動のあり方等、日本独自の強調点や項目が含まれている。日本版コードと英国版コード<sup>28</sup>は以下の通りである。

##### ＜日本版スチュワードシップ・コード＞

投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るために、

1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

##### ＜英国スチュワードシップ・コード＞

最終受益者に帰属する価値を保全・増大させるために、

1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を公に開示すべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。
4. 機関投資家は、スチュワードシップ活動を強化するタイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべきである。
5. 機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。
6. 機関投資家は、議決権行使および議決権行使結果の公表について、明確な方針を持つべきである。
7. 機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。

全体的なところでは、日本の法制度や実務慣習上は従来あまり馴染みがない用語や関係性について、詳細な説明が行われている。例えば、「スチュワードシップ責任」、「エンゲ

<sup>27</sup> 首相官邸「日本再興戦略」（2013年6月13日）

<sup>28</sup> FRC, “UK Stewardship Code” (2012)

ジメント」、「遵守か説明か」、「投資連鎖（インベストメント・チェーン）」等については、わかりやすい定義と説明が付されている。

原則に関連する内容に関しては、以下のような相違点が指摘されている<sup>29</sup>。日本版コード策定の背景を踏まえ、多くの機関投資家による採用が促進され、コードの実効性が高まるように、日本市場に適合したコード作りが目指された。

① 「企業の持続的成長」を促すことが重要である旨を強調したこと

日本版コードは、「日本再興戦略」により所謂アベノミクスの第三の矢としての成長戦略の一環として策定が勧告されたという背景がある。そのため、コード全体を通じて、スチュワードシップ・コードやスチュワードシップ活動の目的が企業の持続的成長を目指すものであることが期待される。その結果、最終的には経済全体の成長につながるの期待がある（コード冒頭）。

② 機関投資家と企業との間の「建設的な対話」を重視したこと

スチュワードシップ責任を果たすための活動のうち、最も重要な行為として、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）に着目する。これを通じて、機関投資家には「投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである」（原則 4）と求める。このように、投資先企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことによって、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることにつながり、その成果は経済全体に敷衍するとされる（コード冒頭、指針 1-1）。

③ 集団的エンゲージメントを支持する原則は採用してないこと

集団的エンゲージメントは、英国版コードの大きな特徴の一つであるが、日本では環境が異なるために、7原則の中では採用されていない。しかしながら、集団的エンゲージメントを否定するものではなく、原則 7 の指針 7-3 は「必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益である」と記述し、状況に応じて投資家同士が協調行動を行うことの有用性を指摘する。

④ 企業にとり有益な対話となるよう、機関投資家側の努力についても記載したこと

機関投資家の努力については、原則 7 で述べられている。日本の機関投資家との会合では短期の業績の見込みや評価に対する議論が多く、グローバルな競争環境や市場情勢を踏まえた戦略的な議論が少ないという、企業からの不満を反映したようである。日本の機関投資家の水準をより高め、企業経営者とその対話を有益であるとの実感を得、持続的成長につながる議論が行われるような信頼関係の醸成を期待するものである。

<sup>29</sup> 油布志行「ディスクロージャー・企業会計等をめぐる動向」商事法務 2021 号（2014 年）56 頁。



### 4.1.2.3 日本版スチュワードシップ・コードの重要な概念

#### 4.1.2.3.1 スチュワードシップ責任

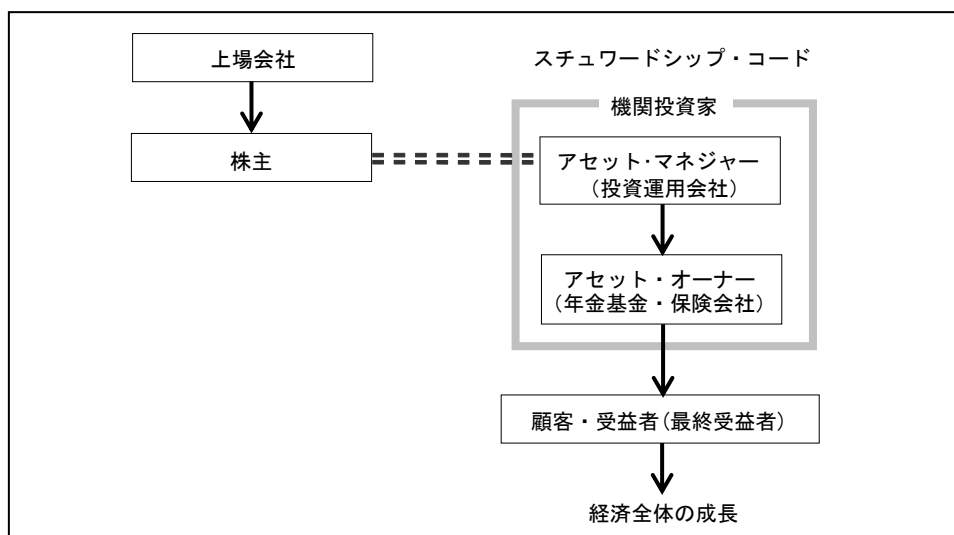
スチュワードシップ・コードにおいて核となる概念である「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」(最終受益者を含む)の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。

「目的を持った対話」とは、具体的には「中長期的な視点からの投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話」(コード指針 4-1)のことであると説明される。

#### 4.1.2.3.2 スチュワードシップ・コードの目的

本コードの目的は、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該スチュワードシップ責任を果たすに当たり、有用と考えられる諸原則を定めることである。その背景には、本コードに沿って、機関投資家が適切にスチュワードシップ責任を果たすことを通じて、経済全体の成長にもつながるという信念がある。

図表 44 日本版スチュワードシップ・コードが目指す価値向上の連鎖



#### 4.1.2.3.3 プリンシプルベース・アプローチ

日本では、伝統的に法律や規則で細則を定める「ルールベース・アプローチ」(細則主義)が採用されてきた。しかしながら、本コードでは、機関投資家が各々の置かれた状況に応じて、自らのスチュワードシップ責任をその実質において適切に果たすことができるよう、「プリンシプルベース・アプローチ」(原則主義)が採用されている(コード前文パラグラフ10)。

本コードは、日本で「プリンシプルベース・アプローチ」が初めて実務に取り入れられたものであり、「ルールベース・アプローチ」に馴染んだ実務においては、当初は混乱が生じることも予想される。ところが、「プリンシプルベース・アプローチ」では、コードが求める趣旨を理解すれば、その枠組みのなかで、機関投資家の実情に応じた個別具体的な対応が許されるという特長がある。そうすることで、コードの全条項を採用するかしないかではなく、コードの趣旨を尊重しつつ、可能な範囲で受け入れることができる。そのため、結果的には、幅広い機関投資家がコードを採用することにもつながり、コードの実効性も高まるであろう。

#### 4.1.2.3.4 「コンプライ・オア・エクスプレイン」のアプローチ

前述の「プリンシプルベース・アプローチ」に基づいて、本コードは、法的拘束力を有する規範ではないことが明確にされている。本コードの趣旨に賛同し、これを受け入れる用意がある機関投資家に対して、その趣旨を表明(公表)することを期待するものである(コード前文パラグラフ11)。

そのうえで、本コードでは、「コンプライ・オア・エクスプレイン」のアプローチを採用する。これは、原則を実施するか実施しない場合には、その理由を説明するかの手法であると説明される(コード前文パラグラフ12)。このアプローチでは、各投資家は実情に応じた個別具体的な対応が許されるという特長がある。コードの全条項を採用するかしないかではなく、コードの趣旨を尊重しつつ、実態に見合った可能な範囲で受け入れることができるため、コードの採用の拡大や実効性の高まりにつながる。

#### 4.1.2.3.5 コード採用の表明・公表

コードの採用状況を可視化するために、本コードを採用する機関投資家に対しては、自らのウェブサイト上でステートメントを公表するとともに、これを毎年見直し・更新し、当該ウェブサイトのアドレスを金融庁に通知することが期待される(コード前文パラグラフ14)。

ステートメントには、「コードを受入れる旨」(受入れ表明)およびスチュワードシップ責任を果たすための方針等の「コードの各原則に基づく公表項目」(実施しない原則がある場合には、その理由の説明を含む)が記述されるものとする。

#### 4.1.2.4 日本版スチュワードシップ・コードの7原則

日本版スチュワードシップ・コードは7原則から構成される。

##### 原則1：機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るべきである（コード指針1-1）。

そのうえで、機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための方針（スチュワードシップ責任をどのように考え、その考えに則って当該責任をどのように果たしていくのか）、また、投資連鎖の中での自らの置かれた位置を踏まえ、どのような役割を果たすのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきであるとする（コード指針1-2）。

##### 原則2：機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

本コードでは、機関投資家が金融機関グループに所属する場合や、アセット・オーナーが企業年金の場合等、利益相反の撤廃や完全否定は困難であるとの現実を認識する。そのうえで、投資連鎖における価値向上を実現するためには、顧客や受益者の利益を第一にすることを明確にし、機関投資家における利益相反を適切かつ十分に管理するべきであると求める（コード指針2-1）。

そのうえで、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、これをどのように管理するのかについての明確な方針を策定し、公表すべきであるとする（コード指針2-2）。

