

2019年の議決権行使状況と今後の注目点

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 2019年6月開催の株主総会では株主提案の可決事例が見られたり、低ROEや不祥事などを理由に経営トップ取締役選任議案の平均賛成比率が低い事例が増えるなど、興味深い動きが見られた。しかし、こうした動きは2019年の株主総会で突然生じたわけではなく、ここまで進められてきた一連のコーポレートガバナンス改革の効果が表れ始めたものとして評価できるであろう。
2. 2020年以降に向けての議決権行使基準に関する注目点は、①社外取締役増員（3分の1以上）への動きがさらに高まるか、そして、②親子上場企業、特に上場子会社に対するガバナンス強化を求める方向が考えられる。さらに、議決権行使基準への反映よりは、対話のテーマとして取り上げられることが多くなると想定されるものとして、③ダイバーシティ、④政策保有株式と議決権行使との関連付け、⑤委員会の委員長に独立社外取締役を求めることや、⑥任意の指名、報酬委員会であっても、各委員会の構成では独立社外取締役を多数とすることを求める、などが挙げられよう。
3. 企業と機関投資家との相互理解が深まることがコーポレートガバナンス改革の主題ではあるが、両者にはまだ認識ギャップが残っている。両者のギャップが完全に埋まることは難しいであろうが、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議から出された意見書（4）に示された、「議決権行使に至るまでの対話活動についての説明や株主総会議案の賛否の理由、対話活動及びその結果、情報提供の充実」はギャップの縮小に向け重要と考える。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 西山賢吾「2019年株主総会における主要議案議決権行使のポイント」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号（ウェブサイト版）。

I. 主要上程議案の賛否の状況

1. ストックオプション、監査役選任議案が増えたが、他は前年とほぼ同様の傾向

本稿では、2019年6月に実施された Russell/Nomura Large Cap 構成企業（276社）を主な分析対象とし、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、276社中271社（上程割合98.2%）であった。以下、剰余金処分（195社、70.7%）、監査役選任（154社、55.8%）と続く。監査役選任議案の上程企業数の前年比増加が目立ったが、監査役の任期は4年であり、4年前もその前年に比べ上程社数が多かった。よって、今年の上程社数の増加に固有の理由はなく、周期的なものと考えられる。また、ストックオプション関連（株式報酬型を含む）議案は、昨今の役員報酬改革を行う企業が増えたことが要因と考えられる。

2018年6月実施の株主総会と比較すると、上述のように、議案の上程割合は多少の変動はあったものの、上程の傾向には大きな変化はなかったといえるであろう。

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: 2018年6月総会 での上程社数	参考: 2018年6月総会 での上程割合
取締役選任	271	98.2%	263	95.3%
剰余金処分(配当など)	195	70.7%	191	69.2%
監査役選任	154	55.8%	128	46.4%
ストックオプション関連	57	20.7%	40	14.5%
定款変更	48	17.4%	57	20.7%
補欠監査役選任	47	17.0%	56	20.3%
役員報酬額の改定	44	15.9%	32	11.6%
役員賞与支給	32	11.6%	35	12.7%
監査等委員選任	31	11.2%	28	10.1%
株主提案	17	6.2%	14	5.1%
補欠監査等委員選任	12	4.3%	11	4.0%
買収防衛策	5	1.8%	5	1.8%
役員退職慰労金の贈呈、打ち切り支給	3	1.1%	4	1.4%

(注) 対象企業数は、2018年、2019年とも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」の平均賛成比率の差が拡大

まず、取締役選任議案について見る。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）に分け、その平均賛成比率などについて2017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、2019年の社外取締役の平均賛成比率は2018年の95.1%から95.0%に、社内取締役は2018年の94.9%から94.6%に低下した。その結果、取締役全体では2018年の94.9%から0.2%ポイント低下して94.7%となった。

2018年から社内取締役と社外取締役の平均賛成比率が逆転し、社内取締役の方が賛成比率は低くなったが、2019年は両者の差が拡大した(図表3)。次で述べるように、不祥事や低ROEにより経営トップの取締役選任議案への反対が増えたのに加え、経営トップだけではなく、取締役全員の再任に反対する投資家も以前に比べ増えたと推察される。

