

Disclosure & IR

Disclosure Watch

Disclosure News

会計・監査

- 監査報告書の拡充に係る監査基準の改訂について
- マレーシアにおける会計・監査の制度・基準の調査分析
- フランスにおける会計基準のコンバージェンス
- アメリカにおける会計ディスクロージャーの現状と課題
- 財務会計学修のゲーミフィケーション
- マネジメント・アプローチに基づくセグメント情報の開示
- 日本企業のポイント制度と収益認識会計基準への対応

会社法

- 日本型コーポレートガバナンスの原点
- 企業集団における親会社取締役の内部統制システム整備・運用義務
- 会計監査人の報酬と監査役役割
- 銀行における株式報酬型ストック・オプションの状況
- 労務問題と取締役の責任
- 取締役会におけるジェンダーの多様性についての実務的考察
- 平成 30 年 6 月定時株主総会の動向

金商法

- 四半期報告書・半期報告書における開示内容の合理化および充実に関する企業内容等開示府令の改正
- 臨時報告書の開示事例分析

IR

- 「ダイバーシティ 2.0 の更なる深化に向けて」
- 「IR 活動の実態調査2018 年」に見る最近のIR 活動の傾向
- レギュレーションから見た ESG リスクの評価・管理・開示

取引所

- CG コード改訂等を踏まえた実務対応
- 改訂「CG コード」で母体企業が年金支援へパナソニックとエーザイから見る現状と課題
- 上場会社における不祥事予防のプリンシプルについて
- 「上場会社における不祥事予防のプリンシプル」への対応のポイント

コラム

- コラム・アメリカ会社法
- Disclosure Column

Disclosure & IR 2018.8 Vol.6

Contents

Disclosure Watch

Disclosure News

会計・監査

監査報告書の拡充に係る監査基準の改訂について 青山学院大学大学院 教授 町田祥弘	1
マレーシアにおける会計・監査の制度・基準の調査分析 松山大学経営学部 准教授 松下 真也 一橋大学大学院経営管理研究科 教授 佐々木隆志 一橋大学大学院経営管理研究科 教授 万代勝信	11
フランスにおける会計基準のコンバージェンス 明治学院大学 教授 藤田晶子	25
アメリカにおける会計ディスクロージャーの現状と課題 明治学院大学 教授 山田純平	32
財務会計学修のゲーミフィケーション 熊本学園大学 准教授 小谷学	38
マネジメント・アプローチに基づくセグメント情報の開示 國學院大学 准教授 中田有祐	48
日本企業のポイント制度と収益認識会計基準への対応 株式会社サイバー・バズ 常勤監査役/公認会計士 磯村奈穂	57

会社法

日本型コーポレートガバナンスの原点 東京大学 准教授 清水剛	67
企業集団における親会社取締役の内部統制システム整備・運用義務 成蹊大学 教授 尾関幸美	74
会計監査人の報酬と監査役の役割 獨協大学法学部 教授 高橋均	80
銀行における株式報酬型ストック・オプションの状況 流通経済大学 教授 池村恵一	88
労務問題と取締役の責任 鳥飼総合法律事務所 弁護士 佐藤香織	101
取締役会におけるジェンダーの多様性についての実務的考察 弁護士 金野志保	108
平成30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	113

金商法

四半期報告書・半期報告書における開示内容の合理化および充実に関する企業内容等開示府令の改正 アンダーソン・毛利・友常法律事務所 弁護士・公認会計士 中村慎二	123
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 上席研究員 阿部宏己 株式会社ディスクロージャー&IR総合研究所 総括企画部 黒須悠子	134

IR

「ダイバーシティ2.0の更なる深化に向けて」 経済産業省 経済産業政策局 経済社会政策室 室長補佐 八木春香	151
「IR活動の実態調査2018年」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	160
レギュレーションから見たESGリスクの評価・管理・開示 真和総合法律事務所 パートナー弁護士 高橋大祐	168

取引所

CGコード改訂等を踏まえた実務対応 中村・角田・松本法律事務所 弁護士 中島正裕	177
改訂「CGコード」で母体企業が年金支援へパナソニックとエーザイから見る現状と課題 経済・金融ジャーナリスト (元格付投資情報センター 編集事業部) 深沢道広	186
上場会社における不祥事予防のプリンシプルについて 事業創造大学院大学 准教授 鈴木広樹	197
「上場会社における不祥事予防のプリンシプル」への対応のポイント 公認会計士、公認不正検査士 辻さちえ	202

コラム

コラム・アメリカ会社法/社債管理機関の設置は任意か強制か？ 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	212
Disclosure Column/ダイバーシティ経営の必要性和情報開示 公認会計士 角田朋子公認会計士事務所代表	217

