

## 2018 年議決権行使の注目点

西山 賢吾

## ■ 要 約 ■

1. 2018 年の株主総会集中日は 6 月 28 日であるが、その集中率（6 月 28 日開催企業数の 6 月開催企業全体に占める割合）は 3 年ぶりに上昇すると見られる。しかし、株主への招集通知の早期送付や、ウェブを用いて株主への送付より早く上程議案を開示する企業は増えており、株主が議案を精査する時間を確保するための企業の取り組みが進んでいると言えるであろう。
2. 近く改訂が予定されているコーポレートガバナンス・コードや議決権行使助言会社の助言方針などから考えると、機関投資家の議決権行使ガイドライン変更の主な検討ポイントは、社外取締役の増員、剰余金処分議案におけるキャッシュリッチ基準（金融資産保有額に比して配当額の少ない企業の議案に反対する基準）の導入、ストックオプションや株式報酬型制度において社外取締役を付与対象とすることの容認、等が挙げられるであろう。ただし、全体的にみると変更は小幅に留まると見られるため、主要議案の賛成率は 2017 年 6 月や 2018 年 3 月に株主総会を開催した企業と大きな変化はないと考えられる。
3. 投資ファンドからの株主提案が注目されているが、2018 年 3 月開催の株主総会における株主提案の賛成率をみると、可決に至るまでにはまだ距離があるように見える。しかし、議案によっては機関投資家からの賛成も出ているため、6 月開催の株主総会における株主提案において、真に企業価値の向上に結びつくとして多くの投資家の賛同を集める内容の提案が見られるかどうか注目される。
4. スチュワードシップ・コードが 2017 年に改訂され、多くの機関投資家が議決権行使の結果を個別議案ベースで開示するようになったが、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードが期待する企業と機関投資家との建設的な対話において、議決権行使結果がテーマになる機会が増えているとはまだ言い難い。2018 年 6 月開催の株主総会における議決権行使結果が重要な対話テーマとなり、対話を通じて企業と機関投資家の相互理解が深まることにより、我が国企業のコーポレートガバナンスがさらに進化すると期待される。

## I. 総会集中率の緩和は一巡も、議案の早期開示は一段と進展

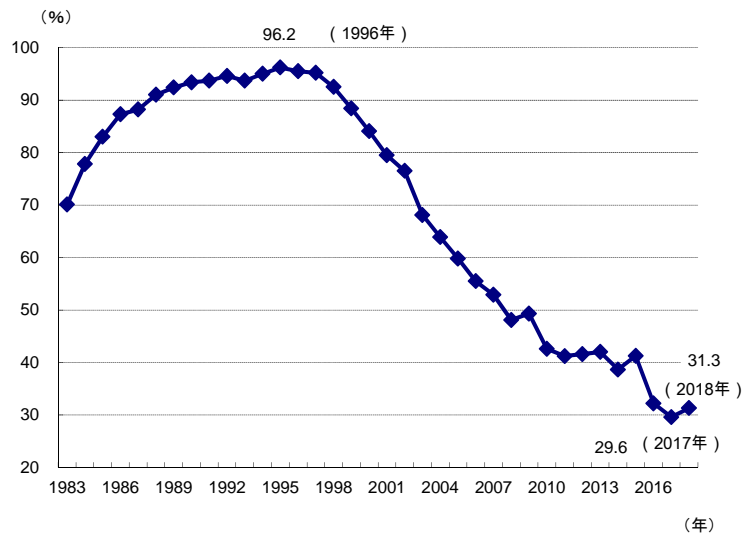
### 1. 2018年6月株主総会の集中日は28日、集中率は2年ぶりに30%に

2018年3月に本決算期を迎えた企業の大多数は6月に株主総会を開催するが、東京証券取引所（以下、東証）がとりまとめた株主総会に関するアンケートによれば、最も多くの企業が株主総会を開催するのは2018年6月28日であり、株主総会の集中率は5月10日現在で同アンケートに回答した企業の31.3%に上る（図表1）。

図表1に示したように、6月開催の株主総会集中率は2017年に、データをさかのぼることのできる1983年以降で初めて30%を割り29.6%に低下したが、2018年は3年ぶりに上昇することになりそうである。ただし、株主、特に大量の議決権行使を行う機関投資家にとって重要と考えられる株主総会上程議案の早期開示は、後述のようにウェブサイトの利用等によりさらに進んでおり、企業が株主に対し上程議案を精査するための時間を作る取り組みはさらに進んでいる。

