

ディスクロージャーニュース

《金融商品取引法》

- ・平成27年6月「第1四半期報告書」のチェックポイント
- ・持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進について
- ・臨時報告書の開示事例分析
- ・インサイダー取引規制における業務執行を決定する機関と重要事実
- ・オペレーティング・リース取引に関する注記の分析
- ・次世代EDINETについて（その13）
- ・四半期報告書の基礎（第2回）

《会計基準》

- ・「IFRS適用レポート」の公表と我が国の会計教育・研修の動向
- ・IASBの研究プロジェクト
- ・IFRS任意適用をめぐる最近の動向
- ・日本公認会計士協会「意見募集」「会計制度委員会研究資料」の概要

《会社法》

- ・改正会社法、コーポレートガバナンス・コードの下での監査役の役割
- ・平成27年6月定時株主総会の動向
- ・会社法コラム第6回

《IR》

- ・「IR活動の実態調査」に見る最近のIR活動の傾向
- ・ドイツ・コーポレートガバナンス・コードとその開示
- ・英国から学ぶ投資家と企業の対話のための企業情報開示

《取引所》

- ・不適切な会計に対する上場審査の対応について
- ・コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う上場規程等

《その他》

- ・外国公務員贈賄防止に関わる内部統制
- ・ミャンマー会計
- ・こんなに面白い株主総会の世界
- ・ディスクロージャーコラム
- ・金融商品取引法関連法令の改正日誌

Contents

■ 金融商品取引法	平成27年6月第1四半期の改正点を中心とした 四半期報告書のチェックポイント	1	
	公認会計士 山添清明		
	持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進について	10	
	経済産業省企業会計室 室長補佐 島山多聞		
	臨時報告書の開示事例分析	20	
	総合ディスクロージャー&IR研究所 上席参事 阿部宏己 総合ディスクロージャー&IR研究所 研究員 金井陵策		
	インサイダー取引規制における「業務執行を決定する機関」 と「重要事実の内容」 —経済産業省職員によるインサイダー取引事件控訴審判決—	40	
	総合ディスクロージャー&IR研究所 客員研究員 弁護士 小林史治		
	オペレーティング・リース取引に関する注記の分析	46	
	株式会社スリー・シー・コンサルティング 高橋幹夫		
■ 会計基準	次世代EDINETについて (その13)	50	
	宝印刷機グローバルソリューション部次長 塩崎 直		
	四半期報告書の基礎 (第2回)	54	
	総合ディスクロージャー&IR研究所 主任研究員 新保秀一		
	「IFRS適用レポート」の公表と我が国の会計教育・研修の動向	64	
	総合ディスクロージャー&IR研究所 顧問 橋本 尚		
	IASBのリサーチプロジェクト—IFRSの議論のゆくえ	70	
	新日本有限責任監査法人 公認会計士 岸上恵子		
	IFRS任意適用をめぐる最近の動向—適時開示情報より—	79	
	新日本有限責任監査法人 公認会計士 多田聖美		
■ 会社法	日本公認会計士協会「意見募集「我が国の財務諸表の表示・開示に 関する検討について」」及び「会計制度委員会研究資料「我が国の 財務諸表の表示・開示に関する調査・研究」」の概要	86	
	公認会計士 男澤江利子		
	改正会社法、コーポレートガバナンス・コードの下での 監査役役割	91	
	鈴木総合法律事務所 パートナー 弁護士 鈴木洋子		
	平成27年6月定時株主総会の動向	98	
	総合ディスクロージャー&IR研究所 主任研究員 弁護士 六川浩明		
	会社法コラム第6回 社外取締役の選任とその先にあるもの	107	
	鳥飼総合法律事務所 パートナー 弁護士 福岡剛志		
	■ I R	「IR活動の実態調査」に見る最近のIR活動の傾向	110
		日本IR協議会 首席研究員 佐藤進一郎	
ドイツ・コーポレートガバナンス・コードとその開示		118	
PwCあらた監査法人 マネージャー 公認会計士 北尾聡子 シニアアソシエイト 米国公認会計士 龍仙和歌子			
■ 取引所	2つのコードを生かすために、英国から学ぶ投資家と企業の 対話のための企業情報開示	132	
	野村総合研究所 三井千絵		
	不適切な会計に対する上場審査の対応について	138	
総合ディスクロージャー&IR研究所 顧問 久保幸年			
■ そ の 他	平成26年会社法改正及びコーポレートガバナンス・コード 策定に伴う有価証券上場規程等の一部改正について	145	
	事業創造大学院大学 准教授 鈴木広樹		
■ そ の 他	外国公務員贈賄防止に関わる内部統制 リスク志向の取り組みを徹底するために	148	
	麗澤大学大学院 経済研究科 教授 高 巖		
	ミャンマーの会計	154	
	貝沼公認会計士事務所 公認会計士 税理士 法人みなと東京会計 代表社員 税理士 貝沼 彩		
	こんなに面白い株主総会の世界	159	
	アールパートナーズ代表 公認会計士 平林亮子		
	ディスクロージャーコラム	163	
金融商品取引法関連法令の改正日誌	165		