平成30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

(前東海大学法科大学院教授)

第1 はじめに

1 対話型へ

3月期決算上場会社の平成30年6月における定時株主総会では、株主提案を受けた企業が過去最多の42社にのぼるなど、企業と株主間にさらに緊張関係が高まった様子が伺える。もっとも、かつては、「モノを言う株主」が企業に対して敵対的買収を試みるなど「対決型」の場面がしばしば見られた。しかし、平成30年6月における定時株主総会では、少数の株式をもつ外国人投資家が、他の株主を取り込み、企業に対して改革を求める「対話型」の様子が伺えた(注1)。

2 株主構成

東証の調査によると、2017年度の上場会社の株式保有比率は、外国人投資家が30%、一般企業(金融機関を除く)が22%、信託銀行が20%、個人株主が17%、銀行や保険会社等が11%となっている。個人株主は、1949年度の調査以来、はじめて5000万人を超えるにいたった(注2)。

3 「コーポレートガバナンス・コード」「スチュワードシップ・コード」「投資家と企業の対話ガイドライン」

(1) 英国では1998年から上場会社のコーポレートガバナンスの望ましい在り方が統合規範(THE COMBINED CODE: PRINCIPLES OF GOOD GOVERNANCE AND CODE OF BEST PRACTICE)として示されてきた。これがリーマン・ショックに端を発する世界的な金融危機を受け大きく変容することとなった。一連の金融危機では、短期的な利益追求を目的とした金融機関の過剰なリスクテイクにより実質的に破綻する銀行などが続出し、公的資金の注入という形で納税者が多大な負担を強いられた。英国ではこのような金融機関の行動はコーポレートガバナンスの欠如が原因であると考えられた。そこで2010年、それまでの統合規範を、投資する側(機関投資家)を対象とする「スチュ

ワードシップ・コード」と、投資される側(企業)を対象とする「コーポレートガバナンス・コード」の2つに分けることになった。

(2) 「スチュワードシップ・コード」

金融庁が2014(平成26)年に日本版スチュワードシップ・コード(「責任ある機関投資家」の諸原則)を制定・公表し、2017(平成29)年に改訂した。改訂前のコード機関投資家に対して議決権の行使結果を議案の主な種類ごとに整理集計して公表することを求めていた。しかし2017年の改訂後、さらに個別の投資先企業とその議案ごとに公表し、賛否の理由も説明するように求めている。

(3) 「コーポレートガバナンス・コード」

金融庁と東証が2015(平成27)3月に制定し同年6月から適用されているが、2018(平成30)6月に改訂された。

(4) 「投資家と企業の対話ガイドライン」

金融庁は平成30年6月1日、「投資家と企業の対話ガイドライン」を公表した。これは、「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」の附属文書として位置づけられるものである。

第2 東証：コーポレートガバナンス・コード改訂

1 東証は平成30年6月1日、コーポレートガバナンス・コードを改訂した。

本則市場(市場第一部・第二部)の上場会社は、コードの全原則について、マザーズ及びJASDAQの上場会社は、コードの基本原則について、実施しないものがある場合には、その理由を説明することが求められる。

主な改訂部分は次のとおりである(アンダーライン箇所が、改訂部分である)。

2 【原則1-4. 政策保有株式】

上場会社が政策保有株式として上場株式を保

有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。

補充原則1-4①

上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない。

補充原則1-4②

上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない。

3 【原則2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮】

上場会社は、企業年金の積立金の運用が、従業員の安定的な資産形成に加えて自らの財政状態にも影響を与えることを踏まえ、企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのステュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである。

4 【第3章 適切な情報開示と透明性の確保】【基本原則3】【考え方】

更に、我が国の上場会社による情報開示は、計表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性に優れている一方で、会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆる

るESG要素）などについて説明等を行ういわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘もある。取締役会は、こうした情報を含め、開示・提供される情報が可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に関与を行う必要がある。

5 【原則3-1. 情報開示の充実】

上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うことに加え、会社の意思決定の透明性・公正性を確保し、実効的なコーポレートガバナンスを実現するとの観点から、（本コードの各原則において開示を求めている事項のほか、）以下の事項について開示し、主体的な情報発信を行うべきである。

(iv) 取締役会が経営陣幹部の選解任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続

(v) 取締役会が上記 (iv) を踏まえて経営陣幹部の選解任と取締役・監査役候補の指名を行う際の、個々の選解任・指名についての説明

補充原則3-1①

上記の情報の開示（法令に基づく開示を含む）に当たって、取締役会は、ひな型的な記述や具体性を欠く記述を避け、利用者にとって付加価値の高い記載となるようにすべきである。