##### 原則3：機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

原則3では、機関投資家による投資先企業に対するモニタリングの重要性が指摘されている。機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値および資本効率を高め、その持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握することが重要であるとする（コード指針3-1）。そして、機関投資家は、こうした投資先企業の状況の把握を継続的に行うべきであり、また、実効的な把握ができていくのかについて適切に確認すべきであるとする（コード指針3-2）。

具体的なモニタリング内容としては、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など、様々な事項が想定される。しかしながら、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異

なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきであるとする。また、その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができるよう努めるべきである（コード指針 3-3）。

機関投資家は、投資先企業の財務面に関する調査やモニタリングについては、十分な経験と専門性を有する。ところが、今後は、非財務的な事項についても、それが当該企業の持続的成長に栄養を与える可能性がある場合には、幅広く注視することが期待される。

**原則 4：機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。**

機関投資家は、「目的を持った対話」（エンゲージメント）を通じて、投資先企業との共通認識を高めるよう努めるべきであるとする。また、企業価値が毀損される恐れがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである（コード指針 4-1）。そのために、機関投資家は事前に企業との対話に関する明確な方針を持つべきであるとする（コード指針 4-2）。

このような対話が深化した場合には、財務問題のみならず非財務問題に関連して、上場会社から未公表の重要事実を受領する可能性も想定される。このような情報を受領した機関投資家が、このような情報を活用して当該企業の株式を売買することは許されず、自らの投資活動を制約することにもなる。しかしながら、機関投資家は、未公表の重要事実を受領しなくても、企業と対話を進めることが可能である。したがって、機関投資家が未公表の重要事実を受領することについては、慎重に考えるべきであるとする（コード指針 4-3）<sup>30</sup>。

**原則 5：機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。**

議決権行使は、典型的なスチュワードシップ活動であり、また機関投資家と投資先企業との対話（エンゲージメント）の成果であり、スチュワードシップ責任に関連して最も重要な行動の一つである。日本では、前述のように、2009年の金融庁スタディグループ報告に基づいて、投資信託、投資顧問、信託銀行においては、議決権行使方針の策定と公表、および議決権行使結果の開示が行われている。他方、年金基金や保険会社等のアセット・オーナーに関しては、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）、地方公務員共済組合連合会、企業年金連合会等の一部の公的年金が開示しているほかは、議決権行使方針や結果の公表はほとんど行われていない。

<sup>30</sup> 「OECD コーポレート・ガバナンス原則」や、これを踏まえて策定された東京証券取引所の「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」は、企業の未公表の重要事実の取扱いについて、株主間の平等を図ることを基本としている。日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編「OECD コーポレート・ガバナンス～改定 OECD 原則の分析と評価～」明石書店（2006年）参照

コードでは、機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべきであり、議決権の行使に当たっては、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で、議案に対する賛否を判断すべきであるとする（コード指針 5-1）。

機関投資家は、明確な議決権行使方針を策定し、開示すべきであるとする。また、形式的な判断に陥ることがないように注意喚起する（コード 5-2）。

議決権行使結果の開示に関しては、日本で定着している実務を尊重し、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきであるとする（コード 5-3 前段）。行使結果の開示に関しては、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、当該他の方法によって議決権行使結果の公表を行うことも考えられると指摘する（コード 5-3 後段）。

日本のアセット・マネジャーは、自身の議決権行使方針に従って、内部で議決権行使の判断をすることが一般的である。そのため、6月の株主総会集中時期には、多くのアナリスト等は議決権行使業務に忙殺されている。そのため、日本株式に投資をする日本のアセット・マネジャーに関しては、議決権行使助言会社の情報を参考として活用していることはあっても、その助言（レコメンデーション）に機械的に依拠することは少数派である。しかしながら、外国株式に関する議決権行使や、グローバルな議決権行使プロセスを有する外資系のアセット・マネジャーの場合には、議決権行使助言会社に業務の多くを委託している場合もある。そのため、このような議決権行使助言会社のサービスを利用している場合には、その旨および当該サービスをどのように活用したのかについても公表すべきであるとする（コード指針 5-4）。

**原則 6：機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。**

議決権行使を含めたスチュワードシップ活動は、預かり資産に関連して大変重要であるため、投資連鎖のより上位の資金拠出者に対して定期的な説明が期待される。

アセット・マネジャーは、顧客に対して、スチュワードシップ活動を通じてスチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、定期的に報告を行うべきであるとする（コード指針 6-1）。アセット・オーナーは、受益者に対して、スチュワードシップ責任を果たすための方針と、当該方針の実施状況について、原則として、少なくとも年に1度、報告を行うべきであるとする（コード指針 6-2）。

このような報告は、顧客・受益者の意向も尊重して、効果的かつ効率的に行うよう工夫すべきであるとする（コード指針 6-3）。また、機関投資家は、議決権行使等のスチュワードシップ活動に関しては、必要な範囲で記録に残すべきであるとする（コード指針 6-4）。

**原則7：機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。**

機関投資家は、投資先企業とのエンゲージメントの実効性を高めるため、十分な実力を備え（コード指針7-1）、必要な体制の整備を行うこと（コード指針7-2）が求められる。

また、英国スチュワードシップ・コード原則5とは異なり、日本版スチュワードシップ・コードでは集团的エンゲージメントに関する明確な原則が定められていない。これは、日本では、機関投資家同士が協働してスチュワードシップ活動を行う環境ではないため、現時点でコードとして採用すると、実務上混乱が生じる可能性があるからである。しかしながら、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられるとして（コード指針7-3）、将来の集团的エンゲージメントの余地を示唆する。

## 4.2 日本の株主総会への機関投資家の参加の促進

### 4.2.1 株主総会の日程

株主総会で権利行使できる株主を確定するために基準日制度を採用している会社においては、基準日から3か月以内に株主総会を開催しなければならないが、実務上は、ほとんどの会社で決算期末日を基準日として設定する。そのため、3月31日が決算期末の場合には、6月30日までに株主総会を開催しなければならない。日本では、上場会社の80%以上の会計年度が4月から3月末であることから、6月後半に株主総会を開催する会社が集中することになる。

また、かつては、株主総会をかく乱させる要因として、総会屋に悩む会社も多かった。そのため、多くの会社が同じ日に株主総会を開催して、防衛しようという対策を行ってきた。現在では総会屋はほとんど消滅しているが、株主総会のスケジュールや実務において、現在でもその影響が残っている。

図表45にあるように、2013年3月期に関する株主総会は、6月27日（木）が集中日であり、551社（41.2%）の会社が株主総会を開催している。2006年には全体の56.3%が集中日に株主総会を開催していたが、2010年以降は集中日開催の会社は40%台前半にとどまっている。特定の一日に集中することからからは分散化が進んでいるものといえよう。

一方で、集中日を含む週（2013年6月24日～28日）に株主総会を開催した会社は75.5%に上っていることから、今なお一定時期における開催が高い状況にある。

図表 45 株主総会の日程

株主総会 開催日	招集通知発送日																											社数 (社)	比率 (%)
	5月													6月															
	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				
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					
6/7	金	1																								1	0.07%		
6/8	土				1																					1	0.07%		
6/9	日					1																				0	0.00%		
6/10	月						1																			0	0.00%		
6/11	火				1			1																		2	0.15%		
6/12	水			1	1				3																	5	0.37%		
6/13	木								3	5																8	0.60%		
6/14	金				3			1	1	3	6															14	1.05%		
6/15	土				1			1			1	2														5	0.37%		
6/16	日			1								2	1													3	0.22%		
6/17	月									1	1			1												2	0.15%		
6/18	火							2	4	5	2	4				3										20	1.50%		
6/19	水				2				6	4	4	5			10	2										33	2.47%		
6/20	木									3	9	6			18	4	9									49	3.66%		
6/21	金		1					2	1	2	27	31			26	21	28	31								170	12.72%		
6/22	土				1							4			1		1	3	2							12	0.90%		
6/23	日																1		2	1						3	0.22%		
6/24	月									1	1	7			4	1	1	3	3							21	1.57%		
6/25	火										1	11			60	28	17	14	46						28	205	15.33%		
6/26	水				1							4			15	53	26	22	44						39	26	230	17.20%	
6/27	木				1					1		6			17	24	114	68	98	1					85	72	64	551	41.21%
6/28	金																									2	2	2	0.15%
社数		1	1	0	2	12	0	0	7	18	25	51	83	0	0	154	133	197	141	195	1	0	152	98	64	2	1337	100	

注：2013年6月に株主総会を開催した東証1部上場会社（3月決算）を対象

機関投資家については、実際に自己名義で株式を保有して株主総会に出席する投資家は、いわゆる「アクティビスト」と呼ばれる投資家を除いてはほとんどおらず、株主総会開催日の5営業日前までに資産管理機関に対して議決権の指図を行うことが一般的である。機関投資家においては、開催日の日程に基づいて指図業務の日程管理を行うために、集中日の5営業日前には多くの会社についての指図の締め切りが迫ることになる。他方で、実際には招集通知が届いた会社から議決権行使の指図の判断を開始することから、招集通知を早期に取得できることで、機関投資家における指図業務の分散化が進み、判断に十分な時間を確保することにつながる。このような観点から、法定の招集通知発送期限（法律上は発送日と総会開催日との間に2週間前が必要と解釈されるため、実務上は総会開催日15日前が期限）に送る会社は183社（13.7%）にすぎず、2010年以降は平均19日前に招集通知が発送されている（図表46参照）。