平成27年6月定時株主総会の動向

総合ディスクロージャー&IR研究所主任研究員 弁護士 六川 浩明

(東海大学大学院実務法学研究科教授)

第1 はじめに

平成27年6月の定時株主総会は、近時1年間において進展した企業統治改革の動向の影響を強く受けていると考えられることから、まず、企業統治改革の進展状況を振り返ることとしたい。

第2 企業統治改革

1 「日本再興戦略」(平成25年6月)と「『日本再興戦略』改訂2014」(平成26年6月)

政府は、アベノミクスのマクロ政策である第1の矢(金融緩和)及び第2の矢(財政政策)に引き続き、ミクロ政策である第3の矢(成長戦略)を実現すべく、平成25年6月に「日本再興戦略」を公表し、「コーポレートガバナンスの強化」の方策として、会社法改正や日本版スチュワードシップ・コードの導入など、「攻め」の企業経営を後押しする施策を強調した(注1)。

政府は成長戦略をさらに実現すべく平成26年6月、その改訂版である「『日本再興戦略』改訂2014」を公表した。これによれば、日本の「稼ぐ力」を取り戻すべく、生産性の向上による企業収益の拡大、コーポレートガバナンスを強化した持続的な企業価値向上、リターンを最終的に家計まで還元する一連の流れ(インベストメントチェーン)の高度化を図ることが、強調されている(注2)。

「『日本再興戦略』改訂2014」によれば、コーポレートガバナンスとは、企業が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正・かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みであるとし、「コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方を諸原則の形で取りまとめることは、持続的な企業価値向上のための自律的な対応を促すことを通じ、企業、投資家、ひいては経済全体にも寄与するものと考えられる。」としている(注3)。

その内容として、①東証と金融庁を共同事務局とするコーポレートガバナンス・コードの策定、②持ち合い株式の議決権行使の在り方についての検討を行うとともに、政策保有株式の保有目的の具体的な記載説明が確保されるよう取組を進め

る、③複数の独立社外取締役導入を促す、④上場銀行持株会社の100%出資銀行子会社に関しても独立社外取締役の導入を検討するように促す、⑤株主総会の開催日や基準日の設定等について国際的状況を踏まえてその運用の在り方の検討を行う、⑥企業の投資家に対する情報開示等について、企業が一体的な開示をするうえでの実務上の対応等を検討する等というものである。

2 JPX日経インデックス400(略称:JPX日経400)の算出開始(平成26年1月)

昭和43年より、TOPIX(東証株価指数)という、東証市場第一部に上場する内国普通株式全銘柄を対象とする株価指数が存在しており、昭和43年1月4日の時価総額を100として、平成27年1月当初の指数は約1400であった。

これに加えて、資本の効率的活用や投資者を意識した経営観点など、グローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした、「投資者にとって投資魅力の高い会社」で構成される新しい株価指数が、JPX日経400である。これにより、日本企業の魅力を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し、株式市場の活性化を図ることを目的としている。

株式会社日本取引所グループ/株式会社東京証券取引所及び株式会社日本経済新聞社が構成銘柄400銘柄を選定し、その銘柄選定にかかる母集団は東証上場銘柄(市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQ)である。

適格基準及び市場流動性指標によるスクリーニングを経て上位1000銘柄を選定し、(1)定量的な指標によるスコアリング(3年平均ROE40%、3年累積営業利益40%、選定基準日時点における時価総額20%)および(2)定性的な要素による加点(独立した社外取締役の選任(2人以上)、IFRS採用(ピュアIFRSを想定)または採用を決定、決算情報英文資料のTDnet(英文資料配信サービス)を通じた開示)を経て、スコアが高い順に400銘柄を選定し、構成銘柄とする。

3 日本版スチュワードシップ・コードの策定(平成26年2月)

金融庁は平成26年2月27日、機関投資家に対し、「『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～」を策定・公表した。

後述する「コーポレートガバナンス・コード」(平成27年3月。同年6月より東証規則として取り入れられている。)が上場会社が実践すべきコードであるのに対し、「スチュワードシップ・コード」は機関投資家が実践すべきコードである。