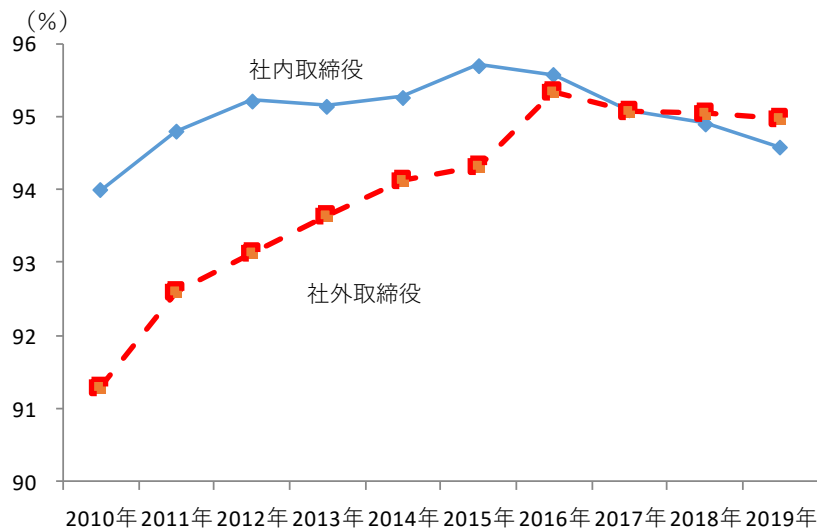
図表2 取締役選任議案の賛否状況

	取締役(社内)			取締役(社外)			取締役合計		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
議案数(件)	1,947	1,880	1,781	811	779	913	2,758	2,659	2,694
1社平均(単純平均)(人)	7.0	6.8	6.5	2.9	2.8	3.3	9.9	9.6	9.8
平均賛成比率(%)	95.1	94.9	94.6	95.1	95.1	95.0	95.1	94.9	94.7
標準偏差	4.8	4.6	5.3	5.9	6.3	7.7	4.8	5.2	6.2
最大値(%)	99.9	99.9	99.8	99.9	100.0	100.0	99.9	100.0	100.0
最小値(%)	61.1	62.4	51.3	61.3	57.8	44.4	61.1	57.8	44.4
賛成比率70%以上80%未満(件)	20	23	31	26	25	28	46	48	59
議案全体に占める比率(%)	1.0	1.2	1.7	3.2	3.2	3.1	1.7	1.8	2.2
賛成比率70%未満(件)	7	4	13	7	12	20	14	16	33
議案全体に占める比率(%)	0.4	0.2	0.7	0.9	1.5	2.2	0.5	0.6	1.2

(注) 対象企業数は、2018年、2019年とも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

2) 経営トップの取締役選任議案で賛成比率 80%以下の事例がさらに増加

経営トップの取締役選任議案において、賛成比率の低い事例が 2018 年以上に増加したことも注目される。図表 4 は 2019 年に取締役選任議案の賛成比率が 80%以下であった事例を示したが、その数は 43 名と、2018 年の 27 名からさらに増えた。そのうち、賛成比率が 60%台の経営トップが 11 人と、2018 年の 4 人に比べ大きく増加している。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 の継続が多いことが分かる。

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 (%)	前回賛成比率 (%)	備考
不動産業	会長	60.0	91.3	不祥事
情報・通信業	社長	60.6	79.2	低ROE
証券、商品先物取引業	社長	61.7	96.0	不祥事
証券、商品先物取引業	会長	62.3	86.5	不祥事
その他製品	会長	64.5	70.9	低ROE
電気・ガス業	会長	65.3	84.3	低ROE
不動産業	社長	65.8	94.0	不祥事
輸送用機器	会長	65.9	88.8	不祥事
その他製品	社長	67.6	73.2	低ROE
電気・ガス業	社長	69.2	86.0	低ROE
輸送用機器	社長	69.9	94.2	不祥事
電気機器	名誉会長	71.1	77.4	多額のキャッシュ保有
医薬品	CEO	71.3	74.3	買収防衛策
海運業	社長	72.0	81.2	低ROE
非鉄金属	会長	72.2	75.0	ファンドが9%程度保有
情報・通信業	相談役	72.7	80.0	低ROE
銀行業	傘下銀行頭取	73.5	95.7	不祥事
その他製品	社長	74.6	78.5	低ROE
建設業	会長	74.9	82.8	ファンドが9%程度保有
小売業	社長	75.3	76.5	低ROE
機械	会長	76.2	86.8	多額のキャッシュ保有
機械	会長	76.2	80.3	低ROE
金属製品	会長	77.9	62.4	低ROE
機械	社長	78.0	81.6	低ROE
輸送用機器	社長	78.0	79.9	不祥事
情報・通信業	社長	78.1	76.7	低ROE
非鉄金属	社長	78.3	90.3	ファンドが9%程度保有
陸運業	社長	78.5	95.6	ファンドが5%程度保有
ガラス・土石製品	会長	78.6	92.1	ファンドが7%程度保有
銀行業	会長	79.0	73.0	低ROE
輸送用機器	会長	79.5	86.0	親会社出身者が取締役会議長

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

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
金属製品	44.4	独立性	社外取締役(独立役員届出)
金属製品	51.3	不祥事	副社長
情報・通信業	55.6	独立性	社外取締役(独立役員届出)
小売業	57.0	取締役会出席率70%	社外取締役(独立役員届出)
陸運業	59.6	独立性	社外取締役(独立役員届出)
不動産業	60.0	不祥事	会長
情報・通信業	60.6	低ROE	社長
証券、商品先物取引業	61.7	不祥事	社長
その他製品	64.5	低ROE	会長
その他製品	64.6	独立性(特定関係事業者)	社外取締役(独立役員届出なし)

(注) 対象企業の中、社内取締役、社外取締役のそれぞれで最も賛成率の低い候補者を対象とした。
(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 10 の事例を示した。2019 年は社外取締役が否決される事例があった。機関投資家等の純投資家の株式保有比率が高く、支配株主が存在しない企業で会社提案が否決されることほとんど例がなく、極めて珍しい。なお、否決された社外取締役候補者は 2 名であったが、図表 5 では賛成率の低かった方の社外取締役候補者の賛成率を示した。