また、図表47によれば、招集通知の発送期限は15日前であるが、それよりも1週間早い22日前に送る会社が最も多い。

また、東京証券取引所においては、2009年7月の規則改正に伴って2010年6月の定時株主総会から、株主総会の招集通知および添付書類等を取引所に提出させ、取引所ホーム

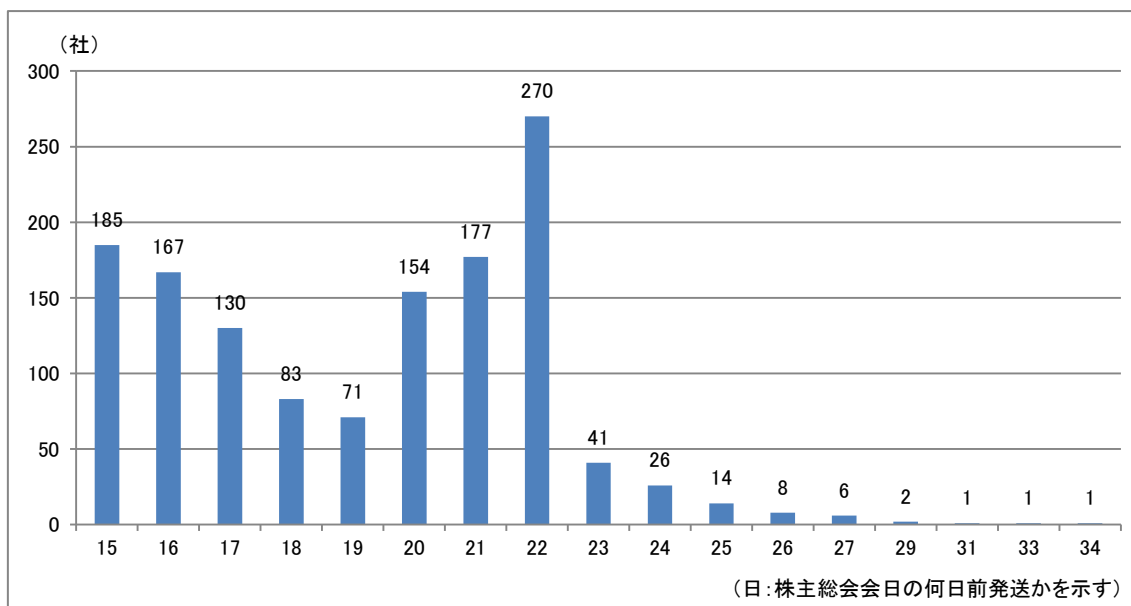
ページ上で公開されている。このような環境整備により、投資家は招集通知の原本の到着よりも早い時点で招集通知の情報を取得することができ、判断にかかる時間を一層確保することが可能となっている。

図表 46 株主総会および招集通知の発送の日程

	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
招集通知作成日	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	38.0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(集中日)	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	75.5%	72.9%	56.9%	45.0%	87.4%	86.7%	78.8%	77.3%

注：東証1部上場会社(3月決算会社)を対象

図表 47 招集通知の発送日程



注：2013年6月に株主総会を開催した東証1部上場会社(3月決算)を対象

#### 4.2.2 機関投資家の保有構造

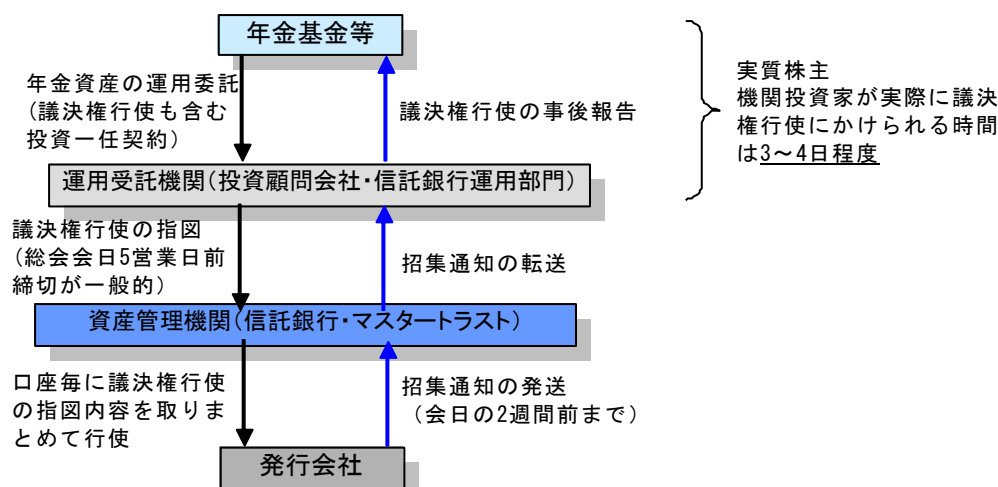
日本の会社法上は、名義株主には、株主総会に出席する等の法律上の株主としての権利が認められていない。特に、複数の実質株主が合同の名義を利用している場合には、名義株主の権利行使のためには参加するすべての実質株主の合意が必要になる。そのため、機関投資家の権利行使には法律上および実務上の障壁が存在する。日本では、西武鉄道の不



祥事に伴う上場廃止事件に際して、企業年金連合会等の大規模な公的年金基金がリードして会社訴訟を提起した事例があるが、このような機関投資家による行動は大変限定的である。

図表 48 は、国内投資家による国内上場会社に対する議決権行使の流れを概観したものである。発行会社サイドから発送された招集通知は、名簿上の株主である資産管理機関において分別され、運用受託機関（投資顧問会社等の運用会社）に対して転送される。6月、わが国の会社の株主総会が集中する時期であり、資産管理機関における事務作業も繁忙を極める。また、週末を挟んだ日程の場合には、営業日との関係で時間がかかることもある。そのため、発行会社サイドから招集通知が発送された後、実際に議決権行使の判断を行う運用会社の手元に招集通知が届くまでには、郵送や事務処理などで数日かかる場合もありうる。年金基金等の資金スポンサーのなかには議決権行使についても運用受託機関に一任している場合が多いが、なかには議決権行使に関する基準を設けて、これにしたがって運用受託機関に具体的な行使を求める年金基金もある。そして、運用受託機関は、事後的に議決権行使結果について年金基金に対して報告を行う。このような運用受託機関と年金基金等の資金スポンサーが上場会社の実質株主となる。

図表 48 日本における機関投資家による議決権行使の流れ



他方、実質株主が議決権行使の判断を行い、その指図を資産管理機関に返送する期限は、株主総会会日の5営業日前程度が一般的である。

そうすると、仮に会社が法定期限である株主総会の2週間前に招集通知を発送した場合、実質株主が招集通知を受領して議決権の指図の締め切りまでの間、議案の検討に要することができる時間はわずか数日に過ぎない。また検討期間内に休日等が挟まる場合などには、営業日ベースではますます時間が制限されることになる。このように、機関投資家は、大変限られた時間の中で議決権行使を行っている実情がある。さらに、昨今では、M&A や買収防衛策、あるいは株主提案など、定例の議案以外に、個別の判断を必要とする議案が増えている。

前述のように、2010年6月の定時株主総会からは、証券取引所のウェブサイトにおいて招集通知のファイルが公開されることとなった。そのため、資産管理機関から招集通知が転送されるよりも早い時点で情報を入手することが可能になった。そのため、投資家による議案情報へのアクセスは大きく向上したと考えられる。

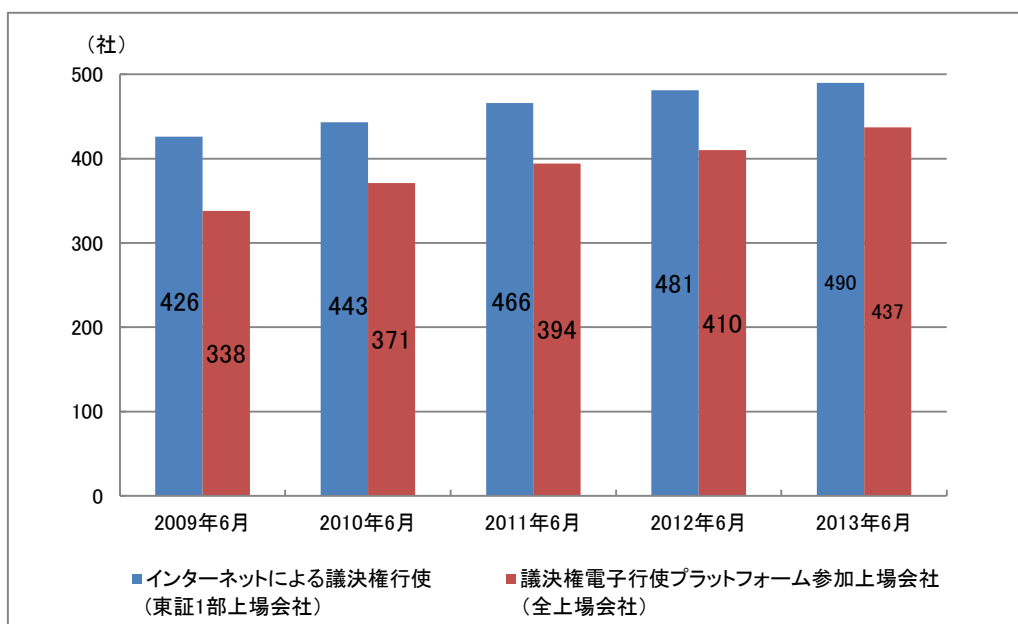
#### 4.2.3 株主総会の電子化

前述のように証券取引所ウェブサイトにおける招集通知の開示が始まるなど、株主総会の電子化が進んでいる。このほか、議決権行使における電子化も進んでおり、具体的には、インターネットによって議決権行使を行う方法、議決権電子行使プラットフォームの活用が考えられる。

