

# コーポレート・ガバナンスの対話の在り方分科会

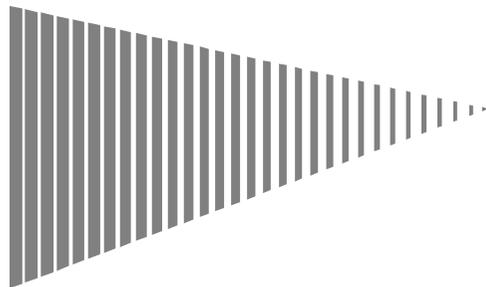
## 2014年株主総会の議決権行使結果

～TOPIX Large100採用銘柄の分析を中心に～

EY総合研究所株式会社

ビジネス調査部 主席研究員 藤島 裕三

2014年9月2日



**EY**

Building a better  
working world

基本的に公表データをもとにして作成しておりますが、  
出席者以外への提供はご遠慮ください

# 過去5年間の株主総会(2010-2014年)

---

- ▶ 2010年:「ガバナンス重視」総会の元年
    - ▶ 独立役員の出発義務付け、役員報酬・議決権行使結果の開示
  - ▶ 2011年: 東日本大震災直後の「防災・エコ」総会
    - ▶ BCP・リスクマネジメントの必要性、脱・原発を訴える株主提案
  - ▶ 2012年: 企業不祥事で「ガバナンス不信」総会
    - ▶ 精密機器O社とパルプ・紙D社、株主権運動家による株主提案
  - ▶ 2013年: 内外圧力で「社外取締役マスト」総会
    - ▶ 会社法改正案、ISSポリシー改定、輸送用機器T社の複数選任
- 
- ▶ 2014年:「形式から実質へ」総会の元年、となったか？

# 過去5年間の株主総会(2010-2014年)

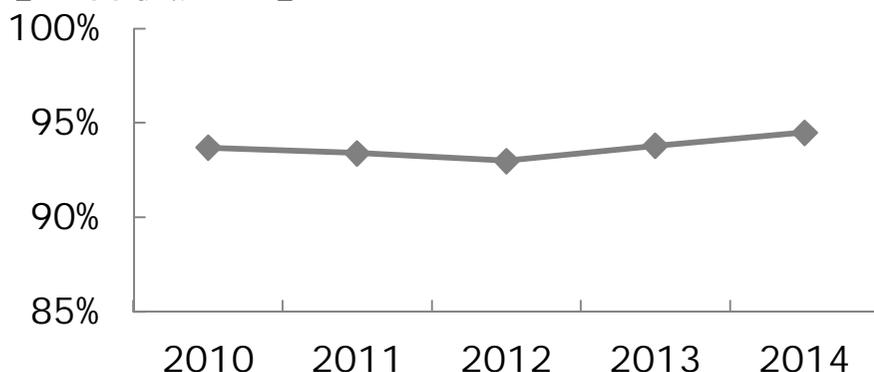
## ▶ TOPIX Core30 の賛成率(2010-2014年)

- ▶ 取締役選任は緩やかな改善傾向、監査役選任は2013年に急低下

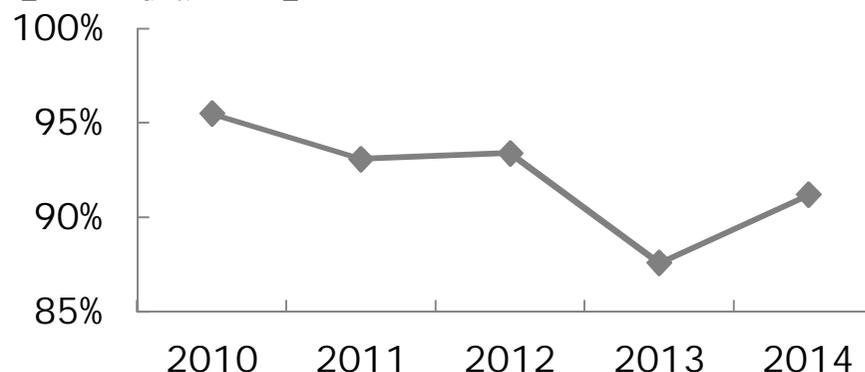
### 【全議案(会社提案)】

議案の種類	2010	2011	2012	2013	2014
剰余金処分	96.2%	96.9%	96.7%	96.4%	95.7%
取締役選任	93.7%	93.4%	93.0%	93.8%	94.5%
監査役選任	95.5%	93.1%	93.4%	87.6%	91.2%
退職慰労金支給	88.0%	-	69.4%	77.8%	-
買収防衛策	60.4%	63.1%	68.9%	58.3%	55.4%