その一方、集中日の前2営業日を含む3営業日（6月26日、27日、28日）でみると、この間に株主総会を開催する企業はアンケート回答企業全体の65.8%に上っている。集中日近辺という観点でみると、株主総会開催の分散化にはまだ課題が残るといえるであろう。

図表1 6月開催株主総会の集中率の推移（2018年5月10日現在）



(注) 対象は東証上場企業の中で、6月に株主総会を開催する企業  
(出所) 東京証券取引所資料より野村資本市場研究所作成

## 2. ウェブサイトを利用した議案の早期開示はさらに進む

上述のように、小幅ながらも株主総会の集中率の上昇が見込まれるものの、会社法上は株主総会開催2週間までに送付が求められる株主総会招集通知の発送や、東証による適時開示情報システムであるTDNetや、自社のウェブサイトを利用して、上程議案を株主への送付より早く開示する動きはさらに進んでいる。

図表2は、2009年から継続してデータを取得できた300社を対象にした、東証のアンケートに基づく株主総会招集通知の発送時期の推移である。これを見ると、法定の期限に近い株主総会開催前14～15日前の発送は2009年の33.3%から年を経るごとに低下し、2018年には4.0%となる一方、22日前またはそれ以前の割合は2009年の8.7%から2018年には46.0%に上昇している。

図表2 招集通知発送日の時系列推移

単位: %

| 株主総会開催日     | 2009年 | 2012年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 14日前～15日前   | 33.3  | 24.3  | 18.7  | 13.3  | 3.3   | 4.0   |
| 16日前～17日前   | 21.0  | 10.3  | 15.0  | 10.7  | 12.3  | 11.0  |
| 18日前～19日前   | 7.3   | 16.0  | 8.0   | 12.3  | 11.3  | 9.7   |
| 20日前～21日前   | 29.7  | 39.7  | 49.3  | 51.3  | 28.7  | 29.3  |
| 22日前またはそれ以前 | 8.7   | 9.7   | 9.0   | 12.3  | 44.3  | 46.0  |

(注) 2009年より継続してデータを取得できた300社を対象  
(出所) 東京証券取引所資料より野村資本市場研究所作成

また、図表3は東証によるアンケートに基づいた、招集通知を株主に送付する前にウェブサイトで開示する企業の割合である。14年にはアンケート回答企業の9.7%に過ぎなかったが、2015年6月にコーポレートガバナンス・コードが制定され、その中で「招集通知に記載する情報は、株主総会の招集に係る取締役会決議から招集通知を発送するまでの間に、TDNetや自社のウェブサイトにより電子的に公表すべきである(補充原則1-2②)」とされたこともあり、その後実施企業の割合は大きく上昇し、2018年は82.5%に達している(2018年5月10日現在)。

図表 3 8割超の企業が招集通知を株主送付前に開示

|                 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 東証アンケート回答社数(社)  | 2,007 | 2,058 | 1,988 | 2,127 | 1,959 |
| 発送前開示(予定)企業数(社) | 194   | 747   | 1,486 | 1,740 | 1,617 |
| 発送前開示(予定)割合(%)  | 9.7   | 36.3  | 74.7  | 81.8  | 82.5  |

(注) 2018年は5月10日現在

(出所) 東京証券取引所資料より野村資本市場研究所作成

## II. 2018年6月株主総会の注目点

### 1. 議決権の行使の傾向に大きな変化がなかった2018年3月株主総会

主に12月に本決算を迎えた企業が開催した2018年3月株主総会は、次節で述べる通りISSやグラスルイス、一部国内大手機関投資家の議決権行使ガイドラインが変更された中で行われた。しかし、図表4に示した、2018年3月に株主総会を開催したRussell/Nomura Large Cap構成企業(48社)における主要議案の賛成率を見ると、2017年3月株主総会開催企業(44社)の主要議案賛成率と概ね同水準であり、傾向に大きな変化は見られなかった。また、他の企業に比べ賛成率は相対的に低いと考えられる理由も、例えば取締役選任議案では企業不祥事や業績不振、低い資本効率性(例えば低水準のROE)等であり、大きな変化はなかった。