インターネットによる議決権行使とは、各株主にIDとパスワードを交付して、インターネット経由での行使を可能とするものである。主には個人投資家の議決権行使の手段を拡充することを目的としている。2013年6月時点では東証1部上場会社のうち490社が採用している(図表49)。しかしながら、実際には、インターネット経由での行使比率はあまり高くない会社が多く、現状では議決権行使書(具体的にははがきの返信)による書面での行使が引き続き中心となっている。

議決権電子行使プラットフォームとは、東京証券取引所、日本証券業協会、および業務システムを提供している米国系のBroadridge社の共同出資(出資比率:東証50%、Broadridge50%)により設立された株式会社ICJが構築、発行会社を顧客として提供しているシステムであり、機関投資家による議決権行使の効率化と確実な行使を目的とするものである。特に、海外投資家は、日本企業への議決権行使には時間的、手続き的にさまざまな障害があることから、株主総会開催日直前までにインターネット経由での行使が可能であり、期間内であれば行使内容の変更も可能な本プラットフォームの利用価値は高いようである。そのため、外国人株主の比率が高い会社においては、プラットフォームに参加する会社が多く、2013年6月時点で437社が参加している(図表49)。ところが、参加企業数が増加傾向にあるとはいえ、現状では全上場会社が採用しているわけではない。そのため、国内投資家は、いずれにしても非参加企業については従来どおり資産管理機関経由で行使を行う必要がでてくる。このような理由から、国内投資家におけるプラットフォームの活用が今後の課題となっている。

図表 49 株主総会の電子化



注：東証1部上場会社（3月決算）を対象

#### 4.2.4 機関投資家による議決権行使結果の開示

##### 4.2.4.1 投資信託協会

投資信託協会では、毎年、会員である投資信託委託会社に対して実施した議決権行使に関するアンケート結果を公表している（図表 50、51）。

会社提案に対しては、反対等行使比率（議案に対し反対または棄権をした割合）は、2013年は16%となっている。具体的には、退職慰労金支給（43%）、その他会社提案（38%）、監査役選任（26%）、新株予約権発行（21%）の順に反対等行使比率が高い。退職慰労金支給は付与対象者（社外役員、監査役）、その他会社提案は買収防衛策、監査役選任は社外監査役の独立性等、新株予約権発行は付与対象者や希薄化、期間等が問題になったと推察される。

また、株主提案に関しては、役員報酬額の開示等に関しては賛成率が高く、2013年は45%となっている。役員報酬の開示は、前述のように、日本では1億円以上の場合だけが有価証券報告書における開示の対象となっている。しかしながら、コーポレート・ガバナンスの観点からは、すべてあるいは主要な役員の個別報酬について金額や内訳等の透明性を求める株主が多いことを反映している。

株主総会議案を判断するための体制整備に関しては、社内の議決権行使基準に照らして担当者が判断（80%）と高く、助言機関の助言を基に担当者が判断（29%）は相対的に低い。社内のリソースを活用して、自らの判断で議決権行使を行っていることが示されている。

図表 50 投資信託委託会社における議決権行使結果（会社提案）

	賛成(A)	反対(B)	棄権(C)	反対棄権計(D) (B)+(C)	議案数合計(E) (A)+(B)+(C)	反対等行使比率 (D)/(E)
剰余金処分	28,479	895	35	930	29,409	3%
取締役選任	75,298	12,854	65	12,919	88,217	15%
監査役選任	23,782	8,279	28	8,307	32,089	26%
定款一部変更	11,729	403	20	423	12,152	3%
退職慰労金支給	2,907	2,188	13	2,201	5,108	43%
役員報酬額改定	6,071	371	23	394	6,465	6%
新株予約権発行	2,630	688	17	705	3,335	21%
会計監査人選任	247	14	0	14	261	5%
再構築関連	660	98	0	98	758	13%
その他会社提案	5,292	3,277	18	3,295	8,587	38%
合計	157,095	29,067	219	29,286	186,381	16%

注：議案件数ベース

出所：投資信託協会「投資信託委託会社における議決権行使アンケート調査結果」（2013年）6頁

図表 51 投資信託委託会社における議決権行使結果（株主提案）

	賛成(A)	反対(B)	棄権(C)	議案数合計(D) (A)+(B)+(C)	賛成行使比率 (A)/(D)
増配	23	130	3	156	15%
自己株式取得	13	51	0	64	20%
役員報酬額の開示等	123	148	3	274	45%
取締役(会)問題	117	555	7	679	17%
監査役(会)問題	2	13	0	15	13%
退職慰労金の削減等	0	12	0	12	0%
その他の定款一部変更	158	2,766	14	2,938	5%
その他の株主提案	111	585	162	858	13%
合計	547	4260	189	4,996	11%

注：議案件数ベース

出所：投資信託協会「投資信託委託会社における議決権行使アンケート調査結果」（2013年）7頁

図表 52 株主総会議案を判断するための体制整備（複数回答）

社内の議決権行使基準に照らして担当者が判断	80%
委員会を設置して判断	51%
助言機関の助言を基に担当者が判断	29%
その他	14%

出所：投資信託協会「投資信託委託会社における議決権行使アンケート調査結果」（2013年）7頁

#### 4.2.4.2 日本投資顧問業協会

日本投資顧問業協会も、会員である運用会社に対して議決権行使に関する調査を行っている（図表 53、54）。調査結果は前述の投資信託協会と同様の傾向を示している。

会社提案に対する反対・棄権率は、退職慰労金支給が 34.8%と高く、その他会社提案 33.1%、新株予約権発行 23.6%と続く。退職慰労金支給に対しては、社外者への支給に反対する投資家が多いことを反映していると考えられる。また、その他会社提案に関しては、買収防衛策に関連する議案が含まれている可能性があり、これに反対する投資家が多いことが反映されている。

株主提案に関しては、役員報酬額の開示等に対して回答投資家の 37.5%が賛成している。投資信託協会の場合と同様に、コーポレート・ガバナンスにおいて重要な報酬問題に関する透明性の向上から、賛成する投資家が多いことが推測される。

議決権行使助言会社に関しては、2013年には53%が利用している。この議決権行使助言会社を利用している運用会社のうち、63%は国内株式と外国株式の両方に関してであり、22%は外国株式に関しての利用である。議決権行使助言会社の利用は、2012年の62%から減少している。この背景には、日本では、運用会社自身が議決権行使を行う場合が多く、議決権行使助言会社の助言（レコメンデーション）を参考資料として利用する運用会社が少ないという実態がある。そのため、議決権関連業務の外部委託はあまり進んでいないことが影響していると考えられる。

図表 53 投資一任業における議決権行使結果（会社提案）

	賛成	反対	棄権	白紙委任	合計	反対・棄権比率
剰余金処分案等	16,450	643	21	0	17,114	3.9%
取締役選任	51,570	7,031	133	0	58,734	12.2%
監査役選任	15,418	4,329	97	0	19,844	22.3%
定款一部変更	6,874	189	41	0	7,104	3.2%
退職慰労金支給	1,912	996	25	0	2,933	34.8%
役員報酬額改定	3,440	190	36	0	3,666	6.2%
新株予約権発行	1,287	381	16	0	1,684	23.6%
会計監査人選任	169	4	2	0	175	3.4%
組織再編関連	404	32	1	0	437	7.6%
その他会社提案	3,164	1,547	15	0	4,726	33.1%
合計	100,688	15,342	387	0	116,417	13.5%

注：議案件数ベース

出所：日本投資顧問業協会「投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケート」（2013年）1頁

図表 54 投資一任業における議決権行使結果 (株主提案)

	賛成	反対	棄権	白紙委任	合計	賛成行使比率
剰余金処分案等	11	116	2	0	129	8.5%
自己株式取得	10	43	0	0	53	18.9%
役員報酬額の開示等	63	103	2	0	168	37.5%
取締役(会)問題	66	445	3	0	514	12.8%
監査役(会)問題	3	11	0	0	14	21.4%
退職慰労金の削減等	0	7	0	0	7	0.0%
その他	176	2,052	0	0	2,240	7.9%
合計	329	2,777	19	0	3,125	10.5%

注：議案件数ベース

出所：日本投資顧問業協会「投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケート」  
(2013年) 3頁

図表 55 議決権行使助言会社の活用

○ 議決権等行使指図に関し助言機関を活用しましたか。

	2013年回答数 78社	2012年回答数 69社
a. 活用した	41社(53%)	43社(62%)
b. 活用しなかった	37社(47%)	26社(38%)
○今後活用する予定	1社	0社
○今後活用するかどうかを検討中	2社	1社
○今後も活用予定なし	34社	25社