10 例のうち 5 例は社外取締役候補者であるが、理由として考えられるのは、取引先、大株主出身など独立性への懸念と、低い取締役会への出席率であった。

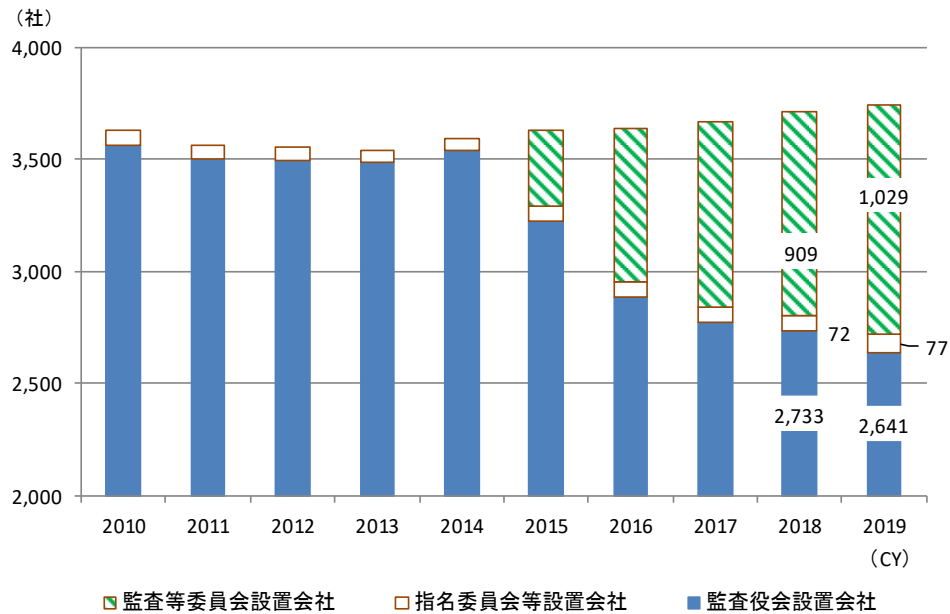
一方社内取締役候補者も 5 例であるが、上述のように、不祥事と ROE がその理由と推察される。

3. 監査等委員選任議案

2015 年より会社の制度設計上認められるようになった監査等委員会設置会社は年々増えている。2019 年 8 月 1 日現在国内 4 証券取引所に上場する内国企業において、監査等委員会設置会社は全体の 27.5%に相当する 1,029 社となり、初めて 1,000 社を超えた。コーポレートガバナンス・コードが事実上想定しているモニタリング・ボード型の取締役会への実質的な移行など、主にガバナンス体制の強化を目的として増加が継続していると考えられる。

一方、監査等委員会設置会社が認められた当時は、社外取締役の複数選任に対応するため、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理由に移行するものが多かったが、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は監査役会設置会社より多い 3 分の 1 以上の社外取締役を求める投資家が増えたことなどから、これを理由とした移行は少なくなったと見られる (図表 6)。

図表 6 我が国上場企業が採用する制度設計の推移



(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

一方、監査等委員選任議案の平均賛成比率を見ると、社内在 2018 年の 93.8% から 2019 年に 95.2%、そして社外は 93.8% から 95.3% と、ともに上昇した。この結果、監査等委員全体でも平均賛成比率は 93.8% から 95.2% に上昇した (図表 7)。社内の監査等委員に関しては、上述のようにガバナンス改革の一環として会社の制度設計を変えているため、投資家の懸念が相対的に低い候補者が多かったと考えられる。

一方、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と監査等委員会への出席率が低かったという典型的な反対事例であった。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出、あるいは届出予定であったが、いずれの候補者も取引先出身者や大株主などであり、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考えられる (図表 8)。

図表 7 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)			監査等委員合計		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
議案数(件)	20	31	28	37	67	66	57	98	94
平均賛成比率(%)	94.7	93.8	95.2	95.4	93.8	95.3	95.1	93.8	95.2
標準偏差(%)	2.5	2.5	2.3	4.9	7.0	6.6	4.2	6.0	5.6
最大値(%)	97.4	97.8	98.8	99.6	99.8	99.8	99.6	99.6	99.8
最小値(%)	87.3	88.3	89.5	76.4	71.7	69.8	76.4	71.7	69.8
賛成比率70%以上80%未満(件)	0	0	0	1	5	1	1	5	1
議案全体に占める比率(%)	0.0	0.0	0.0	2.7	7.5	1.5	1.8	5.1	1.1
賛成比率70%未満(件)	0	0	0	0	0	1	0	0	1
議案全体に占める比率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	0.0	0.0	1.1

(注) 対象企業数は、2017年280社、2018年及び2019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 8 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
情報・通信業	69.8	出席率(66.7%)	社外(独立役員届出なし)
機械	72.3	独立性	社外(独立役員届出あり)
輸送用機器	80.2	独立性	社外(独立役員届出あり)
電力・ガス	83.2	独立性	社外(独立役員届出あり)
電力・ガス	83.3	独立性	社外(独立役員届出あり)

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

4. 監査役選任議案

監査役全体の平均賛成率は2018年の94.3%から94.8%に上昇した。内訳をみると、社外監査役では、2018年の93.5%から93.8%に上昇した。監査等委員会設置会社の社外取締役と同様に、候補者を選ぶにあたり、社外監査役の独立性への意識が高まっていることが要因と考えられる(図表9)。

一方、社外監査役ではない監査役(以下、社内監査役)も、2018年の95.6%から96.0%に賛成比率が上昇した。

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見られているが、社内監査役に関してはまだそのような動きは見えていない。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、やはり取引先や大株主出身など、独立性への懸念が要因と考えられる(図表10)。

図表 9 監査役選任議案の賛否状況

	監査役(社内)			監査役(社外)			監査役合計		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
議案数(件)	83	74	137	123	117	173	206	191	309
1社平均(単純平均)(人)	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.6	0.7	0.7	1.1
平均賛成比率(%)	95.4	95.6	96.0	92.2	93.5	93.8	93.5	94.3	94.8
標準偏差	2.7	2.9	2.8	10.2	9.9	8.2	8.2	8.0	6.5
最大値(%)	99.2	99.6	99.8	99.9	99.9	100.0	99.9	99.9	100.0
最小値(%)	84.4	84.4	85.5	59.9	62.0	58.7	59.9	62.0	58.7
賛成比率70%以上80%未満(件)	0	0	0	11	7	12	11	7	12
議案全体に占める比率(%)	0.0	0.0	0.0	8.9	6.0	6.9	5.3	3.7	3.9
賛成比率70%未満(件)	0	0	0	6	7	4	6	7	4
議案全体に占める比率(%)	0.0	0.0	0.0	4.9	6.0	2.3	2.9	3.7	1.3