図表4 2018年3月株主総会開催企業の主要議案賛成率

|           | 上程社数割合 (%) | 平均賛成率 (%)   | 最大値 (%) | 最小値 (%) | 標準偏差 (%) | 参考: 2017年3月総会上程社数の割合 | 平均賛成率 (%)  |
|-----------|------------|-------------|---------|---------|----------|----------------------|------------|
| 取締役(社内)   | 87.5       | <b>96.1</b> | 99.6    | 78.2    | 3.4      | 93.2                 | 95.9       |
| 取締役(社外)   | 75.0       | <b>96.7</b> | 99.9    | 67.7    | 4.4      | 77.3                 | 95.8       |
| 取締役(計)    | 93.8       | <b>96.3</b> | 99.9    | 67.7    | 3.8      | 93.2                 | 95.9       |
| 監査役(社内)   | 29.2       | <b>96.8</b> | 99.1    | 93.1    | 2.0      | 18.2                 | 96.6       |
| 監査役(社外)   | 37.5       | <b>94.0</b> | 100.0   | 65.7    | 9.6      | 27.3                 | 94.7       |
| 監査役(計)    | 45.8       | <b>95.1</b> | 100.0   | 65.7    | 7.7      | 43.2                 | 95.4       |
| 監査等委員(社内) | 14.6       | <b>96.2</b> | 98.4    | 92.0    | 2.3      | 2.3                  | 97.3(1件のみ) |
| 監査等委員(社外) | 12.5       | <b>98.0</b> | 99.6    | 94.5    | 1.5      | 9.1                  | 81.8       |
| 監査等委員(計)  | 16.7       | <b>97.4</b> | 99.6    | 92.0    | 1.9      | 9.1                  | 83.5       |
| 買収防衛策     | 4.2        | <b>74.1</b> | 79.3    | 69.0    | 7.2      | 2.3                  | 62.2(1件のみ) |
| 定款変更      | 20.8       | <b>98.8</b> | 99.9    | 96.6    | 1.2      | 15.9                 | 97.7       |
| 剰余金処分     | 72.9       | <b>98.2</b> | 100.0   | 90.1    | 2.0      | 72.7                 | 97.7       |
| 慰労金贈呈関連   | 2.1        | <b>73.5</b> | 76.1    | 71.0    | 3.6      | 6.8                  | 78.9       |
| 賞与支給      | 8.3        | <b>96.2</b> | 99.1    | 91.7    | 3.2      | 4.5                  | 93.4       |
| 報酬額改定     | 29.2       | <b>94.1</b> | 99.8    | 77.9    | 6.6      | 9.1                  | 94.0       |
| ストックオプション | 10.4       | <b>85.0</b> | 98.8    | 70.8    | 10.1     | 25.0                 | 94.4       |

(注) 対象は2018年3月に株主総会を開催した Russell/Nomura Large Cap 構成企業 (48社)。2017年3月の対象企業数は44社

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

## 2. 議決権行使助言会社の議決権行使助言方針の主要改定点

代表的な議決権行使助言会社である ISS とグラスルイスの日本向け助言方針改定のポイントは以下の通りであるが、すでに2018年2月株主総会より改定、適用されているものもある。

まず、ISS の改定点は、①指名委員会等設置会社及び監査等委員会設置会社における取締役会構成要件の厳格化と、②事前警告型買収防衛策に対する「総継続期間」要件の導入である。①は1年の周知期間をおき、2019年2月以降開催の株主総会より採用するが、指名委員会等設置会社及び監査等委員会設置会社では、取締役のうち3分の1以上を社外取締役とすることを求める。また、監査役会設置会社には従来通り2人以上の社外取締役を求める。なお、ISS の規定する独立性の基準は、社外取締役には採用しない。②については、買収防衛策を導入する期間について、買収防衛策を初めて導入した時を起点に、基本的に3年以内とすることを求める。これは2018年2月以降開催の株主総会よりすでに適用されている。

一方、グラスルイスにおける改定点は、①剰余金の配当の決定を取締役会授権とする定款変更議案に対する要請、②買収防衛策導入企業に対する独立社外役員数値基準の厳格化、③同社の定める取締役、監査役の兼任企業数要件の改定、④女性役員等に関する数値基準の導入である。①～③は2018年2月以降開催の株主総会よりすでに採用しており、④は2019年2月以降開催の株主総会より採用する。

