

気鋭の専門家が語る  
ディスクロージャー & IRの最前線

ISSN 2433-1686

D&IR  
Disclosure & IR Research Institute Ltd.

2017.8

Vol.

2

# Disclosure & IR

## Disclosure Watch

### 金融商品取引法

- 集团的エンゲージメントと法規制
- 上場企業による資金調達手法の特徴と比較
- 制度開示と任意開示の展望
- 臨時報告書の開示事例分析

### 会計・監査

- 「『税効果会計に係る会計基準』の一部改正(案)」等の概要
- 米国市場における非 GAAP 指標の開示動向について
- 監査報告透明化の方向性
- 農業簿記会計の根幹とディスクロージャー
- IASB 概念フレームワーク公開草案における測定の考え方
- 仮想通貨の会計処理

### 会社法

- 役員報酬の開示規制とその問題点
- 法人税の申告期限延長の特例の適用を受けるに当たっての留意点
- 平成 29 (2017) 年 6 月定時株主総会の動向

### IR

- 「IR 活動の実態調査 (2017 年度)」に見る最近の IR 活動の傾向
- コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針の解説
- ダイバーシティ経営と資本市場のコミュニケーション
- 非財務情報研究のフロンティア
- コーポレート・ガバナンス報告書と統合報告の開示構造
- 統合報告の実務上の論点について

### 取引所

- 見直し後の決算短信等の開示状況について

### コラム

- コラム・アメリカ会社法
- Disclosure Column

# Disclosure & IR 2017.8 Vol.2

## Contents

### Disclosure Watch

#### 金融商品取引法

集团的エンゲージメントと法規制 —大量保有報告制度の「共同保有者」概念を中心に— 東京大学社会科学研究所 教授 田中巨	1
上場企業による資金調達手法の特徴と比較 森・濱田松本法律事務所 パートナー弁護士 根本敏光 森・濱田松本法律事務所 弁護士 田井中克之	10
制度開示と任意開示の展望 —経営方針とリスクの開示—Vol.3 株式会社ディスクロージャー&IR総合研究所主任研究員 公認会計士 横井正文 株式会社ディスクロージャー&IR総合研究所主任研究員 公認会計士 高橋将光 株式会社ディスクロージャー&IR総合研究所 黒須悠子	20
臨時報告書の開示事例分析 株式会社ディスクロージャー&IR総合研究所上席参事 阿部宏己 株式会社ディスクロージャー&IR総合研究所課長代理 金井隆策	30

#### 会計・監査

企業会計基準公開草案第60号 『『税効果会計に係る会計基準』の一部改正(案)』等の概要 公認会計士 男澤江利子	57
米国市場における非GAAP指標の開示動向について 公認会計士 井上奈津	63
監査報告透明化の方向性 関西大学大学院会計研究科 教授 松本祥尚	70
農業簿記会計の根幹とディスクロージャー 神奈川大学 戸田龍介	80
IASB概念フレームワーク公開草案における測定の考え方 東洋大学 金子友裕	86
仮想通貨の会計処理 —取得方法の分類を中心として— 明治大学 村上翔一	92

#### 会社法

役員報酬の開示規制とその問題点 成蹊大学 教授 尾関幸美	103
「法人税の申告期限延長の特例の適用を受けるに当たっての留意点」の解説 ～対話型株主総会プロセスの実現に向けて～ 経済産業省 経済産業政策局 企業会計室 室長補佐 中谷孝之 経済産業省 経済産業政策局 企業会計室 花村大樹	109
平成29(2017)年6月定時株主総会の動向 株式会社ディスクロージャー&IR総合研究所上席研究員 企業内弁護士 六川浩明	118

#### IR

「IR活動の実態調査(2017年度)」に見る最近のIR活動の傾向 日本IR協議会 首席研究員 佐藤進一郎	130
「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン)の解説 経済産業省 経済産業政策局 産業組織課 課長補佐(総括) 安藤元太 経済産業省 経済産業政策局 産業組織課 係長 岩脇潤	139
ダイバーシティ経営と資本市場のコミュニケーション ～ダイバーシティ2.0行動ガイドラインについて～ 経済産業省 経済産業政策局 経済社会政策室 坂井萌	150
非財務情報研究のフロンティア 一橋大学 加賀谷哲之	158
コーポレート・ガバナンス報告書と統合報告の開示構造 日本大学教授 古庄修	166
統合報告の実務上の論点について 国際統合報告評議会 日本事務局 小澤ひろこ	175

#### 取引所

見直し後の決算短信等の開示状況について 事業創造大学院大学准教授 鈴木広樹	184
--	-----

#### コラム

コラム・アメリカ会社法 “Secretary”は「秘書」ではない? ——アメリカ会社法における秘書役—— 株式会社ディスクロージャー&IR総合研究所客員研究員 小林史治	186
Disclosure Column MSCI ESG Research ヴァイス プレジデント 鷹羽美奈子	193



# 平成29（2017）年6月 定時株主総会の動向

株式会社ディスクロージャー&IR総合研究所上席研究員 六川 浩明  
宝印刷株式会社企業内弁護士

（前東海大学法科大学院教授）  
（首都大学東京 産業技術大学院大学講師）

## 第1 株主との建設的な対話（コーポレート・ガバナンス コード）

1 コーポレート・ガバナンスコード原則1-2（株主総会における権利行使）は、「上場会社は、株主総会が株主との建設的な対話の場であることを認識し、株主の視点に立って、株主総会における権利行使に係る適切な環境整備を行うべきである」と定めており、コーポレート・ガバナンス コード補充原則1-2③においては、「上場会社は、株主との建設的な対話の充実や、そのための正確な情報提供等の観点を考慮し、株主総会開催日をはじめとする株主総会関連の日程の適切な設定を行うべきである。」と定めている。