6 【原則4-1. 取締役会の役割・責務(1)】

補充原則4-1③

取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえ、最高経営責任者（CEO）等の後継者計画（プランニング）の策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう、適切に監督を行うべきである。

7 【原則4-2. 取締役会の役割・責務(2)】

補充原則4-2①

取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。

8 【原則4-3. 取締役会の役割・責務(3)】

補充原則4-3②

取締役会は、CEOの選解任は、会社における最も重要な戦略的意思決定であることを踏まえ、客観性・適時性・透明性ある手続に従い、十分な時間と資源をかけて、資質を備えたCEOを選任すべきである。

補充原則4-3③

取締役会は、会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEOがその機能を十分発揮していないと認められる場合に、CEOを解任するための客観性・適時性・透明性ある手続を確立すべきである。

9 【原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用】

独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

10 【原則4-10. 任意の仕組みの活用】

補充原則4-10①

上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会など、独立した諮問委員会を設置することにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである。

11 【原則4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】

取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。また、監査役には、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を

有する者が選任されるべきであり、特に、財務・会計に関する十分な知見を有している者が1名以上選任されるべきである。

取締役会は、取締役会全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである。

12 【原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で(注14)、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

第3 金融庁：投資家と企業の対話ガイドライン

金融庁は、平成30年6月1日、「投資家と企業の対話ガイドライン」を公表した。

これは、「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」の附属文書として位置づけられるものである。

本ガイドラインは、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・コードが求める持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた機関投資家と企業の対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめたものである。

機関投資家と企業との間で、これらの事項について建設的な対話が行われることを通じ、企業が、自社の経営理念に基づき、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現し、ひいては経済全体の成長と国民の安定的な資産形成に寄与することが期待される。

企業がコーポレートガバナンス・コードの各原則を実施する場合(各原則が求める開示を行う場合を含む)や、実施しない理由の説明を行う場合には、本ガイドラインの趣旨を踏まえることが期待される。

1. 経営環境の変化に対応した経営判断

1-1. 持続的な成長と中長期的な企業価値の向

上を実現するための具体的な経営戦略・経営計画等が策定・公表されているか。また、こうした経営戦略・経営計画等が、経営理念と整合的なものとなっているか。

1-2. 経営陣が、自社の事業のリスクなどを適切に反映した資本コストを的確に把握しているか。その上で、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、収益力・資本効率等に関する目標を設定し、資本コストを意識した経営が行われているか。また、こうした目標を設定した理由が分かりやすく説明されているか。中長期的に資本コストに見合うリターンを上げているか。

1-3. 経営戦略・経営計画等の下、事業を取り巻く経営環境や事業等のリスクを的確に把握し、新規事業への投資や既存事業からの撤退・売却を含む事業ポートフォリオの組替えなど、果敢な経営判断が行われているか。その際、事業ポートフォリオの見直しについて、その方針が明確に定められ、見直しのプロセスが実効的なものとして機能しているか。

2. 投資戦略・財務管理の方針

2-1. 保有する資源を有効活用し、中長期的に資本コストに見合うリターンを上げる観点から、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた設備投資・研究開発投資・人材投資等が、戦略的・計画的に行われているか。

2-2. 経営戦略や投資戦略を踏まえ、資本コストを意識した資本の構成や手元資金の活用を含めた財務管理の方針が適切に策定・運用されているか。

3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等

【CEOの選解任・育成等】

3-1. 持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、経営環境の変化に対応した果敢な経営判断を行うことができるCEOを選任するため、CEOに求められる資質について、確立された考え方があるか。

3-2. 客観性・適時性・透明性ある手続により、十分な時間と資源をかけて、資質を備えたCEOが選任されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した指名委員会が活用されているか。

3-3. CEOの後継者計画が適切に策定・運用さ

れ、後継者候補の育成（必要に応じ、社外の人材を選定することも含む）が、十分な時間と資源をかけて計画的に行われているか。

3-4. 会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEOがその機能を十分発揮していないと認められる場合に、CEOを解任するための客観性・適時性・透明性ある手続が確立されているか。

【経営陣の報酬決定】

3-5. 経営陣の報酬制度を、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた健全なインセンティブとして機能するよう設計し、適切に具体的な報酬額を決定するための客観性・透明性ある手続が確立されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した報酬委員会が活用されているか。また、報酬制度や具体的な報酬額の適切性が、分かりやすく説明されているか。

【取締役会の機能発揮】

3-6. 取締役会が、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、適切な知識・経験・能力を全体として備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性を十分に確保した形で構成されているか。その際、取締役として女性が選任されているか。