(注) 対象企業数は、2017年280社、2018年及び2019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 10 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
食料品	58.7	独立性	社外監査役(独立役員届出なし)
輸送用機器	66.4	独立性(特定関係事業者)	社外監査役(独立役員届出なし)
情報・通信業	67.3	独立性	社外監査役(独立役員届出なし)
非鉄金属	73.8	独立性	社外監査役(独立役員届出あり)
陸運業	75.8	独立性	社外監査役(独立役員届出あり)

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

5. 買収防衛策、定款変更、剰余金処分

図表 11 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、2017年から2019年まで示したものである。

1) 買収防衛策関連議案への賛成率は60%台前半

買収防衛策関連の上程議案数は、2017年7件、2018年、2019年は5件と少なくなっている。今回分析対象とした企業のうち、2019年6月に買収防衛策の更新期を迎える企業数は20件あったが、そのうち更新しなかったものが15件あった。一般に、買収防衛策に対し厳しい見方をする機関投資家保有比率が高い企業の多い Russell/Nomura Large Cap 構成企業を対象にしているため、更新することが難しいとの判断や、買収防衛策を更新するよ

図表 11 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		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
社数	7	5	5	69	57	48	192	191	195
提出企業の割合(%)	2.5	1.8	1.8	24.6	20.7	17.4	68.6	69.2	70.7
平均賛成比率(%)	67.0	62.4	63.3	97.9	98.5	98.2	97.1	97.6	97.8
標準偏差	7.0	7.8	5.6	2.7	2.5	2.3	3.8	3.0	3.1
最大値(%)	75.5	75.4	72.1	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
最小値(%)	55.4	57.7	55.2	81.9	81.7	88.3	64.2	77.4	68.9
賛成比率70%以上80%未満(件)	3	1	1	0	0	0	0	1	0
議案全体に占める比率(%)	42.9	20.0	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0
賛成比率70%未満(件)	4	4	4	0	0	0	1	0	1
全体に占める割合(%)	57.1	80.0	80.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	1.0

(注) 対象企業数は、2017年280社、2018年及び2019年276社。

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

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防衛策であるとの判断で非更新とした企業が多かったと考えられる。2019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63.3%と、2018年の62.4%よりは高いが、3分の1を超える反対があったことが分かる。

2) キャッシュリッチ企業の剰余金処分議案には反対も

一方、定款変更議案や剰余金処分議案の平均賛成比率は90%台後半と非常に高い。定款変更に関しては変更企業価値の毀損が予想される場合に反対票が投じられることがあるが、そのような定款変更議案が上程されることは一般には少ない。一方、剰余金処分議案に関しては、多額に現預金保有しているながら配当性向は低い、いわゆる「キャッシュリッチ企業」など、財務内容や企業の現状、今後の方向性を考えれば配当を増額する余地があるとみられる企業では賛成比率が低い事例もあり、このような状況の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増えてきている。

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12に示した。

まず、役員退職慰労金贈呈議案については、既に同制度を廃止した企業が多いこともあり上程件数は年々減少しており、2019年は3件となった。2019年の平均賛成比率も80.3%と、買収防衛策関連議案に次いで低い。他の議案に関しては、総じて賛成比率は高いが、

図表 12 報酬関連議案の平均賛成比率

	役員退職慰労金贈呈関連			賞与支給			報酬額改定			ストックオプション		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
社数	7	4	3	42	35	32	41	32	44	52	40	57
提出企業の割合(%)	2.5	1.4	1.1	15.0	12.7	11.6	14.6	11.6	15.9	18.6	14.5	20.7
平均賛成比率(%)	78.4	87.6	80.3	95.4	95.2	95.2	97.2	96.9	95.7	94.6	94.2	95.1
標準偏差	14.6	7.8	12.2	7.8	5.5	7.2	2.4	5.2	6.8	6.6	7.5	4.9
最大値(%)	94.1	93.5	89.7	99.5	99.6	99.7	99.9	98.2	99.8	99.6	99.8	99.7
最小値(%)	50.6	75.5	63.1	51.9	80.5	69.8	86.5	66.5	63.4	68.5	63.1	73.3
賛成比率70%以上80%未満(件)	2	1	0	0	0	1	0	0	2	2	2	1
議案全体に占める比率(%)	28.6	25.0	0.0	0.0	0.0	3.1	0.0	0.0	4.5	3.6	4.7	2.3
賛成比率70%未満(件)	2	0	1	1	0	1	0	1	1	1	1	0
全体に占める割合(%)	28.6	0.0	33.3	2.4	0.0	3.1	0.0	0.2	0.2	1.8	2.3	0.0

(注) 対象企業数は、2017年280社、2018年及び2019年276社。

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

業績が悪い企業の賞与支給議案や、合理的な説明のない取締役の員数増に伴う役員報酬額の増額に対しては厳しい目が株主から注がれ、賛成比率が低い事例も見られる。ストックオプションについては、希薄化率の高い場合、ストックオプションの付与から行使可能になるまでの待期期間が短い(おおむね2年未満)場合には賛成比率が低くなる傾向にある。

一般的に見れば、企業経営者に対する報酬と企業業績の連動性を高めて企業価値を向上させるインセンティブを付けることがコーポレートガバナンス改革の課題となる中、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ては、機関投資家を中心に概ね肯定的に捉えているといえるであろう。