これらの規定の背景説明として以下の議論があったとされている。

- ・基準日から株主総会開催日までの期間は、ガバナンスの実効性を確保する観点から、できるだけ短いことが望ましい。
- ・招集通知から株主総会開催日までの期間は、熟慮のため、できるだけ長いことが望ましい
- ・決算期末から、会計監査証明までの期間は、不正リスクに対応した実効性ある会計監査確保の観点から、一定の期間を確保する必要がある。
- ・以上に対応するため、必要があれば、株主総会開催日を7月（3月期決算の会社の場合）にすることも検討されることが考えられるが、業績評価に基づく株主総会の意思決定との観点から、決算期末から株主総会開催日までの期間が長くなりすぎることは避ける必要がある。なお、以上の方向で考える

場合、（監査済財務情報の提供時期や株主総会の開催時期が後倒しになることが考えられることから、）決算短信によるタイムリーな情報提供が一層重要となることや、例外的な事象が生じた場合も視野に入れた他の制度との整合性の検討が必要となることなどにも留意が必要である。

## 第2 定時株主総会開催日の集中日緩和と分散

### 1 集中日開催比率

3月決算の上場会社は毎年6月に定時株主総会を開催しているが、6月に開催される定時株主総会日が、特定日に集中する比率は次のとおりに変遷してきている。

1995年	96.2%
2008年	48.1%
2009年	49.3%
2010年	42.6%
2013年	42%
2014年	38.7%
2015年	41.3%
2016年	32.2%
2017年	29.63%（696社）

平成29（2017）年6月には、3月決算上場会社のうち696社が「6月29日木曜日」に開催したが、これは、6月開催された上場会社の定時株主総会の29.63%となり、初めて30%を下回った（注1）。

なお、平成29（2017）年6月における定時株主総会の集中日は、第1集中日が6月29日木曜日（29.63%）、第2集中日が6月28日水曜日（17.97%）、第3集中日が6月23日金曜日（16.36%）、第4集中日が6月27日火曜日（13.88%）であっ



たが、これらの4日分を合計すると77.84%であった。

2 3月決算会社は、7月に定時株主総会を開催できるようになるか？

(1) 会社法第296条第1項は、「株式会社の定時株主総会は、毎事業年度の終了後一定の時期に招集しなければならない」と規定しているのみである。会社法上、事業年度の終了後3か月以内に、必ず定時株主総会を招集しなければならないものとされているわけではない。

(2) 「事業年度」と「基準日」は、定款の任意的記載事項である。しかし、定時株主総会で議決権を行使する株主を決定するための「基準日」を定款に記載している会社がほとんどである。それは、定款に、定時株主総会での「基準日」について定めがあるときは、基準日の公告をする必要はないからである(会社法124条3項)。いちいち公告をする手間をはぶくためには、あらかじめ定款で基準日を記載しておけば足りる。

一方、臨時株主総会を開催するときは、必ず、基準日公告をしなければならない。定款に、定時株主総会での「基準日」について定めがないときは、取締役会で「基準日」

を定め、その「基準日」を、当該基準日の2週間前までに公告しなければならない(会社法124条3項)。

(3) 事業年度(決算期)

株式会社は、事業年度ごとに、計算書類作成義務があるが(会社法435条)、事業年度は、1年以内の期間で各株式会社が決定する(会社計算規則59条2項)。したがって、6か月を事業年度とすることも可能であるが、そうすると、6か月ごとに監査法人監査及び監査意見を必要とし、6か月ごとに定時株主総会を開催する必要が生じることから(会社法298条)、ほとんどの上場会社の事業年度は1年間とされている。

(4) 基準日

会社法124条1項には「株式会社は、一定の日(=「基準日」)を定めて、基準日において株主名簿に記載され、又は記録されている株主(=「基準日株主」)をその権利を行使することができる者と定めることができる」とあり、会社法124条2項には「基準日を定める場合には、株式会社は、基準日株主が行行使することができる権利(基準日から3か月以内に行行使するものに限る。)の内容を定めなければならない。」とある。その「権利の内容」とは、議決権と剰余金配当請求権などを意味する。

米国では、これらの間隔は2か月以内にすぎないし、欧州ではさらに短い(注2)。



3か月間隔とされているのは、「基準日株主」と「権利行使日での真の株主」があまり乖離するのは好ましくないためとされている。ただし、

(5) 事業年度末日、基準日、総会日(議決権行使日)の関係

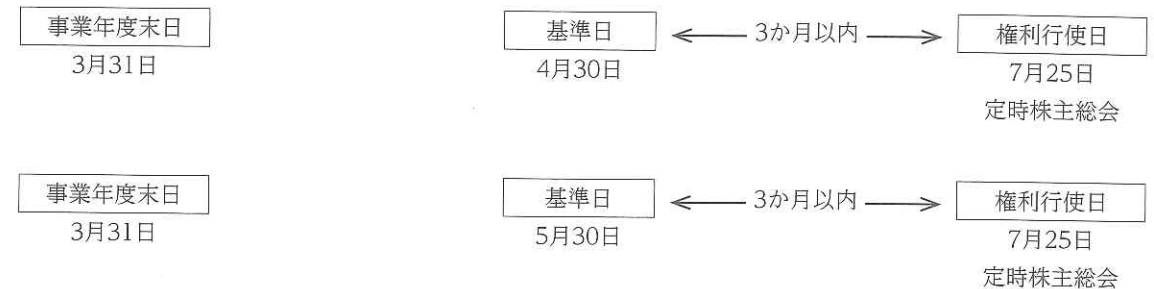
(ア) 3月決算会社の現状の株主総会開催スケジュールは次のとおりである。



しかしながら、「事業年度の末日」という概念は、事業年度という概念が会社法第5章「計算等」に登場していることに鑑みると、会社の計算ルール上の概念であり、会社の社内でBSとPLの数字を確定するための時間軸である。一方、「基準日」とは、計算ルールとは関連性がなく、株主総会で議決権を行使できる株主を決めるため

