

2018年の議決権行使状況と今後の注目点

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 2018年6月に実施された Russell/Nomura Large Cap 構成企業の株主総会における主要議案の賛否状況を見ると、取締役選任議案において、初めて社内取締役の平均賛成比率が社外取締役のそれを下回った。特に、業績不振や資本効率の低迷が長期化している企業、不祥事のあった企業などで、経営トップの賛成率が低い事例が増えてきたことが特徴である。
2. 買収防衛策関連議案の平均賛成比率は 2017 年の 67.0%から 62.4%に低下した。従来より機関投資家を中心に厳しい見方がされる議案であるが、2018 年は議決権行使助言会社の助言方針の厳格化や、防衛策の発動等について検討する第三者委員会の独立性に対する見方が一段と厳しくなったことなどが要因と考えられる。
3. 機関投資家の主要議案の賛否結果を見ると、取締役選任議案に対する反対が増えたところが一定数存在する。取締役、特に経営トップの取締役選任議案に対する行使基準を厳しくしながら、投資家の企業に対するスタンスを示そうとする動きが進んでいるように見える。
4. 2018年6月に改訂されたコーポレートガバナンスコードの内容等から考えると、2019年以降、機関投資家の議決権行使ガイドライン改訂のポイントになると考えられる論点は、独立社外取締役の増員（例えば2人以上から取締役総数の3分の1以上など）、ダイバーシティへの対応（例えば、女性の取締役の選任に関する何らかの基準設定）、剰余金処分議案（例えば、現預金を多く有しながらも配当性向が相対的に低い企業に対し、当該議案に反対の意思表示を行う）などがあるだろう。
5. その一方で、企業から「機関投資家の議決権行使が杓子定規になっている」との意見も聞かれている。議決権行使ガイドライン通りの対応を行うだけではなく、企業の見解を聞きつつ、それが真に議案の賛否を変える必要がある理由であるか否かを丁寧に検討することも必要と考える。

I 主要上程議案の賛否の状況

1. 主要議案の上程割合は 2017 年 6 月とほぼ同様の傾向

本稿では、Russell/Nomura Large Cap 構成企業（276 社）を主な分析対象とし、2018 年 6 月に実施された株主総会での主要上程議案の状況を分析する。図表 1 は主要議案の上程割合を示したものである。

これを見ると、上程割合が最も高かったのは取締役選任議案であり、276 社中 263 社（上程割合 95.3%）であった。以下、剰余金処分（191 社、69.2%）、監査役選任（128 社、46.4%）と続く。これを 2017 年 6 月実施の株主総会と比較すると、上程割合には多少の変動はあったものの上程の順位そのものは変わっておらず、議案の上程傾向は概ね変化なかったといえるであろう。次節では主要議案ごとにその特徴などについて見ていく。

図表 1 主要議案の上程状況

議案	上程社数(社)	対象企業数に対する割合	参考: 2017年6月総 会での上程割 合
取締役選任	263	95.3%	96.8%
剰余金処分(配当など)	191	69.2%	68.6%
監査役選任	128	46.4%	46.8%
定款変更	57	20.7%	24.6%
補欠監査役選任	56	20.3%	18.9%
ストックオプション関係	40	14.5%	18.6%
役員賞与支給	35	12.7%	15.0%
役員報酬額の改定	32	11.6%	14.6%
監査等委員選任	28	10.1%	5.7%
株主提案	14	5.1%	4.3%
補欠監査等委員選任	11	4.0%	2.9%
買収防衛策	5	1.8%	2.5%
役員退職慰労金の贈呈、打ち切り支給	4	1.4%	2.5%

(注) 対象企業数は、2017 年 280 社、2018 年は 276 社。

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

2. 取締役選任議案

1) 「社内」と「社外」の平均賛成比率が逆転した

まず、取締役選任議案である。図表2は取締役選任議案を、社外取締役と社外取締役以外の取締役（以下、社内取締役）にわけ、その平均賛成比率等について2016年から示したものである（ただし、監査等委員である取締役を除く）。

これを見ると、2018年6月社外取締役の平均賛成比率は95.1%と2017年と変わらなかったが、社内取締役は2017年の95.1%から2018年は94.9%に低下した。その結果、取締役全体では2017年の95.1%から0.1%ポイント低下して95.0%となった。

賛成比率の変化幅は小幅であったものの、興味深い変化も見られた。それは、株主総会における上程議案の賛否結果について、企業が公表する臨時報告書による開示が始まった2010年以降初めて社内取締役選任議案の平均賛成比率が社外取締役のそれを下回ったことである。機関投資家等の議決権行使基準において社外取締役の選任議案の方が反対するポイントが明確である（例えば取締役会への出席率や独立性など）ため、賛成比率が相対的に低かった。しかし、判断ポイントが明確であるがゆえに企業の対応も進んできたことから、社外取締役選任議案の平均賛成比率は傾向的に上昇している。一方、社内取締役については、機関投資家等が経営トップ（会長、社長、CEOなど）、あるいは取締役全員に反対の意思表示をするケースが増えている。例えば、一定期間継続して赤字を計上するなどの業績不振、議決権行使助言会社のISSのいわゆる「ROE5%基準」に代表される資本効率性や企業不祥事などである。また、日本版スチュワードシップ・コードの導入（2014年）以降、機関投資家のス