3-7. 取締役会が求められる役割・責務を果たしているかなど、取締役会の実効性評価が適切に行われ、評価を通じて認識された課題を含め、その結果が分かりやすく開示・説明されているか。

【独立社外取締役の選任・機能発揮】

3-8. 独立社外取締役として、適切な資質を有する者が、十分な人数選任されているか。また、独立社外取締役は、資本効率などの財務に関する知識や関係法令等の理解など、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に実効的に寄与していくために必要な知見を備えているか。

独立社外取締役の再任・退任等について、自社が抱える課題やその変化などを踏まえ、適切な対応がなされているか。

3-9. 独立社外取締役は、自らの役割・責務を認識し、経営陣に対し、経営課題に対応した適切な助言・監督を行っているか。

【監査役の選任・機能発揮】

3-10. 監査役に、適切な経験・能力及び必要

な財務・会計・法務に関する知識を有する人材が選任されているか。

3-11. 監査役は、業務監査を適切に行うとともに、適正な会計監査の確保に向けた実効的な対応を行っているか。監査役に対する十分な支援体制が整えられ、監査役と内部監査部門との適切な連携が確保されているか。

4. 政策保有株式

【政策保有株式の適否の検証等】

4-1. 政策保有株式について、それぞれの銘柄の保有目的や、保有銘柄の異動を含む保有状況が、分かりやすく説明されているか。

個別銘柄の保有の適否について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、取締役会において検証を行った上、適切な意思決定が行われているか。そうした検証の内容について分かりやすく開示・説明されているか。

政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な基準が策定され、分かりやすく開示されているか。また、策定した基準に基づいて、適切に議決権行使が行われているか。

4-2. 政策保有に関する方針の開示において、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方を明確化し、そうした方針・考え方に沿って適切な対応がなされているか。

【政策保有株主との関係】

4-3. 自社の株式を政策保有株式として保有している企業（政策保有株主）から当該株式の売却等の意向が示された場合、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げていないか。

4-4. 政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行っていないか。

5. アセットオーナー

5-1. 自社の企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、母体企業として、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置（外部の専門家の採用も含む）などの人事面や運営面における取組みを行っているか。また、そうした取組みの内容

が分かりやすく開示・説明されているか。

第4 議決権行使助言会社：ISSの議決権行使助言方針

1 議決権行使助言会社であるISSは平成29年11月、議決権行使助言方針を改訂した。

2 取締役選任議案に関する助言方針

(1) 監査役会設置会社（改訂なし）

(ア) 経営トップへの反対投票推奨基準

- ・過去5期平均の自己資本利益率(ROE)が5%を下回りかつ改善傾向にない場合
- ・株主総会後の取締役会に最低2名の社外取締役がいない場合（独立性は問わない）
- ・親会社や支配株主を持つ会社において、ISSの独立性基準を満たす社外取締役が最低2名いない場合
- ・過半数の支持を得た株主提案議案について対応がなく、かつ次年度の株主総会で会社側提案としても対応しない場合

(イ) 個別候補者に反対投票推奨

- ・前会計年度における取締役会の出席率が75%未満の社外取締役

（なお、ISSは、社外監査役については独立性を求めており、社外取締役とは異なる扱いをしていることに留意すべきである）（注3）

(2) 監査等委員会設置会社

(ア) 経営トップへの反対投票推奨基準

- ・過去5期平均の自己資本利益率(ROE)が5%を下回りかつ改善傾向にない場合
- ・株主総会後の取締役会に最低2名の社外取締役がいない場合（独立性は問わない）
- ・親会社や支配株主を持つ会社において、ISSの独立性基準を満たす社外取締役が最低2名いない場合
- ・過半数の支持を得た株主提案議案について対応がなく、かつ次年度の株主総会で会社側提案としても対応しない場合

・2019年2月以降、株主総会後の取締役会に占める社外取締役の割合が3分の1未満である場合

(イ) 個別候補者に反対投票推奨基準

- ・前会計年度における取締役会の出席率が75%未満の社外取締役
- ・「監査等委員である社外取締役」候補者が、

ISSの独立性基準を満たさない場合

3 買収防衛策導入議案に関する助言方針

総継続期間が3年を超える場合、株主価値向上策との関連等実質的評価を経ることなしに、反対投票を推奨する、と改定された。

(3月期決算上場会社の平成30年6月での定時株主総会では、買収防衛策に関する議案は、薄氷の可決となった事例が相次いだ。例えば、平和不動産における買収防衛策の賛成比率が56%、東武鉄道では57%、マツモトキヨシでは58%、日清製粉グループ本社では64%、雪印メグミルクでは68%であった。)