### 【取締役選任】



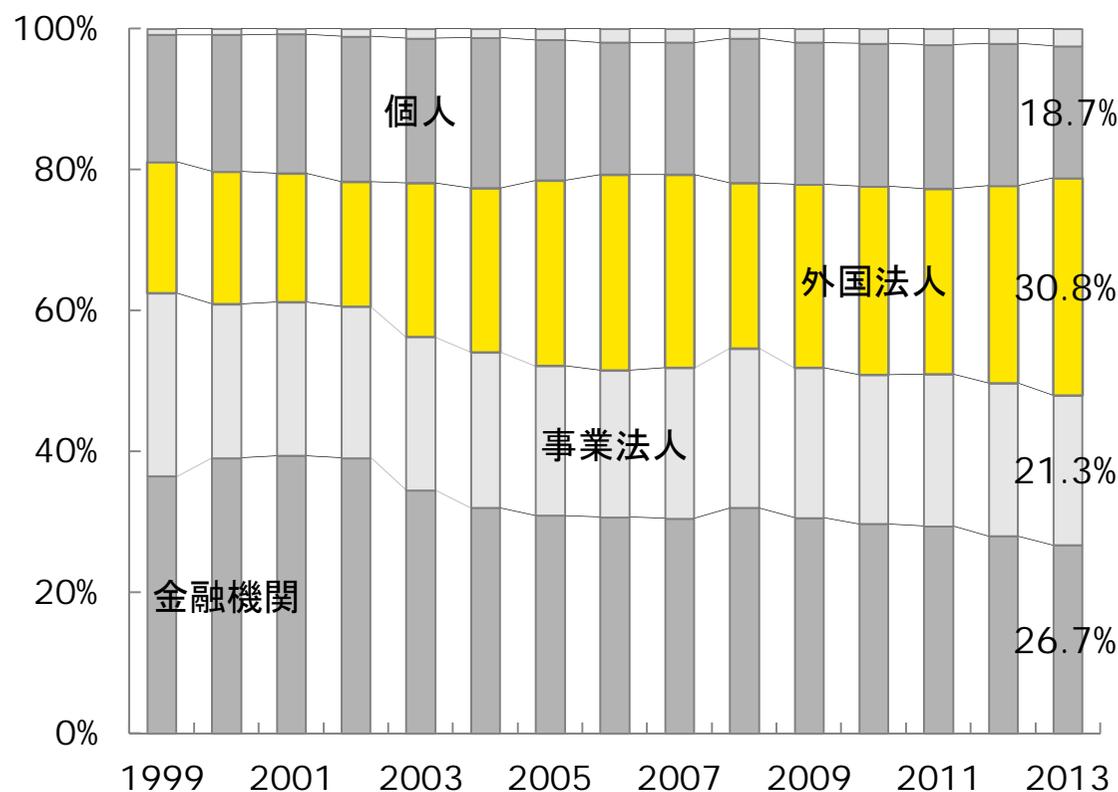
### 【監査役選任】



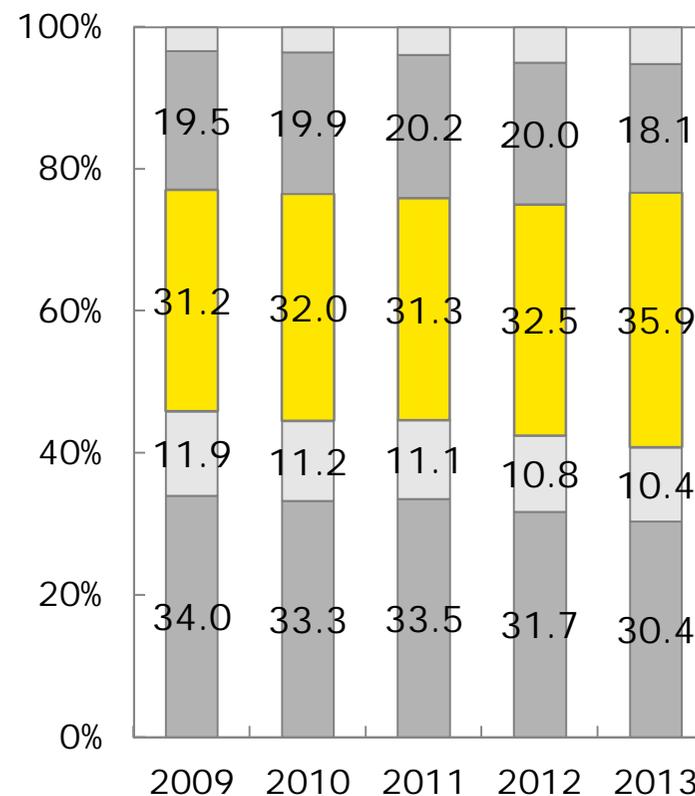
# 株主総会シーズン前夜のトピックス

- ▶ 存在感を増す外国人投資家
  - ▶ 外国人株主比率が全体で30%、TOPIX Large100で35%を超える

【株式分布状況調査(15年間)】



【TOPIX Large100(5年間)】



# 株主総会シーズン前夜のトピックス

## ▶ ガバナンス強化の施策(2014年上期)

- ▶ 社外取締役・ROEなどグローバルな資本の論理を積極的に導入

月	主体	施策	主な内容
1	東証	株価指数JPX日経インデックス400の算出開始	過去の利益水準やROEなどから投資魅力の高い400銘柄を選定
2	東証	独立性の高い社外取締役の確保に係る有価証券上場規程の一部改正	上場会社は、取締役である独立役員を少なくとも1名以上確保するよう努める
	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)の確定	投資先とのエンゲージメント、議決権行使を通じて、企業価値の向上や持続的成長を促す
4	GPIF	国内株式運用受託機関の選定、マネジャー・ストラクチャーの見直し	外資系運用機関の大幅な増加、ベンチマーク(運用指標)としてJPX日経400を採用
6	法務省	会社法の一部を改正する法律案が可決成立	社外取締役を置くことが相当でない理由を株主総会で説明