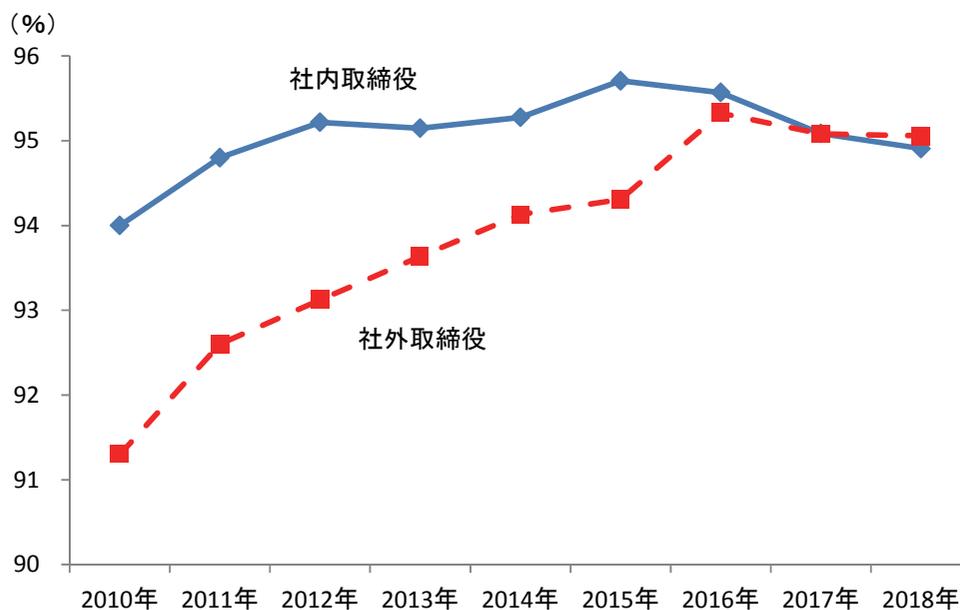
図表2 取締役選任議案の賛否状況

	取締役(社内)			取締役(社外)			取締役(計)		
	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年
議案数(件)	2,071	1,947	1,892	752	811	780	2,823	2,758	2,672
1社平均(単純平均)(人)	7.2	7.0	6.9	2.6	2.9	2.8	9.9	9.9	9.7
平均賛成比率(%)	95.6	95.1	94.9	95.3	95.1	95.1	95.5	95.1	95.0
標準偏差	4.0	4.8	4.5	5.3	5.9	6.5	4.4	4.8	5.1
最大値(%)	99.8	99.9	99.9	99.9	99.9	100.0	99.9	99.9	100.0
最小値(%)	56.9	61.1	62.4	63.3	61.3	57.8	56.9	61.1	57.8
賛成比率70%以上80%未満(件)	17	20	23	19	26	25	36	46	48
議案全体に占める比率(%)	0.8	1.0	1.2	2.5	3.2	3.2	1.3	1.7	1.8
賛成比率70%未満(件)	3	7	4	2	7	12	5	14	16
議案全体に占める比率(%)	0.1	0.4	0.2	0.3	0.9	1.5	0.2	0.5	0.6

(注) 対象企業数は、2016年286社、2017年280社、2018年276社。

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

図表 3 取締役選任議案賛否状況の時系列推移



(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

チュワードシップ活動に対するアセットオーナー等の関心が高まったことで議決権行使基準が従来以上に厳格になってきたことも手伝い、社内取締役選任議案の賛成比率は2015年をピークに低下傾向にある。

こうした要因により、2010年には社外取締役の平均賛成比率は91.3%、社内取締役は94.0%と社外取締役の方が2.7%ポイント低かったが、2018年には、両者の差は0.2%ポイントと小幅ではあるものの、初めて社内取締役選任議案平均賛成比率が社外取締役選任議案の平均賛成比率を下回ることとなった(図表3)。

2) 経営トップで賛成比率80%以下が増加

第2の特徴として、経営トップの取締役選任議案において、賛成比率の低い企業の数が増えたことである。2016年には8社であったが、2017年には17社、そして18年には20社に増加した。図表4は2018年に取締役選任議案の賛成比率が80%以下であった事例(27名)を示した。そのうち、賛成比率が60%台の経営トップが4人見られている。併せて、賛成比率が低かった理由として推定される要因を示したが、不祥事、業績低迷、低ROEの継続が多く、特に従前より賛成比率が相対的に低かったが、その要因と推定される事象(低ROEなど)が改善されていない場合には、賛成比率が前年以上に低下したように見える。

図表4 取締役選任議案賛成比率80%以下であった経営トップ

該当企業所属業種 (東証33業種)	役職	賛成率 (%)	賛成比率が低いと推定される要因	前回賛成比率 (%)	該当企業所属業種 (東証33業種)	役職	賛成率 (%)	賛成比率が低いと推定される要因	前回賛成比率 (%)
金属製品	社長	62.4	低ROE	73.3	情報・通信業	社長	75.0	低ROE	79.2
電気機器	会長	63.0	不祥事	(新任)	非鉄金属	社長	75.2	不祥事	95.7
情報・通信業	会長	66.2	低ROE	69.8	化学	会長	75.5	不祥事	96.7
海運業	会長	67.1	業績不振	75.9	その他製品	会長	75.7	低ROE	81.6
その他製品	社長	70.9	低ROE	73.3	小売業	社長	76.5	業績不振	83.1
銀行業	会長	71.3	不祥事	91.9	情報・通信業	社長	76.7	低収益	93.9
建設業	会長	71.6	不祥事	63.6	電気機器	名誉会長	77.4	還元不足	79.7
銀行業	社長	71.7	不祥事	98.1	輸送用機器	社長	77.4	不祥事	97.4
建設業	会長	72.0	不祥事	90.0	その他製品	社長	78.5	低ROE	83.3
銀行業	会長	73.0	低ROE	76.0	鉱業	社長	78.9	低ROE	82.7
その他製品	副社長	73.2	低ROE	73.3	銀行業	頭取	79.0	低ROE	79.0
化学	社長	74.2	不祥事	96.7	海運業	会長	79.8	業績不振	84.8
医薬品	CEO	74.3	買収防衛策	75.5	情報・通信業	相談役	80.0	低ROE	82.5
精密機器	社長	74.6	取締役数	88.7					

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

3) 独立性が低いとみられる社外取締役候補に対する賛成比率も低水準

図表5では、社内、社外を合わせ賛成比率が低水準に留まった5つの事例を示した。5例のうち3例は社外取締役選任議案であり、賛成比率は50%台後半から60%台前半に留まっている。また、3例とも東京証券取引所等へ独立役員として届け出られていない、あるいは届け出る予定のない候補者であった。取引先やグループ会社出身など、独立性に疑念の生じやすいことが理由と考えられる。

先に述べたように、社外取締役の独立性に対する企業側の配慮はかなり進んできた一方、独立性に懸念がある場合には投資家からの反対が多いことを改めて認識できる。他の2例は図表4で示した経営トップの取締役選任議案であった。