の時間軸である。したがって、「事業年度末日」と「基準日」は、全くの別概念である。また、3月31日時点では株主であった方が翌日に株式を売却して非株主となった場合であっても、6月27日の定時株主総会に出席して、とくに役員選任議案を真剣に行使するのだろうかという疑問がある。

(イ) そこで、次のような定時株主総会開催スケジュールが可能になるような法令上の手当がされるようである。



(6) 開示府令の改正へ

現状、上場会社が作成する有価証券報告書に、当事業年度末現在の「大株主の状況」を記載する必要がある(開示府令3号様式 記載上の注意(25) a)。3月決算会社が、基準日を4月30日や5月30日にすると、事業年度末時点での株主確定と、基準日時点での株主確定を、二度にわたり実施しなければならない。

そこで、金融庁は、有価証券報告書に、「基準日時点」での「大株主の状況」を記載することを認めるよう、開示府令を改正することを検討するようである(注3)。

(7) 税務申告期間延長

(ア) 原則：決算日後2か月

法人は事業年度終了の日(以下、決算日)の翌日から2ヶ月以内に当該事業年度の確定した決算に基づく申告書(以下、確定申告書)を提出しなければならない(法人税法74条1項、81条の22第1項)。

(イ) 例外：決算日後3か月

会計監査人の監査を受けなければならないことその他これに類する理由により決算が確定し

ないため、提出期限までに確定申告書を提出できない常況にあると認められる場合には、納税地の所轄税務署長は、その法人の申請に基づき、提出期限を1ヶ月(連結納税の場合は2ヶ月)延長することができる(法人税法75条の2第1項、81条の24第1項)。

その場合の要件は、①定款で株主総会が決算日から3ヶ月以内と定められていること、②決算日の翌日から45日以内に延長手続きを行っていること。

(ウ) 例外：決算日後4か月(平成29年度税制改正)

平成29年度税制改正においては「攻めの経営」を促すコーポレート・ガバナンス税制の一環として、企業と株主・投資家との充実した対話を促すため、上場企業等が定時総会の開催日を柔軟に設定できるよう、決算日から3ヶ月を越えた日に定時総会を開催する場合、定時総会後に法人税の確定申告を行うことを可能とする措置が講じられた(法人税法第75条の2)。ただし、3月決算法人でこの改正を適用できるのは、平成30年3月期からとなる。



第3 定時株主総会招集通知の発送前Web開示、早期発送

3月決算の上場会社は毎年6月に定時株主総会を開催しているが、ここ数年、株主総会招集通知を自社のHP及び証券取引所のウェブ開示する日程、及び、定時株主総会招集通知を発送する日程が、早まる傾向がみられている。下記の例のように、例えば、大成建設は、平成29年5月

	招集通知公表日 (会社HP 取引所HP)	招集通知発送日	株主総会開催日
大成建設	5月17日	6月1日	6月29日
清水建設	5月26日	6月2日	6月29日
テンブHD	5月23日	6月2日	6月27日
野村総研	5月22日	5月29日	6月23日
第一生命HD	5月17日	6月2日	6月26日
日本航空	5月19日	5月26日	6月22日

第4 外国人株主保有比率と、英文招集通知の開示

1 外国人株主保有比率

平成29年3月末日時点での外国法人等の株主保有比率は、プラス0.3ポイントの30.1%となり再び3割を超える水準に戻る結果となった。なお、個人株主保有比率は17%である(注4)。平成29年7月18日現在、外国人株主保有比率の高い企業は次のとおりである(注21)。

- マクロミル(東1) 99.48%
- LINE(東1) 93.03%
- ネクソン(東1) 90.83%
- 日本オラクル(東1) 88.35%(注5)
- リーバイス(JQ) 83.96%
- ユニバーサルエンターテインメント(JQ) 79.22%
- MonotaRo(東1) 77.57%(注6)
- 中外製薬(東1) 76.55%
- アゴーラ・ホスピタリティ・グループ(東1) 73.10%
- シャープ(東2) 72.65%
- ドンキホーテHD(東1) 72.19%
- いちご(東1) 71.49%
- 日本ライトン(JQ) 68.45%

17日には既に自社のHP及び東証のウェブ上で招集通知を開示しており、同年6月1日には株主総会通知を発送していた。株主による議決権行使を促進するためには株主に対して各議案の内容について十分な検討時間が与えられるべきであるから、このような傾向が他社にも普及していくことが望ましいと考えられる。

