

2019 年株主総会における主要議案議決権行使のポイント

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 2019 年の株主総会上程議案に対する、機関投資家を中心とした議決権行使基準の改定を検討するポイントとしてまず挙げられるのは、社外取締役の増員であろう。すでに大部分の機関投資家では複数の社外取締役の選任を求めているが、これを取締役総数の 3 分の 1 以上に引き上げるかどうか、多くの機関投資家で検討されている。しかし、すでに改訂された機関投資家の基準を見ると、全ての企業に対してではなく、支配株主が存在する企業や、監査等委員会設置会社である企業に対し、3 分の 1 以上の社外取締役を求めるところが比較的多くみられている。
2. コーポレート・ガバナンスコードの改訂で縮減の方針や保有の合理性に関する情報開示が求められた政策保有株式に関し、企業に縮減を求めていく上で、機関投資家が今後保有水準に関する今後何らかの数値基準を設定することも考えられる。しかし、明確な設定理由を説明できる水準の設定が難しいことや、大部分の企業が政策保有株式の情報を開示するのは株主総会後の有価証券報告書であるため、総会開催時点で入手できる情報が前年度のものになってしまうことなどの問題があり、まだ進んでいるとはいいがたい。このため、政策保有株式に関しては、企業と投資家との対話のテーマの一つとして取り上げられることが中心になるであろう。
3. 役員報酬に関しても投資家の関心が高いが、現在は「企業価値を高めることにつながる報酬制度が構築されているかどうか」が主要な関心である。よって、株主総会の上程議案で対応するよりも、企業との対話のテーマを通じ、投資家の考えを企業に伝えるとともに、企業に業績連動性の高い報酬制度の構築を求めていくことになろう。さらに、取締役会構成者の多様化という観点でジェンダーや国籍にも関心が高いが、こちらも、例えば女性役員の存在しない企業の取締役選任議案に反対するといった議決権行使で対応するよりも、企業との主要な対話のテーマとして取り上げられることが現状は主になるであろう。
4. 機関投資家の議決権行使に関し、企業側からは「判断が杓子定規」との批判は依然として少なくない。もちろん、機関投資家議決権行使基準から「例外的」に異なる判断をする余地は非常に小さいであろう。それでも、「機関投資家は個別の事情を勘案せず、門前払いをしている」との心証を企業側に抱かせてしまうと、議決権行使以外のテーマで建設的な対話を行うことが難しくなる懸念もある。よって、企業の見解を聞いた上で、機関投資家側の考えを丁寧に説明し、理解を得るように努めることが肝要であろう。

I. 改訂 CG コード関連の議決権行使基準見直しが進められる

6月を中心に開催される2019年の株主総会における機関投資家の議決権行使基準については、すでに見直しを終えて新しい基準のもとで運用を始めている機関投資家も見られるが、今後より多くの機関投資家により基準の見直しが行われることが想定される。特に今回は、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）で取り上げられた項目を中心に進められているようである。本稿では、2019年の株主総会に上程される主要議案に対する、機関投資家の議決権行使スタンス、及びその注目点について、CGコードの改定と関連付けながら述べていく。

1. 役員選任議案：社外取締役の増員

多くの機関投資家により検討される項目としては、まず、「社外取締役の増員を議決権行使基準において求めていくか」が挙げられる。現在のところ、議決権行使基準において2名以上の社外取締役の選任を求める機関投資家が多いが、2018年6月改訂のCGコード（原則4-8）においては、「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・責務を果たす資質を持っ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。」という点は改訂前と変わらないが、「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、（中略）、十分な人数の独立社外取締役を選任すべき」との文言が改訂コードには入っており、事実上、企業に社外取締役の増員を促す形になっている。実際に、外国人機関投資家では取締役総数の3分の1以上の社外取締役の選任を求めるところもすでに見られている。

こうした中、日本取締役協会が2018年8月1日に公表した「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」によれば、東証1部上場企業の中で取締役員数の3分の1以上の社外取締役を選任している企業は、2017年の35.2%から41.8%に上昇するなど、社外取締役を実際に増員する動きも着実に進んでいる。

その一方、日本の取締役会是指名委員会等設置会社のようなモニタリング・ボード型よりも監査役会設置会社を中心としたマネジメント・ボード型が多い。マネジメント・ボード型の取締役会において、その中に社外者が多く入ることは経営の迅速、果敢な意識決定を却って阻害するという見方もある。