# 2014年株主総会の議決権行使結果

- ▶ TOPIX Large100 の賛成率(2013-2014年)
  - ▶ 全般的に賛成率は改善する傾向、企業の「対策」が進んだ模様

## 【全議案(会社提案)】

議案の種類	社数	議案数	賛成率
剰余金処分	78	78	96.7%
取締役選任	96	1023	94.8%
監査役選任	58	115	90.1%
定款一部変更	26	29	94.9%
退職慰労金支給	5	8	83.9%
役員報酬額改定	4	5	95.6%
新株予約権発行	12	12	91.0%
会計監査人選任	0	0	-
再構築関連	0	0	-
その他会社提案	34	35	90.4%
合計・平均	100	1305	94.3%

社数	議案数	賛成率
76	76	96.1%
95	1045	95.0%
66	110	92.2%
26	26	97.5%
3	3	88.0%
9	10	96.4%
12	12	93.3%
0	0	-
0	0	-
29	31	94.4%
100	1313	94.8%

# 2014年株主総会の議決権行使結果

## ▶ TOPIX Large100 の賛成率(2013-2014年)

- ▶ 「対策」が難しい議案、新たな「対策」を求められる議案も存する

### 【取締役選任】

議案の種類	社数	議案数	賛成率
経営トップ	85	169	92.8%
社内取締役	96	783	95.1%
社外取締役	81	240	93.7%

社数	議案数	賛成率
92	179	93.9%
95	776	95.2%
92	269	94.0%

### 【監査役選任】

議案の種類	社数	議案数	賛成率
社内監査役	33	39	94.4%
社外監査役	49	76	87.9%
うち補欠監査役	12	12	94.5%

社数	議案数	賛成率
38	42	93.1%
49	68	91.6%
14	15	95.3%

### 【その他提案】

議案の種類	社数	議案数	賛成率
賞与	26	26	95.4%
買収防衛策	6	6	64.4%

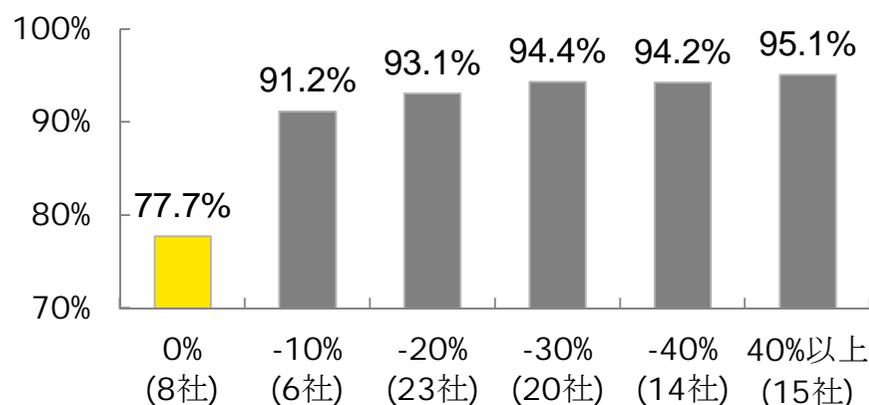
社数	議案数	賛成率
26	26	95.4%
1	1	55.3%

# 個別議案に見られる投資家の注目点

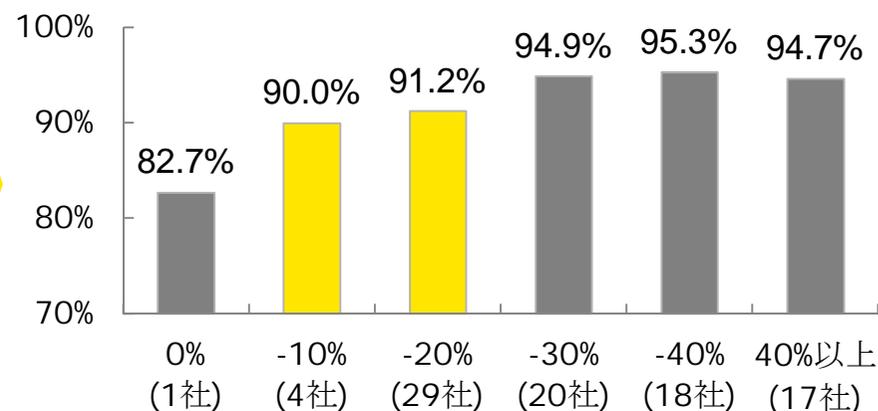
## ▶ ガバナンス・トップ(会長など)