- 日産自動車(東1) 68.30%
- ツバキ・ナカシマ(東1) 66.78%
- すかいらーく(東1) 66.19%
- テクノプロHD(東1) 65.67%
- イントラスト(M) 64.95%
- シルバーエグテクノ(M) 64.54%
- 市光工業(東1) 63.94%
- HOYA(東1) 61.61%
- アスコット(JQ) 61.22%
- GCA(東1) 61.14%
- ミスミグループ本社(東1) 60.59%
- 昭和HD(東2) 59.44%
- アサツーディ・ケイ(東1) 59.20%
- ラオックス(東2) 58.39%
- ソニー(東1) 58.01%
- オリックス(東1) 57.88%
- 日本マクドナルドHD(JQ) 57.58%
- 日本ペイントHD(東1) 56.82%
- レナウン(東1) 56.56%
- SMC(東1) 56.45%
- 大東建託(東1) 56.22%
- ティアック(東1) 55.50%
- レッド・プラネット・ジャパン(JQ) 54.97%
- コムシード(名セ) 54.52%
- RS Technologies(東1) 54.43%

- BPカストロール(東1) 54.26%
- ジャパンシステム(JQ) 54.06%
- ナブテスコ(東1) 54.01%
- ファナック(東1) 53.99%
- クリムゾン(JQ) 53.87%
- 新生銀行(東1) 53.00%
- みらかHD(東1) 52.88%
- サイバーエージェント(東1) 52.32%
- ダブル・スコープ(東1) 51.60%
- 三井不動産(東1) 50.83%
- 良品計画(東1) 50.70%
- トレンドマイクロ(東1) 49.94%
- その他(注22)
- 富士通(東1) 48.9%
- キーエンス(東1) 48.80%
- 任天堂(東1) 45.40%
- 新明和工業(東1) 44.8%(注7)
- 商船三井(東1) 40.8%(注8)

2 英文招集通知の開示

英文招集通知をTDNETで開示している上場会社は1090社であり、英文招集通知をTDNETで開示していない上場会社は2447社である(注9)。しかし、上場会社全体の株主のうち約30%が海外株主であることからすると、英文招集通知のEDINET開示がさらに増加することが望ましいと考えられる。

第5 株主提案権

1 平成29年6月定時株主総会では、過去最高となる38社に対し、合計約209議案が、株主提案として提案された。とくに、三菱UFJフィナンシャルグループ、みずほフィナンシャルグループ、りそなホールディングス、四国銀行などの銀行グループへの株主提案が多く出され「相談役・顧問制度の廃止」等が多く提出された(注10)。

2 旧村上ファンドの流れをくむ投資会社による株主提案としては、株式会社レノによる黒田電気に対する株主提案が可決され、安延・社外取締役(経済産業省OB)が選任された。取締役選任議案のうち、会社側提案のほとんどの取締役候補者への賛成投票率が、株主提案(安延氏

を取締役候補者とするもの)への賛成投票率(58.64%)に及ばなかった(注11)。また、株式会社ストラテジックキャピタルが、図書印刷及び帝国電機製作所で、配当増を提案した。

第6 定款変更

取締役でなくとも「社長」に就任できるようにする定款変更(「取締役会は、執行役員の中から社長を選ぶ」)議案が、オムロン、住友商事、豊田通商、三菱自動車において可決された。過去において、同様の変更議案が、三井物産、日本航空、コマツ、三井化学、日本たばこ産業、伊藤忠商事、三井造船において可決されていた。

第7 相談役制度の廃止

1 平成29年2月、議決権行使助言会社であるISSは、相談役制度を新設する議案について、取締役相談役として選任される場合を除き、反対を推奨することを明らかにした(注12)。

2 相談役制度について調査した経済産業省のある報告書(平成29年3月)によれば、874社が回答を寄せ、相談役・顧問が在任していると回答した会社が62%、相談役・顧問という制度はないと回答した会社が22%存在した。

3 日清紡HDが平成29年6月29日に相談役制度を廃止した。同社の河田社長は、「社外取締役が4名いるため、助言役としての機能は社外取締役が果たすことができる。」(注13)、「外国人投資家との対話を強化する一貫」(注14)としている。また、阪急阪神HD及び日東紡も平成29年6月に相談役制度を廃止した。J.フロントリテイリングは平成29年5月に定款から相談役に関する規定を削除し、現任の相談役は任期満了まで業務を続けることとなった。

4 武田薬品工業は、平成29年6月上旬、株主に「第141回定時株主総会に関連する事項について」と題する書簡を送付したが、そこには長谷川会長が平成29年6月の定時総会で相談役に就任することについて説明する書簡であった。当該書簡には次のように記載されていた。



相談役としての役割は次の2点です。

- 1 あくまでも現役の経営陣からの求めに応じてという前提で、これまでの同氏の経験や見識に基づいたアドバイスを提供すること、また、その多岐にわたる社外ネットワークにより当社に引き続き貢献すること。
- 2 現在同氏が当社を代表して就任している経済同友会等の外部団体の役職のうち、より公共性・重要性が高いと判断されるものについて、その任期満了まで、引き続き当社を代表してその任務にあたること。

最後に同氏の相談役としての処遇につきましては、月額報酬はありますが賞与や長期インセンティブ報酬はなく、取締役会長である現在の処遇とは当然に異なる、職務相応のものとなり（同氏の年間報酬額は、現在の約12%程度となります）、また、社用車や専任秘書はおかない予定です。

5 政府の『未来投資戦略2017』（平成29年6月9日）によれば、「残された課題」として、「退任社長・CEOが相談役・顧問として当該企業において一定の役割を果たす慣行が存在する。企業経営に不透明な影響を及ぼしている場合があり、適正なガバナンス機能を阻害しているのではないかとの懸念が存在する。」と指摘しており、そのための取組として「退任した社長・CEOが就任する相談役、顧問等について、氏名、役職・地位、業務内容等を開示する制度を株式会社東京証券取引所において本年夏頃を目途に創設し、来年初頭を目途に実施する。」とされている（注15）。