①は剰余金の配当の決定を取締役会授権にするに当たり、「株主総会の決議によらず、取

締役会の決議によって定める」というように、株主総会での決議を排除すると解釈されるような文言が入っている場合には、当該定款変更議案に反対の助言を行うというものである。②は買収防衛策を導入している企業に求める独立社外役員について、従来の全役員数の3分の1以上から過半に厳格化するものである。また③は、グラスルイスの規定する取締役、監査役兼任企業数を計算するに当たり、上場グループ会社複数で兼任している場合でも1社として計算するものである。④はTOPIX100構成企業に対し1人以上の女性役員の登用を要請するものである。ただし、女性役員等が不在の場合、登用に向けての取り組み状況などの説明があれば、それを考慮して助言を行う（図表5）。

図表5 ISS、グラスルイスの議決権行使助言方針の主な改定ポイント

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ISS                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・指名委員会等設置会社及び監査等委員会設置会社における取締役会構成要件の厳格化(取締役の3分の1を社外とする:2019年2月より)</li> <li>・事前警告型買収防衛策に対する「総継続期間要件(3年以内)」の導入(2018年2月より)</li> </ul>                                                                                                                                       |
| グラスルイス                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・剰余金の配当等の決定を取締役会のみとし、株主総会による決議を排除する定款変更には反対助言(2018年2月より)</li> <li>・買収防衛策導入企業の独立社外役員数基準の厳格化(3分の1以上から過半数へ:2018年2月より)</li> <li>・取締役、監査役兼任状況(上場グループ会社複数社で兼任していてもグラスルイスの兼任企業数計算上1社とする:2018年2月より)</li> <li>・女性役員等に関する数値基準(TOPIX100構成企業に対し1人以上の女性役員の登用を要請:2019年2月より)</li> </ul> |

(出所) ISS、グラスルイス資料より野村資本市場研究所作成

### 3. 機関投資家の議決権行使方針改定に関する検討ポイントと注目される主要議案

議決権助言会社の助言方針改定、2018年6月にも改訂が見込まれるコーポレートガバナンス・コードや、同時に制定が予定される投資家と企業の対話ガイドライン（いずれも金融庁、東証）、価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス（経済産業省）などから考えると、国内を中心とした主要機関投資家において改定や改定が議論されると考えられる主な議案と、その論点としては以下が挙げられるであろう。

#### 1) 役員選任議案

役員選任議案についてまず考えられるのは、社外取締役の人数である。現在国内主要機関投資家の多くでは2人以上としているが、これを例えば3分の1以上にするなど、増員を要請するかどうかのポイントとなるであろう。東証1部上場企業の27.2%（2017年7月14日現在、東証調べ）ですでに3分の1以上の独立社外取締役が選任されているが、コーポレートガバナンスのさらなる拡充のためには、社外取締役の増員が必要であるという声は少なくない。一方、我が国企業の多くは監査役会設置会社であり、その多くは監督と執行が分離していない、いわゆるマネージメントボード型の取締役会構成となっている中で

は、必ずしも社外取締役を増やすことがコーポレートガバナンスの拡充や経営陣の迅速果敢な意思決定につながるとは限らないとの意見もある。

これらのことを考慮すると、少なくとも2018年の議決権行使基準においては、引き続き2名以上の社外取締役を求める国内投資家が多くを占めると考えられる。ただし、2015年に改定された会社法で採用が認められ、現在800社を超える上場会社が採用する監査等委員会設置会社については、監査等委員会の社外取締役のほかにも社外取締役を置くことがコーポレートガバナンスの向上につながるとして、3人以上の社外取締役を求める投資家も増えている。

社外取締役の人数以外の検討点としては、①社外役員の兼職、在任期間に関する規定、②独立性基準の採用、見直し、③経営トップの取締役選任につながるROEなど数値基準の採用、あるいは同基準の厳格化、④女性や外国人などの社内・社外取締役への登用に代表されるダイバーシティなどが考えられるであろう。

## 2) 剰余金処分

剰余金処分に関しては、自己資本比率や金融資産の総資産に占める比率が高いにも関わらず配当性向の低い企業については同議案に反対するという、いわゆる「キャッシュリッチ基準」の導入や、導入の検討を行う機関投資家が見られている。投資家と企業の対話ガイドラインやコーポレートガバナンス・コード改訂議論の論点として我が国企業の内部留保水準の高さが取り上げられるなど、効率的な資金の活用の促進が求められていることが背景にあると考えられる。