図表5 取締役選任議案で賛成比率の低かった事例

該当企業所属業種 (東証33業種分類)	賛成比率 (%)	賛成比率が低いと推定される理由	備考
非鉄金属	57.8	取引関係先出身	社外、独立役員届出なし
サービス業	61.1	取引関係先出身	社外、独立役員届出なし
非鉄金属	62.0	グループ会社出身	社外、独立役員届出なし
金属製品	62.4	低ROE継続	社内、経営トップ
電気機器	63.0	不祥事、取引銀行出身	社内、経営トップ

(出所) 東京証券取引所、各社開示資料より野村資本市場研究所作成

3. 監査役選任議案

監査役選任議案では、社外監査役、社外監査役ではない監査役（以下、社内監査役）とも、2018年の賛成比率は2017年を上回った。社外監査役の平均賛成比率は2017年の92.2%から93.5%に上昇した。社外取締役と同様に、企業側の社外監査役の独立性に対する配慮が進んでいることが要因と考えられる（図表6）。

一方、社内監査役の平均賛成比率は2017年の95.4%から2018年は95.6%に上昇した。この結果、監査役全体の平均賛成比率は2017年の93.5%から94.3%に上昇した。

取締役選任議案では不祥事のあった企業に対し経営トップの賛成比率が低下する事例がみられているが、社内監査役に関してはまだそのような動きが進んでいるわけではないように見える。また、監査役選任議案で賛成比率の低い5つの事例を見ると、いずれも社外監査役であり、証券取引所に独立役員としての届け出がない、あるいは届け出る予定のない候補者である点は、社外取締役と同様であった（図表7）。

図表6 監査役選任議案の賛否状況

	監査役(社内)			監査役(社外)			監査役(計)		
	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年
議案数(件)	163	83	74	218	123	117	381	206	191
1社平均(単純平均)(人)	0.6	0.3	0.3	0.8	0.4	0.4	1.3	0.7	0.7
平均賛成比率(%)	95.7	95.4	95.6	91.3	92.2	93.5	93.2	93.5	94.3
標準偏差	3.1	2.7	2.9	10.4	10.2	9.9	8.4	8.2	8.0
最大値(%)	99.7	99.2	99.6	100.0	99.9	99.9	100.0	99.9	99.9
最小値(%)	77.7	84.4	84.4	51.7	59.9	62.0	51.7	59.9	62.0
賛成比率70%以上80%未満(件)	0	0	0	24	11	7	24	11	7
議案全体に占める比率(%)	0.0	0.0	0.0	11.0	8.9	6.0	6.3	5.3	3.7
賛成比率70%未満(件)	1	0	0	11	6	7	12	6	7
議案全体に占める比率(%)	0.6	0.0	0.0	5.0	4.9	6.0	3.1	2.9	3.7

(注) 対象企業数は、2016年286社、2017年280社、2018年276社。

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

図表7 取締役選任議案で賛成比率の低かった事例

該当企業所属業種 (東証33業種分類)	賛成比率 (%)	賛成比率が低いと推定される 理由	備考
化学	62.0	取引金融機関出身	社外、独立役員届出なし
その他金融業	62.0	親会社出身	社外、独立役員届出なし
機械	63.3	グループ会社出身	社外、独立役員届出なし
卸売業	64.6	グループ会社出身	社外、独立役員届出なし
情報・通信業	66.0	特定関係事業者出身	社外、独立役員届出なし

(出所) 東京証券取引所、各社開示資料より野村資本市場研究所作成

4. 監査等委員選任議案

東京証券取引所（新興市場を含む）に上場する企業において、2018年10月5日現在、会社の機関設計において監査等委員会設置会社を設置する企業は全体の4分の1超に相当する903社に上っている。監査等委員会設置会社へ移行する理由と考えられる要因として、①事実上コーポレートガバナンス・コードが想定しているモニタリング・ボード型の取締役会への移行など、主にガバナンス体制の変革を企図したものと、②コーポレートガバナンス・コードや機関投資家等の議決権行使基準で求められることの多い社外取締役の複数選に対応するため、監査役会設置会社の社外監査役を監査等委員の社外取締役とすることを意図したものに大別できるであろう。

従来は②を目的とした移行が多く見受けられたが、機関投資家の議決権行使基準において、監査等委員会設置会社に対しては監査等委員の社外取締役を3名以上求める、あるいは監査等委員以外の社外取締役の選任を求めるなどの動きがみられるようになってきたこともあり、こうした目的で移行を企図する企業はほぼ移行を終えたとみられる。

しかし、図表8に示すように、分析対象としているRussell/Nomura Large Cap構成企業では監査等委員の選任議案数が増えている。これらの企業は時価総額が相対的に大きく、機関投資家等の純投資家の株式保有比率も高いところが多い。よって、これらの企業が監査等委員会設置会社に移行するのは、主に①のガバナンス体制の変革が目的と推定される。

一方、監査等委員選任議案の平均賛成比率を見ると、社外と社外以外（以下社内）監査等委員とも、2017年に比べ低下した。具体的には、社内在2017年の94.7%から2018年は93.8%に、そして社外は95.4%から93.8%に低下した。この結果、監査等委員全体でも平均賛成比率は95.1%から93.8%に低下した。

図表8 監査等委員選任議案の賛否状況

	監査等委員(社内)			監査等委員(社外)			監査等委員(計)		
	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年
議案数(件)	21	20	31	53	37	67	74	57	98
平均賛成比率(%)	93.5	94.7	93.8	90.0	95.4	93.8	91.0	95.1	93.8
標準偏差(%)	2.6	2.5	2.5	9.8	4.9	7.0	8.5	4.2	6.0
最大値(%)	98.0	97.4	97.8	99.9	99.6	99.8	99.9	99.6	99.6
最小値(%)	89.5	87.3	88.3	66.9	76.4	71.7	66.9	76.4	71.7
賛成比率70%以上80%未満(件)	0	0	0	7	1	5	7	1	5
議案全体に占める比率(%)	0.0	0.0	0.0	13.2	2.7	7.5	9.5	1.8	5.1
賛成比率70%未満(件)	0	0	0	1	0	0	1	0	0
議案全体に占める比率(%)	0.0	0.0	0.0	1.9	0.0	0.0	1.4	0.0	0.0