- ▶ 独立性を加味した実質的な社外者の人数・割合が賛否に影響

【社外取締役とトップ賛成率(2013年)】



【社外取締役とトップ賛成率(2014年)】



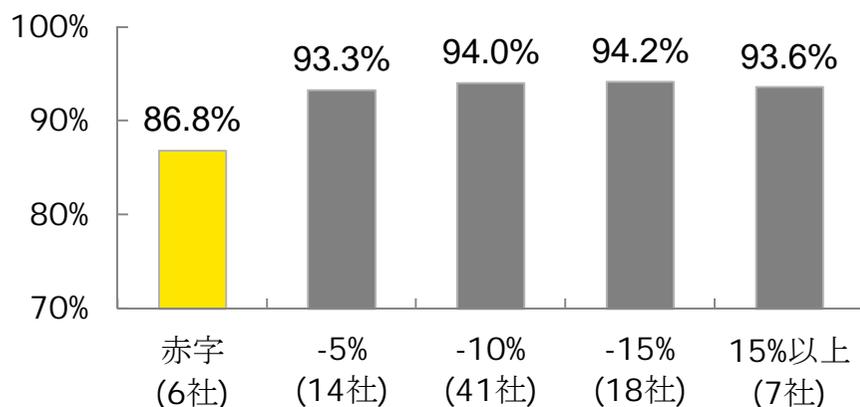
業種	役職	ROE	社外取締役	同比率	賛成率
鉄鋼	会長	9.5%	2人	14.3%	79.4%
その他製品	社長	-1.9%	1人	10.0%	80.6%
化学	社長	11.5%	0人	0.0%	82.7%
電気機器	社長	9.7%	1人	8.3%	87.3%
建設業	会長	11.8%	2人	10.5%	88.3%

# 個別議案に見られる投資家の注目点

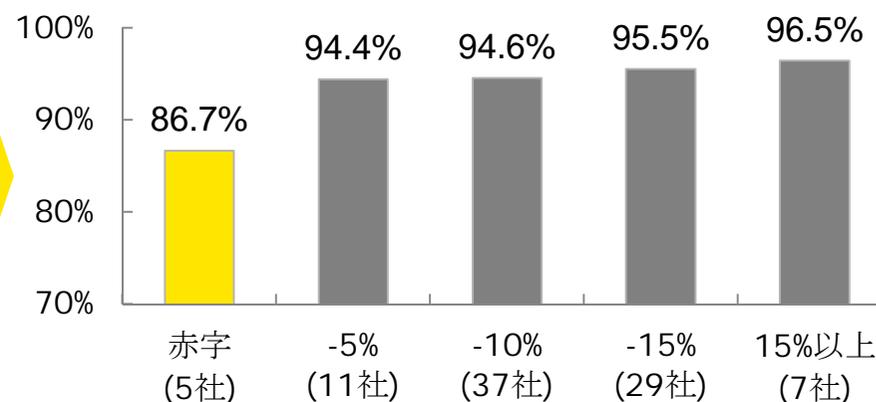
## ▶ マネジメント・トップ(社長など)

- ▶ 赤字の場合は明確に影響、全体に連動性は高まっている模様

【ROEとトップ賛成率(2013年)】



【ROEとトップ賛成率(2014年)】



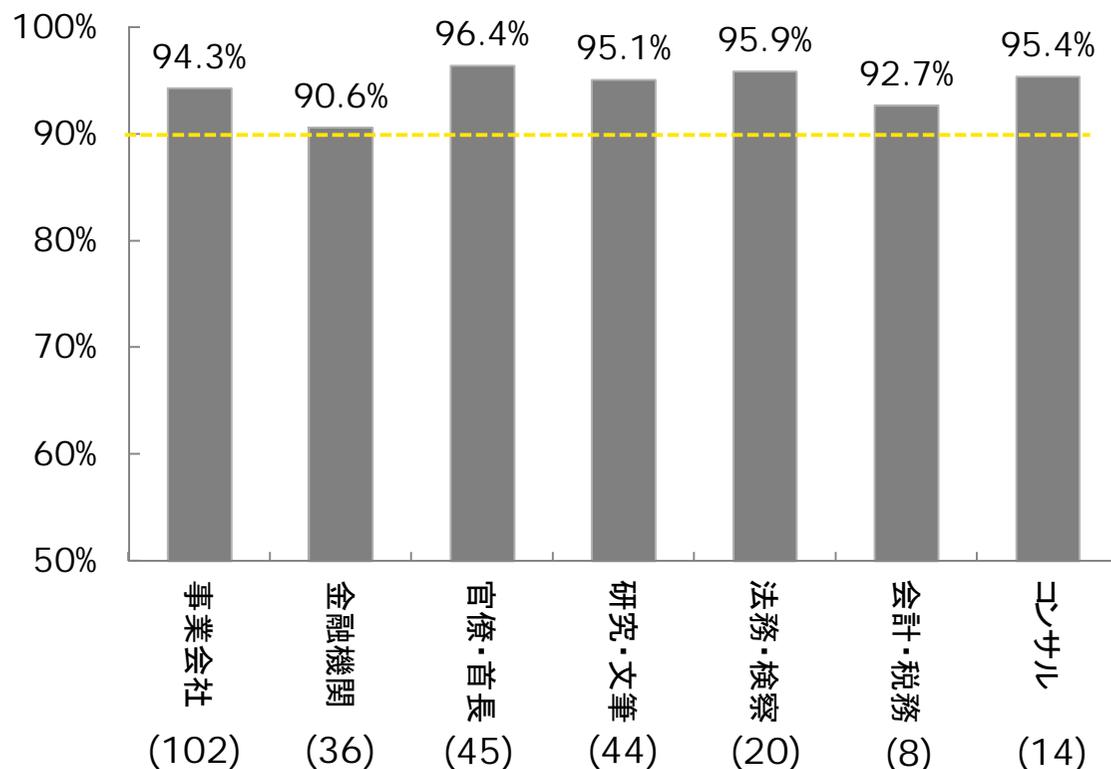
業種	役職	ROE	社外取締役	同比率	賛成率
電気・ガス業	会長	-7.97%	3人	18.8%	69.7%
電気・ガス業	社長	-7.97%	3人	18.8%	76.4%
その他製品	社長	-1.98%	1人	10.0%	80.6%
化学	会長	4.1%	2人	16.7%	88.8%
電気機器	社長	-5.7%	9人	75.0%	89.0%