### 第8 経営トップの賛成比率の低下

日経平均株価の構成銘柄の対象96社のうち、67%の企業で、会長や社長の賛成比率が低下したが、とくにROEが低い企業で低下がみられる。たとえば、ニコンで、昨年94.5%の支持を得ていた牛田代表取締役社長が68.1%の賛成率となった（注16）。

### 第9 お土産廃止

お土産の配布を予定していないことを株主総会招集通知に記載した企業は、257社（前年比62社増）となった。平成29年6月の定時株主総会では、三菱UFJフィナンシャルグループ、日本郵船、三菱重工業、東レ、三井不動産などが、廃止した。各社は、「大都市に居住して出席した株主にしか配布できず、地方や海外に居住して

いる株主に配布できないので、不平等」と説明する（注17）。定時株主総会開催場所に足を運ぶ株主のなかには、受付でお土産を受領したら定時株主総会に出席せずに帰宅されてしまう株主も散見されることから、お土産の提供が必ずしも定時株主総会活性化と出席促進策ともいえない状況もあるように思われる。

### 第10 財団株主の増加

創業者や創業家とその保有する株式を財団に寄付したり割り当てる例が増加しており、財団が主要株主として登場している上場会社が増加している。例えば、大正製薬HDの財団株主の保有比率は20.9%、マナックが19.2%、持田製薬が17.5%、ジェイエイシーリクルートメントが12.1%、サンテックが11.5%となっている。

### 第11 役員報酬（額）

3月期決算上場会社の役員のうち1億円以上の役員報酬を受領した役員は221社の457人であり、過去最高であった昨年度（414人）を上回った。三菱電機（22人）、伊藤忠商事（11人）、ファナック、ソニー、パナソニック（10人）であった。

### 第12 役員報酬（株式報酬）

1 オムロンでは、各取締役のポイントを与えて信託しておき、後に株式に変えて引き渡す方式が採用された。ポイントの6割に業績（ROEなど）を反映させるが、ポイントの4割には業績

を連動させず、ポイントの全部を退任時に株式に変えて引き渡すこととなる。

2 東急電鉄では、全取締役・全執行役員にポイントを与えるが、業績連動分はなく、退任時に株式に変えて引き渡すこととなる。

3 J.フロントリテイリングでは、社外取締役に對しても株式報酬を引き渡す。

## 第13 機関投資家

### 1 「機関投資家」

「機関投資家」とは、(1) 資金の運用などを受託して、企業への投資を担う「資産運用者としての機関投資家」（運用機関＝生命保険、信託銀行、資産運用会社）と、(2) 資金の出し手を含む「資産保有者としての機関投資家」（アセットオーナー＝年金基金）の双方を含む概念である。

### 2 スチュワードシップ・コード

スチュワードシップ・コードとは「機関投資家の諸原則」を言い、議決権行使助言会社も対象とされている。

StewardやStewardshipという言葉は、次のとおり、新訳聖書の「ルカ（LUKE）による福音書」16「不正な管理人のたとえ（PARABLE OF THE UNJUST STEWARD）」に登場する。

「イエスはまた、弟子たちに言われた、「ある金持のところにひとりの管理人（steward）がいたが、彼は主人の財産を浪費していると、告げ口をする者があった。そこで主人は彼を呼んで言った、『あなたについて聞いていることがあるが、あれはどうなのか。あなたの会計報告（account of thy stewardship）を出しなさい。もう管理人（steward）をさせて置くわけにはいかないから』。この管理人（steward）は心の中で思った、『どうしようか。主人がわたしの職を取り上げようとしている。土を掘るには力が足りない、物ごいするのは恥ずかしい。そうだ、わかった。こうしておけば、管理の仕事（stewardship）をやめさせられる場合、人々がわたしをその家に迎えてくれるだろう』。

それから管理人（steward）は、主人の負債者をひとりひとり呼び出して、初めの人に『あなたは、わたしの主人にどれだけ負債がありますか』と尋ねた。『油百樽で

す』と答えた。そこで管理人（steward）が言った、『ここにあなたの証書がある。すぐそこにすわって、五十樽と書き変えなさい』。

次にもうひとりに『あなたの負債はどれだけですか』と尋ねると、『麦百石です』と答えた。これに対して、『ここに、あなたの証書があるが、八十石と書き変えなさい』と言った。

ところが主人は、この不正な管理人（unjust steward）の利口なやり方をほめた。この世の子らはその時代に対しては、光の子らよりも利口である。またあなたがたに言うが、不正の富を用いてでも、自分のために友だちをつくるがよい。そうすれば、富が無くなった場合、あなたがたを永遠のすまいに迎えてくれるであろう。

小事に忠実な人は、大事にも忠実である。そして、小事に不忠実な人は大事にも不忠実である。だから、もしあなたがたが不正の富について忠実でなかったら、だれが真の富を任せるだろうか。また、もしほかの人のものについて忠実でなかったら、だれがあなたがたのものを与えてくれようか。どの僕でも、ふたりの主人に兼ね仕えることはできない。一方を憎んで他方を愛し、あるいは、一方に親しんで他方をうとんじるからである。あなたがたは、神と富とに兼ね仕えることはできない』。

### 3 スチュワードシップ・コード（改訂版）

平成29年5月29日金融庁は「スチュワードシップ・コード（改訂版）」を公表したが、この改訂の主眼は、次のように、(1) 議決権行使の個別開示と(2) 利益相反防止にある。

#### (1) 議決権行使の個別開示（5-3）

機関投資家は、議決権の行使結果を、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。

また、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性をさらに高める観点から、機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである。

それぞれの機関投資家の置かれた状況により、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果を公表することが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきである。