(注) 対象企業数は、2016年286社、2017年280社、2018年276社

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

図表 9 監査等委員選任議案で賛成比率の低かった事例

該当企業所属業種 (東証33業種分類)	賛成比率 (%)	賛成比率が低いと推定される 理由	備考
精密機器	71.7	取引金融機関出身	社外、独立役員届出
保険業	73.7	会計監査従事事務所出身	社外、独立役員届出
精密機器	73.9	取引金融機関出身	社外、独立役員届出
電気・ガス業	76.4	大株主出身	社外、独立役員届出
サービス業	76.5	関係会社出身	社外、独立役員届出なし

(出所) 東京証券取引所、各社開示資料より野村資本市場研究所作成

この結果は、社外取締役や監査役（社内、社外）選任議案とは傾向が異なっている。これは、前述のように相対的に機関投資家の純投資家の株式保有比率の高い Russell/Nomura Large Cap 構成企業での監査等委員会設置会社が増えたことが要因と推定される。

また、賛成比率の低かった 5 例を見ると、社外取締役や社外監査役と同様、社外の監査等委員において、独立性に疑念の生じやすいと考えられる事例である。また、5 例のうち 4 例では会社がそれら候補者について独立役員として届け出、あるいは届け出予定であったが、機関投資家等の中で独立性に乏しいと判断して反対票を投じたところがあったと考えられる（図表 9）。

5. 買収防衛策、定款変更、剰余金処分

図表 10 は、買収防衛策関連議案、定款変更議案、そして剰余金処分議案の平均賛成比率について、2016 年から 2018 年まで示したものである。

図表 10 買収防衛策、定款変更議案、剰余金処分議案の平均賛成比率

	買収防衛策			定款変更			剰余金処分		
	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年
社数	20	7	5	81	69	57	202	192	191
提出企業の割合 (%)	7.0	2.5	1.8	28.3	24.6	20.7	70.6	68.6	69.2
平均賛成比率 (%)	70.8	67.0	62.4	97.4	97.9	98.5	96.9	97.1	97.6
標準偏差	5.7	7.0	7.8	3.8	2.7	2.5	3.6	3.8	3.0
最大値 (%)	80.6	75.5	75.4	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
最小値 (%)	60.6	55.4	57.7	76.1	81.9	81.7	68.5	64.2	77.4
賛成比率70%以上80%未満(件)	9	3	1	1	0	0	0	0	1
議案全体に占める比率 (%)	45.0	42.9	20.0	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5
賛成比率70%未満(件)	9	4	4	0	0	0	1	1	0
全体に占める割合 (%)	45.0	57.1	80.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	0.0

(注) 対象企業数は、2016年 286社、2017年 280社、2018年 276社。

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

1) 賛成比率が一段と低下した買収防衛策関連議案

買収防衛策関連の上程議案数は2016年の20件から2017年は7件、2018年は5件に減少した。2018年6月に買収防衛策の更新期を迎える企業数は13件あったが、そのうち更新しなかったものが8件と、更新した企業数を上回った。2017年も更新期を迎えた企業数19件のうち12件が非更新とし、更新した7件を上回っていた。Russell/Nomura Large Cap 構成企業は相対的に時価総額が大きく、機関投資家保有比率が高い企業が多いという特徴がある。一般的に機関投資家は買収防衛策に対し厳しい見方をするところが多く、更新することが難しいと判断した企業や、買収防衛策を更新するより企業価値を高め、それを株価に反映させることが最良の買収策であると判断した企業が非更新としたと考えられる。

一方、2018年に買収防衛策関連議案を更新した企業のうち、議案が否決された事例はなかったものの、平均賛成比率は62.4%と、2016年の70.8%、2017年の67.0%に比べ低下している。議決権行使助言会社のISSやグラス・ルイスでは買収防衛策関連議案へ賛成助言をする要件が厳しくなっており、6月に開催された株主総会において、両社とも買収防衛策への賛成助言は1件もなかった模様である。また、機関投資家でも、特に買収防衛策の発動要件などを中心に従来以上に賛成基準を厳格にしたことが平均賛成比率の低下につながったと考えられる。

2) 「キャッシュリッチ」企業に対しては剰余金処分議案に反対する株主も

買収防衛策関連議案に対しては厳しい見方がされる一方、定款変更議案や剰余金処分議案は一部を除き賛成比率は非常に高く、両議案とも平均賛成比率は90%台後半である。ただし、剰余金処分議案に関しては、現預金を多額に保有しているのに比して配当性向の低い、いわゆる「キャッシュリッチ企業」など、財務内容から見れば配当を増額する余地があるとみられる企業の賛成比率が低い事例もあり、こうした状態にある企業の剰余金処分議案には反対のスタンスをとる株主が少しずつではあるが増えてきた印象がある。

6. 報酬関連議案

役員賞与支給議案やストックオプション（株式報酬型を含む）などの報酬に関連した議案の平均賛成比率を図表11に示した。

まず、役員退職慰労金贈呈議案については、既に多くの企業で同制度を廃止していることから上程件数は年々減少しており、2018年は4件となっている。平均賛成比率は2017年の78.4%から2018年は87.6%と10%ポイント程度上昇しているが、機関投資家の議決権行使基準で同議案に対する基準が大きく変わったとは考えにくいいため、例えば相対的に安定株主が多い企業が同議案を上程したことなどが要因と推定される。

一方、コーポレートガバナンス改革が進む中、企業経営者に対する報酬と企業業績の連

図表 11 報酬関連議案の平均賛成比率

	役員退職慰労金贈呈			役員賞与支給			役員報酬額改定			ストックオプション		
	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年
社数	7	7	4	45	42	35	42	41	32	47	52	40
提出企業の割合(%)	2.4	2.5	1.4	15.7	15.0	12.7	14.7	14.6	11.6	16.4	18.6	14.5
平均賛成比率(%)	84.8	78.4	87.6	96.7	95.4	95.2	96.8	97.2	96.9	93.8	94.6	94.2
標準偏差	10.9	14.6	7.8	2.7	7.8	5.5	2.9	2.4	5.2	7.3	6.6	7.5
最大値(%)	98.3	94.1	93.5	99.5	99.5	99.6	99.9	99.9	98.2	99.7	99.6	99.8
最小値(%)	63.5	50.6	75.5	86.2	51.9	80.5	89.1	86.5	66.5	64.9	68.5	63.1
賛成比率70%以上80%未満(件)	0	2	1	0	0	0	0	0	0	2	2	2
議案全体に占める比率(%)	0.0	28.6	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.3	3.6	4.7
賛成比率70%未満(件)	1	2	0	0	1	0	0	0	1	1	1	1
全体に占める割合(%)	14.3	28.6	0.0	0.0	2.4	0.0	0.0	0.0	0.2	2.1	1.8	2.3