# 個別議案に見られる投資家の注目点

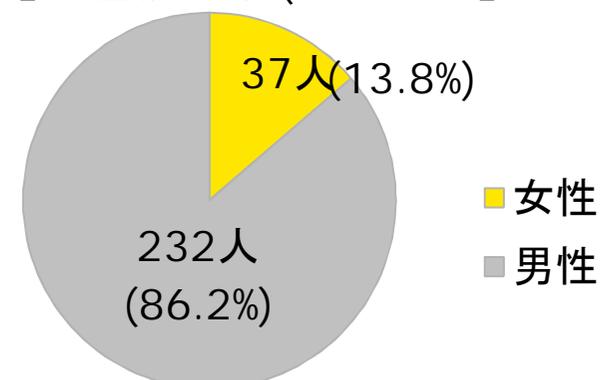
## ▶ 社外取締役選任

- ▶ どの属性でも平均90%超と、全般としては相応の賛成率を確保

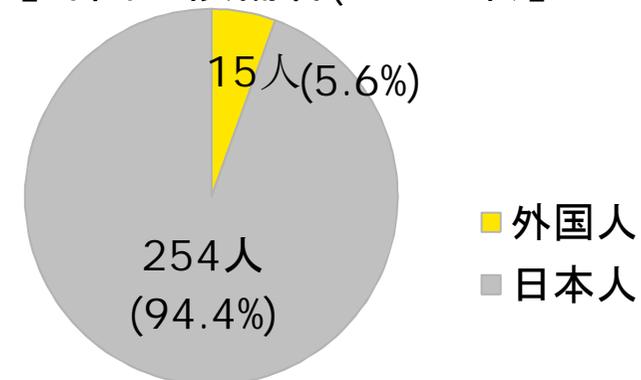
【属性別による賛成率(2014年)】



【女性候補者(2014年)】



【外国人候補者(2014年)】



# 個別議案に見られる投資家の注目点

## ▶ 社外取締役選任

- ▶ 出席率が低いと目立って悪影響、大株主や主要取引先も注意

### 【社外取締役】

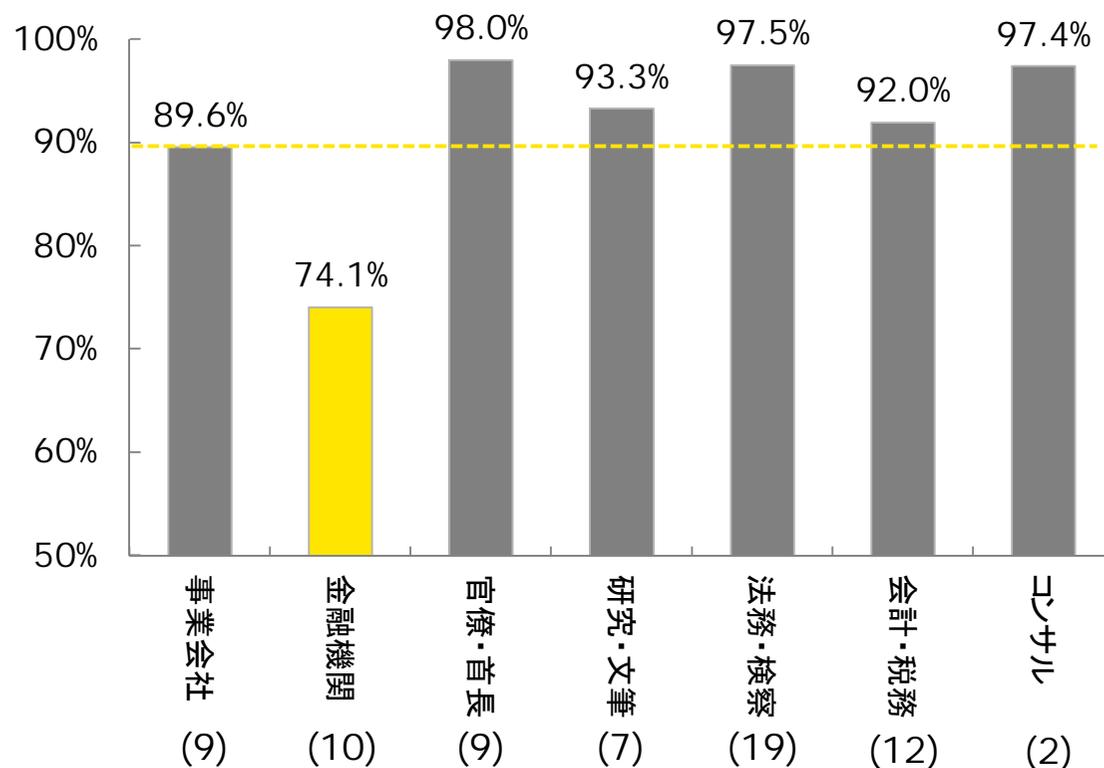
業種	候補者属性	備考(招集通知等の記載)	賛成率
電気機器	金融機関	出席7/12、大株主、社外兼職8社	58.6%
機械	事業会社	出席8/12	68.1%
その他製品	研究・文筆	出席8/11、過去に顧問	69.6%
電気機器	事業会社	大株主、取引関係、主要な借入先	70.1%
電気機器	事業会社	取引関係、在任8年	70.8%
空運業	事業会社	出席7/14	71.7%
銀行業	法務・検察		74.0%
電気機器	事業会社	筆頭株主、取引関係	74.8%
証券・商品先物	会計・税務	会計監査人	76.2%
電気・ガス業	事業会社	在任11年	77.0%