日本版スチュワードシップ・コードには、①投資家責任を果たすための方針の策定と公表、②利益相反に関する方針の策定と公表、③投資先企業の持続的成長に向けての当該状況の把握、④投資先企業との建設的な「目的をもった対話」を通じて問題の改善に努める、⑤議決権行使の方針と行使結果の公表、⑥顧客・受益者に対する定期的報告、⑦対話と判断を適切に行うための実力具備の7項目が定められている。

金融庁HPによれば、平成26年5月末日までにこれを受け入れた企業は127社等であったが、平成27年6月11日現在合計191社等となっている。

4 会社法改正(平成26年6月)

監査役会設置会社において社外取締役を設置しない理由の開示、社外取締役の要件の厳格化、親会社の株主が子会社役員の実任を追究できる多重代表訴訟制度、監査等委員会設置会社等が定められている。

5 伊藤レポート(平成26年8月)

平成26年8月、経済産業省が「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～」(伊藤レポート)(最終報告書)を公表した。

上述した日本版スチュワードシップ・コードの原則として定められた対話・エンゲージメントについて、現状では、本当の意味での対話が不足しているのではないかとこの強い問題意識から集中的な検討が行われた。その一例であるが、投資家と企業の対話の場としての株主総会については、総会日の集中問題、基準日の合理的な設定、招集通知発送日から総会開催日までの期間が短いこと等が検討され、また、投資家が中長期的な価値創造を評価することができるよう非財務情報を含む統合的な報告が求められること等が検討された。

伊藤レポートによれば、日本企業の全般的な低ROEは持続的低収益性に起因するとし、企業と投資家の「協創」によって持続的な企業価値創造が

成果として生まれ、それを評価する重要な指標がROE等の資本利益率であるとし、短期的な観点からROE等を捉えるのではなく、中長期的なROEの向上が企業価値向上に向けて重要であるとする。そして、ROEを現場の経営指標に落とし込むことで高いモチベーションを引き出し、中長期的にROE向上を目指す日本型ROE経営が必要であり、グローバルな投資家との対話では8%を上回るROEを最低ラインとすべきであるとする。

6 GPIF改革(平成26年10月)

我が国において厚生年金と国民年金の年金積立金を管理・運用する機関が年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)であり、我が国最大の機関投資家である。

政府は、平成26年10月、GPIFの基本ポートフォリオを変更することを公表し、国内株式と外国株式が、それぞれ12%から25%へ増加することとなった。

7 コーポレートガバナンス・コードの策定(平成27年3月)

前述した「スチュワードシップ・コード」(平成26年2月)が機関投資家が実践すべきコードであるのに対し、この「コーポレートガバナンス・コード」(平成27年3月)は上場会社が実践すべきコードである。

東証は、平成27年6月1日から、「コーポレートガバナンス・コード」を有価証券上場規程の「別添」として定め、「上場会社は、別添「コーポレートガバナンス・コード」の趣旨・精神を尊重してコーポレートガバナンスの充実に取り組むよう努めるものとする」(東証・有価証券上場規程445条の3)と定め、上場会社は別添「コーポレートガバナンス・コード」の各原則を実施するか、実施しない場合にはその理由をコーポレートガバナンスに関する報告書において説明するものとする(同436条の3)としてcomply or explainのルールを取り入れた。

コーポレートガバナンス・コードは、第1章株主の権利・平等性の確保、第2章株主以外のステークホルダーとの適切な協働、第3章適切な情報開示と透明性の確保、第4章取締役会等の責務、第5章株主との対話、によって構成されている。

これらのうち、[原則3-1(情報開示の充実)]が最も重要であるという指摘がある。原則3-1には「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。」とあり、開示対象として、経営戦略、経営計画、コーポレートガバナンスに関する基本方針、役員報酬決定方針、役員候補者指名方針等が列挙されている。この「原則3-1」を、財務報告にとどまらず様々な要素を取り入れた中長期の企業価値創造プロセスを統合報告として開示することが含意されていると指摘されている(注4)。

独立社外取締役については、「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。」(原則4-8:独立社外取締役の有効な活用)とし、「取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示すべきである。」(原則4-9:独立社外取締役の独立性判断基準及び資質)とする。東証の有価証券上場規程施行規則第415条第1項第6号a乃至jに、独立性基準が定められている。

8 「持続的成長に向けた企業と投資家との対話促進研究会 報告書」(経済産業省、平成27年4月23日)

(1) 企業と投資家との間の質の高い対話環境を形づくるため、開示すべき情報の全体像(一体的・統合的な企業報告の全体)を認識したうえで、そこから投資家にとって必要な情報の「モジュール(まとまった構成要素)」を切り出し、適切なタイミングで提供するという考え方、(2) 中長期的な企業価値向上に関する対話を促進するため、中期経営計画やESG情報を開示することや統合報告の在り方を検討すること、(3) 対話型の株主総会プロセスへの転換等が提言されている。