7. 株主提案

2019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17社、84議案、平均賛成比率は12.9%であった。2018年6月は14社、76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、賛成比率とも上昇した。なお、賛成比率が10%未満であった議案は86議案中52議案と、全体の約60%に相当する。

また、今年は株主提案の取締役候補者が全員可決承認される一方で会社提案の社外取締役候補が否決されるという事例があった。これについてはIIの2で後述する。

図表13は賛成比率が20%以上であった議案である。今年は、総会出席株主の議決権の3分の2以上の賛成が必要な定款変更であったため否決となったが、医薬品セクターに属する企業に出された、賛成比率が52.2%と過半を超えた株主提案もあった。内容は役員報酬にクローバック条項(利益の大幅な修正や不正、巨額の損失が発生した場合、過去に支払われた役員報酬の返還を含む報酬の減額を行う条項)を採用するものであった。

また、図表13に示した陸運業に出された株主提案は、投資ファンドからのものであったが、一定の賛成が得られた。投資提案者側が、対象にした企業の企業価値を高めるため

図表 13 賛成比率 20%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 (%)
医薬品	定款変更(クローバック条項採用)	52.2
医薬品	定款変更(取締役報酬個別開示)	49.7
電気・ガス業	定款変更(取締役個別報酬の開示)	43.1
陸運業	取締役選任	41.7
陸運業	取締役選任	40.1
陸運業	定款変更(指名委員会等設置会社への移行)	34.4
陸運業	自己株式取得	34.1
陸運業	取締役選任	24.8
陸運業	取締役(除く監査等委員)の報酬額改定及び譲渡制限付株式導入	20.6

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

にどのような施策をとるべきと考えているかが、ある程度包括的に示されていたことが要因と考えられる。昨年のレポート(「2018年の議決権行使状況と今後の注目点」『野村資本市場クォーターリー』2018年秋号参照)でも述べたように、株主提案に対する機関投資家のスタンスは、内容が合理的で企業価値の向上に結びつく内容であれば賛成するというものであるため、それに合致すると理解した機関投資家は賛成票を投じたと考えられる。ただし、すでに会社側で株主提案側の内容を一部受け入れたように見えるため、株主提案ではなく会社提案に賛成をしていると考えられる。

今回株主提案が可決される事例が見られたが、今後もそうした事例が増えるとは現時点では考えていない。理由は、昨年のレポート「2018年の議決権行使状況と今後の注目点」で述べた通り、①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、②提案の内容そのものは多くの株主が賛同できるが、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、③株主提案に包括的な企業価値向上策の提示を求める投資家が、特に国内機関投資家に多い傾向があると見られる、の3点である。

II. 機関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 14 である。なお、図表 14 は反対比率(株主提案は賛成比率)である点

に留意が必要である。

2018年との比較では、全体的に見れば反対の多い議案や反対比率などから見ると、議決権行使の傾向には大きな変化はなかったと考えられる。その中で三菱UFJ信託銀行の反対比率の上昇（2018年11.8%、2019年16.1%）が他の機関投資家に比べ大きくなっていった。これは、取締役総数15名以上の場合、3名以上の社外取締役を求めることと、過去3期連続でROEが一定水準（5%）未満の場合に反対対象とする役員を、対象期間中継続して代表取締役であった者から、取締役全員に変更したことが主な要因と考えられる。