## 3) 役員報酬関連

我が国企業の競争力を高め、持続的な成長を促すため、経営陣に対するインセンティブの重要性が各所で議論される中、いわゆる株式報酬型制度の導入や成果に応じた報酬制度の導入を行う企業が増加している。役員報酬制度に関し投資家が把握したいのは、それが企業価値向上へのインセンティブになる報酬体系やスキームになっているかであり、そうした点についてはすでに役員報酬制度は重要な対話のテーマとなってきた。一方、株主総会での役員報酬関連議案に関しては、ストックオプションや株式報酬型報酬制度の導入より想定される発行株式数の希薄化が著しく大きくないかどうか、ストックオプション等の行使において一定（例えば2年以上）の待機期間（行使できない期間）が設定されているかなどがポイントになっている。

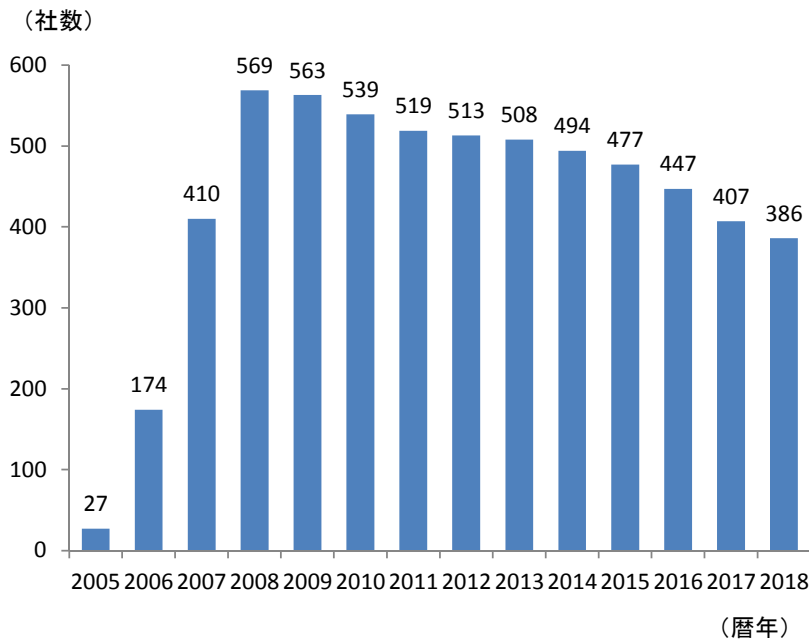
一方、付与対象者については、従前は社外取締役や社内外監査役を対象にすることに反対する投資家が多かった。しかし、特に社外取締役については、コーポレートガバナンス改革において経営陣の迅速果敢な意思決定の後押しが重要な役割として期待されており、そうであれば、一律にストックオプション等の付与に反対する必要はなく、社外取締役を付与対象者としても良いのではないかと、この見方をする投資家も増えてきた。

#### 4) 買収防衛策

機関投資家の買収防衛策に対する見方は既に厳しくなっているが、2018年も上述したISSの「総継続期間」要件の採用に代表されるように、一段と厳格化する方向にあり、実際に買収防衛策の新規導入や更新議案の賛成率は、図表4にも示したように他の議案に比べ低くなっている。こうした状況もあり、買収防衛策を非継続（廃止）とする企業が増えている。5月18日現在、2018年（暦年）の買収防衛策新規導入は3社に留まる一方、非継続とする企業は24社に上る。この結果、買収防衛策を導入している企業は386社まで減少した（図表6）。

また、買収防衛策を非継続としている企業は相対的に時価総額が大きく、前回の買収防衛策更新議案の賛成比率が相対的に低い企業が多いという特徴が見られている。図表7は2018年1月4日より5月18日までに買収防衛策を更新した企業（63社）と、非継続とした企業（24社）について、時価総額と前回の株主総会での買収防衛策関連議案の賛成率の平均を見たものである。まず時価総額を見ると、買収防衛策を更新した企業では平均値は1,217億円、中央値が318億円であり、時価総額が相対的に小さな企業が多いことが分かる。一方、買収防衛策を非継続とした企業の時価総額を見ると、平均値が2,984億円、中央値が2,052億円であり、相対的に時価総額が大きい。また、前回の買収防衛策関連議案の賛成率を見ても、買収防衛策を非継続とした企業の方が、単純平均値、時価総額加重平均値とも低いことが分かる。