9 「日本再興戦略」改訂2015(素案)(平成27年6月22日)

政府の産業競争力会議は平成27年6月22日、「『日本再興戦略』改訂2015(素案)」を公表した。

(1) 「攻め」のコーポレートガバナンスの更なる強化を実現すべく次のような諸策を予定する。

(ア) スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードを、積極的に普及促進する。

(イ) 次の点に関する会社法の解釈指針を作成し公表する。

・取締役会の監督が実効性の高いものとなるよう、取締役に上程することが求められる事項(換言すれば、取締役会への上程が不要な事項)の範囲、社外取締役が行った場合に社外性を失う「業務執行」の範囲(換言すれば、社外取締役が社外性を有したまま行える行為の範囲)等について。

・経営陣が適切にリスクテイクを行うことができるよう、会社補償(役員が損害賠償責任を追及された場合に、会社が当該損害賠償責任額や争訟費用を補償する制度)について等。

(2) 企業と投資家の対話を促進するため次のような諸策を予定する。

・投資家が必要とする情報を効率的かつ効果的に提供するため、会社法、金融商品取引法、証券取引所上場規則それぞれが定める情報開示ルールを検証し、重複排除、相互参照の活用、実質的な監査の一元化、四半期開示の一本化、各企業がガバナンス、中長期計画等の開示を充実させるための方策等を含め、統合的な開示の在り方について総合的に検討する。

・株主総会集中の問題を解決し、株主総会に近い時点での株主の声を反映するような適切な基準日を設定するよう検討する。また、株主に対する情報提供を迅速化するため招集通知添付書類提供の原則電子化を行う上での課題や、議決権行使プロセス全体の電子化を促すための課題について検討する。

10 金融・資本市場活性化有識者会合意見書の概要(平成27年6月24日)

財務省と金融庁は平成27年6月24日、金融・資本市場活性化有識者会合を開催し、意見書の概要を公表した。

それによれば、(1) 我が国のコーポレート・ガバナンス改善への動きは形式的なものに留まるべきではなく、「攻めのガバナンス」の実現を目指すものであることを対外的に情報発信する必要がある。(2) 政策保有株式については、その保有が企業価値の向上にどのように貢献するかなど、株式保有の経済的合理性について取締役に於いて検証し、その結果を反映した政策保有に関する方針を株主等に説明することなどにより、説明責任を果たすよう真摯な対応を求める、等が公表された。

第3 平成27年6月の定時株主総会の動向

先述したここ1年における企業改革の進展を受

け、平成27年6月の定時株主総会の動向を考察したい。

1 スチュワードシップ・コードの影響

機関投資家が次々と議決権行使に関する賛否の基準を設けてそれを行使した。

第一生命保険社は平成27年4月より、直近1年の取締役会や監査役会への出席率が半分に満たない社外取締役及び社外監査役の再任を認めないこととした。

日本生命保険社は平成27年6月より、ROEが一定水準を下回る企業を課題企業として議案を精査することとした。

議決権行使助言業者であるISSは、平成27年2月から施行する議決権行使助言方針として、過去5年間の平均値及び直近の実績値のROEがともに5%を下回る企業の経営トップの取締役選任議案に原則として反対を推奨することとした。

三井住友アセットマネジメント社は、ROEが5%もしくは、上場企業平均（中央値）を3年連続下回った場合、取締役選任案に原則として反対することとした。

前期ROEがマイナスとなったシャープ社、帝人社などの経営トップ選任議案への賛成率は、約11~12%減少した。その一方で、ROEが10ポイント強改善したアルプス電気社は経営トップ選任議案への賛成率が上昇した。

直近の決算でROEが5%を下回った企業の約9割で役員選任議案への賛成率が低下したが、その一方で、ROEが5%を超えた企業では約6割で賛成率が上昇した（注5）。

2 コーポレートガバナンス・コードの影響

コーポレートガバナンス・コードに定めている株主の権利確保、中長期的企業価値の向上、コーポレートガバナンスの強化等が、平成27年6月の定時株主総会の決議に影響を与えた。

配当性向が10%にとどまったキーエンス社では、利益処分案への賛成率が67%にとどまったが、配当性向が40%となった日清製粉グループ社では96%であった。さらに、配当性向が71%であったサンゲツ社では経営トップ選任議案賛成率が95%となり、ファナック社は中期的に利益の8割を株主に還元することを決定したが経営トップ選任議案賛成率が95%となった。

オムロン社は、平成27年6月24日、「オムロンコーポレートガバナンスポリシー」において買収防衛策を導入しないことを公表した。株式が公開買付けに付された場合、取締役会は、公開買付者等に対しオムロングループの企業価値の向上施策