○ 上記質問で「a.活用した」と回答された方は、国内株式についてでしょうか、外国株式についてでしょうか。

	2013年回答数 41社	2012年回答数 43社
a. 国内株式、外国株式両方	26社(63%)	22社(51%)
b. 国内株式のみ	6社(15%)	10社(23%)
c. 外国株式のみ	9社(22%)	11社(26%)

出所：日本投資顧問業協会「投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケート」  
(2013年) 4頁

#### 4.2.5 上場会社による議決権行使結果の開示の分析

##### 4.2.5.1 株主総会における議決権の行使率

以下は、上場会社が開示している臨時報告書による、株主総会の議決権行使結果を分析したものである(対象は日経225企業)。

図表56によれば、株主総会における議決権行使率の平均は、約75%である。株主構成と比較すると、おおよそ個人株主の比率を差し引いた程度の行使率となっている。機関投資

家の多くは受託者責任の観点から議決権行使を行う傾向が高く、事業会社の場合は持合いや資本関係のある親密株主である場合が多いため、議決権行使は必ず行われる。他方、個人株主は一般に議決権行使を行わない傾向が高いとも指摘されている。

このような傾向は、図表 57 ではさらに顕著にあらわれている。親会社や主要株主が存在する会社では、議決権行使比率は高い。これに対して、個人株主比率が高い場合には、外国人比率が高い場合であっても、議決権行使比率は低い傾向にある。

図表 56 議決権の平均行使率

		2013年	2012年	2011年	2010年
平均行使率(%)		75.7	75.3	75.3	74.9
株主構成 (%)	その他の法人	13.9	13.8	14.0	15.0
	金融機関	33.5	35.0	34.8	35.3
	外国人	26.2	24.9	25.4	24.0
	個人その他	23.0	22.8	22.5	22.5

注1：日経平均株価指数の採用企業（225社）を対象

注2：2010年は、日経平均株価指数の採用企業のうち3月決算会社（200社）を対象

出所：古川達也「2013年株主総会の議決権行使結果分析～機関投資家の動向を中心に～」  
資本市場リサーチ 29号（2013年）

図表 57 株主総会における議決権行使率上位10社と下位10社

○行使率上位10社(%)

No.	コード	社名	業種	行使率	株主構成				親会社/支配株主
					その他の法人	金融機関	外国人	個人	
1	4689	ヤフー	サービス	92.6	42.7	5.3	46.0	5.7	○
2	8729	ソニーフィナンシャルホールディングス	保険	91.2	60.2	11.0	24.5	3.4	○
3	4519	中外製薬	医薬品	88.8	1.1	10.9	76.0	9.5	○
4	1605	国際石油開発帝石	鉱業	88.8	19.7	15.3	41.8	3.3	—
5	7205	日野自動車	自動車	88.4	58.5	17.8	16.4	5.5	○
6	9437	エヌ・ティ・ティ・ドコモ	通信	88.3	64.5	9.0	12.5	12.7	○
7	7269	スズキ	自動車	88.1	13.5	31.4	48.6	5.1	—
8	9412	スカパーJ S A Tホールディングス	通信	87.8	50.2	23.8	13.6	11.7	—
9	2914	日本たばこ産業	食品	87.4	1.1	15.0	33.5	15.9	—
10	6902	デンソー	電気機器	87.2	36.8	20.6	23.1	18.4	—

○行使率下位 10 社(%)

No.	コード	社名	業種	行使率	株主構成				親会社/支配株主
					その他の法人	金融機関	外国人	個人	
1	5202	日本板硝子	窯業	51.1	5.1	20.0	22.2	49.3	—
2	9202	ANAホールディングス	空運	54.1	13.3	19.0	7.1	60.1	—
3	6767	ミツミ電機	電気機器	56.8	0.9	33.9	28.5	29.0	—
4	3103	ユニチカ	繊維	58.0	3.9	24.6	11.0	57.6	—
5	6773	パイオニア	電気機器	59.5	18.4	25.3	17.8	33.6	—
6	6758	ソニー	電気機器	59.9	3.4	22.9	32.7	38.2	—
7	6703	沖電気工業	電気機器	60.0	4.8	25.1	12.6	51.0	—
8	8604	野村ホールディングス	証券	60.0	5.4	20.6	33.2	37.9	—
9	6701	日本電気	電気機器	60.8	3.8	25.8	25.2	42.3	—
10	8411	みずほフィナンシャルグループ	銀行	63.8	12.6	26.5	22.3	33.2	—

注：日経平均株価指数の採用企業（225社）を対象

4.2.5.2 議案の種類ごとの行使結果

4.2.5.2.1 全般的な傾向

議案の種類ごとの行使結果（図表58）によれば、反対率は買収防衛策導入が29.3%と最も高く、退職慰労金支給が15.6%と続く。退職慰労金に関しては、支給対象者に社外者が含まれる場合等には反対する機関投資家が多い。

役員選任に関しては、社外監査役の反対率が11.9%と最も高い。監査役会設置会社においては、社外監査役が義務付けられていることから、独立性を精査して判断する投資家が多いと考えられる。

図表 58 議案の種類ごとの反対率

	提案会社数（社）		議案数/選任数（個/名）		平均反対率（%）	
	2013年	2012年	2013年	2012年	2013年	2012年
剰余金処分	170	168	170	169	1.0	0.8
取締役選任（社内）	219	214	1,743	1,806	3.1	3.2
取締役選任（社外）	192	163	470	431	5.1	5.1
監査役選任（社内）	79	109	86	133	3.3	2.3
監査役選任（社外）	100	128	140	195	11.9	10.3
定款一部変更	52	54	54	55	0.7	1.3
退職慰労金支給	10	11	14	12	15.6	18.6
役員報酬額改定	21	28	22	29	4.2	6.8
新株予約権発行	10	12	10	12	3.0	3.2



再構築関連	2	10	2	12	0.2	1.4
その他会社提案	8	6	9	6	3.7	0.9
役員賞与支給	47	48	47	48	3.0	2.8
補欠監査役選任(社内)	3	5	3	5	3.0	2.8
補欠監査役選任(社外)	49	43	49	43	3.6	4.6
買収防衛策導入	28	16	28	16	29.3	26.2
自己株式取得	1	0	1	0	0.8	-

注：日経平均株価指数の採用企業（225社）を対象

出所：古川達也「2013年株主総会の議決権行使結果分析～機関投資家の動向を中心に～」  
資本市場リサーチ 29号（2013年）

#### 4.2.5.2.2 買収防衛策に関する傾向

買収防衛策に関しては、ほぼすべての国内外の機関投資家が否定的に判断していることから、反対率が高くなっている。なかには反対比率が40%を超える会社もあり、株主の反発が高いことが示されている（図表59）。

図表 59 買収防衛策関連議案に対する反対票が高い会社

コード	社名	業種	賛成率(%)	反対率(%)	外国人持株比率(%)
4063	信越化学工業	化学	56.9	43.0	41.4
8802	三菱地所	不動産	59.6	40.2	44.5
8830	住友不動産	不動産	60.1	39.9	35.6
2871	ニチレイ	食品	62.7	35.5	16.6
7911	凸版印刷	その他製造	63.7	35.1	17.6
4183	三井化学	化学	63.9	35.1	30.6
9766	コナミ	サービス	65.0	34.7	32.9
5713	住友金属鉱山	非鉄金属製品	64.7	34.0	30.6
2282	日本ハム	食品	67.2	32.8	23.0
7951	ヤマハ	その他製造	66.6	32.6	26.5
7733	オリンパス	精密機器	66.9	32.5	33.9
5541	大平洋金属	鉄鋼	68.6	31.4	20.7
6674	ジーエス・ユアサ コーポレーション	電気機器	69.5	30.6	12.4
7762	シチズンホールディングス	精密機器	69.2	30.5	24.4
9009	京成電鉄	鉄道・バス	67.6	30.5	17.0
8803	平和不動産	不動産	68.9	29.7	22.9
5711	三菱マテリアル	非鉄金属製品	68.9	29.1	20.6
7912	大日本印刷	その他製造	70.3	29.0	21.2
5801	古河電気工業	非鉄金属製品	72.8	26.5	14.9

5332	ＴＯＴＯ	窯業	73.9	25.8	22.0
5411	ジェイ エフ イー ホールディングス	鉄鋼	75.1	23.6	20.7
3864	三菱製紙	パルプ・紙	75.5	22.2	9.5
5703	日本軽金属ホールディングス	非鉄金属製品	77.9	21.5	11.2
3865	北越紀州製紙	パルプ・紙	78.8	20.5	11.0
9008	京王電鉄	鉄道・バス	77.1	20.0	13.5
2531	宝ホールディングス	食品	74.3	19.3	9.1
5406	神戸製鋼所	鉄鋼	79.3	17.5	15.0
2801	キッコーマン	食品	82.2	16.6	14.1

注：日経平均株価指数の採用企業（225社）を対象

出所：古川達也「2013年株主総会の議決権行使結果分析～機関投資家の動向を中心に～」  
資本市場リサーチ 29号（2013年）

#### 4.2.5.2.3 社外取締役・社外監査役の選任に関する傾向

社外取締役と社外監査役の選任議案に関しては、独立性に疑義がある場合には、反対比率が高くなる傾向が高い。図表 60 は社外取締役に、図表 61 は社外監査役に、それぞれ独立性との関係を分析したものである。