このような状況の下で、社外取締役の増員に関し議決権行使基準において検討するポイントは「社外取締役の増員を求めるべきか、その場合、全ての企業に3分の1以上の社外取締役の選任を求めるかどうか」と考えられる。

図表1には、すでに議決権行使基準を変更した国内系機関投資家における役員選任議案に対する主な改訂点を挙げた。

図表1 取締役選任議案における主な国内系機関投資家議決権行使基準変更のポイント

<p>○アセットマネジメントOne(2019年4月より)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・取締役選任議案への反対要件の一つである「3期連続で東証一部上場企業のROE下位3分の1分位未満」に、「ただし、過去3期平均ROEが5%以上の場合は除く」を付加
<p>○ニッセイアセットマネジメント(2019年6月より)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・親会社が存在する企業では2人以上、かつ3分の1以上の独立社外取締役の選任を求める(新設)
<p>○野村アセットマネジメント(2018年11月より)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・全ての会社について社外取締役2名以上の選任を求める(改定前:直近3期のROE平均が8%未満の会社について社外取締役2名以上) ・支配株主の存在する会社において、直近3期ROE平均が8%以上の場合を除き、社外取締役3分の1以上の選任を求める(新設)
<p>○三井トラスト・アセットマネジメント(2019年1月より)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・2名以上または取締役員数の20%以上の独立社外取締役選任を求める(改定前:独立社外取締役2名以上の選任を求める) ・指名委員会等設置会社及び監査委員会等設置会社において、独立社外取締役が取締役員数の3分の1以上の選任を求める(新設)
<p>○三菱UFJ国際投信(2019年4月より)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・親会社が存在する企業では3分の1以上の独立社外取締役の選任を求める(新設)
<p>○三菱UFJ信託銀行(2019年4月より)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・原則社外取締役2名以上、取締役総数15人以上の場合は3名以上の社外取締役選任を求める。また、2020年4月からは取締役総数にかかわらず3分の1以上の社外取締役の選任を求める(従前は社外取締役2名以上の選任を求める) ・過去3期連続でROE5%未満の場合、当該期間中継続して在任した取締役全員に反対(改定前:過去5期連続でROE5%未満の場合、当該期間中継続して代表取締役であった取締役に反対)

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

これを見ると、三菱UFJ信託銀行では2020年より、すべての企業に3分の1以上の社外取締役選任を求めることを公表している(2019年は、取締役会の員数が15人以上の企業に対し3分の1以上の社外取締役の選任を求める)。しかし、他の国内系機関投資家ではすべての企業に対してではなく、監査等委員会設置会社や親会社等支配株主が存在する会社に対し3分の1以上の社外取締役の選任を求めることが多い。この状況から考えると、多くの国内系の機関投資家では、すべての会社に3分の1以上の社外取締役の選任を求めることにはなお慎重であるものの、委員会を設置し、モニタリング・ボード型の取締役構成となっている会社や、少数株主の利益保護が重要なポイントとなる支配株主の存在する企業などに対しては、より高い水準のカバナンス体制を目的に社外取締役の増員を求めるという考えをとっていると推察される。今後議決権行使基準を公表する機関投資家、特に国内系の機関投資家では同様の傾向がみられると考える。

もちろん、社外取締役がその期待される役割を果たすためには、人数のような形式的なものだけではなく、誰を選任するのという実質的な面も投資家の重大な関心事であることは言うまでもない。社外取締役の人数の増員と並んで、社外取締役の構成やバックグラウンドの多様性への注目は確実に高まるであろう。

2. ダイバーシティ、ROE 基準

改訂 CG コードの 4-11 において、「取締役会は、(中略) 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」となり、改訂前の文言に下線部が追加された。取締役会の多様性という面では、特に女性や外国人の役員が増えることが期待されている。また、後述するように、代表的な議決権行使助言会社の 1 つであるグラス・ルイスは 2019 年 2 月より TOPIX100 構成企業に対し、さらに 2020 年 2 月からは東証 1、2 部の企業に対し 1 名以上の女性役員の選任を求めるという動きもある。よって、議決権行使基準において、女性や外国人を取締役として選任を求めるかどうかも検討の対象となるであろう。

しかし、この点に関しては、議決権行使の基準として取り入れることにより、却って企業の形式的な対応を促進し、投資家の期待とは異なる社外取締役が増えてしまうことを懸念する機関投資家も多い。このため、女性や外国人の取締役としての選任を議決権行使基準で求めていくよりは、企業との「対話」の中で、ダイバーシティの促進を企業に対し求めるとともに、企業の見解を聞いていく形を多くの機関投資家がとることが想定される。