の説明を求め、オムロングループとしての更なる企業価値向上施策を株主に対し表明する、としている。

野村総合研究所が平成27年4月から5月にかけて東証一部上場企業に対して実施したコーポレートガバナンス・コードに関する調査によれば、各社が対応に苦慮しているコードとして、政策保有株式に関する対応（原則1-4）、情報開示の充実（原則3-1）、取締役会全体の実効性の分析・評価（原則4-11）が挙げられている（注6）。

3 外国人投資家

東証等の平成26年6月19日付「平成25年度株式分布状況調査の調査結果について」によれば、個人株主数が前年度比21万人減少して4575万人となり、外国法人等の株式保有比率は30.8%となり過去最高となった。そして、東証等の平成27年6月18日付「2014年度株式分布状況調査の調査結果について」によれば、個人株主数が前年度比6.7万人増加して4582万人となり、前年度における大幅な減少から、再び増加に転じる結果となった。外国法人等の株式保有比率は31.7%となり、3年連続の上昇となり、過去最高となった。

4 持ち合い解消

かつての日本企業の株式は、取引先企業や金融機関等によって保有されていることが多く、株式の持ち合いの目的は、取引関係の維持であって、株主権の行使ではなかった。しかし、バブル経済崩壊後、体力を失った企業や銀行は徐々に保有株式を売却していき、持ち合いの解消が進んできたが、その過程で、外国人投資家の株式保有比率が高まってきた。2001年には銀行の株式保有を直接的に制限する「銀行等の株式等の保有の制限に関する法律」が公布され、株式持ち合いの解消がさらに進展した。ただし、2005年頃から外資による買収防衛策の導入や事業提携などを目的として、一時、持ち合いが強化された。一方、2008年のリーマンショックによる株価下落を背景に再び株式持ち合いの解消が進んだ。市場全体の株式持ち合い比率は、1988年度において55%であったが、2014年度には16%に低下している（注7）。

株式の持ち合い解消については、これまでも、有価証券報告書「第4 提出会社の状況」「6コーポレートガバナンスの状況等」「(1) コーポレートガバナンスの状況」「⑤株式の保有状況」（内閣府令第三号様式記載上の注意（37）、同府令第二号様式記載上の注意（57）（e））において、政策保有株式については、銘柄、株式数、保有目的、貸

借対照表計上額が開示されてきた。目的については、「長期的な取引関係の維持・強化」と説明されることが少なくなかった(注8)。

しかし、コーポレートガバナンス・コード【原則1-4.いわゆる政策保有株式】において「上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである。」と定められたことから、コーポレート

ガバナンス報告書では、政策保有の方針、政策保有株式の経済合理性や将来の見通し、政策保有株式に係る議決権行使の基準まで開示を求められる。上場企業が純投資以外の理由で株式を保有する場合、投資家の厳しい関心が働くようになるであろう。

5 ROE

(1) ROE(自己資本利益率)は、株主が企業に投資している金銭で、利益をどれだけ効率的に稼いでくれているかを示す指標である。有価証券報告書の「第1 企業の概況」「1 主要な経営指標等の推移」「(1) 連結経営指標等」「(2) 提出会社の経営指標等」における「自己資本利益率」として開示されている(開示府令第三号様式(5)、同府令第二号様式((25) a (K))。

$$\text{自己資本利益率 (ROE)} = \frac{\text{当期純利益}}{(\text{期首自己資本} + \text{期末自己資本}) \div 2} \times 100$$

連結財務諸表の「自己資本」=純資産合計-(新株予約権+非支配株主持分)

単体財務諸表の「自己資本」=純資産合計-新株予約権

なお、ROEは決算短信では「自己資本当期純利益」として開示されている。

純資産の部

1 株主資本	資本金	株主資本(1)	自己資本(1+2)	純資産(1+2+3+4)
	資本剰余金			
	利益剰余金			
	自己株式			
2 評価・換算差額等 (又はその他の包括利益累計額)				
3 新株予約権				
4 非支配株主持分 (平成26年改正会社法により、 少数株主持分から名称変更)				

(会社計算規則76条、開示府令第二号様式記載上の注意(25) a (k))

(2) 「日本再興戦略」(平成25年6月14日)及び「『日本再興戦略』改訂2014」(平成26年6月24日)においては、ROEという用語が直接的に登場することはなかったが、「『日本再興戦略』改訂2015」(素案)(平成27年6月22日)においては、稼ぐ力、攻めの経営、攻めのコーポレートガバナンスとの関連でROEが登場している(注9)。