社外取締役と社外監査役とでは、社外監査役の方が反対比率が高い。監査役会設置会社では、社外監査役が義務付けられているため、議決権行使においてより詳しく分析する投資家が多いと推測される。社外取締役と社外監査役ともに、取引関係や大株出身者に対する反対比率は、そうではないものと比べて高くなっている。社外取締役や社外監査役の選任議案において、独立性を考慮した議決権行使を行っている投資家が多いことを反映している。

東京証券取引所に独立役員として届け出ている者に関しては、反対比率が低い。議決権行使において投資家は、社外取締役や社外監査役の独立性に関して、会社の判断と証券取引所に対する届出を尊重していることがうかがえる。また、機関投資家の中には、独立性に疑義がある場合であっても、独立役員として届け出がある候補者に関しては、会社による独立性認定を評価して、賛成する場合もある。

図表 60 社外取締役の独立性と反対率

取引関係	2013年	2012年	大株主出身	2013年	2012年	東証独立役員	2013年	2012年
あり	7.8	8.9	該当する	8.7	9.9	ではない	10.9	8.7
なし	3.5	3.2	該当しない	4.0	3.8	である	4.1	4.4
全議案	5.1	5.1	全議案	5.1	5.1	全議案	5.1	5.1
「あり」の場合の最大反対率	30.0	32.3	「該当する」場合の最大反対率	29.6	41.0			

(%)

注：日経平均株価指数の採用企業（225社）を対象

出所：古川達也「2013年株主総会の議決権行使結果分析～機関投資家の動向を中心に～」

資本市場リサーチ 29号（2013年）

図表 61 社外監査役の独立性と反対率

取引関係	2013年	2012年	大株主出身	2013年	2012年	東証独立役員	2013年	2012年
あり	20.9	17.3	該当する	23.4	21.1	ではない	18.1	13.6
なし	5.4	4.9	該当しない	7.8	6.7	である	9.9	9.6
全議案	11.9	10.7	全議案	11.9	10.7	全議案	11.9	10.7
「あり」の場合の最大反対率	41.2	39.2	「該当する」場合の最大反対率	41.2	36.3			

(%)

注：日経平均株価指数の採用企業（225社）を対象

出所：古川達也「2013年株主総会の議決権行使結果分析～機関投資家の動向を中心に～」

資本市場リサーチ 29号（2013年）

## 5. おわりに

日本では、コーポレート・ガバナンス問題に関する制度や実務の改革が続いて、大変重要な時期に差し掛かっている。

制度面では、2010年3月には、企業内容等の開示に関する内閣府令が改正され、役員報酬や議決権行使結果等のコーポレート・ガバナンスに関連する開示が強化された。2013年11月には会社法案が国会に提出され、社外取締役の要件厳格化や多重代表訴訟等のコーポレート・ガバナンスに関連する問題が含まれている。2014年2月には日本版スチュワードシップ・コードが公表され、従来は各アセット・マネジャー業界の取組みとして行われていた議決権行使方針・結果の開示を含めた対応を拡大して、スチュワードシップ責任として明確化した。

実態面では、取締役会の体制、役員報酬の設計、株主総会の運営等において、国際投資家の要請に対して、制度の枠組みの中でできるだけの対応を検討するようになっている。これは、本稿で検討した過去10年程度のコーポレート・ガバナンスに関連するデータからも、裏付けがとれている。特に、日本のコーポレート・ガバナンスの特異点として、大半の会社が採用している監査役会設置会社には社外取締役が義務付けられていないという制度上の課題があるが、主要上場会社においては、大半が自主努力として社外取締役を採用し、独立性にも配慮を行っている。事業や金融市場の環境がグローバル化する中で、自主的にかつ真剣にコーポレート・ガバナンスに取り組む企業が増えていると考えられる。

特に、コーポレート・ガバナンスにおいて最も重要な機関である取締役会の機能強化については、伝統的な二層制の監査役制度の中に、一層制の優れた点を取り入れるなど、制度面でも実態面でも工夫を凝らしている。

また、このようなコーポレート・ガバナンスの問題に対しては、機関投資家の関与も深まっている。日本の機関投資家の多くは、2010年以降議決権行使方針および結果を開示しており、議決権行使においても外部に委託せずに内部で判断する投資家が多い。日本版スチュワードシップ・コードの原則の主要な部分については、実務上すでに対応しているアセット・マネジャーが多い。

今後は、コーポレート・ガバナンスの向上を通じて、日本企業の持続的成長を促進し、日本経済全体の成長へと拡大することを目指して、さらなる制度や環境の整備、企業の改革および投資家の活動の一層の活発化に期待したい。

## 6. 補論：監査役会設置会社における任意委員会の設置

会社法上、委員会設置会社には指名委員会、報酬委員会、監査委員会の3委員会の設置が義務付けられるが、監査役会設置会社にはこのような委員会等の組織の設置は求められていない。ところが、多くの上場会社では、独自の取組みとして、指名や報酬などコーポレート・ガバナンス上重要な機能のみならず、経営上の重要課題に応じた様々な種類の任意の委員会（以下、任意委員会と呼ぶ）を設置している。

東証1部上場会社のうち監査役会設置会社（1753社）を対象とした調査によれば、714社（40.7%）の会社において、全1606委員会（442種類）の任意委員会が設置されていた。

図表iは、442種類の任意委員会の名称と採用している会社の社数である。名称の多さや重複の少なさを見ても、各社が任意委員会の運営に関して様々な工夫を凝らしていることがうかがえる。

内部統制やリスク管理等は、企業単体ではなくグループ全体で統一して実施することが前提となっていることから、グループ全体を見渡す委員会を設置する会社も多い。このようなグループ全体の管理を目的とする委員会は、53社において設置されている。任意委員会442種類中33種類（7.5%）が、委員会名に「グループ」という名称を付している。

また、製造業の場合には環境や品質管理の問題、海外事業の多い企業においては安全問題、金融業の場合には債権管理や資本政策等、業種に共通する委員会も多い。

図表iiは、上記の1606任意委員会について、その性格や機能により分類したものである。

もっとも多く設置されている任意委員会は、コンプライアンスに関する委員会で、1606任意委員会の18.2%を占め、リスク管理が13.8%、内部統制が8.7%と続く。これらは適法性と妥当性という企業経営の根幹となる要素であり、3つの要素を合わせると任意委員会の4割以上となる。コンプライアンスやリスク管理に対する企業経営者の問題意識の高さがうかがえる。

また、委員会設置会社では、指名委員会や報酬委員会の設置が義務付けられていることが特徴であるが、監査役設置会社においても、指名や報酬の機能を持たせた任意委員会を設置する会社が増加している。任意の報酬委員会は全体の7.7%であり、任意の指名委員会は4.5%である。報酬と指名の両機能の一つにまとめる委員会の設置も散見され、指名・報酬に関する委員会が1.5%、人事に関する委員会が2.6%であった。また、監査役会設置会社でありながら、監査委員会と称する任意委員会の設置が1.0%あった。会社法による機関設計に加えて、会社の実情に合わせた柔軟な機能が検討されたものと考えられるが、外部者にはわかりにくい面もあるため、一層の透明性と説明責任が期待される。

監査役会設置会社における任意委員会とは、会社が、監査役会を活用するコーポレート・ガバナンス制度を維持しつつも、経営上重要な課題について必要な体制を整えようとする取組みである。特に、任意の指名委員会や報酬委員会は、機関投資家の多くが評価する委員会設置会社の特徴を採用しようとするものである。重要なのは、監査役会設置会社であ

るか委員会設置会社であるかという組織形態ではなく、執行と監督、リスク管理、コンプライアンス等の経営上重要な要素が、適切に機能することを確保することであると考えている。

図表 62 東証1部上場会社(監査役設置会社)における任意委員会

委員会名称	委員会数	員会			
ALM・マーケットリスク委員会	1	員会		お客さま満足度向上委員会	2
ALM委員会	22	FUJITSU Way 推進委員会	1	ガバナンス・報酬委員会	1
ALM戦略委員会	2	HR フォーラム(人事委員会)	1	ガバナンス委員会	5
BCP チーム(事業継続計画委員会)	1	HSSE委員会	2	ガバナンス評価委員会	1
C&C(Crisis&Compliance)管理委員会	1	IR委員会	3	クオリティ委員会	1
CEO指名委員会	1	ISMS(情報セキュリティマネジメントシステム)委員会	1	グループALM委員会	1
CR(コンプライアンス・リスク)管理委員会	1	IT委員会	1	グループCSR委員会	3
CR I委員会	1	IT戦略委員会	2	グループCSR推進委員会	1
CS(カスタマー・サティスファクション)委員会	1	IT戦略推進委員会	1	グループCSV委員会	1
CS/ES委員会	1	IT投資委員会	2	グループERM委員会	1
CSR委員会	2	J-SOX委員会	1	グループIT・事務戦略委員会	1
CSR・リスクマネジメント委員会	1	J-SOX推進委員会	1	グループIT特別委員会	1
CSR・リスク管理委員会	1	J-SOX法委員会	1	グループオペレーショナル・リスク管理委員会	1
CSR・環境委員会	1	MACS委員会	1	グループコンプライアンス委員会	8
CSR・環境対策委員会	1	ORM委員会	1	グループシステム委員会	1
CSRコンプライアンス委員会	1	PL委員会	2	グループシナジー委員会	1
CSR委員会	47	RC(レスポンシブル・ケア)内部監査委員会	1	グループリスクコンプライアンス委員会	1
CSR経営委員会	2	RC委員会	2	グループリスクマネジメント委員会	3
CSR推進委員会	12	RISE委員会	1	グループリスク管理委員会	5
CSR統括委員会	3	SQE推進委員会	1	グループリスク統括委員会	1
CS委員会	1	アドバイザーボード	3	グループ環境保全委員会	2
ERM委員会	2	安全保安諮問委員会	1	グループ経営モニタリング委員会	1
F・T(フェアトレード)委	1	イノベーション推進委員会	1	グループ経営委員会	3
		オペレーショナル	1	グループ経営戦略委員会	1
		オペレーショナルリスク委員会	2	グループ個人情報保護委員会	1
		オペレーショナルリスク管理委員会	4	グループ資本運営委員会	1
		オペレーションコミッティ	1	グループ社会貢献委員会	1
		お客さま経営委員会	1	グループ情報セキュリティ	1
		お客さま保護等管理委員会	1		