また、日本企業の資本効率性について、改善はみられるもののさらなる向上が必要であるという問題意識から、改訂 CG コードでは「資本コストを意識した経営」が重要視されている。資本効率性を見る代表的な指標として、現在 ROE は取締役選任議案の基準に取り入れている。これについて、いくつかの例外要件が付加されていることがあるものの、現状では、「ROE5%」を最低限企業に求める水準とし、これを下回る企業に対しては、経営トップ等の取締役選任議案に反対をするという議決権行使基準（いわゆる ROE5%基準）を定めている機関投資家が多い。

しかし、ROE5%基準を設定した時に比べ ROE の水準が上がってきていることや、さらなる資本効率性の向上が課題とされていることなどを考えると、より高い水準の ROE の達成を求め、議決権行使基準においても設定されている ROE 水準の引き上げも想定されることである。

ただし、これに対しては、議決権行使基準において、企業に求める ROE の最低水準を上げることは考えていないという投資家が多い。よって、ROE 水準の引き上げに踏み切る投資家が多く見られる等になるにはなお時間を要するであろう。そのような中、アセットマネジメント One では、従来からの「3 期連続で東証 1 部上場企業の ROE 下位 3 分の 1 分位未満に該当する企業の、3 年以上在任した取締役選任に原則反対」という基準に、「ただし、過去 3 期 ROE の平均値が 5%以上は除く」という文言を付加した。上場企業の ROE が向上してきたことにより、東証 1 部上場企業の下位 3 分の 1 に満たなくとも ROE が一定の水準に達してきたことを考慮し、それを議決権行使基準に反映させたと推察される。

3. 政策保有株式（株式持ち合い）の議決権行使基準への反映

改訂 CG コードの原則 1-4 では政策保有株式について、①縮減方針など保有方針の開示、

②保有銘柄の保有の適否の検証とその内容の開示、③議決権行使方針の策定、開示、④政策保有株主からの売却を妨げない、などが求められている。また、企業内容等の開示に関する内閣府令の改正により、2019年3月以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から、政策保有株式について、保有の合理性の検証方法等について開示を求めるとともに、個別開示の対象となる銘柄数を現状の30銘柄から60銘柄に拡大される。

このような状況を考えると、企業は株式の保有の合理性の説明や検証と、保有合理性が説明できない、あるいは合理性の失われた株式の売却がCGコードにより促されることになったといえる。一方で、機関投資家も、企業の政策保有株式に関し促されている対応を後押しすることが期待される。

議決権行使という観点から政策保有株式をこれに反映させることはなかなか難しいと考えられる。例えば、保有株式が「多い」という水準はどのあたりか、保有株式が多い企業に対しどの議案に反映させるのかなどである。議決権行使に反映させる議案としては、一般には経営トップの取締役選任が考えられるが、例えば業績が好調である企業の経営者に、株式保有が多いことをもってその選任(再任)に反対することが合理的であるかどうかという点も難しい。さらには、株式の保有状況が把握できる有価証券報告書の大部分は、現状では大部分が株主総会の後に公表されるため、議決権行使を行う期の株式保有状況が把握できない、などの問題がある。

それでも、「企業に政策保有株式の圧縮を促していく上では、何らかの数値基準を持つことも有用なのではないか」という意見がある。確かに、数値の設定にあたり、設定の根拠などを示すことが難しいのは事実である。しかし、例えば「ROE5%基準」の5%という数字も、これを議決権行使基準に取り込むにあたって、明瞭な根拠があるということは難しいであろう。しかし、このような基準を作成することにより、結果としてROEの水準を引き上げることにつながったこともまた事実であろう。例えば、2017年度末の段階で、上場事業法人が保有する他の上場企業の株式(時価ベース)保有金額は、対総資産で約4%、対自己資本で約10%である。このような「平均」をベースとして、数値を検討するたたき台とすることも検討に値するであろう。

4. 剰余金処分

先述のように、改訂CGコードにおいて「資本コストの的確な把握」が企業に求められる中、企業の保有する金融資産(キャッシュ)をどのように活用するのかという点について投資家の関心が一段と高くなってきたように感じられる。剰余金処分については、仮に議案が否決されると配当を受け取れない可能性が生じるため、これまでは同議案への反対は一部企業を除いてほとんど見られなかった。しかし、最近では、保有金融資産やネットキャッシュ(現金-有利子負債)の売上や総資産、自己資本対比の一定水準を上回る水準を保有している、いわゆる「キャッシュリッチ」企業であり、かつ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ては、同議案に反対の意思表示をする機関投資