図表6 買収防衛策導入企業数は400社を割った



(注) 2018年5月18日現在

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成



図表 7 買収防衛策継続企業と非継続（廃止）企業の比較

|                          | 防衛策継続<br>公表企業 | 防衛策非継続<br>公表企業 |
|--------------------------|---------------|----------------|
| 社数(社)                    | 63            | 24             |
| 時価総額<br>(2017年末平均値:10億円) | 121.7         | 298.4          |
| 時価総額<br>(2017年末中央値:10億円) | 31.8          | 205.2          |
| 前回の賛成比率<br>(単純平均:%)      | 82.6          | 73.6           |
| 前回の賛成比率<br>(時価総額加重平均:%)  | 78.7          | 67.4           |

(注) 1. 対象は2018年1月4日より5月18日までに買収防衛策の継続、非継続を公表した企業  
 2. 非継続企業の前回賛成比率は、取締役会決定のみで買収防衛策の更新を行っていた2社を除く22社を対象  
 (出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

このように、買収防衛策については機関投資家を中心に非常に厳しい見方を取っている。企業側からは「ガバナンス体制の整備や恣意的発動可能性の排除など、個別の企業での取り組みをほとんど勘案せず買収防衛策に反対している」との批判も聞かれるが、機関投資家からは、「企業買収の局面において、企業側と買収者側の提案のどちらが企業価値の向上に結びつくか（すなわち買収提案に賛成するか否か）は投資家が独自に判断するものであり、買収防衛策の必要性はそもそも低い」との見方が多いこともあり、買収防衛策関連議案の賛成率は引き続き低いものになると考えられる。また、更新議案の上程を予定する企業の中で機関投資家保有比率が相対的に高い企業も見られることから、同議案が否決されるリスクも存在すると考えられるであろう。

## 5) 株主提案

2017年6月の株主総会において投資ファンドが提案した株主提案が可決されるなど、株主提案を巡る動きが活発化している。しかし、2018年3月の株主総会において投資ファンドから提出された株主提案は全て否決された。賛成率も一部を除いては20%近辺であり、可決に至るまでにはやや距離があるように見える。

ただし、2018年3月開催株主総会の賛否結果の個別開示をすでに行った国内主要3機関投資家の動向を見ると、図表8に示したように、議案によっては株主提案に賛成する事例も見られている。機関投資家の株主提案への賛成要件は「中期的な企業価値の向上に結びつくかどうか」であり、「ファンドだから云々」といった提出者の属性は基本的に無関係である。2018年6月の株主総会においても図表9に挙げたような株主提案がすでに判明し

ている。把握される株主提案の数は今後さらに増えるであろうが、その中で、真に企業価値の向上に結びつくとして多くの投資家の賛同を集める内容のものが見られるかどうか注目される。

また、こうした中では、株主提案をされた企業側の方でもいかに「自分たちの経営の方が企業価値を向上させることができる」という点を投資家に伝え、賛同を得ることができるかが注目される。

図表 8 2018年3月株主総会に上程された主な投資ファンドからの株主提案

| 提案内容                            | 賛成率(%) | 機関投資家の賛否 |    |    |
|---------------------------------|--------|----------|----|----|
|                                 |        | a社       | b社 | c社 |
| <b>A社</b>                       |        |          |    |    |
| 取締役1名解任の件                       | 17.2   | ×        | ×  | NA |
| 定款一部変更の件(取締役員数10→12)            | 18.7   | ×        | ×  | NA |
| 取締役1名選任の件                       | 17.3   | ×        | ×  | NA |
| 補欠監査役1名選任の件                     | 17.3   | ×        | ×  | NA |
| 剰余金処分の件                         | 14.0   | ×        | ×  | NA |
| 定款一部変更の件(「ROEを意識した経営」と題する章の新設)  | 14.3   | ×        | ×  | NA |
| <b>B社</b>                       |        |          |    |    |
| 買収防衛策廃止の件                       | 44.8   | ○        | ○  | ○  |
| 買収防衛策の導入方法                      | 44.3   | ○        | ○  | ○  |
| 定款一部変更の件(指名委員会会社制度への移行)         | 15.8   | ×        | ×  | ○  |
| 定款一部変更の件(取締役社長と取締役議長の兼任禁止)      | 22.2   | ○        | ×  | ○  |
| 定款一部変更の件(累積投票による取締役選任について)      | 20.4   | ×        | ×  | ○  |
| 取締役の報酬額設定(少数株主の利益と連動する報酬体系採用の件) | 6.4    | ×        | ×  | ×  |
| <b>C社</b>                       |        |          |    |    |
| 剰余金の配当                          | 20.3   | ○        | ×  | ○  |
| 取締役任期の短縮(2年→1年)                 | 28.4   | ○        | ×  | ○  |