<金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー DP2014-5 (2014年7月)>

委員会		コンプライアンス委員会	1	ポートフォリオ委員会	1
グループ人財委員会	1	コンプライアンスリスク管理委員会	17	ポートフォリオ管理委員会	1
グループ人事委員会	1	コンプライアンス委員会	239	リスク・コンプライアンス委員会	17
グループ人事戦略委員会	1	コンプライアンス経営実行委員会	1	リスク・コンプライアンス推進委員会	1
グループ人事組織委員会	1	コンプライアンス諮問委員会	1	リスクヘッジ委員会	1
グループ戦略策定委員会	1	コンプライアンス小委員会	2	リスクポリシー委員会	1
グループ内部統制委員会	1	コンプライアンス推進委員会	9	リスクマネジメント・コンプライアンス委員会	3
グループ品質保証委員会	2	コンプライアンス統制委員会	1	リスクマネジメント委員会	46
グループ報酬委員会	2	財務委員会	1	リスクマネジメント統制委員会	1
グループ役員審査委員会	1	サステナビリティ委員会	1	リスク委員会	4
グループ予算委員会	1	システム委員会	2	リスク管理委員会	100
クレジットコミッティー	1	システム開発委員会	1	リスク管理推進委員会	1
グローバル・コンプライアンス委員会	1	システム投資委員会	1	リスク対策委員会	2
グローバルエグゼクティブ委員会	1	受注委員会	1	リスク統括委員会	1
経営委員会	1	ステアリング・コミッティ(運営委員会)	1	レスポンシブル・ケア委員会	1
経営諮問委員会	1	ダイバーシティ委員会	1	レスポンシブル・ケア推進委員会	2
コードオブコンダクト委員会	1	ダイバーシティ推進委員会	1	安全運航対策委員会	1
コーポレートHSE委員会	1	ディスクロージャー委員会	6	安全衛生・環境委員会	1
コーポレートガバナンス委員会	6	内部統制委員会	1	安全衛生委員会	10
こころと体の健康づくり委員会	1	内部統制評価委員会	1	安全品質環境委員会	1
コンティンジェンシー・プランニング委員会	1	バーゼルII委員会	1	安全品質管理委員会	1
コンプライアンス・ガバナンス委員会	1	ビジネス審査委員会	1	安全保障貿易管理委員会	7
コンプライアンス・リスクマネジメント委員会	4	ヒューマンキャピタル開発委員会	1	安全保障輸出管理委員会	2
コンプライアンス・リスク小委員会	1	ブランディング推進委員会	1	運営リスク検討委員会	1
コンプライアンス・顧客保護等委員会	1	ブランド戦略委員会	1	営業委員会	1
		ヘルプライン委員会	1	営業戦略委員会	2
		ポートフォリオマネジメント委員会	1	化学品・製品管理委員会	1
				化学物質管理委員会	1
				会長・社長選任審査委員会	1



<金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー DP2014-5 (2014年7月)>

海外安全管理委員会	1	危機管理・コンプライアンス委員会	1	経営倫理委員会	2
開示委員会	11	危機管理委員会	21	計画委員会	1
開示情報委員会	2	技術委員会	1	決算委員会	1
開示統制委員会	1	技術開発戦略委員会	1	個人情報委員会	1
開発委員会	1	技術戦略委員会	1	個人情報管理委員会	1
幹部報酬委員会	1	業績向上委員会	1	個人情報保護委員会	5
環境・新エネルギー委員会	1	業績評価委員会	1	顧客保護等管理委員会	1
環境・品質管理委員会	1	業務改革委員会	1	公正委員会	1
環境安全委員会	1	業務監査委員会	3	公正取引管理委員会	1
環境安全推進委員会	1	業務監督委員会	1	工場保安委員会	1
環境委員会	11	業務継続体制管理委員会	1	広報委員会	2
環境管理委員会	1	業務効率化委員会	1	航空・鉄道事故調査委員会	1
環境経営委員会	2	業務標準化委員会	2	行動規範委員会	1
環境経営推進委員会	2	金融円滑化委員会	4	行動規範推進委員会	1
環境推進委員会	1	金融円滑化管理委員会	2	国際諮問委員会	1
環境対策委員会	1	金融円滑化推進委員会	3	債権管理委員会	2
環境内部監査委員会	1	経営・報酬諮問委員会	1	債権審議委員会	1
環境品質委員会	1	経営アドバイザー委員会	2	債権保全委員会	1
環境保全委員会	1	経営委員会	15	最高経営委員会	1
監査コンプライアンス委員会	1	経営会議委員会	1	災害対応・環境委員会	1
監査委員会	3	経営改革委員会	1	財務委員会	2
監視委員会	1	経営改善委員会	2	財務管理委員会	1
企業価値向上委員会	2	経営監査委員会	1	財務情報開示委員会	1
企業価値評価特別委員会	1	経営監理委員会	1	財務戦略委員会	1
企業広報委員会	1	経営管理委員会	3	財務対策委員会	1
企業行動委員会	2	経営企画委員会	1	財務報告リスク評価委員会	2
企業行動規範委員会	1	経営強化計画推進委員会	1	財務報告統制委員会	1
企業行動倫理委員会	2	経営計画委員会	4	財務報告内部統制委員会	3
企業行動倫理特別委員会	1	経営諮問委員会	12	指名・報酬委員会	19
企業取引倫理委員会	1	経営執行委員会	2	指名委員会	48
企業風土委員会	1	経営人事委員会	1	指名諮問委員会	9
企業倫理・コンプライアンス委員会	1	経営政策委員会	1	指名審議委員会	1
企業倫理委員会	18	経営戦略委員会	3	指名評価報酬委員会	1
		経営評価委員会	3	指名報酬諮問委員会	2
				諮問委員会	6

<金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー DP2014-5 (2014年7月)>

資産健全化委員会	1	情報セキュリティ管理委員会	1	戦略審議委員会	1
資産査定委員	1	情報開示委員会	13	船隊整備委員会	1
資本配賦委員会	1	情報開示諮問委員会	1	全社 CSR 委員会	1
事業継続委員会	1	情報管理委員会	4	全社 CSR 推進委員会	1
事業継続管理委員会	1	情報公開委員会	1	全社コンプライアンス委員会	1
事業再生委員会	1	情報戦略委員会	2	全社リスクマネジメントシステム委員会	1
事業審議委員会	1	情報保護委員会	1	全社リスク管理委員会	1
事業投資等委員会	1	食品安全委員会	1	全社安全衛生委員会	1
事業部門 CSR 委員会	1	信用リスク委員会	1	全社環境委員会	1
次世代システム開発移行プロジェクト推進委員会	1	信用リスク管理委員会	5	全社環境推進委員会	1
執行委員会	1	信頼性確保委員会	1	組織人事委員会	1
執行役員会	1	審議委員会	1	組織風土委員会	1
執行役員人事・報酬委員会	1	審査委員会	2	総合セキュリティ委員会	1
社会貢献委員会	2	新規出店委員会	1	総合リスク管理委員会	1
社長指名諮問委員会	1	新商品・新業務委員会	1	総合予算委員会	2
社内規則委員会	1	人権啓発推進委員会	1	知的財産管理委員会	1
取締役・執行役員報酬諮問委員会	1	人材委員会	3	地域密着型金融推進委員会	1
取締役指名委員会	1	人材育成委員会	1	中央 ISO 委員会	1
取締役推薦委員会	2	人材開発委員会	1	中央安全衛生委員会	8
取締役報酬委員会	1	人財委員会	1	中央安全衛生環境委員会	1
受注案件審査委員会	1	人財育成委員会	1	中央環境委員会	2
収益改善委員会	1	人事・組織委員会	1	中央品質管理委員会	2
収益管理委員会	1	人事・報酬諮問委員会	1	中期経営戦略策定委員会	1
重要案件審議委員会	1	人事委員会	14	中小企業向け貸出取引推進委員会	1
重要資産管理委員会	1	人事諮問委員会	1	懲罰委員会	1
商品審査委員会	2	人事政策委員会	1	調査委員会	1
商品戦略委員会	1	人事報酬委員会	3	定例業務執行委員会	1
賞罰委員会	5	推薦委員会	1	適時開示情報管理委員会	1
障害者雇用促進委員会	1	政策投資委員会	1	店舗開発委員会	1
情報システム投資委員会	1	製品安全・ブランド委員会	1	投資・運用委員会	1
情報セキュリティ・個人情報保護委員会等を設置	1	製品安全・品質委員会	1	投資委員会	11
情報セキュリティ委員会	20	製品安全委員会	3	投資委員会・E X I T 委員	1
		製品安全対策委員会	1		
		設備委員会	1		