図表 14 主要機関投資家の議決権行使状況（一部抜粋）

		取締役の 選解任	監査役の 選解任	会計監査人 の選解任	役員報酬	退任役員 の退職慰労金 の支給	剰余金の 処分	組織再編 関連	買収防衛策 関連	その他資本 政策関連	定款関連	その他	合計	株主提案 (賛成比率)	
野村アセットマネジメント(4-6月)	2019	5.1	16.6	0.0	26.1	82.9	4.9	4.5	98.5	3.6	3.7	-	8.0	14.4	
	2018	4.4	21.9	0.0	27.3	52.1	9.0	0.0	100.0	4.8	6.0	-	7.6	11.6	
大和証券投資信託委託(6月)	2019	10.2	14.0	0.0	7.5	17.1	1.7	4.8	48.2	4.2	2.0	-	10.3	4.3	
	2018	9.0	12.6	0.0	7.3	13.1	5.7	5.0	76.9	-	1.1	3.7	9.3	2.9	
日興アセットマネジメント(前年7月-6月)	2019	17.5	7.9	1.7	10.3	23.0	7.9	0.0	97.3	3.0	5.8	0.0	15.5	12.2	
	2018	17.1	9.4	0.0	9.5	13.8	8.9	20.4	100.0	6.8	7.4	100.0	15.6	15.2	
アセットマネジメントOne(5-6月)	2019	15.2	17.5	0.0	9.1	100.0	4.2	0.0	54.5	0.0	1.6	0.0	15.0	9.9	
	2018	15.9	22.2	0.0	13.3	96.3	5.2	0.0	86.0	3.3	1.3	-	16.0	9.3	
ニッセイアセットマネジメント(4-6月)	2019	10.3	10.7	0.0	7.8	39.1	17.6	0.0	100.0	0.0	6.3	-	11.1	3.7	
	2018	11.0	11.8	0.0	12.9	36.6	24.4	0.0	100.0	3.8	5.1	-	12.3	9.9	
東京海上アセットマネジメント(4-6月)	2019	13.8	6.5	0.0	3.3	26.7	4.7	0.0	100.0	0.0	0.9	-	12.1	10.9	
	2018	13.2	4.7	0.0	3.1	14.3	4.8	0.0	100.0	0.0	1.0	0.0	11.4	3.0	
三井住友DSアセットマネジメント(4-6月)	2019	31.4	31.3	0.0	15.7	86.5	21.9	4.3	92.6	7.0	2.4	100.0	30.2	10.4	
	三井住友アセットマネジメント	2018	39.1	27.0	0.0	12.9	49.5	13.7	0.0	92.7	4.3	1.8	100.0	34.7	11.8
	大和住銀投資信託顧問	2018	32.4	26.6	2.4	14.3	73.7	13.5	27.5	93.8	-	7.6	12.0	29.6	23.2
三井住友トラスト・アセットマネジメント(前年7月-6月)	2019	20.8	15.6	0.0	19.8	90.3	5.1	0.0	91.8	2.3	2.8	0.0	19.4	6.7	
	2018	19.9	10.8	0.0	18.9	30.9	5.3	0.0	100.0	4.9	3.5	0.0	17.9	8.6	
三菱UFJ信託銀行(前年7月-6月)	2019	16.8	17.5	3.5	14.8	76.3	2.5	0.0	83.3	0.0	1.0	50.0	16.1	7.1	
	2018	12.3	12.0	0.0	15.2	45.8	2.9	0.0	68.9	0.0	1.7	75.0	11.8	7.0	
りそな銀行(前年7月-6月)	2019	9.7	17.0	0.0	15.9	45.8	6.3	0.0	75.0	4.1	3.0	0.0	10.8	8.1	
	2018	8.3	9.0	0.0	17.3	20.6	4.8	0.0	61.3	3.8	3.7	100.0	8.6	3.1	
日本生命	4-6月	2019	2.1	0.9	5.3	0.0	4.2	1.6	0.0	3.6	-	1.1	0.0	1.6	2.5
	前年7月-6月	2018	2.2	1.1	0.0	0.2	5.6	1.4	3.7	18.2	2.8	1.6	2.8	1.9	0.8
第一生命(前年7月-6月)	2019	3.0	8.6	0.0	3.7	13.9	0.4	0.0	20.6	2.2	0.0	0.0	4.2	1.6	
	2018	2.3	7.2	0.0	4.7	13.3	0.5	0.0	31.8	-	0.0	2.5	3.9	2.7	
ブラックロック・ジャパン(投信)(5月-6月)	2019	3.9	13.8	0.0	5.2	32.5	0.3	0.0	90.9	4.5	2.6	-	5.4	6.6	
	2018	4.2	14.5	0.0	6.1	27.7	0.2	0.0	95.8	2.7	4.0	50.0	5.3	3.6	
インベスコ・アセット・マネジメント(5-6月)	2019	8.9	27.7	0.0	4.6	100.0	0.5	0.0	100.0	-	8.3	0.0	10.6	47.4	
	2018	8.8	18.5	0.0	5.9	75.0	0.5	0.0	100.0	0.0	1.4	0.0	9.0	18.7	
ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント(4-6月)	2019	3.3	12.7	0.0	1.0	49.3	0.7	0.2	-	-	3.1	14.7	4.4	14.7	
	2018	3.4	14.1	0.0	0.2	44.3	0.8	3.5	-	-	2.5	12.5	4.2	16.6	

- (注) 1. 株主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. 機関投資家の議決権行使行動の注目点

2019年6月開催の株主総会では、前述の通り、株主提案の取締役候補者が全員可決承認される一方で会社提案の社外取締役候補が否決されるという事例が注目を集めた。ただし、賛成率を見ると、両者共通の候補者は90%を超えたが、それ以外については、60%台の賛成率の候補者が1人だけで他11名は50%台(11名)、一方で否決された候補2名はともに44%台と僅差であり、各投資家とも非常に厳しい判断を迫られたと推察される。

この事例から得られる示唆は、2点あると考えている。1点目は、国内の機関投資家は独自の議決権行使基準を有し、その基準をベースに議案の賛否を決定しており、議決権行使助言会社の助言推奨や意見を参考にはするが、必ずしもそれらをそのまま受け入れているわけではないことだ。

2点目は、機関投資家の株主提案に対する判断における、変化の可能性である。以前は、機関投資家が株主提案に賛成することは非常に少なかったと見られる。しかし、①株主提案の中に、多くの株主、そして、企業にとって企業価値向上の観点から合理的とみなされるものが増えてきたことと歩調を合わせる形で、②機関投資家の議決権行使結果について、個別企業の個別議案ベースでの公表が2017年に改訂されたスチュワードシップ・コードで要請されたこともあり、潜在的に、機関投資家が株主提案に賛成する可能性は以前より高まっている。

一方、単に「持ち合いが多い」、「現金保有額が多い」といった点に注目し、増配や自己株式の取得のみを求めた株主提案は、多くの投資家からの賛同を得られていない。例えば、2018年6月に海外の投資ファンド社が情報・通信業に属する企業に対して出した保有する株式を株主に現物配当するという株主提案は11.26%の賛成率に留まった。これは、投資ファンドが考える企業価値向上策を、投資家に対し明確に示すことができなかつたためと考えられる。

会社にとっては、機関投資家が株主提案に賛成する潜在的な可能性が高まっている中では、いわゆるアクティビストファンドへの対応が従前にも増して重要になる。そこでは、自分たちの経営の方が企業価値を高めることができることについて、他の投資家やステークホルダーを納得させる論理的な説明をどのように行うかがポイントになるだろう。その一方、ファンドの提案が合理的で企業価値を向上させると判断した場合は、その提案を取り入れていく柔軟さも併せて必要と考える。

Ⅲ. 2020年以降の議決権行使基準改定の論点

1. 議決権行使助言会社の改定

1) ISS

ISSに関しては、すでに2020年2月以降に開催される株主総会より、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ことを公表済みである。