# 個別議案に見られる投資家の注目点

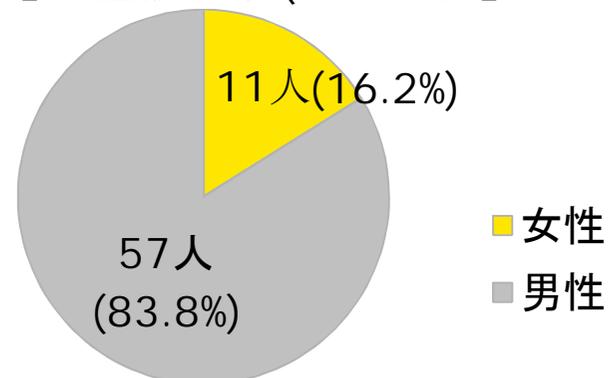
## ▶ 社外監査役選任

- ▶ 全般の傾向は社外取締役と同様、金融機関出身者が特に低い

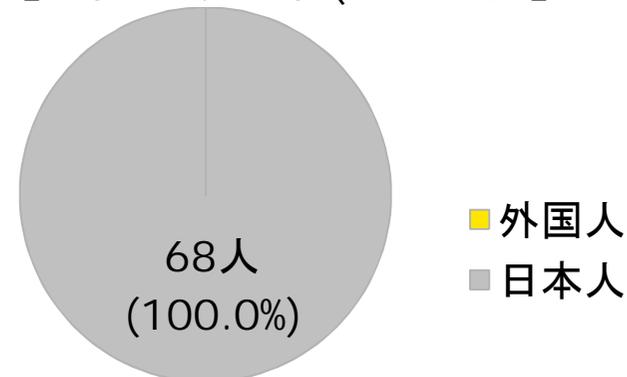
【属性別による賛成率(2014年)】



【女性候補者(2014年)】



【外国人候補者(2014年)】



# 個別議案に見られる投資家の注目点

## ▶ 社外監査役選任

- ▶ 供給先としても選任元としても、金融機関は厳しく判断される

### 【社外監査役】

業種	候補者属性	備考(招集通知等の記載)	賛成率
非鉄金属	コンサル		63.7%
陸運業	金融機関	大株主、主要な借入先	65.2%
電気機器	金融機関	大株主、取引関係	66.0%
不動産業	金融機関	大株主	66.2%
銀行業	事業会社	当該会社が主要な借入先	67.9%
保険業	事業会社	筆頭株主、主要な借入先	68.9%
化学	金融機関	大株主、主要な借入先	71.5%
電気・ガス業	研究・文筆		74.0%
輸送用機器	金融機関	主要な借入先	74.4%
電気機器	金融機関	大株主	75.2%

# 個別議案に見られる投資家の注目点

## ▶ その他の会社提案

- ▶ 買収防衛策と退職慰労金は「標的」議案、SOも注目度が高い

### 【その他の議案】

業種	議案	備考(招集通知等の記載)	賛成率
化学	買収防衛策		55.3%
電気機器	剰余金処分	配当性向:4.2%	63.2%
銀行業	剰余金処分	配当性向:23.1%、株主提案あり	78.0%
建設業	慰労金支給	社内監査役1名	82.3%
銀行業	定款変更	剰余金処分の取締役会授権	86.0%
証券・商品先物	新株予約権	I:株式報酬型、II:通常型	86.4%
化学	慰労金支給	社内取締役4名、打ち切り支給	86.9%
小売業	新株予約権	株式報酬型	88.8%
機械	新株予約権	株式報酬型	89.2%
電気機器	剰余金処分	配当性向:33.1%、ROE:4.9%	90.4%