4 これまで、監査等委員会設置会社に移行する会社は、社外役員(社外監査役+社外取締役)の総数を少なく留めることを目的としていたところも少なくない。監査役設置会社であれば社外監査役が2名以上必須となり、コーポレートガバナンス・コードによって独立社外取締役も2名以上置くことが求められ、社外役員は計4名以上となる。

これに対して監査等委員会設置会社では、監査等委員会は3名以上の監査等委員である取締役で構成され、その過半数は社外取締役でなければならない(会社法331条6項)から、監査等委員である社外取締役2名で足りる。

会社の規模等を勘案して社外役員4名は過多であると考えて、監査等委員会設置会社に移行した会社にとっては、今回のISSの助言方針改定は、大きな影響を及ぼすかもしれない(注3)。

第5 機関設計の状況

平成30年6月における上場会社の機関設計の状況は、次のとおりである(注15)。

監査役会設置会社	2690社(72.9%)	(昨 年は2746社)
監査等委員会設置会社	930社(25.2%)	(昨 年は832社)
指名委員会等設置会社	72社(2.0%)	(昨 年は71社)

第6 任意の委員会の設置状況

東証が平成30年6月1日に改訂したコーポレートガバナンス・コード「補充原則4-10①」において、「取締役会の下に独立社外取締役を主要

な構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会など、独立した諮問委員会を設置することにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである。」と改訂されている(アンダーライン部分が改訂箇所)。

平成30年6月28日までにコーポレートガバナンス報告書を開示した東証上場会社のうち、東証一部と東証二部に上場する会社で3月決算の監査役会設置会社及び監査等委員会設置会社899社のうち、353社(39.2%)が、任意の委員会を設置している(注16)。

第7 株主提案

1 平成30年6月における定時株主総会においては、過去最多の41社において株主提案が議案として上程された。そのうち株主提案が可決されたのは2社のみであったが、賛成比率が2割以上となった企業が3割に達した(注4)。

2 株主提案が可決された事例

(1) 21LADY：サイアムライジングインベストメント1号が、取締役3名の選任を提案したところ、55%の賛成率で可決された。

(2) JPホールディングス：ページワンが、取締役1名の選任を提案したところ、63%の賛成率で可決された。

3 株主提案が30%を超えた事例

(1) 三菱UFJフィナンシャル・グループ：役員報酬の個別開示に関する株主提案への賛成比率が38%となった。

(2) みずほフィナンシャルグループ：役員報酬の個別開示に関する株主提案への賛成比率が35%となった。

(3) 乾汽船：アルファレオ投資ファンドが自己株式取得を提案し、賛成比率が36%となった。

(4) アルパイン：オアシス・マネジメント・カンパニー(香港)が社外取締役1名の選任を提案し、30%の賛成比率となった。

3 株主提案が否決された主な事例

(1) 武田薬品工業：同社OBが、1兆円超の買収案件については株主総会の事前決議を必要とする定款変更案を提案したが、賛成率は9.44%にとどまった。

(2) 図書印刷：ストラテジックキャピタルが、

任意の指名委員会と報酬委員会の設置、政策保有株式の売却、増配を提案したが、否決された。

(3) 神田通信機：M&Sが、増配を提案したが、否決された。

(4) 新生銀行：ダルトン（米国）が、取締役の報酬上限引き上げを提案したが、否決された。

(5) TBSホールディングス：アセット・バリュー・インベスターズ（英国）が、本業と直接関係のない企業の持ち合い株を保有していることを理由として東京エレクトロン株の現物配当を提案したが、否決された。

4 日本ペイントホールディングス（12月決算）においては、同社の39%株式を有する筆頭株主であるシンガポールの塗料大手であるウットラムグループが平成30年1月、取締役会の定員10人に対し、合計6名の取締役候補を選任するよう株主提案をした。日本ペイントホールディングスは平成30年3月1日、ウットラムグループが推す6名を取締役候補に取り入れた株主総会の議案を正式発表し、取締役をこれまでの7人から10人に増員することとなった。これによりウットラムグループは同日、日本ペイントホールディングスに提出していた株主提案を取り下げ、平成30年3月28日の定時株主総会後にゴーフップジン氏が取締役会長に就任した。