ROEが最近注目を浴び、「『日本再興戦略』改訂2015」(素案)に登場してきたのは、伊藤レポート(平成26年8月)が「グローバルな投資家と対話する際の最低ラインとして8%を超えるという水準を意識し、さらに自社に適し

た形で水準を高め、持続的な成長につなげていくことが重要である」(注10)としてROE8%を提言・推奨したこと、JPX日経インデックス400(平成26年1月)という株価指数が3年間の平均ROE等を考慮して400銘柄を選択していること、日本銀行が平成26年10月31日追加金融緩和策の一環として新たにJPX日経インデックス400に連動するETFを買い入れ対象に加えると発表したこと、120兆円の公的年金を運用するGPIFが平成26年4月4日国内株式のパッシブ運用のベンチマーク(運用指標)にJPX日経インデックス400を含む3つの指数を新たに採用して運用を始めたこと等が

要因としてあげられる。

(3) ROEの算出

当期純利益 ÷ 自己資本 = ROEという算出方法である以上、ROEの数字を高める方法は、①分母（自己資本）を小さくする方法と、②分子（当期純利益）を大きくする方法があることとなる。

① 分母（自己資本）を小さくする方法

この方法として、自社株買い（自己株式取得）がある。取得した自己株式は、取得原価をもって純資産の部の株主資本から控除される（マイナスとして計上される）ことから（財務諸表規則66条等、注11）、結果として「株主資本」が減額されることとなるからである。これは、自己株式の保有を処分又は消去するまでの暫定的な状態と考え、純資産の部の末尾に記載し取得原価で一括して純資産の部から間接控除する方法が適切と考えられているためである。将来において自己株式が実際に消却されると発行済株式総数が減少することとなるから、1株あたりの純利益は増額することとなる。

そうだとすると、極論すると、企業が多額の借入をして負債の部の数字が大きくなり、純資産の部の数字が減少すれば、自己資本比率（自己資本 ÷ 資産）が低下し、分母（自己資本）が小さくなりROEが増加する。しかし、企業の生産性が上がっているわけでは決していない。負債比率の上昇（自己資本比率の低下）により資本コストが上昇し企業価値が減少する可能性がある。また、多くの識者が指摘しているようにROEの上昇は目的ではなく成果である。

② 分子を大きくする方法

この方法としては、まず、販管費（人件費）を削減する方法がある。しかし、企業価値を創出する源泉である人材が放出されることとなるから、中長期的に企業価値が向上する機会が失われる危険性がある。

そこで、企業としては、原価に関するコストを削減したり、新商品を生み出し、生産性を高めるなどして、利益そのものを高めていくべきである（注12）。

(4) リターン革命

ROEを増加させるには、原則として、分子のR（return）を増大させる方法をとるべきこととなる。Rとは当期純利益であるが、当期純利益額の用途として、株主への配当額もあれば

内部留保として維持される額もあるところ、企業が、成長機会において、適切な額の内部留保を維持し、内部留保された資金を効率的に新規投資に投じ、不要となれば株主に還元すること、換言すれば、企業が配当をせずに内部留保すると経営判断した場合には当該内部留保を利用して利益成長する義務を負うこと、リターンを経済社会に供給するという意識が必要であること等が、「効率」と「成長」の実現にとって重要であると指摘される（注13）。

6 社外取締役

(1) 東証の平成27年6月17日付「東証上場会社における社外取締役の選任状況<速報>」によれば、社外取締役を選任する会社の比率は、東証一部で92%（昨年比17.7%上昇）、東証二部で81.4%（同26.2%上昇）、東証マザーズで76.2%（同8.7%上昇）、東証ジャスダックで68.8%（同19.9%上昇）となった。

独立社外取締役を選任する会社の比率は、東証一部で84.7%（昨年比23.3%上昇）、東証二部で62.0%（同31.2%上昇）、東証マザーズで54.8%（同16.7%上昇）、東証ジャスダックで48.4%（同20.6%上昇）となった。

2名以上の独立社外取締役を選任する会社の比率は、東証一部で46.5%（昨年比25.0%上昇）となっている。

(2) コーポレートガバナンス・コード【原則4-8.独立社外取締役の有効な活用】によれば、「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。」と定めている。平成27年6月の定時株主総会において選任された、日経225の対象会社の社外取締役の経歴は、経営者・経営幹部が56%、官公庁OBが17%、学識経験者が11%、弁護士が6%、公認会計士が3%、その他6%であった。そして、官公庁OBの内訳は、外務省24%、経産省23%、検察庁16%、財務省13%、日銀8%、警察庁4%、厚労省・裁判官等13%となっている（注14）。