(注) 対象企業数は、2016年 286社、2017年 280社、2018年 276社。

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

動性を高めることが、彼らにとって企業価値を向上させるインセンティブにつながるのを見方を背景に、基本的に役員賞与の支給、役員報酬額の改定(増額)、株式報酬型制度やストックオプションの導入に関し、機関投資家を中心に概ね肯定的である。このため、これら議案の平均賛成比率は総じて高い水準であった。しかし、役員報酬枠の大幅な拡大(8億円から50億円)を求める議案の賛成比率が66.5%、ストックオプションにおいて、権利行使された際に発行される株式による希薄化率が約10%に達するスキームである議案の賛成比率が63.1%に留まるなど、一部では賛成比率の低い事例が見られた。

7. 株主提案

2018年6月に株主総会を開催したRussell/Nomura Large Cap構成企業のうち、株主提案のあった企業は14社、76議案、平均賛成比率は9.5%であった。2017年6月は12社、97議案、平均賛成比率は9.6%であったので、株主提案が出された企業数は増えたものの賛成比率は小幅低下となった。なお、賛成比率が10%未満であった議案は76議案中55議案と、全体の70%超に上っている。

図表12は賛成比率が25%以上であった議案であるが、その内容は役員報酬の個別開示や政策保有株式の議決権行使に関するもの、取締役会議長と最高経営責任者の分離を求めるものなどであり、これらは例年一定の賛成を集めているものである。

一方、2018年は投資ファンドからの株主提案も話題となったが、今回分析対象とした、2018年6月に株主総会を開催したRussell/Nomura Large Cap構成企業には出されていない。

株主提案に関しては、確かに、図表12に見られるように一定の賛成を集めているものがある。また、機関投資家の個別開示結果を見ると内容によっては賛成している事例も見られ、その判断基準は、株主提案者の属性ではなく、企業、株主の双方に資する提案であ

図表 12 賛成比率 25%以上の株主提案

該当企業所属業種 (東証33業種分類)	内容	賛成比率 (%)
銀行業	役員報酬の個別開示	38.3
銀行業	役員報酬の個別開示	35.0
銀行業	取締役会議長と最高経営責任者の分離	32.5
銀行業	政策保有株式の議決権行使	30.5
銀行業	政策保有株式の議決権行使	30.0
銀行業	取締役会議長と最高経営責任者の分離	28.0
電気・ガス業	取締役報酬の個別開示	26.7
卸売業	自己株式の消却	26.0
銀行業	譲渡制限株式報酬の導入	25.0
電気・ガス業	相談役・顧問の廃止	25.0

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

るか否かに着実に移行している。にもかかわらず、一部の例外的な事例を除き株主提案が可決に至らない理由として考えられることとして、以下が挙げられる。

まず、我が国の株主提案は定款変更議案になるケースが多く、賛成要件は総会出席株主数の議決権の3分の2以上を要する特別決議となるため、過半の賛成で可決に至る普通決議に比べハードルが高い。

第2に、提案の内容そのものは多くの株主が賛同できるものの、それを定款に記載することには反対とする投資家が比較的多いことが挙げられる。例えば、図表12に挙げられた株主提案の内容そのものについては多くの株主が賛同するものと見られる。しかし、個別企業の定款記載となると該当する企業のみが対象となってしまうため、「法制度の改定などで全ての企業が対象になるのであればよいが、株主提案を受けた企業だけが対象になることについては問題がある」ことを理由に、比較的多くの機関投資家が株主提案に反対の意思表示をしていると見られる。

第3に、投資ファンド等に包括的な企業価値向上策の提示を求める傾向があるとみられる点である。例えば、ある企業が過剰な現預金を保有していることを問題視して投資ファンドなどが当該企業に増配や自己株式取得を求める株主提案を出した場合、株主、特に機関投資家の株主から比較的多く出されるのは、「増配や自己株式取得を行った後に、当該企業の企業価値を高めるためにどのような施策を考えているのか」という問いである。すなわち、単に増配や自己株式の取得だけでは企業価値の向上にはつながらず、総合的な企業価値向上プランを有していない、あるいは有していても不十分なのであれば、結果として当該企業の企業価値を棄損することに繋がる恐れがあるため、株主提案には反対していると考えられる。

以上を考えると、株主提案に関しては、一定の賛成を集めた「善戦」の事例は今後も一定数あろうが、それをブレイクスルーして可決に至るまでにはなお時間を要するのではないかと考える。

Ⅱ 機関投資家と個人投資家の議決権行使状況

1. 主な機関投資家の議決権行使状況

主な機関投資家が公表した株主総会における主要議案の賛否状況のうち、その一部を抜粋したものが図表 13 である。ただし、役員選任議案の集計方法を親議案ベース（例えば選任議案が上程された役員 10 人のうち 1 人にでも反対すれば、反対件数を 1 件（すなわち反対比率 100%）と計算する）から子議案ベース（例えば選任議案が上程された役員 10 人のうち 1 人に反対すると反対比率は $1/10=10\%$ と計算する）に変更したり、集計期間を変更したりしている機関投資家などがあり、単純な比較ができないことには留意が必要である。

2017 年と比較可能な機関投資家で見ると、野村アセットマネジメントや日興アセットマネジメント、三井住友アセットマネジメント、りそな銀行、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントでは、全体の反対比率が低下している。これらのうち、りそな銀行を除き取締役選任議案の反対比率が低下していることが特徴である。一方、三井住友信託銀行や三菱 UFJ 信託銀行では反対比率が上昇しており、双方とも取締役選任議案に対する反対比率が上昇している。三井住友信託銀行では親会社を有する企業において社外取締役の選任割合基準（取締役総数の 3 分の 1 以上）の設定や業績基準の厳格化が要因と考えられる。また、三菱 UFJ 信託銀行では社外取締役が複数選任されていない場合や、親会社等を有する上場会社において独立性のある社外取締役が取締役総数の 3 分の 1 以上選任していない場合、従来は社長の取締役選任議案に反対していたものを取締役候補者全員の選任反対することに変更したことが主因と考えられる。