家も見られてきた。こうした動きがさらに広がりを見せるかどうか注目される。

5. 買収防衛策関連

買収防衛策関連議案については、機関投資家の中ではすべての議案に反対するところも見られるなど、原則反対、ないしは賛成にするにあたって、その要件は非常に厳しい。一方、企業側でも、機関投資家の株式保有比率が相対的に高いところを中心に買収防衛策を廃止（非継続）とする動きが続いている。実際に2019年に入り、4月12日現在で、9社が廃止、10社が更新を公表している。19年は150社強が買収防衛策の更新時期を迎えると見られるが、機関投資家の買収防衛策に対する厳しいスタンスを勘案すると、今後も廃止を決める企業が増えると考えられる。また、更新するとしても、2018年6月に実施されたRussell/Nomura Large Cap 構成企業を対象とした上程議案の賛成率では、買収防衛策は62.8%であったことを考えると、相当数の反対が想定される上に、議案が否決されるリスクも考えておく必要があるだろう。

6. 「対話」の主要なテーマとなる役員報酬関連

株主総会の議案として役員報酬を考えると、議決権行使基準においては、例えばストックオプションが行使された際の株式の希薄化率や、付与対象者に社外取締役を含めるのかなど、がポイントになる。特に、社外取締役にストックオプションを付与することには柔軟な姿勢を見せる機関投資家が増えている。また役員報酬は、株式報酬型などその仕組みが増える中、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については必ずしも明確ではない。このため、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かが重要テーマの一つとなることが考えられる。

我が国のコーポレートガバナンス改革では、経営者や役員に企業価値の向上に対するインセンティブを与える上で、業績連動報酬制度の導入が注目されている。また、そのような制度が存在するのか、する場合にはそれほどのような仕組みで、どのような業績を達成すると報酬を受け取れるのかなどへの関心が高い。こうした点も対話の重要なテーマとなるだろう。有価証券報告書での役員報酬に関する開示も拡充されるため（2019年3月以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用）、役員報酬においては、議決権行使基準への取入れよりも、むしろ対話の重要なテーマとして取り上げる投資家が多くなると考えられる。

Ⅱ. 議決権行使助言会社の助言方針改定

1. ISS の助言方針改定

ISS の議決権行使助言方針の改定の概要は図表 2 の通りである。まず、2019 年 2 月より、指名委員会等設置会社及び監査等委員会設置会社の取締役会構成要件を厳格化し、取締役員数の 3 分の 1 を社外取締役とすることを求め、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、経営トップ（社長、会長）である取締役選任議案への反対を推奨する。ただし、社外取締役の独立性は問わない。また、監査役設置会社については従前通り 2 名以上の社外取締役を求める。

さらに、2020 年 2 月から採用されるのは「社外役員の独立性判断基準への株式持ち合い関係の追加」である。具体的には、「政策保有銘柄企業出身の社外取締役および社外監査役は、独立性がないと判断する」というもので、政策保有銘柄の判断に当たっては、有価証券報告書に記載されている「保有目的が純投資以外の目的である投資株式」を参照する予定である。

図表 2 ISS の議決権行使助言方針改定の概要

<p>①2019年2月より</p> <p>◎指名委員会等設置会社及び監査等委員会設置会社の取締役会構成要件の厳格化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・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、経営トップ（社長、会長）である取締役選任議案への反対を推奨 ・ただし、社外取締役の独立性は問わない ・監査役会設置会社については従前通り2名以上の社外取締役を求める <p>②2020年2月より</p> <p>◎社外役員の独立性判断基準への株式持ち合い関係の追加</p> <ul style="list-style-type: none"> ・政策保有銘柄企業出身の社外取締役および社外監査役は、独立性がないと判断 ・政策保有銘柄の判断に当たっては、有価証券報告書に記載されている「保有目的が純投資以外の目的である投資株式」を参照
--

(出所) ISS 資料より野村資本市場研究所作成

2. グラス・ルイス

一方、グラス・ルイスの助言方針の改定の概要は図表 3 の通りである。まず 2019 年 2 月より女性役員に関する数値基準を導入する。これは、女性役員（取締役、監査役、指名委員会等設置会社における執行役）が存在しない場合、監査役会設置会社または監査等委員会設置会社では会長（いない場合は社長）の、指名委員会等設置会社では指名委員会委員長の取締役選任に反対の助言を行う。対象は、2019 年は相対的に時価総額規模の大きな企業が中心の TOPIX100 を構成する企業であるが、2020 年からは対象を東証 1、2 部上場企業に拡大