5 野村ホールディングスが女性公認会計士を社外取締役として選任する議案について、ISSは、監査法人退職後数年しか経過しておらず独立性に欠けることを理由として反対を推奨した。これに対して野村ホールディングスは平成30年5月31日、同社が上場するニューヨーク証券取引所では取締役と過去の雇用者との間の利益相反を解消するのに十分な期間（クーリング・オフ期間）は3年間であるとしていること、自社に勤務経験のある者も10年間のクーリング・オフ期間を経れば社外役員に就任できることとされていること（会社法2条15号）等を理由として、反論を公表した。

6 佐藤渡辺は、株主であるホライゾン・グロース・ファンドの代理投資運用会社 ホライゾン・キャピタル・マネジメントを通じて平成30年4月17日に株主提案権を受けたが、平成30年5月17日当該株主提案に反対を表明し、かつ同日「中期経営計画（2018年度～2020年度）の策定

に関するお知らせ」を公表し、初めて中期経営計画を外部に公表した。

同月24日付で同株主が当該提案を取り下げた。

第8 独立社外取締役

1 東証の「東証上場会社コーポレートガバナンス白書2017」によれば、全上場会社における独立社外取締役の属性として、他の会社で経営経験のあるような他の会社の出身者が59.3%、弁護士が16.1%、公認会計士が9.4%、学者が7.6%、税理士が2.5%、その他が5.1%という結果であった（注5）。

2 3月期決算上場会社の平成30年6月での定時株主総会では、主要企業472社の6%において、社外役員の選任議案への賛成比率が70%以下であった。これと比較し昨年では、賛成比率が70%以下であった企業は4%弱であった。これは、独立性が低い社外役員の選任議案については原則として反対する傾向が強まっているからである（注6）。

第9 定時株主総会招集通知の記載の工夫

1 各取締役の専門性の記載

(1) イビデンの定時株主総会招集通知では、全取締役候補者の経験や専門性を明示すべく、独立性、社長経験、会計税務、業界の知見、営業販売、国際ビジネス、研究製造、法務、リスクコンプライアンスガバナンス、の各観点に基づき個別該当性を記載している。

(2) 武蔵精密工業の定時株主総会招集通知では、全取締役候補者の経験や専門性を明示すべく、企業経営、製造・技術・研究開発、営業・マーケティング、先端技術・IT、財務ファイナンス、ガバナンス・リスクマネジメント・人事、グローバル経験、の各観点に基づき個別該当性を記載している。

2 招集通知のカラー化

日経225銘柄のうち3月決算会社189社を対象とした調査によれば、カラー化している会社は169社となり、昨年比3%増加した（注17）。

3 招集通知の英訳版の開示状況

東証上場会社のうち、定時株主総会招集通知の英訳を実施した会社は、845社となり、37.8%を占めるにいたっているが、昨年の35.5%よ

り増加している（注18）。

4 招集通知の記載順序

日経225銘柄のうち3月決算会社189社を対象とした調査によれば、(A) 狭義の招集通知→株主総会参考書類→事業報告→計算書類の順序で記載しているものが156社、(B) 狭義の招集通知→事業報告→計算書類→株主総会参考書類の順序で記載しているものが21社であった。(A) の記載順序とする会社は、昨年比で、8%増加した（注19）。

5 役員選任議案における候補者の写真掲載

日経225銘柄のうち3月決算会社189社を対象とした調査によれば、役員候補者の写真を掲載した会社は127社（68%）であり、昨年比5%増加した（注20）。

第10 相談役・顧問の削減・廃止

平成29年3月、経済産業省が『コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針』を策定し、「相談役・顧問の役割は、各社によって様々であり、社長・CEO 経験者を相談役・顧問とすることが一律に良い・悪いというものではないこと」を前提とし、「社長・CEO経験者を相談役・顧問として会社に置く場合には、自主的に、社長・CEO経験者で相談役・顧問に就任している者の人数、役割、処遇等について外部に情報発信することは意義がある。産業界がこうした取組を積極的に行うことが期待される」と提言した。

それを踏まえ、平成30年1月1日以降に東証に提出される「コーポレートガバナンス報告書」に、新たに「(8) 代表取締役社長等を退任した者の状況」に関する記載をすることとなった。そこには、代表取締役社長等であった者が、取締役など会社法上の役員の地位を退いた後、引き続き、相談役や顧問など何らかの役職に就任している、又は何らかの会社と関係する地位にある場合には、それぞれの者ごとに氏名や役職・地位、業務内容、勤務形態・条件（常勤・非常勤、報酬有無等）及び代表取締役社長等の退任日、相談役・顧問等としての任期を記載するとともに、その合計人数を記載することとなった。

これにより、多くの上場会社で、相談役や顧問が削減され、又は廃止されるに至った。

第11 役員報酬

1 コーポレートガバナンス・コード【原則4-2. 取締役会の役割・責務(2)】における補充原則4-2①に、「取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。」と定められている。