また、前述した剰余金処分議案についてみると、野村アセットマネジメントや大和証券投資信託委託、ニッセイアセットマネジメント、東京海上アセットマネジメントなど、図表 13 に示した機関投資家 15 社のうち 8 社で反対比率が上昇している。

図表 13 主要機関投資家の議決権行使状況（一部抜粋）

単位：%

	野村アセットマネジメント(4-6月)		大和証券投資信託委託(6月)		日興アセットマネジメント(前年7月-6月)		アセットマネジメントワン(4-6月)		ニッセイアセットマネジメント(4-6月)		ニッセイアセットマネジメント(6月)		東京海上アセットマネジメント(4-6月)		東京海上アセットマネジメント(前年7月-6月)		三井住友アセットマネジメント(4-6月)		大和住銀投資信託(前年7月-6月)	
	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017
取締役の選解任	4.4	5.7	9.0	36.0	17.1	18.5	16.0	29.2	11.0	12.6	13.2	14.5	39.1	47.5	32.4	50.5				
監査役の選解任	21.9	23.9	12.6	25.1	9.4	9.4	22.1	9.9	11.8	12.2	4.7	4.4	27.0	27.4	26.6	32.8				
会計監査人の選解任	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.4	4.3				
役員報酬	27.3	27.8	7.3	7.5	9.5	3.4	13.3	4.4	12.9	9.9	3.1	2.4	12.9	24.2	14.3	18.1				
退任役員の退職慰労金の支給	52.1	53.7	13.1	18.2	13.8	22.2	94.9	40.1	36.6	46.9	14.3	20.2	49.5	53.7	73.7	72.1				
剰余金の処分	9.0	7.5	5.7	5.0	8.9	9.4	5.1	5.1	24.4	22.0	4.8	0.2	13.7	15.0	13.5	18.6				
組織再編関連	0.0	0.0	5.0	0.0	20.4	15.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	27.5	15.7				
買収防衛策関連	100.0	100.0	76.9	90.3	100.0	90.9	86.0	81.7	100.0	100.0	100.0	86.1	92.7	93.1	93.8	96.4				
その他資本政策関連	4.8	0.0	-	-	6.8	-	3.3	-	3.8	-	0.0	-	4.3	3.3	-	-				
定款関連	6.0	4.0	1.1	2.2	7.4	8.7	1.3	3.3	5.1	5.0	1.0	1.5	1.8	0.0	7.6	12.6				
その他	-	8.3	3.7	1.2	100.0	4.4	-	1.2	-	1.7	0.0	-	100.0	-	12.0	4.6				
合計	7.6	8.5	9.3	18.0	15.6	16.9	16.0	15.7	12.3	13.5	11.4	13.0	34.7	41.5	29.6	33.1				
株主提案(賛成比率)	11.6	7.1	2.9	3.0	15.2	7.7	9.3	8.7	9.9	7.8	3.0	3.4	11.8	8.8	23.2	11.6				
備考	役員選任集計方法変更				役員選任集計方法変更				役員選任集計方法変更				役員選任集計方法変更							

	三井住友信託銀行(4-6月)		三菱UFJ信託銀行(前年7月-6月)		りそな銀行(前年7月-6月)		第一生命保険(前年7月-6月)		ブラックロック・ジャパン(投信)(5月-6月)		インベスコ・アセット・マネジメント(5-6月)		ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント(4-6月)			
	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017		
取締役の選解任	22.6	13.1	12.3	5.3	8.3	8.0	2.3	0.5	4.2	21.1	8.8	48.0	3.4	3.8		
監査役の選解任	10.9	8.8	12.0	14.1	9.0	10.8	7.2	5.7	14.5	19.3	18.5	21.7	14.1	15.7		
会計監査人の選解任	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0		
役員報酬	19.6	7.7	15.2	16.5	17.3	17.5	4.7	1.9	6.1	5.6	5.9	9.0	0.2	0.4		
退任役員の退職慰労金の支給	36.1	38.9	45.8	50.5	20.6	38.3	13.3	22.7	27.7	40.5	75.0	82.9	44.3	74.3		
剰余金の処分	7.5	6.1	2.9	2.3	4.8	4.6	0.5	0.6	0.2	0.3	0.5	1.3	0.8	0.6		
組織再編関連	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.0	0.0	0	3.5	3.9		
買収防衛策関連	100.0	35.5	68.9	69.5	61.3	61.4	31.8	34.9	95.8	-	100.0	100.0	-	-		
その他資本政策関連	1.1	0.4	0.0	0.0	3.8	1.7	-	-	2.7	-	0.0	-	-	-		
定款関連	1.9	5.3	1.7	1.8	3.7	5.2	0.0	0.0	4.0	-	1.4	2.9	2.5	3.2		
その他	75.0	42.9	75.0	72.4	100.0	0.0	2.5	0.3	50.0	21.2	0.0	0.0	12.5	13.6		
合計	20.3	12.1	11.8	6.9	8.6	8.8	3.9	3.3	5.3	14.71	9.0	25.8	4.2	5.0		
株主提案(賛成比率)	3.5	2.4	7.0	12.8	3.1	1.5	2.7	0.0	3.6	1.7	18.7	18.1	16.6	14.6		
備考									役員選任集計方法変更				役員選任集計方法変更			

- (注) 1. 会社提案以外は反対比率。
 2. 各社で集計方法が異なることがあるため、単純比較はできない。
 (出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