7 監査等委員会設置会社への移行

平成26年改正会社法において監査等委員会設置会社が新設されたが、平成27年6月の定時総会までに定款を変更し監査等委員会設置会社に移行した上場会社は、170社を超えることとなった（注15）。

監査等委員会設置会社においては、監査役及び監査役会は存在しないが、監査役会に類似する監査等委員会が設置され、監査等委員会は3名以上の取締役で構成され、そのうち過半数は社外取締役である（会社法第331条第6項）。

監査役会設置会社と大きく異なる点は、監査等委員会設置会社の取締役の過半数が社外取締役である場合、又は、取締役会決議によって重要な業務執行の決定を取締役に委任することができる旨の定款の定めがある場合には、取締役会の決議により、重要な業務執行の決定を大幅に代表取締役等に委任することができるとしていることであり（同法第399条の13第5項第6項）、この仕組みを採用することによって、取締役会を、モニタリング（業務執行者に対する監督）を中心とする機関とすることが可能となる点である（注16）。また、監査役会設置会社では常勤監査役が選定され（会社法第390条第3項）、代表取締役等に対する経営監督を日常的に行うことが可能となるが、監査等委員会設置会社における監査等委員には「常勤監査等委員」が義務づけられていない点も異なっている。

8 株主総会集中日

3月期決算の上場会社の定時株主総会集中日は、平成27年6月26日金曜日であったが、41.4%にあたる979社が開催した。3月期決算会社の定時株主総会集中開催日の比率は、平成6年に96.2%、平成21年に49.3%、平成22年に42.6%、その後平成25年までは42%程度で推移し、平成26年に38.7%となったが、平成27年には41.4%となった。

会社法上、基準日から3か月以内に定時株主総会を開催する必要があるが（同法124条2項）、決算日から3か月以内に定時株主総会を開催しなければならないという規程や決算期と基準日を合致させなければならないという規定は会社法には存在しないから、3月期決算会社が定款を変更することによって基準日を4月にずらすことは可能であり、基準日を4月下旬にすると7月下旬に定時株主総会を開催することが可能となる（注17）。たとえば、3月31日時点での株主名簿上の株主が4月1日に発行会社の株式を全株売却し6月の定時株主総会に出席した場合、当該株主は、当該発行会社の「稼ぐ力」「コーポレートガバナンスの強化」「成長戦略」等について、当該発行会社の経営陣と「対話」をしようとするだろうか、という疑問がある。

9 株式保有期間

2014年度において、個人投資家が株式や投資信託を保有する期間は、株式が8.9カ月（前年度比3.3か月長）、投資信託が2年2か月（前年度比1.8か月長）となった。これは、2014年度に少額投資非課税制度（NISA）が開始され、日本企業の業績が向上し増配など株主還元が打ち出されていること等が要因であるとされている（注18）。

10 中長期保有を求める種類株式

東証の有価証券上場規程の別添「コーポレートガバナンス・コード」の前身である、「コーポレートガバナンス・コード原案」（平成27年3月5日）の序文第8項に、次のような文がある。

「本コード（原案）は、市場における短期主義的な投資行動の強まりを懸念する声が聞かれる中、中長期の投資を促す効果をもたらすことをも期待している。市場においてコーポレートガバナンスの改善を最も強く期待しているのは、通常、ガバナンスの改善が実を結ぶまで待つことができる中長期保有の株主であり、こうした株主は、市場の短期主義化が懸念される昨今においても、会社にとって重要なパートナーになり得る存在である。」

トヨタ自動車社が平成27年6月16日株主総会で提案した「第1回AA型種類株式」は、中長期的視点での研究開発投資等のための資金調達をすべく、そのための中長期株主の形成（中長期保有を志向する新たな株主層を開拓しトヨタを支えトヨタとともに歩んでいただける株主づくり）を目的とするものである（注19、注20）。

第1回AA型種類株式は、中長期で保有することを前提とした議決権のある譲渡制限付株式であり、発行後5年以降において株主は、①種類株式のまま継続保有する、②例えばその時点での時価が発行価格を上回る場合には普通株式に転換する請求権を行使しキャピタルゲインを得る機会を有する、③例えばその時点での時価が発行価格を下回る場合には金銭対価取得請求権を行使し、発行価格での換金機会が保障される、という3つの選択肢があることとなる。③の場合には、いわば元本保証付株式であることとなる。

既存株主が第1回AA型種類株式の発行による希薄化を不安視する点については、トヨタが第1回AA型種類株式の発行数と同数程度の普通株式を対象とする自己株式取得を行うことを、平成27年6月16日株主総会で決議した。