2 上場会社における役員報酬は、大別すると、(1) 現金、(2) ストックオプション、(3) 自社株（現物株）、の3区分が存在している。平成30年5月末時点で、現物株型を導入する上場会社は794社となり、ストックオプション導入企業（600社）をはじめて上回った（注7）。現物株型のうち、とくに普及しているものが、譲渡制限付株式報酬（restricted stock）である。

従来主流であったストックオプションは、あらかじめ定める価格（行使価格）を支払えば自社株を購入することができる権利であるが、株価が下落しても当該役員が顕在化した損失を被るわけではなかった。

これに対し、譲渡制限付株式報酬（restricted stock）は、発行後3～5年が経過しないと売却できないという条件を付したうえで現物株を付与されるから、付与された役員は、当該現物株の値下がり損を意識せざるを得ず、中長期的視点で経営を遂行してもらう点で有益であるとされる。

米国のS&P500種株価指数の組入れ企業のうち時価総額上位250社のうち、譲渡制限付株式報酬（restricted stock）を導入している企業は65%に及んでいる（注7）。

日清紡ホールディングス、オリエンタルランド、AOKIホールディングス、ペルーナ、大塚ホールディングスも、譲渡制限付株式報酬（restricted stock）を導入する予定であることが報道されている（注7）。

第12 新しい投資概念：ESG投資

1 世界におけるESG投資残高は、2012年が13兆ドル（約1040兆円）であったのに対し、2016年には23兆ドル（約2500兆円）へと、飛

躍的に増大している。

ESGという言葉が知られるようになったのは、2006年に国連のアナン事務総長（当時）が機関投資家に対し、ESGを投資プロセスに組み入れる「責任投資原則」（PRI、Principles for Responsible Investment）を提唱したことがきっかけである。

2008年のリーマン・ショック後に資本市場で短期的な利益追求に対する批判が高まったこともPRIの署名機関増加につながり、2017年4月時点で1700を超える年金基金や運用会社などがPRIに署名している。

このうち年金基金などアセットオーナーの署名は346にのぼり、その運用資産残高の合計は17兆ドル（約1800兆円）近くに達した。GPIFも2015年にPRIに署名している。

なお、ESG投資に似た概念として、社会的責任投資（SRI、Socially Responsible Investment）という概念がある。SRIが倫理的な価値観を重視することが多いとされるのに対し、ESG投資は長期的にリスク調整後のリターンを改善する効果があるとされている（注8）。

2 ESGは、環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）の英語の頭文字を合わせた用語である。

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）と世界銀行グループとの2018年4月20日付共同研究報告書（注8）2頁によれば、「E（環境）」の要素として climate change, carbon emissions, pollution, resource efficiency, biodiversityがあり、「S（社会）」の要素として human rights, labor standards, health & safety, diversity policies, community relations, development of human capital (health & education)があり、「G（ガバナンス）」の要素として corporate governance, corruption, rule of law, institutional strength, transparencyがあげられており、「E」に地球温暖化対策、「S」に女性従業員の活躍、「G」に取締役の構成などが挙げられることもある（注8）（注9）。

3 GPIFは、2018年3月末時点で国内株の保有残高が40兆円を超え、約2300銘柄を保有し、東証一部上場企業の多くで大株主になっているようであるが、ESGに優れた企業に絞った投資を

2017年度に開始し、1.5兆円を投じた（注10）。

4 東証のコーポレートガバナンス・コードの平成30年6月1日付改訂において、パブリック・コメントにおいて、「ESGに関する対話が進む中、企業のESG要素に関する『情報開示』についてコードに盛り込むべき」との意見が複数寄せられたことを受け、平成30年3月30日公表の制度要綱で示したコード改訂案に加えて、コーポレートガバナンス・コードの第3章「考え方」において、「非財務情報」にいわゆるESG要素に関する情報が含まれることを明確化することとした。

第13 配当と自社株買い

「株主還元」という用語がしばしば聞かれるようになってきているが、「株主還元」の主な方策として、配当と自社株買いがある。配当においては、全ての株主に資金が提供され、受領した後も同様に株主であり続ける。これに対し、自社株買いでは、オファーに応じた株主のみに資金が提供され、受領した株主は株主でなくなるか持分が減少することとなる。

東証一部上場企業では、近年、9割以上の企業が配当を実施しているが、自社株買いを実施した企業は3割程度にすぎない（注11）。

企業の利益が増減したとしても配当は継続的に支給されるため、ROE（株主資本利益率＝当期純利益÷株主資本）と配当性向（配当÷当期純利益）が相互に逆の動きを示すことがある。しかし、2014年以降、東証一部上場企業では、ROEが増加しながら、配当性向も上昇している。これは、株主資本は一定として当期純利益の増加によってROEが増加する一方、当期純利益の増加率以上に配当が増えることで配当性向も上昇していることを示している（注11）。