# 個別議案に見られる投資家の注目点

## ▶ 株主提案

- ▶ 役員報酬の開示、議長CEOの分離などは一定の支持を獲得

### 【株主提案】

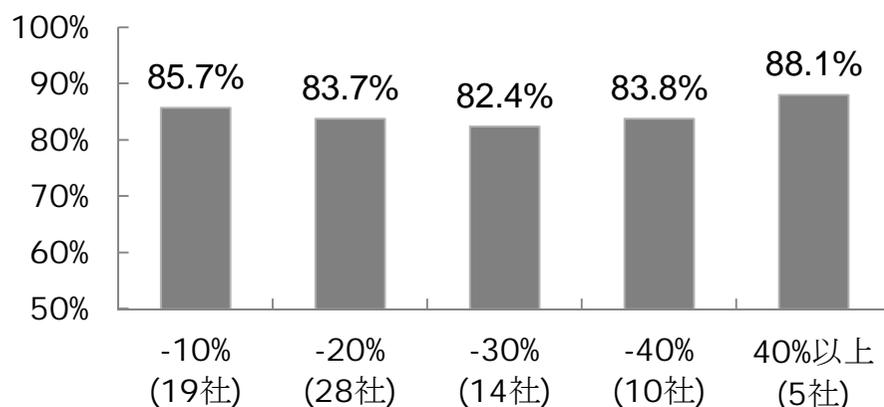
業種	議案	内容(招集通知等の記載)	賛成率
精密機器	定款変更	役員報酬の個別開示	44.5%
精密機器	定款変更	取締役会議長と最高経営責任者の分離	40.7%
電気・ガス業	定款変更	取締役報酬の個別開示	33.4%
銀行業	定款変更	政策保有株式の議決権行使	32.0%
陸運業	定款変更	役員報酬の個別開示	26.2%
電気・ガス業	定款変更	経営・事業に関する情報開示	23.4%
陸運業	定款変更	取締役報酬の個別開示	(73.0%)
陸運業	定款変更	社外取締役の選任義務付け	(74.0%)
食料品	自己株式取得		(77.0%)
食料品	定款変更	株主総会決議による自己株式取得	(76.0%)

# 時価総額500億円以上の問題議案

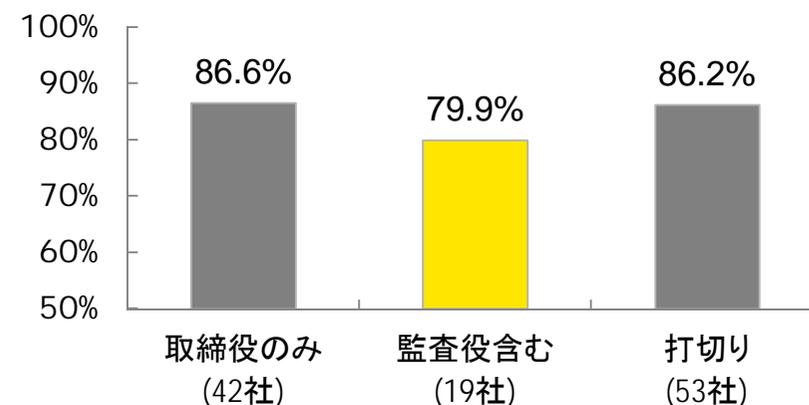
## ▶ 退職慰労金

- ▶ 必ずしも一律の反対ではなく、対象者や金額開示が影響する

【外国人株主比率と賛成率】



【対象者・打切りと賛成率】



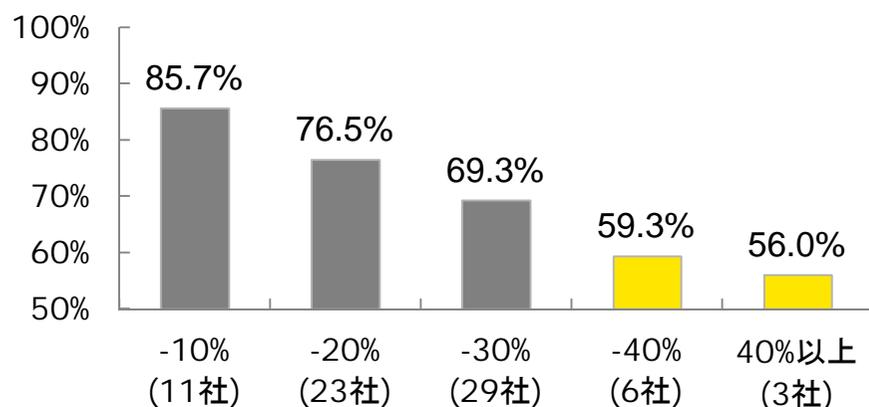
業種	取締役	監査役	備考	賛成率
情報・通信	1人	-	取締役会に一任	62.7%
鉱業	1人	1人	取締役会・監査役に一任	68.1%
化学	2人	3人	取締役会・監査役に一任	71.2%
銀行業	3人	-	金額開示、2名は社外	71.2%
小売業	-	1人	監査役に一任	71.7%