議決権の行使結果を公表する際、機関投資家



が議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる。

## (2) 利益相反防止 (2-1~2-4)

(ア) 2-1: 機関投資家は顧客・受益者の利益を第一として行動すべきである。一方で、スチュワードシップ活動を行うに当たっては、自らが所属する企業グループと顧客・受益者の双方に影響を及ぼす事項について議決権を行使する場合など、利益相反の発生が避けられない場合がある。機関投資家は、こうした利益相反を適切に管理することが重要である。

(イ) 2-2: 機関投資家は、こうした認識の下、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型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。特に、運用機関は、議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、それぞれの利益相反を回避し、その影響を実効的に排除するなど、顧客・受益者の利益を確保するための措置について具体的な方針を策定し、これを公表すべきである。

(ウ) 2-3: 運用機関は、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、例えば、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべきである。

(エ) 2-4: 運用機関の経営陣は、自らが運用機関のガバナンス強化・利益相反管理に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべきである。

4 「スチュワードシップ・コード」の利益相反防止の見地から、三菱UFJ信託銀行は、平成28年12月 三菱自動車の臨時株主総会で、次の各議案に反対した。

2番) 益子氏 (三菱商事OBで三菱自動車取締役会長) を、取締役に選任する議案

7番) 宮永氏 (三菱重工業代表取締役社長) を、社外取締役に選任する議案

8番) 小林氏 (三菱商事取締役会長) を、社外取締役に選任する議案

10番) 川口氏 (日産自動車専務執行役員) を、社外取締役に選任する議案

11番) 軽部氏 (日産自動車常務執行役員) を、社外取締役に選任する議案

独立性に疑いがある人物の社外取締役の就任は、同じグループに属していても、運用の受託者として、看過できないと判断したようである。

5 平成29年5月における「スチュワードシップ・コード」の改訂に基づき、各機関投資家 (運用会社) の賛否基準が厳しくなっている。

野村アセットマネジメントは、社外取締役の最低人数を1名から2名へ変更し、三菱UFJ信託銀行は、社外取締役選任基準での取締役会出席率を2/3から3/4に変更している。また、三井住友信託銀行及びニッセイアセットマネジメントは、発行会社の関連財団に自社株を割り当てる際に一定の制限を導入し、みずほグループのアセットマネジメントOneは、社外取締役が3分の1未満の場合は買収防衛策に反対することとしている。

## 第14 「機関投資家のエンゲージメント」とはなにか

1 近時「機関投資家のエンゲージメント」という言葉をよく目にするが、「機関投資家のエンゲージメント」とはいかなる意味なのだろうか。これについては三和裕美子教授 (明治大学商学部) 「機関投資家のエンゲージメント」 (『証券経済学会年報』第50号別冊、2015年) に詳述されており、以下は、同論文からの引用である。

2 海外の大手年金基金・運用機関は、エンゲージメントに関する専門部署を設け、グローバルにエンゲージメントを行っている。また、このような専門部署を有するだけでなく、機関投資家に代わり、エンゲージメントを専門に扱う業者 (エンゲージメント代行業者) を活用することもある。

3 投資家と企業との関係  
投資家と企業との関係は、次の3段階に区分される。

第1は、1980年代のアメリカのM&Aブーム時に見られたような“Market for Corporate

Control”、すなわち市場による規律付けの関係である。

第2は、投資家が株主権を行使するなどして、投資先企業の経営により深く関与する株主アクティビズムの関係であり、株主提案や株主総会時の議決権行使はアクティビズムと呼ばれてきた。

第3に、近年、投資家と企業との関係は、非公式な対話・目的を持った対話を重視するエンゲージメントに移行してきている。我が国においても日本版スチュワードシップ・コード (建設的な「目的を持った対話」をエンゲージメントと称している) が導入されるなど、短期的な利益追求ではなく、企業の長期的な価値向上を要求するエンゲージメントが求められている。

エンゲージメントは、株主権の行使や対話を含み、従来株主アクティビズムと呼ばれている活動をも包括する概念である。エンゲージメントとは、株主と企業との建設的・友好的対話や、株主提案、議決権行使など株主主権を活用した企業への中長期的アプローチを指す。

## 4 エンゲージメントの3段階

エンゲージメントには次の3段階がある。

第1段階であるコンプライアンス (Compliance) エンゲージメントとは、機関投資家が議決権行使ポリシーをもつことや議決権行使助言会社の助言に基づき議決権行使を行うことをいう。この段階では機関投資家は積極的に企業価値を向上させることまでは考えない。

第2段階である関与 (Intervention) によるエンゲージメントにおいては、機関投資家は投資先企業と対話をもつが、短期かつ単発的な行動をとることを意味する。関与内容は、投資先企業の企業価値向上を目指して事業分割などの経営戦略、とESG (環境、社会、ガバナンス) の分野にわたる。ESG関連の株主提案はこの段階のエンゲージメントと考えられる。第2段階の活動を行うには、コンプライアンス・エンゲージメントよりも、投資先企業に対する理解、幅広い知識などが必要となる。

第3段階としてのスチュワードシップ (stewardship) エンゲージメントは、前段階と同じく、企業戦略・ESG問題全般に関与し、企

業の長期的な価値向上を目指し、継続的に関与する。投資家は第2段階においてよりも、深く企業を理解し、情報を獲得し企業と対話を行う必要がある。

我が国においては、スチュワードシップ・コードが導入され、今後企業の長期的な投資家としての責任・対話、すなわち第3段階のエンゲージメントが求められている。

## 第15 議決権行使助言会社への対応

1 株主の議決権行使 (とくに、機関投資家の議決権行使) に対し、議決権行使助言会社は、大きな影響力をもっているのが実状である。

## 2 ISS

平成29年2月、議決権行使助言会社であるISSは、相談役制度を新設する議案について、取締役相談役として選任される場合を除き、反対を推奨することを明らかにした (注12)。