2. アンケート調査による個人投資家の議決権行使状況

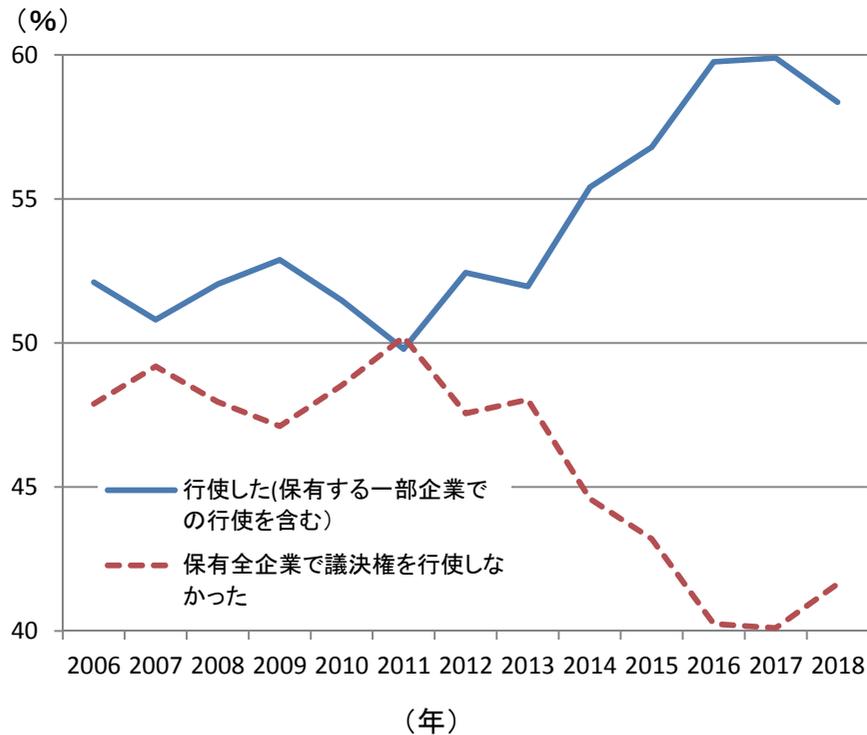
個人投資家の議決権行使について、野村証券が2006年から実施している「ノムラ個人投資家サーベイ」（回答者数1,000人）におけるアンケート調査をもとに紹介する。

図表14は個人投資家議決権行使を行っているかについて尋ねたものである。具体的には、「毎年6月に行われる株主総会において議決権を行使した（保有している一部企業への行使を含む）かどうか」という質問を行っている。

この質問に対し、58.4%が「行使した」と回答した。これは2017年の59.9%に比べ、1.5%の低下である。2012年以降「議決権を行使した」との回答割合は傾向的に上昇してきたが、2018年は頭打ちの感が見られる（図表14）。

なお、回答割合の計算にあたり、議決権行使を行わなかった理由として、「6月に株主総会を開催する企業の株式を保有していなかった」を挙げた回答者は分母から除いている。

図表 14 個人投資家の議決権行使動向



(注) 回答者の総数は各年とも1,000人。

(出所) 『ノムラ個人投資家サーベイ』をもとに野村資本市場研究所作成

次に、2018年6月開催の株主総会で議決権を行使したと回答した541人に対し、主要議案に対する賛否の状況について尋ねた。その結果、回答者の65.1%がすべての議案へ賛成したと回答した。これは2017年調査の64.2%に比べ、0.9%ポイントの上昇である。個人投資家の約3分の2がすべての上程議案に賛成していることになる。

一方、反対した議案（複数回答）を見ると、剰余金の処分（配当）が一番多く（16.3%）、個人投資家にとって、株主還元に対する意識や関心が高いことがうかがわれる。これに、役員報酬の決定（11.8%）、役員退職慰労金決定（10.4%）が続いた。さらに、役員選任議案への反対も9.4%と4番目に多く、不祥事企業や業績不振企業に対し、役員選任議案への反対で意思を示す個人投資家が見られることが分かる。この傾向は概ね過年度と変わらない。なお、これら結果は機関投資家の議決権行使動向と類似しているといえるが、他方、機関投資家からの反対が多い買収防衛策関連議案への反対は4.6%と低い点は機関投資家と異なる（図表15）。

また、「保有する全企業で議決権を行使しなかった」との回答者に対し、議決権を行使しなかった理由を尋ねたところ、「面倒だから」と「議決権を行使しても影響がほとんどないから」がともに44.2%であった。これまでの結果を見ても、この2つの回答が他の回答に比べ多くなっている（図表16）。

図表 15 3分の2弱の個人投資家が全議案に賛成（複数回答）

単位：%

回答(議案)	2016	2017	2018
全議案に賛成	71.4	64.2	65.1
反対議案あり	28.6	35.8	34.9
剰余金の処分(配当)	8.9	14.2	16.3
取締役・監査役(監査等委員会設置会社の監査等委員を含む)の選任	7.2	10.9	9.4
役員報酬の決定	10.8	14.0	11.8
自己株式の取得	2.2	2.9	2.2
発行可能株式総数(授權枠)の変更	0.6	1.5	2.0
取締役の員数変更(増員、削減、上限設定など)	2.2	4.7	2.6
買収防衛策	2.0	2.7	4.6
ストックオプションの付与	4.1	6.9	5.4
役員退職慰労金の決定	9.8	12.2	10.4

(注) 回答者の数は2016年539人、2017年551人、2018年541人。

(出所) 『ノムラ個人投資家サーベイ』をもとに野村資本市場研究所作成

図表 16 議決権行使をしない理由（複数回答）

単位：%

回答	2016	2017	2018
面倒だから	38.1	38.6	44.2
行使しても影響がほとんどないから	37.4	43.9	44.2
議決権を行使して意見表明する必要があるような議案がなかったから	10.7	10.2	11.4
議案を検討する時間的余裕がなかったから	7.5	5.1	5.8
株主総会に出席できなかった、あるいは議決権行使書面を送付し忘れたから	3.4	3.4	4.1
投資スタイルが主に短期投資、キャピタルゲイン追求などであり、議決権を行使することは重要ではないと考えられるから	3.2	3.6	2.9
議決権行使そのものに関心がないから	12.9	10.2	15.3
議案の内容が良く分からなかったから	6.3	4.6	2.7
その他	3.6	2.2	3.6

(注) 回答者の数は2016年363人、2017年369人、2018年386人。

(出所) 『ノムラ個人投資家サーベイ』をもとに野村資本市場研究所作成

Ⅲ 2019年以降の機関投資家議決権行使基準改定の論点

ここまで 2018 年 6 月の株主総会における主要上程議案の賛否状況とその特徴を述べて来たが、全体的にみれば主要議案の賛否の状況は 2017 年と比べ大きな変化はなかった。機関投資家の議決権行使基準はすでに整備されており、変更が必要な議案が少なくなったためと考えられる。2019 年以降も同様な傾向が続くと見られるが、そうした中でも基準の見直しを検討する必要があると考えられる論点は以下ようになる。