(注) 機関投資家の賛否は、○が賛成、×が反対

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

図表9 2018年6月株主総会に上程される主な株主提案

| 社名           | 提案内容の概要                                                |
|--------------|--------------------------------------------------------|
| アルパイン        | 剰余金処分、取締役選任                                            |
| ソレキア         | 剰余金処分、取締役員数の削減、定款変更(「ROEを意識した経営」「政策保有株式の売却」等の項を定款に新設)等 |
| 21LADY       | 取締役選任                                                  |
| 新生銀行         | 取締役の報酬額改定                                              |
| 東京放送ホールディングス | 東京放送ホールディングス普通株57株に対し東京エレクトロン株1株を現物配当                  |

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

#### 6) 2018年6月株主総会における主要議案の賛成率には大きな変化がないと考えられる

機関投資家の議決権行使基準は、コーポレートガバナンス改革の進捗とともにかなり整備されてきたと考えられる。よって、上述のような見直しのポイントを受け機関投資家の議決権行使基準に変更があったとしても、それらは総じて部分的、限定的なものに留まり、基準全体の考え方を大きく変えるまでには至るとは考えにくい。このため、議決権行使基準の変更があったとしても、それらが議案の賛否に与える影響は総じて小幅に留まり、結果として2018年6月開催の株主総会においても、昨年や2018年3月開催の株主総会と比較して主要議案の賛成率が大きく変化する可能性は低いと考えている。

### Ⅲ. 議決権行使結果が建設的な対話テーマになることを期待

2017年より始まった機関投資家による個別議案ベースでの議決権行使結果の開示により、各機関投資家の議決権行使に対するスタンスがより明確にされた。しかし、その一方、企業側からは「企業個別の事情をほとんど勘案せず、定めた議決権行使ガイドラインに従って行使する、いわゆる『杓子定規の行使』の傾向が強まった」という意見も聞かれた。他方、機関投資家からは、「個別開示を行っても、企業側からの議案の賛否結果についての問い合わせや説明の要請等はあまり増えなかった」という意見もあった。

議決権行使結果の個別開示は、企業と機関投資家との建設的な対話の促進であるが、「議決権行使個別開示元年」であった昨年の状況を見る限り、議決権行使結果が企業と機関投資家との対話の重要なテーマになったとは言い難いように見える。

2017年6月以降行われた主要議案に対する議決権行使結果を見ると、賛成率はこれまでと大きな変化はなく、個別開示を機に機関投資家の議決権行使基準が一律に厳格化した訳ではなかったといえる。しかし、会長や社長等の「経営トップ」の取締役選任議案への賛成率が低下し、80%未満であった社数は増加しており、経営トップの取締役選任議案に対する賛否は、株主総会後に始まる企業と投資家との対話における重要なテーマの一つと考

えられる。

コーポレートガバナンス・コードの補充原則 1-1①において、「取締役会は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである」とされており、企業は賛成率の低かった議案について、機関投資家からその反対理由を積極的に問うなどによりその原因分析を積極的に行っていくことが望まれる。

一方、機関投資家による個別開示に関する公表資料を見る限り、資料の紙幅の関係等もあるであろうが、議案に対する反対理由が必ずしも明確ではないケースも少なくないように見える。特に経営トップの取締役選任議案に対する反対は、業績不振、不祥事、ROE 基準に代表される資本効率性、社外取締役の人数が機関投資家の求める人数に満たない、等多岐にわたっており、企業側から見れば反対理由が明確に把握できないということも考えられる。

議決権行使結果が企業と機関投資家との対話の重要なテーマとなり、両者の対話を促進するものとなるためには、機関投資家側では、企業に理解、納得されやすいように議決権行使のガイドラインの考え方や個別議案に対する反対理由を丁寧、かつ積極的に説明すること、一方、企業側では機関投資家の考えを把握した上で、賛成比率の低い議案の理由の把握と対応を進めて相互理解を深めることが必要である。2018年6月開催の株主総会における議決権行使結果を対話テーマとしたエンゲージメントが積極的に行われることが、我が国企業のコーポレートガバナンスのさらなる進化につながると期待される。