ただし、監査役会設置会社においては、社外取締役の独立性がないと判断された場合でも、そのみを理由に当該社外取締役の選任に反対推奨はしない。また、「政策保有銘柄」とは、有価証券報告書に「特定投資株式」として個別に開示されている 60 銘柄である。

これに加え、「監査役会設置会社、指名委員会等設置会社で、親会社や支配株主を持つ会社において、株主総会後の取締役会に占める ISS の独立性基準を満たす社外取締役の割合が 3 分の 1 未満の場合もしくは最低 2 名いない場合、経営トップである取締役の選任議案に反対」することとした。なお、監査等委員会設置会社については、すでに同様の効力を有する基準が入っているために特段変更はしない。

さらに、ISS は 2020 年 2 月以降、独立役員届出書を参照しない方針である。①原則論として、株主総会での賛否決定にあたり投資家が考慮すべき情報はすべて招集通知に記載すべきであること、②独立役員届出書は招集通知と異なり正式な機関決定を経ていないためか情報の確度が低く、独立役員届出書を参照すると正確な判断が出来ない可能性がある、③半数以上の企業が独立役員届出書を招集通知より後に提出するため、そもそも参照できない、を理由として挙げている。

2) グラス・ルイス

グラス・ルイスは 2019 年 2 月より導入した女性役員（取締役、監査役、指名委員会等設置会社における執行役）を最低 1 人求めるという方針の適用対象を、TOPIX100 から東証一部、二部に上場する企業にまで拡大する。

基本的に、女性役員がゼロの場合、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（会長職がない場合は社長）、指名委員会等設置会社では、指名委員会の委員長の選任に反対助言とする。ただし女性役員が 1 人も存在しない場合において、企業が女性役員選任等に関して、現在の状況、今後の対応策、予定などを明確に説明し、その情報を開示している場合は例外的に、「女性役員がいないこと」を理由に反対の助言を避ける場合がある。

さらに、2021 年 2 月より、政策保有株式の保有水準に関する基準を導入する。具体的には、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の「貸借対照表上の合計額」が、純資産と比較して 10%を超える場合、会長（会長が不在の場合には社長等の経営トップ）の取締役選任議案に反対を助言する。

2. 主要議案の改定検討ポイント

1) 役員選任議案：社外取締役の人数の増員

2020 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、昨年引き続き社外取締役の増員であろう。2019 年の時点で比較的多くの国内機関投資家が親会社（支配株主）の存在する企業や、監査等委員会設置会社に対しては 3 分の 1 以上の社外取締役の選任を求めるようになった。さらには、すでに 2020 年より、原則としてすべての企業に 3 分の 1 以上の社外取締役の選任を求めることを公表している国内機

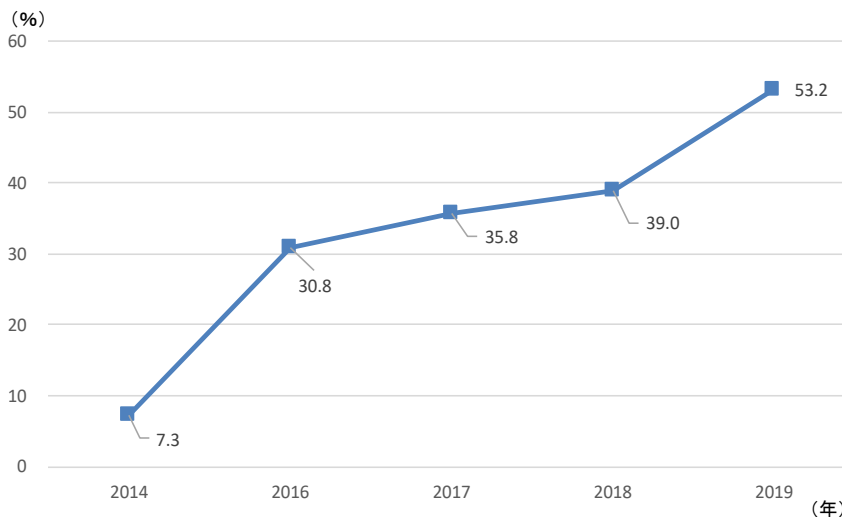
関投資家もある。また、海外機関投資家は3分の1以上の独立性の高い社外取締役の選任を求める方向にあるように見える。

これまで、社外取締役の増員に関する議論において、増員に消極的である理由として、我が国上場企業の多数を占める監査役設置会社は監督と執行が未分離のマネジメント・ボードであり、そのような取締役会に社外取締役が多く入ると、却って迅速な意思決定ができなくなるとの意見がある。これについては、コーポレートガバナンス・コードの原則4-10に記されている「任意の仕組みの活用」、すなわち、任意に指名、報酬委員会を置く企業が東証1部上場企業の過半を占めるようになっており、実質的にはモニタリング・ボード型への移行が進んでいるとの見方もできる（図表15）。

一方、マネジメント・ボード型の企業により多くの社外取締役を求めることには慎重な見方は引き続き多い。企業規模の相対的に小さい企業や、地方に本社を持つ企業にとっては、現状より人数の多い社外取締役の選任は難しいとの意見を聞く。さらには、会社の期待を満たす社外取締役の数はおのずと限られてしまうであろう。

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かについて、機関投資家ではまだ慎重な意見が多いという印象がある。一方、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く、基本が2名以上であっても、これらの企業に対しては3分の1以上の社外取締役を求める動きがさらに進むと考えられる。

図表15 指名・報酬委員会（任意・法定）を有する企業の割合（東証1部）



(出所)「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査（日本取締役協会 2019年8月1日）」より
野村資本市場研究所作成