1. 役員選任議案

1) 社外取締役の人数の増員

2019 年以降の機関投資家による議決権行使ガイドラインを考える上でまず論点となるのは、社外取締役の増員であろう。現在、国内の機関投資家の多くは 2 名以上の社外取締役を置くことを求めているが、これを例えば 3 分の 1 に増員することを求めるかどうかを検討のポイントと考えられる。

社外取締役については、既に海外機関投資家の一部で 3 分の 1 以上の独立性の高い社外取締役の選任を求める動きも見られているが、国内機関投資家が検討する上で参考とされるのは、2018 年 6 月に改訂されたコーポレートガバナンス・コード（以下 CG コード）であろう。改訂 CG コードの原則 4-8 をみると、前段の「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。」という部分は変わっていない。

しかし、後段については、改訂前の CG コードでは、「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、自主的な判断により、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、そのための取組み方針を開示すべきである。」となっていたが、これが、「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。」とされた。

すなわち、CG コードでは独立社外取締役の 2 名以上選任をベースに、3 分の 1 以上が必要と考える企業は必要と考える数の社外取締役の設置を求めており、その意味では社外取締役の 3 分の 1 以上の選任を求める傾向が従前に比べ高くなったと解釈することが可能であろう。さらに、2019 年 2 月より、ISS の議決権行使助言ポリシーにおいて、指名委員会等設置会社と、監査等委員会設置会社には 3 分の 1 以上の社外取締役を求めるといった動きもある。

これらを総合して考えると、国内の機関投資家の多くで社外取締役の増員を求める

ことを検討すると考えられるが、実際に増員に踏み切る機関投資家がどの程度になるかについては、現状ではまだ不透明である。また、我が国の取締役会構成を見ると、CGコードが前提としている、執行と監督の機能が分離したモニタリング・ボード型と、監査役会設置会社の多くがベースとしている、双方の機能が分離していないマネジメント・ボード型があるが、特に後者にさらなる社外取締役の増員を求めると、かえって取締役会で活発な議論や重要な意思決定を迅速に行えなくなるのではないかと懸念が聞かれることもあり、慎重な検討が必要であろう。

ただし、監査等委員会設置会社の社外取締役や、親子上場の子会社、買収防衛策を有する企業などでは、より高いガバナンスの水準を求める投資家が多いことから、たとえ基本が2名以上であっても、これらの企業では3分の1以上の社外取締役を求める動きが進む可能性が考えられる。

2) ROE 基準等の引き上げ

企業業績などのファンダメンタルズが改善してきた中で、取締役選任議案等で用いられる ROE や業績に関する数値基準を従来よりも高い水準に見直す動きも想定される。ただ、これについては、「議決権行使で求める基準は最低限企業に達成してほしい水準に設定しており、今しばらく企業業績等の状況を見る必要がある」と考える投資家が、2018年8月から9月にかけて主要な国内機関投資家に対し野村資本市場研究所が行ったヒアリングでは多かったことも考えると、水準の引き上げが進むには時期尚早ではないかと思われる。

3) ダイバーシティ

取締役会におけるダイバーシティも議決権行使基準の改定における重要な論点の一つになるであろう。ダイバーシティについては、改訂 CG コードの原則 4-11 において、「取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすため知識・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。」とされ、「ジェンダーや国際性の面を含む多様性」という文言が付加された。また、CGコードの改訂とともに制定された「企業と投資家の対話ガイドライン」においても、その 3-6 において、「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」とされており、ここでは CG コードに比べ一歩踏み込んで、女性の社外取締役の選任について言及されている。

さらに、大手議決権行使助言会社のグラス・ルイスでも、2019年2月より、TOPIX100 構成企業に対し最低1人の女性取締役の採用を求め、この基準を満たさない場合には経営トップ等の取締役選任議案に反対推奨することとなる。

取締役会のダイバーシティについては、企業の課題や中長期的な方向性に合致した

構成になっているかという観点から、取締役会構成者の経歴等のバックグラウンドの多様性が最も重要であり、ジェンダーや国際性だけが重要なのではないという意見がある。その一方で、ジェンダーや国際性が重要ではない企業はほとんどないと考えられるため、すべての企業が一定数の女性や外国人の取締役を置くべきとの考え方もある。ただ、すべての企業に選任を求めると、企業価値の向上という目的から外れた形式的な対応を誘発する可能性もある。従って、議決権行使基準での設置を義務付けるよりも、むしろ投資家と企業との対話、エンゲージメントにおけるテーマとなる可能性が高いと考えられる。

2. 剰余金処分

剰余金処分については、2018年の議決権行使にも見られている、キャッシュリッチ企業にもかかわらず配当性向が低いなど、企業の還元能力に比して実際の還元額が少ない企業に対し、同議案に反対の意思表示をする投資家が増えてくるかどうか注目される。

3. 役員報酬関連

役員報酬に関しては、株式報酬型などそのバリエーションが増える中で改めてそのスキームにおいて、希薄化や権利行使までの待機期間、付与対象者（特に社外取締役を含めるかどうか）、付与条件などを精査する動きが進むであろう。しかし、こうした報酬制度が本当に企業価値の向上に結び付くか否かについては必ずしも明確ではないため、議決権行使に反映させるよりは、ダイバーシティと同様に企業と投資家との対話において、株式報酬と企業価値向上をどのように結び付けることを考えているかが重要テーマの一つとなることが考えられる。

4. 「議決権行使が杓子定規」という企業からの意見への対応

4点目の、「議決権行使が杓子定規」という企業からの意見への対応は個別の議案ではないが、企業と投資家との間の「建設的な対話」と議決権行使を考える上では重要である。2017年から始まった機関投資家の議決権行使の個別開示により、企業からは「企業個別の事情を勘案せず、議決権行使ガイドラインに形式的に従って行使する『杓子定規』的な対応が多くなった」という意見が聞かれる。もちろん、企業側の個別事情のすべてを投資家が考慮し、議決権行使における賛否に反映させる必要は乏しいであろう。しかし、企業と投資家との建設的な対話を進めるうえで、議決権行使ガイドライン通りの対応を行うだけでは十分ではないこともまた事実である。ガイドラインに合致しないとして企業側に門前払いされたという心証を抱かせるのではなく、企業の見解を聞いたうえで、真に、議案への賛否を変える必要性がある理由であるかを丁寧に検討することが必要ではないかと考える。