# 時価総額500億円以上の問題議案

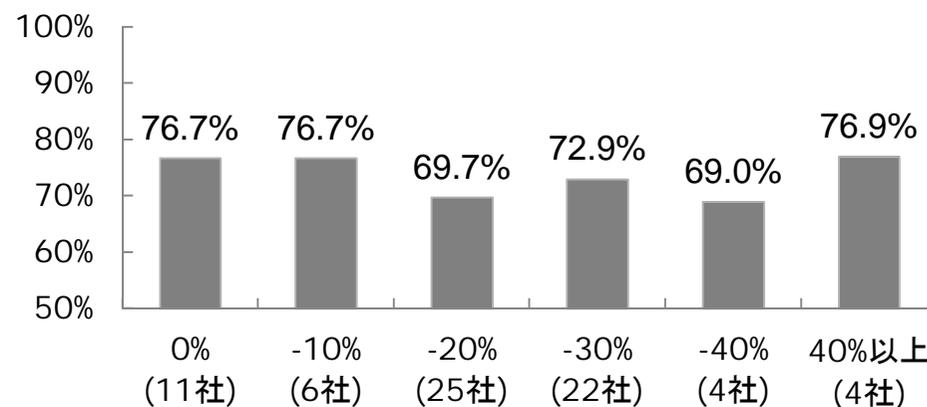
## ▶ 買収防衛策

- ▶ 画一的な反対行使で、独立取締役割合などの影響は小さい

【外国人株主比率と賛成率】



【独立取締役割合と賛成率】



業種	新/続	外国人	独立取締役	同比率	賛成率
情報・通信	継続	37.2%	2	20.0%	47.4%
機械	継続	38.4%	1	10.0%	53.2%
ガラス・土石製品	継続	34.1%	1	14.2%	55.2%
その他製品	継続	43.5%	4	36.6%	56.0%
精密機器	継続	41.5%	7	53.8%	56.6%

# 果たして「形式から実質」に進んだのか？

---

- ▶ 企業「対策」が進んでも投資家「ハードル」は上がり続ける？
  - ▶ 社外役員の属性・資質、数値基準の要請、社外取締役の義務化
- ▶ エンゲージメントの理想は「反対行使ゼロ」の達成なのか？
  - ▶ 対話しても「ダメなものダメ」、合理性・納得性次第で「個別判断」
- ▶ 「実質的な」議決権行使は何によって測り担保されるのか？
  - ▶ ROEの定量基準、個別判断の不透明性、エンゲージメントの限界



- ▶ 2014年は「実質的な議決権行使の問題提起」総会か
  - ▶ 企業側の取組みが投資家の意識をリードする必要も(次項参照)

# 果たして「形式から実質」に進んだのか？

- ▶ 企業価値を創出するためのガバナンスとは
  - ▶ 業績向上に貢献する社外取締役を選任・活用する取組み

企業の業種	中計・戦略概要	候補者の業種	選任する理由	賛成率
医薬品	重点施策:非医薬品事業(機能性飲料・食品など)の拡大と利益成長	食料品	食品業界における長年の経営者としての豊富な経験と高い見識	91.9%
精密機器	経営課題:ライフケア事業の事業拡大、情報・通信産業の安定的な収益の確保	ガラス・土石製品	医療・介護や教育・ITなど多岐にわたる事業を展開している同社代表として優れたバランス感覚	95.7%
ガラス・土石製品	2020年ありたい姿:新興地域への発展に寄与できる、高収益・高成長のグローバル優良企業	機械	新興国で積極的に展開する同社において、会社経営についての豊富な経験	97.1%
機械	経営体質革新:商品開発力・生産力・品質力の刷新、収益力の抜本的強化	輸送用機器	生産革新やコストダウン、信頼性・生産性の向上などもものづくりに関わる観点	97.4%

#### EYについて

EYは、アシュアランス、税務、トランザクションおよびアドバイザリーなどの分野における世界的なリーダーです。私たちの深い洞察と高品質なサービスは、世界中の資本市場や経済活動に信頼をもたらします。私たちはさまざまなステークホルダーの期待に応えるチームを率いるリーダーを生み出していきます。そうすることで、構成員、クライアント、そして地域社会のために、より良い社会の構築に貢献します。

EYとは、アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドのグローバル・ネットワークであり、単体、もしくは複数のメンバーファームを指し、各メンバーファームは法的に独立した組織です。アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドは、英国の保証有限責任会社であり、顧客サービスは提供していません。詳しくは、[ey.com](http://ey.com) をご覧ください。

#### EY総合研究所株式会社について

EY総合研究所株式会社は、EYグローバル・ネットワークを通じ、さまざまな業界で実務経験を積んだプロフェッショナルが、多様な視点から先進的なナレッジの発信と経済・産業・ビジネス・パブリックに関する調査及び提言をしています。常に変化する社会・ビジネス環境に応じ、時代の要請するテーマを取り上げ、イノベーションを促す社会の実現に貢献します。詳しくは、[eyi.eyjapan.jp](http://eyi.eyjapan.jp) をご覧ください。

© 2014 Ernst & Young Institute Co., Ltd.  
All Rights Reserved.

本書は一般的な参考情報の提供のみを目的に作成されており、会計、税務及びその他の専門的なアドバイスを行うものではありません。意見にわたる部分は個人的見解です。EY総合研究所株式会社及び他のEYメンバーファームは、皆様が本書を利用したことにより被ったいかなる損害についても、一切の責任を負いません。具体的なアドバイスが必要な場合は、個別に専門家にご相談ください。