<金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー DP2014-5 (2014年7月)>

会		内部統制実行委員会	1	役員指名委員会	1
投資運用コンサルティング委員会	1	内部統制推進委員会	11	役員指名検討委員会	1
投資検討委員会	1	内部統制整備委員会	1	役員指名諮問委員会	1
投資戦略委員会	1	内部統制統括委員会	2	役員処遇委員会	1
投資等審査委員会	1	内部統制評価委員会	4	役員人事・報酬委員会	4
投融資・グループシナジー委員会	1	反社取引排除委員会	1	役員人事委員会	3
投融資委員会	7	評価・報酬委員会	1	役員人事報酬諮問委員会	1
投融資協議委員会	1	評価委員会	2	役員懲戒委員会	1
投融資検討委員会	1	品質・環境委員会	1	役員等指名諮問委員会	1
投融資諮問委員会	1	品質安全管理委員会	1	役員等推薦委員会	1
投融資審査委員会	1	品質安全推進委員会	1	役員評価委員会	2
統合プロジェクト管理委員会	1	品質委員会	1	役員報酬委員会	4
統合リスクポリシーコミッティー	1	品質管理委員会	2	役員報酬諮問委員会	2
統合リスク管理委員会	1	品質向上委員会	2	輸出管理委員会	8
統合的リスク管理委員会	2	品質保証委員会	6	有識者委員会	1
働きやすい職場推進委員会	1	不動産投資委員会	1	予算・長期計画委員会	1
特別コンプライアンス委員会	1	不明(各種委員会)	25	予算委員会	3
独占禁止法遵守委員会	1	保安委員会	1	与信管理委員会	2
独占禁止法遵守推進委員会	1	保安対策委員会	2	与信投資委員会	1
内部委員会	1	報酬委員会	74	倫理・コンプライアンス委員会	2
内部監査委員会	5	報酬検討委員会	3	倫理・遵法委員会	1
内部管理委員会	1	報酬諮問委員会	25	倫理委員会	10
内部統制システム委員会	2	報酬審議委員会	1	連結経営委員会	1
内部統制委員会	105	報酬審査委員会	1	労働安全衛生委員会	1
内部統制委員会(J-SOX)	1	報酬等諮問委員会	1	稟議審議委員会	1
内部統制管理委員会	1	法遵守監査委員会	1		
内部統制構築専門委員会	1	法務委員会	1		
		法令順守委員会	2		
		法令等遵守委員会	2		
		褒賞・懲罰委員会	1		
		貿易管理委員会	2		

対象：東京証券取引所1部上場会社の監査役会設置会社

出所：コーポレート・ガバナンス報告書(2013年5月末時点)より作成

図表 63 任意委員会の機能

機能	委員 会数	比率
コンプライアンス (注)	292	18.2%
リスク管理	221	13.8%
内部統制	139	8.7%
報酬	124	7.7%
経営	97	6.0%
CSR	92	5.7%
指名	72	4.5%
投資	44	2.7%
企業倫理	42	2.6%
情報管理	41	2.6%
人事	41	2.6%
開示	36	2.2%
環境	36	2.2%
安全	28	1.7%
品質管理	28	1.7%
ALM	26	1.6%
指名・報酬	24	1.5%
財務	23	1.4%
危機管理	22	1.4%
監査	16	1.0%
システム	15	0.9%
コーポレート・ガバナンス	12	0.7%
諮問	12	0.7%
投融資	12	0.7%
貿易	10	0.6%
安全保障	9	0.6%
金融円滑化	9	0.6%
品質管理	9	0.6%
I T	8	0.5%
賞罰	7	0.4%
業績評価	5	0.3%
顧客満足	5	0.3%

業務管理	4	0.2%
債権管理	4	0.2%
独占禁止法	4	0.2%
IR	3	0.2%
営業	3	0.2%
企業価値向上	3	0.2%
技術	3	0.2%
広報	3	0.2%
ポートフォリオ・マネジメント	3	0.2%
与信	3	0.2%
レスポンシブル・ケア	3	0.2%
受注	2	0.1%
ダイバーシティ	2	0.1%
ブランド	2	0.1%
シナジー	1	0.1%
資本規制	1	0.1%
知的財産	1	0.1%
フェアトレード	1	0.1%
その他	3	0.2%
合計	1606	100.0%

注：「コンプライアンス・リスク管理委員会」2社を含む  
 対象：東京証券取引所1部上場会社の監査役会設置会社  
 出所：コーポレート・ガバナンス報告書（2013年5月末  
 時点）より作成

## 参考文献

1. 首相官邸「日本再興戦略」(2013年)
2. 金融庁「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」(2009年)
3. 金融庁「改正府令等の概要」(2010年)
4. 金融庁「『責任ある機関投資家』の諸原則」(日本版スチュワードシップ・コード)～施行令投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」(2014年)
5. 経済産業省「企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」(2005年)
6. 東京証券取引所「上場制度整備の実行計画 2009」(2009年)
7. 東京証券取引所「独立性の高い社外取締役の確保に関する上場制度の見直しについて」(2013年)
8. 投資信託協会「投資信託委託会社における議決権行使アンケート調査結果」(2013年)
9. 日本投資顧問業協会「投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケート」(2013年)
10. 日本取引所グループ・東京証券取引所・日本経済新聞社「新指数『JPX400 日経インデックス 400』の算出・公表開始について」(2013年)
11. 相澤哲・石井裕介「株主総会以外の機関(上)」商事法務 1744号(2005年)
12. 上田亮子「2007年6月株主総会の状況」資本市場リサーチ 4号(2007年)
13. 上田亮子「買収防衛策と導入企業の状況」資本市場リサーチ 7号(2008年)
14. 上田亮子「2008年株主総会の状況」資本市場リサーチ 8号(2008年)
15. 上田亮子「役員報酬制度と機関投資家の考え方(上)(下)」資本市場リサーチ 10-11号(2009年)
16. 上田亮子「2009年株主総会の総括」資本市場リサーチ 12号(2009年)
17. 上田亮子「2010年株式総会の総括」資本市場リサーチ 16号(2010年)
18. 上田亮子「2012年株主総会の総括」資本市場リサーチ 24号(2012年)
19. 上田亮子「英国におけるスチュワードシップ・コード改正と機関投資家の対応」資本市場リサーチ 27号(2013年)
20. 上田亮子「2013年株主総会の総括」資本市場リサーチ 28号(2013年)
21. 上田亮子「上場会社の役員報酬制度」資本市場リサーチ 29号(2013年)
22. 上田亮子「英国コーポレート・ガバナンス・コードの実施状況に関する調査」資本市場リサーチ 30号(2014年)
23. 上田亮子「日本版スチュワードシップ・コードと今後の課題～英国からの示唆～」資本市場リサーチ 31号
24. 江頭憲治郎「株式会社法(第4版)」有斐閣(2011年)

25. 小口俊朗「日本版スチュワードシップ・コードについて」資料版商事法務 359号 (2014年)
26. 笠原基和「『責任ある機関投資家の諸原則』《日本版スチュワードシップ・コード》の概要」商事法務 2029号 (2014年)
27. 加藤栄治「取締役会のダイバーシティ (多様性) の現状と業績への示唆」資本市場リサーチ 30号 (2014年)
28. 神作裕之「コーポレートガバナンス向上に向けた内外の動向ー スチュワードシップ・コードを中心として」商事法務 2030号 (2014年)
29. 岸田雅雄「ゼミナール会社法入門 (第7版)」日本経済新聞社
30. 木村祐基「コーポレート・ガバナンスに係る情報開示充実の検証~2011年度の状況~」商事法務 1964号~1966号 (2012年)
31. 木村祐基「コーポレート・ガバナンスに係る情報開示充実の検証」商事法務 1931・1932号 (2011年)
32. 酒巻俊雄・尾崎安央「会社法重要判例 (新版)」成文堂 (2008年)
33. 始関正光編「Q&A 平成14年改正商法」(2003年)
34. 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編「OECD コーポレート・ガバナンス~改定 OECD 原則の分析と評価~」明石書店 (2006年)
35. 古川達也「2013年株主総会の議決権行使結果分析~機関投資家の動向を中心に~」資本市場リサーチ 29号 (2013年)
36. 油布志行「ディスクロージャー・企業会計等をめぐる動向」商事法務 2021号 (2014年)



金融庁金融研究センター

〒100-8967 東京都千代田区霞ヶ関 3-2-1  
中央合同庁舎 7号館 金融庁 15階

TEL: 03-3506-6000(内線 3293)

FAX: 03-3506-6716

URL: <http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>