することとしている。

2点目は「剰余金処分の方針の明確化」である。剰余金処分議案に関しグラス・ルイスは原則として会社側議案に賛成する方針である。2019年の助言方針改定後もこの原則は変わらない。しかし、配当の支払いが合理的か否かを判断する際に、過去数年の事業年度の現金保有水準、資本構成、財務実績、株主利益率など、全体的な企業財務状態を考慮することとする。この方針は2020年から厳密に適用するとしているが、2019年においても、前年度に剰余金処分議案が20%以上の反対を受けた企業や、配当政策、資本政策に対する株主提案がなされた企業などに対しては、改善傾向の有無などを考慮し、個別に判断することになる。また、2019年総会にて、配当政策や資本政策に対する株主提案を精査する場合は当該方針を適用するとしている。

図表3 グラス・ルイスの議決権行使助言方針改定の概要

2019年2月より

◎女性役員に関する数値基準

- ・TOPIX100 構成企業において、女性役員（取締役、監査役、指名委員会等設置会社における執行役）が存在しない場合、監査役会設置会社または監査等委員会設置会社では会長（いない場合は社長）の、指名委員会等設置会社では指名委員会委員長の取締役選任に反対推奨
- ・ただし、女性取締役がいない場合でも、企業が女性取締役選任の現状、今後の対応策、予定などを明確に説明、開示している場合はこの規定を適用しない場合もある
- ・2020年には当該対象を東証1、2部企業に拡大へ

◎剰余金処分の方針の明確化

- ・原則的に、企業の配当金（または無配当）の方針を支持するが、配当の支払いが合理的か否かを判断する際に、過去数年の事業年度の現金保有水準、資本構成、財務実績、株主利益率など、全体的な企業財務状態を考慮
- ・上記方針は2020年より厳密に適用。しかし、2019年においても、前年度に剰余金処分議案が20%以上の反対を受けた企業や、配当政策、資本政策に対する株主提案がなされた企業などに対しては、改善傾向の有無などを考慮し、個別に判断
- ・2019年総会にて、配当政策や資本政策に対する株主提案を精査する場合は当該方針を適用

（出所）グラス・ルイス資料より野村資本市場研究所作成

Ⅲ. 対話の深化と議決権行使

株主総会の主要上程議案を巡り注目される点を見ていくと、企業と投資家との「建設的な対話」のテーマと考えられるものが多くなっていることが改めて分かる。しかし、議決権行使は投資家の企業に対する最終的、かつ強い意思表示であるということには変わりがない。スチュワードシップ・コードやCGコードにおいて期待されている「対話の深化」は、それによって議決権行使の地位が低下することを意味するものではなく、むしろ最終的な意思表示として、議決権行使の重要性は高まるものとする。

その一方で、機関投資家の議決権行使に関しては、企業側から「議案に関する説明をしても、基準で決まっているので見解を変えることができないといわれる。企業の個別の事情が

勘案されず、判断が杓子定規である」という声が聞かれる。もちろん、議決権行使方針は検討を重ねた結果策定されているものである。企業側からの意見を聞いたからといって、個別事情をすべて投資家が考慮し、議決権行使における賛否が変わることはあまりないであろう。一方、企業側は説明をすれば機関投資家が個別の事情を理解、勘案してくれ、判断が変わることを多分に期待しているように思われる。そこに両者の考え方のギャップが生じ、企業から見ると、機関投資家の議決権行使は判断が杓子定規に思えることになるのであろう。

企業がこのように感じているからと言って、機関投資家側が判断を変える必要性は必ずしもないと考えられるものの、企業と投資家との建設的な対話を進める上で、「機関投資家は、議決権行使基準に合致しない議案に対しては個別の事情を全く考慮する余地はなく、門前払いをしている」という心証を企業に抱かせてしまうと、議決権行使以外のテーマで建設的な対話を行うことが難しくなる懸念もある。よって、企業の見解を聞いた上で、機関投資家側もなぜこのようなガイドラインになっているのか、（また、それゆえに議案の賛否を変えることは難しいということ）を丁寧に説明し、企業側に理解を得るように努めることが肝要であろう。また、企業の見解を聞いた結果、例外的に議案の賛否を変えることがあったならば、その理由について機関投資家はスポンサーや他のステークホルダーに積極的に説明することも非常に重要である。