## 3 GLASS LEWIS

グラスルイス日本向け議決権行使助言基準において、平成29年の改定項目は次のとおりである。

### (1) 監査役会設置会社における独立性基準

監査役会設置会社における監査役会の重要性なども考慮し、監査役会設置会社における独立性基準は、「取締役会と監査役会の独立役員合計人数」の割合が、「取締役と監査役の総人数」の1/3を占めるものとする。

これに満たない場合、責任追及という意味で、会長 (会長職が存在しない場合、社長またはそれに準ずる役職の者) に対して、反対助言とすると共に、その他の非独立と判断する候補者に対しても、弊社独立基準を満たす人数に達するまで反対助言を行う。

### (2) 取締役または監査役の兼務基準

上場企業での業務執行者が3社以上、または、非業務執行者が6社以上の上場会社にて、取締役または監査役を兼務する場合、基本的に該当する取締役または監査役の選任議案に反対助言とする。ただし、兼務状況を査定する際、当該取締役または監査役の出席率、企業における役職、選任理由などを考慮したうえで、最終的な判断



をする。また、兼務基準を超える兼務数を確認したとしても、兼務先がグループ会社内（連結ベース）の場合や、当該役員がCEOまたは業務執行を務める企業での議決権行使助言の際は、例外的に過剰な役員兼務を理由としての反対助言は控える。

(3) 株式型報酬制度

株式型報酬制度を査定する際、株式報酬にかかるコスト、株式の希薄化や発行規模、そして当該企業の業績などを総合的に検討し判定しているが、平成29年より以下の改定基準を適用する。

- ・ 交付可能株式総数—交付可能株式総数の開示がない場合、反対助言とする。
- ・ 権利行使価格—権利行使価格が市場価格よりも安値に設定されている場合において、その行使価格を取締役に一任とする条項がある場合、反対助言とする。
- ・ ベスティング期間—ベスティング期間は2年以上であるべきと定める。ただし、権利行使条件に、退職後でなければ権利行使できないという条項がある場合は、この基準を適用しない。
- ・ 割当対象者—業績連動型の株式型報酬制度において、割当対象者に社外取締役、監査等委員である取締役または社内外監査役が含まれる場合、基本的に反対助言とする。ただし、株式型報酬制度が業績連動でない場合、割当対象者に社外取締役、監査等委員である取締役または社内外監査役が含まれていても、自動的に反対助言とはせず、コスト、株式の希薄化や発行規模などを考慮し、助言賛否を判断する。

(4) 指名委員会等設置会社における指名委員会と報酬委員会の委員長

各委員会の委員長は、独立社外取締役（最低でも社内でない取締役）が委員長を務めるべきであるとする。この基準を満たさない場合は、各委員会の該当する社内取締役委員長の候補者の選任議案に反対助言とする。

4 議決権行使助言会社への反論例

平成29年6月の定時株主総会に会社から提出された議案に対して、議決権行使助言会社が反対の

推奨をした事例について、少なからずの上場会社が、次のとおり、議決権行使助言会社に対して反論を行った（注18）。これらの反論は、(1) 事実認識の誤りを指摘する内容と (2) 判断基準の合理性を問題にする内容に整理される（注18）。

株式会社第一興商：第42回定時株主総会第3号議案に関する補足について（平成29年6月2日）

野村ホールディングス株式会社：ISSレポートに対する当社の見解について（平成29年6月2日）

川崎汽船株式会社：第149期定時株主総会上程議案（第2号議案 取締役9名選任の件）に関するISS社の反対推奨に対する当社の見解（平成29年6月8日）

新日鐵住金株式会社：当社の第93回定時株主総会の議案に関する補足説明について（平成29年6月8日）

新明和工業株式会社：第93期株主総会第3号議案に関する補足（平成29年6月9日）

株式会社キッツ：第103回定時株主総会第3号議案に関する補足について（平成29年6月9日）

株式会社池田泉州ホールディングス：当社第8期定時株主総会第4号議案に関する補足説明について（平成29年6月9日）

上村工業株式会社：当社第89期定時株主総会の議案に関する補足説明について（平成29年6月12日）

日本コロムビア株式会社：当社第166期定時株主総会の第1号議案及び第2号議案に関するISSレポートに対する当社の見解について（平成29年6月13日）

日本信号株式会社：当社第134回定時株主総会の第3号議案に関するISSレポートの事実誤認とそれに対する当社の見解について（平成29年6月14日）

黒田電気株式会社：ISSレポートに対する当社の見解について（平成29年6月15日）

株式会社フェイス：当社第25期定時株主総会の第2号議案第3号議案及び第4号議案に関するISSレポートに対する当社の見解について（平成29年6月16日）

第16 経済産業省

1 伊藤レポート

伊藤レポート『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』（平成26（2014）年8月）はROE8%基準を主張しているが、東証一部上場会社の平成28（2016）年の平均ROEは8.3%であった（平成

平成26（2014）年	35%
平成27（2015）年	30%
平成28（2016）年	4%
平成28（2016）年末～平成29（2017）年6月	15%

2 伊藤レポート2.0

伊藤レポート2.0と称される「『価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス』-ESG・非財務情報開示と無形資産投資の促進-」（平成29（2017）年5月29日）の内容は次のとおりである。