2) 上場子会社に関連したガバナンスの強化（社外取締役の増員など）

2019年4月にスチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議から出された「意見書（4）コーポレートガバナンス改革のさらなる推進に向けた検討の方向性」では、日本企業のグループ経営はグループ全体としての最適な経営資源の配分や子会社のリスク管理が不十分なこと、上場子会社等は、支配株主等と一般株主の間に構造的な利益相反リスクがあるため、取締役会の独立性を高める必要があることが指摘され、上場子会社等に関しては、その合理性に関する親会社の説明責任の強化、東証の独立性基準の見直しも念頭に置きつつ、支配株主等から独立性がある社外取締役の比率を高めるなど、上場子会社等のガバナンス体制の厳格化が提言された。

また、経済産業省が2019年6月に公表した「公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」においても、MBOや親会社による上場子会社の完全子会社化といった、非上場化にあたり実施されるTOB（株式公開買い付け）手続きの公正性を担保するために、被買収側では速やかに買収者、M&Aの成否から独立した社外取締役のみで特別委員会を構成することが望ましいとされている。「少数株主の保護」という観点が今回前面に打ち出されたことは、これまでのガバナンス改革ではあまり取り上げられてこなかった、「支配権の移動」に関する議論にもつながるものとして注目される。

このように、上場子会社に関する議論が高まりを見せる中、機関投資家の議決権行使においても、上場子会社のガバナンス強化の観点から、1)で述べたように、上場子会社に対しては3分の1以上の社外取締役を求めるといった動きがさらに進むことが想定される。

また、2019年8月開催の株主総会において、親会社が子会社の社長と社外取締役3人の選任議案に反対し、その結果4名の取締役選任議案が否決され、事実上解任された事案を受け、子会社の少数株主権利保護という観点から疑念のある行動を行う親会社の株主総会において議決権行使で投資家の意思を表示する必要があるのでは、という意見も聞かれた。ただし、これについては、あくまでも親会社の企業価値の観点から考えるべきものであるとの意見が多く、具体的に議決権行使基準に反映させることに踏み込む機関投資家の存在は現在のところ想定しにくい。

3) 議決権行使基準への反映も検討されるが、主に対話のテーマとなる論点

(1) 役員報酬関連

役員報酬関連の議決権行使基準については、ストックオプションや株式報酬型制度の付与対象に監査役（社内外）や社外取締役を含めることには否定的な機関投資家は少なくないが、社外取締役については付与対象者とすることを認める投資家も増えてきており、この傾向がさらに進むかが注目される。

一方、全体的に見ると、役員報酬関連で投資家が特に注目しているのは、経営陣に業績、企業価値向上へのインセンティブを高めるための役員報酬制度改定であり、これは議決権行使というよりは対話の主要テーマとして取り上げられるものである。

(2) ダイバーシティ

取締役会におけるダイバーシティも関心の高いテーマである。議決権行使助言会社グラス・ルイスや一部の海外機関投資家では、女性役員が存在しない企業の経営トップ等に反対することを議決権行使に反映させようとする動きは見られている。ただし、これを行うと、当該企業にとって真に必要、適任かどうかという観点ではなく、形式的にとりあえず置くという動きにつながりかねないことを懸念する投資家は、特に国内系で多く見られる。このため、当面は、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主要テーマと考えられる。

(3) 株式持ち合い（政策保有株式）の議決権行使基準への反映

株式持ち合い（政策保有株式）の議決権行使基準への反映については、ISS による、政策保有銘柄企業出身の社外取締役、社外監査役を独立性なしとの判断（2020年2月以降の開催の株主総会より）や、グラス・ルイスが2021年2月以降開催の株主総会より導入する政策保有株式の保有水準に関する基準が注目される。ただし、政策保有株式のデータは通常対象となる期のものとは開示されておらず、入手可能であるのはその前の期のものとなるため、議決権行使への利用は難しいとする投資家も少なくない。一方、例えば、政策保有株式の対自己資本比などを用い、政策保有株式の平均的な保有水準と比較し、その乖離が大きな企業に対し、保有の合理性や縮減方針などを対話のテーマとする機関投資家が増えると考えられる。

(4) 指名、報酬委員会関連

前で述べたように、任意での設置を含め、指名報酬委員会を設置する企業は増えているが、その一方で、委員長が社長や会長等である場合はその期待される役割を果たせないとの懸念がある。また、不祥事を起こした企業において、委員長が社長等の社内者である事例も見られている。株主は株主総会において取締役を選任できるものの、その取締役がどの委員会のメンバーにするという決定権は有さない。よって、委員会の委員長は独立社外取締役である、また、任意の委員会であってもメンバーの過半数は独立外取締役で、委員長も独立社外取締役とすべき、などの意見を対話の場で企業に伝えていく動きが強まるであろう。

3. 「議決権行使が杓子定規」という企業からの意見への対応も引き続き課題

引き続き、「議決権行使が杓子定規」という企業からの意見は少なくない。これに関連し、先に述べたフォローアップ会議の意見書(4)でも、「議決権行使に至るまでの対話活動についての説明、情報提供の充実（賛否の理由、対話活動及びその結果、コード実施状況の自己評価など）が機関投資家に求められている。

これに対し、機関投資家の個別開示において反対理由を従来より詳細に説明する動きも

2019年には出ている。企業と投資家と間の「建設的な対話」の結果、機関投資家の議案に対する判断が変わる事例が増えることが期待されているように思われる。確かに、企業と投資家との建設的な対話を進める上で、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。しかし、議決権行使ガイドラインは一定の根拠のもと設定されている以上、その判断が変わる余地はそれほどあるわけではないであろう。その中で、「反対理由の拡充」は相互理解を深め、両者の認識ギャップを縮小する上で重要と考える。