第14 自社株

1 2017年末時点で、自社が筆頭株主になっている上場会社は、335社であり、全体の1割に近い。また日本の上場会社による自社株保有比率は3.75%となり、1999年以来最高となっている。自社株保有額は、1年前に比較し、18%増加している（注12）。

自社株保有比率の高い企業としては、ジョイ

フル本田（東証一部、32.7%）、ティーガイア（東証一部、29.5%）、ガンホー・オンライン・エンターテインメント（東証一部、25.3%）、神戸物産（東証一部、22.8%）、理想科学工業（東証一部、22.6%）、フクダ電子（東証J 22.0%）、王将フードサービス（東証一部、19.6%）、カプコン（東証一部、19.2%）、キャノン（東証一部、19%）、ユー・エス・エス（東証一部、18.8%）、コムシスホールディングス（東証一部、18.7%）、協和エクシオ（東証一部、18.7%）、三谷商事（東証二部、18.3%）、D.A.コンソーシアムホールディングス（東証二部、18.2%）、ヤマダ電機（東証一部、17.2%）がある。

2 自社株は、M&Aの手段としても利用される。もっとも、これまで買収の対価として株式を受け取る側は、株式譲渡による利益として課税対象となっていた。

しかし、平成30年度税制改正により、課税の

繰り延べが認められるようになった。即ち、買収会社が本改正後の産業競争力強化法に基づく特別事業再編計画の認定を受けることにより、買収に応じた対象会社株主（個人・法人）について、その譲渡した株式の譲渡損益の計上を繰り延べることができることになった（租税特別措置法66条の2の2、37条の13の3）。これにより、株式対価M&Aの活用が進むことが期待される。

第15 PBR

PBR（Price Book-Value Ratio、株価純資産倍率）は、株価が1株あたり純資産の何倍かをみる指標である。PBR1倍であれば、企業を解散したと仮定した場合に株主に配分される資産額と、現在の株価が、等しい水準になる。2018年7月5日時点で、東証一部上場会社の40%にあたる841社のPBRが、PBR1倍を割り込んだ（注13）。

(注1) 読売新聞朝刊2018年6月29日3面

(注2) 読売新聞朝刊2018年6月27日8面

(注3) 鈴木裕（大和総研 政策調査部）「2018年以降の株主総会向け議決権行使基準改定動向」（大和総研 金融資本市場レポート 2017年11月）

(注4) 日本経済新聞朝刊2018年7月4日19面

(注5) 江木聡「独立社外取締役 経営がわかる人材不足の現実 「外国人」が有力な選択肢に」（週刊エコノミスト2018年6月5日号72頁）

(注6) 日本経済新聞朝刊2018年7月4日19面

(注7) 日本経済新聞朝刊2018年6月16日7面

(注8) 世界銀行グループ・GPIF共同研究報告書（2018（平成30）年4月20日）

(注9) 日本企業のESG投資と収益性の関連の研究において、多くの産業において、排出量比率が低下した企業の方が、上昇した企業に比べて収益性が向上している。花崎正晴（一橋大学教授）「EDG投資の効果 企業収益や株価を押し上げ 実証結果で増える投資残高」（週刊エコノミスト2018年6月5日号75頁）

(注10) 日本経済新聞朝刊2018年7月7日7面

(注11) 齋藤卓爾「増配・自社株買い 株主局面より増配のおかげ 減益局面では通用せず」（週刊エコノミスト2018年6月5日号71頁）

(注12) 日本経済新聞朝刊2018年7月6日15面

(注13) 日本経済新聞朝刊2018年7月6日17面

(注14) 資本コスト（cost of capital）は、資金調達の際のコストを意味するが、デットの調達コストとエクイティ調達コストを比較すると、エクイティ調達の方がコストがかかるという指摘がある。グロービス著『実況 ファイナンス教室』（2010年、PHP研究所）108～110頁

(注15) 三井住友信託銀行証券代行コンサルティング部「2018年6月株主総会の動向（速報版）」（2018年7月2日）9頁

(注16) 前掲（注15）10頁

(注17) 宝印刷株式会社「日経225銘柄招集通知記載事例調査結果」（ディスクロージャー研究二部通信、2018年7月）2頁

(注18) 前掲（注15）7頁

(注19) 前掲（注17）6頁

(注20) 前掲（注17）13頁