(1) 背景

企業の競争力や収益力（稼ぐ力）を高めるため、人材や技術、顧客基盤等、財務諸表に表れない「無形資産」への投資が重要性を増している。

投資家が企業価値を評価する上でも、企業の経営戦略やビジネスモデル、リスクへの対応等の非財務情報が重要になっている。

さらに、近年、グローバルな機関投資家が「ESG（環境・社会・ガバナンス）」といった要素を投資判断や企業のモニタリング等に組み込む動きが本格化している。

一方で、中長期的な企業価値向上を見据えた無形資産への投資やESGの取組については短期的には利益を押し下げる「費用」としてのみ認識されることや、これらに関する情報開示や対話が不足していることが、企業と投資家の長期的な投資判断や建設的な対話を損なっているのではないかとの見方もある。

このような課題認識の下、経済産業省が平成28（2016）年8月に設立した「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会」では、企業の情報開示や投資家との対話の質を

29年3月3日日経新聞ネット版）。

平成25（2013）年から平成29（2017）年までの5年間、毎年ROEが上昇し且つROE10%を超える企業が68社存在したが、当該68社平均の株価上昇率は、次のとおり各5年を通じて毎年日経平均株価を上回っていた（注19）。

68社の株価上昇率	日経平均株価上昇率
35%	7%
30%	9%
4%	0.4%
15%	5%

高めるための枠組み（共通言語）の必要性が提起され、研究会の提言の一つとして「ガイダンス」原案が策定された。

これまで我が国が取り組んできたコーポレート・ガバナンス改革は、企業の持続的成長や中長期的な企業価値向上に向けて、経営判断を支える意思決定の仕組みや規律、企業と投資家の対話の質を高めることを目指してきた。

「伊藤レポート」や「二つのコード（スチュワードシップコード及びコーポレート・ガバナンスコード）」等の一連の取組において、統合的な情報開示や対話の重要性が示されてきた。

伊藤レポート2.0と称される「『価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス』-ESG・非財務情報開示と無形資産投資の促進-」（平成29（2017）年5月29日）は、企業が伝えるべき情報の全体像を示すものであり、それぞれの開示要請や対話の場面に応じて有効活用されることが期待される。

(2) 伊藤教授は、ROEとESGの両方が大切であり、両者を統合して「ROESG」の重要性を主張されている（注20）。



第17 法務省 会社法改正の動き

平成29年2月9日、法制審議会（法相の諮問機関）に、次の内容の会社法改正が諮問され、平成31（2019）年以降の法案提出を目指すこととされている。

(1) 株主提案権の制限

1人の株主が大量の提案を出し企業に過度の負担をかける事例もあり、回数制限などを検討する。例えば、関西電力では平成28年に原子力発電所の廃炉や社会的責任（CSR）強化などの議案が22件提案され、野村ホールディングスでは平成24年1人の株主から「社名を野菜ホールディングスに変更する」などの株主提案を100件受けたことがあり、企業側から濫用的提案への規制を求める声が上がっていることが背景にある。

なお、米国では提案を株主1人あたり1つに制限し、英国やドイツでは明らかに濫用的な内容の議案を排除する規定を設けている。

(2) 社外取締役の義務付けの是非

東京証券取引所によると全上場企業の95%が社外取締役を導入済みであることから、これを法令上の制度として盛り込むことが検討される。

(3) 役員報酬の制度改正

業績連動型の報酬を支給する際の規定を整備する。海外投資家らから報酬額決定のプロセスが不透明との指摘があることに対応する。

(4) 社債の管理業務に関する規定の見直し

社債の管理について、会社法で原則義務付けられている「社債管理者」の導入が全体の2割程度と低いことから、実態に合わせた制度に見直す。

\*\*\*\*\*

- (注1) 読売新聞朝刊平成29年6月30日3面、朝日新聞朝刊平成29年6月30日8面
- (注2) 「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」報告書（別冊）基礎資料編（1.概要版）（平成27年4月）
- (注3) 読売新聞朝刊平成29年6月24日11面、朝日新聞朝刊平成29年6月30日8面
- (注4) 日本証券取引所平成29年6月20日公表
- (注5) 同会社のROEは27%である。
- (注6) 同会社のROEは43%である。
- (注7) ノルウェー政府年金基金が買い増した。
- (注8) シンガポールの投資会社が買い増した。
- (注9) 日本取引所グループ「コーポレート・ガバナンス情報」（平成29年7月5日）
- (注10) 日経新聞朝刊平成29年6月22日7面
- (注11) 日経ビジネス2017年7月17日号23頁
- (注12) ISSの2017年版日本向け議決権行使助言基準（2017年2月1日）13頁
- (注13) 日経新聞朝刊平成29年6月18日7面
- (注14) 日経新聞朝刊平成29年7月1日7面
- (注15) 日本政府「未来投資戦略2017」（平成29年6月9日）31頁
- (注16) 日経ビジネス2017年7月17日号24頁
- (注17) 読売新聞夕刊平成29年6月29日1面、朝日新聞夕刊平成29年6月29日1面
- (注18) 鈴木裕（大和総研政策調査部）「議決権行使助言業者への会社側からの反論」（大和総研金融資本市場レポート、平成29年6月20日）
- (注19) 城下賢吾教授（山口大学経済学部）「ROEと株価」（日経新聞夕刊平成29年6月22日5面）
- (注20) 「週刊東洋経済」2017年6月24日号81頁での伊藤教授の発言
- (注21) 会社四季報オンライン（平成29年7月18日）
- (注22) StockWeather（平成29年7月14日）