配当率は、発行後1年間は0.5%、2年間は1.0%、3年間は1.5%、4年間は2.0%、5年間及び

会社法

それ以後は2.5%とされており、5年間保有しても平均1.5%となる。

トヨタ自動車社は、AA種類株式の発行について、平成27年6月16日の総会で75%の承認を得た。

以上

(注1) 「日本再興戦略」(平成25年6月14日) 12頁、27頁~28頁

(注2) 「『日本再興戦略』改訂2014」(平成26年6月24日) 18頁、30頁。

(注3) 「『日本再興戦略』改訂2014」(平成26年6月24日) 30頁。

(注4) 井口讓二「機関投資家のコーポレートガバナンス・コードに対する期待」(旬刊商事法務2015年5月25日号26頁)

(注5) 読売新聞朝刊平成27年6月27日8面

(注6) 日本経済新聞朝刊平成27年6月11日「わかる総会⑤」

(注7) 野村総合研究所「東証一部上場企業の約5割が、監査等委員会設置会社への移行を検討~コーポレートガバナンス・コードに関するアンケートを実施~」(平成27年6月26日)

(注8) 有価証券報告書において「株式の保有状況」として開示される事項は次のとおりである。

①純投資目的以外の目的で保有する株式(いわゆる政策保有株式)について

イ 銘柄数、貸借対照表計上額の合計額

ロ 貸借対照表計上額が提出会社の資本金の1%超又は貸借対照表計上額の上位30銘柄
前事業年度

特定投資株式(銘柄、株式数、貸借対照表計上額、保有目的)

みなし保有株式(銘柄、株式数、貸借対照表計上額、保有目的)

当事業年度

特定投資株式(銘柄、株式数、貸借対照表計上額、保有目的)

みなし保有株式(銘柄、株式数、貸借対照表計上額、保有目的)

②純投資目的で保有する株式について

イ 非上場株式

前事業年度 貸借対照表計上額の合計額

当事業年度 貸借対照表計上額・受取配当金・売却損益・評価損益の各合計額

ロ 上場株式

前事業年度 貸借対照表計上額の合計額

当事業年度 貸借対照表計上額・受取配当金・売却損益・評価損益の各合計額

(注9) 「『日本再興戦略』改訂2015」(素案)(平成27年6月22日) 4頁

(注10) 伊藤レポート45頁。日本企業のROEは国際的にみて低く、たとえば、米国S&P500を構成する企業とTOPIX500を構成する日本企業の過去5年平均ROEを比較すると、前者が10~20%台に広く分布しているのに対し、後者は4~10%程度である。(太田珠美・中田理恵(大和総研 金融調査部)「ROEの性質と利用する際の注意点」(平成27年5月29日) 4頁等)。

(注11) 自己株式取得が株主資本を減少される会計基準は次のとおりである。

○自己株式及び準備金の額の減少等に関する会計基準(企業会計基準第1号)

自己株式の会計処理及び表示

自己株式の取得及び保有

7. 取得した自己株式は、取得原価をもって純資産の部の株主資本から控除する。

8. 期末に保有する自己株式は、純資産の部の株主資本の末尾に自己株式として一括して控除する形式で表示する。

○中小企業の会計に関する指針

70. 自己株式

(1) 取得及び保有

自己株式の取得は、実質的に資本の払戻しとしての性格を有しているため、取得原価をもって純資産の部の株主資本の末尾において控除して表示する。自己株式の取得に関する付随費用は、営業外費用として計上する。

(注12) 柳川範之「冷静なROE論議が必要だ」(週刊東洋経済2015年6月20日号11頁)。これに関連し、投資家と企業がROEの増加を目的とする対話を行う場合、分子のR(return 利益)を増大させる対話と、分母のE(equity 株主資本)の減少を目指す対話をするのかによって、異なる内容の対話になるはずである(鈴木裕(大和総研 金融調査部)「手段としてのエンゲージメントと議決権行使」(平成27年1月5

- 日)。
- (注13) 神山直樹(日興アセットマネジメント)「日本のリターン革命(特別版)その1」(2015年6月) 1~3頁
- (注14) 朝日新聞朝刊平成27年6月27日朝刊8面
- (注15) 日本経済新聞朝刊平成27年6月8日15面
- (注16) 坂本三郎『一問一答 平成26年会社法』(平成26年、商事法務) 60頁
- (注17) 経済産業省「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：対話先進国に向けた企業情報開示と株主総会プロセスについて」(平成27年4月23日) 75頁
- (注18) 日本経済新聞朝刊平成27年4月6日
- (注19) トヨタ自動車株式会社「第1回AA型種類株式に関するご説明資料」(平成27年6月16日)
- (注20) この第1回AA型種類株式による調達資金は、次世代技術、特に、人口知能の研究開発投資等に利用されるようである(週刊東洋経済2015年6月20日号18頁)。