

## 「コロナの影響」を考慮し、「コロナ後」を展望した 2020年6月株主総会

西山 賢吾

### ■ 要 約 ■

1. 2020年6月開催の株主総会においては、新型コロナウイルス感染拡大の影響を勘案し、機関投資家が議決権行使基準を一部緩和する動きが広がった。その結果、主要議案の多くで平均賛成比率が上昇したが、特に、取締役選任議案などに関係する資本効率性（ROE）基準や、剰余金処分議案などにおいて、緩和された基準が反映された。
2. 今次総会を受けた今後の議決権行使基準の注目点に関しては、①独立性の高い社外取締役の増員を全ての企業に求める動きが拡大するかどうか、そして、②議決権行使助言会社で採用され始めた、政策保有株式の動向を議決権行使基準に反映させる動きが広がるかが考えられる。
3. また、コロナの影響を受け一時的に緩和された議決権行使基準については、①通常の基準に戻す時期の検討と、②「コロナ後」の中長期的な経営スタンスや戦略を再検討する必要があることから、投資家と企業とのエンゲージメント活動の重要性がさらに高まるであろう。
4. コーポレートガバナンス・コードの改訂が2021年春にも見込まれる。グループガバナンスの強化、東証の市場改革における市場区分によるコーポレートガバナンス・コードの適用範囲の検討、流通株式から政策保有株式除外の検討、女性や外国人などダイバーシティの確保などは、機関投資家の議決権行使基準の見直しにも影響することが考えられる。

---

#### 野村資本市場研究所 関連論文等

---

- ・ 西山賢吾「パンデミックの影響と2020年株主総会・議決権行使」『野村サステナブルクォーターリー』2020年春号。
- ・ 西山賢吾「2020年以降の議決権行使助言会社の助言方針改定」『野村資本市場クォーターリー』2020年冬号。
- ・ 西山賢吾「2019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』2020年冬号（ウェブサイト版）。

## I 新型コロナウイルスの影響と2020年6月株主総会、議決権行使

### 1. 2段階総会や延期を選択する企業は少数に留まった

2020年3月に本決算を迎えた企業は、通常6月に株主総会を開催するが、2020年は新型コロナウイルスの感染拡大の影響で決算、監査業務等の遅延等が発生したことから、決算発表、さらには株主総会の開催にも影響した。その結果、株主総会の開催日を7月以降に設定する、あるいは株主総会を2回開催し、6月の総会で剰余金処分や取締役選任議案などの決議事項を扱い、7月以降の総会で事業報告など報告事項を扱うという事例も見られた。図表1は3月に本決算を迎えたRussell/Nomura日本株Largeインデックス構成企業(271社)のうち、7月以降に株主総会を開催した企業である。6社が7月以降に株主総会を延期、1社が6月と8月の2回株主総会を開催した。

新型コロナウイルス感染拡大が決算、監査、株主総会運営に与えた影響は決して小さくなかったと見られる中で、株主総会の延期や2段階開催を選択した企業は計7社、全体の3%程度に留まった。大部分の企業では各種事務作業の日程がひっ迫する中でも従来通り6月に株主総会を開催したことが分かる。その理由としては、①会社法上、株主総会を開催する場所を設置する必要があることから、延期したり、2段階で株主総会を開催する場合、改めて開催場所を決める必要があることと、②7月以降に株主総会を開催しようとすると、配当の受け取りや、株主総会での議決権行使などの権利(株主権)行使のできる株主を確定するために定める日である基準日を改めて設定する必要性が生じ、3月末で配当を受け取る権利を得た後、新しい基準日の前に当該株式を売却した(元)株主が配当を受け取れなくなることを回避する企業が多いこと、の2点が主な理由と考えられる。特に後者

図表1 株主総会を開催した3月期決算企業  
(Russell/Nomura日本株Largeインデックス構成企業)

コード	社名	株主総会 開催日	剰余金処分 議案	基準日	配当の取り扱い
<b>【7月以降に延期】</b>					
6305	日立建機	7月20日	なし	5月31日	取締役会決議
6501	日立製作所	7月30日	なし	5月28日	取締役会決議
6502	東芝	7月31日	なし	5月15日	取締役会決議
6504	富士電機	8月6日	なし	6月15日	取締役会決議
7733	オリンパス	7月30日	あり	5月31日	総会決議
7911	凸版印刷	7月21日	なし	5月31日	取締役会決議
<b>【2段階で総会を実施】</b>					
4202	ダイセル	8月7日	なし	6月25日	6月開催の総会で決議

(注) 対象はRussell/Nomura日本株Largeインデックス構成企業(350社)のうち  
3月期決算の企業(6月株主総会実施企業)271社

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

については、図表1に示した7社のうち、7月以降に開催した株主総会で剰余金処分（配当）議案の決議を行ったのはオリンパスの1社だけで、他は6月開催の株主総会で決議を行ったか、定款により取締役会決議のみで配当を可能としている企業であった。

## 2. 資本効率性基準や剰余金処分議案に関する基準への配慮が見られた議決権行使

一方、議決権行使助言会社の助言方針や機関投資家の議決権行使基準においても、コロナウイルス感染拡大の影響を考慮する動きが見られた。図表2は、議決権行使助言会社や機関投資家による感染拡大の議決権行使への勘案例である。

まず、議決権行使助言会社のISSは、株主総会を7月以降に延期する場合と、6月開催の株主総会で議案の決議を行い、7月以降開催の株主総会で事業報告など報告事項を扱うという2段階の株主総会を開催した企業に対しては、「事業報告など情報が十分に揃わない中で議案の決議を行うことは望ましくない」として、当該企業の議案に対しては棄権を推奨した。

一方、議決権行使助言会社のグラス・ルイスでは、2段階で株主総会を開催することをもって議案への棄権や反対は推奨しなかった。ただし、必要な情報が開示可能な時期になっても開示されない場合は、将来開催の総会で反対助言の可能性を示唆した。

図表2 新型コロナウイルス感染拡大の影響を勘案した議決権行使に対する考え方の例

<p>○ISS</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役選任議案におけるROE基準の適用を一時的に停止</li> <li>・継続会选择した企業の剰余金処分議案には棄権を推奨</li> <li>・社外役員の独立性判断：必要な情報が提供されない場合、過去の開示資料に基づき調査</li> <li>・取締役会、監査役会の出席状況：参考書類に示されていない場合には反対推奨</li> <li>・業績と関連する報酬関連議案には棄権を推奨</li> </ul>
<p>○グラス・ルイス</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・継続会选择したことをもって議案に反対せず。ただし、必要な情報が開示可能な時期になっても開示されない場合、将来開催の総会で反対助言の可能性</li> <li>・剰余金処分：パンデミックの影響という明確な理由開示があれば配当方針の変更（減配、無配など）を支持</li> <li>・買収防衛策：通常の助言方針に加え、①買収防衛策の有効期間が1年以内、②パンデミックの影響で買収防衛策を導入するという正当な理由の開示があれば、合理的な買収策と判断する場合もある</li> </ul>
<p>○野村アセットマネジメント</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役選任における業績（ROE）基準の適用見送り</li> <li>・取締役選任における剰余金処分基準の適用見送り</li> <li>・剰余金処分における株主還元基準の適用見送り</li> </ul>
<p>○大和アセットマネジメント</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・豊富な株主資本または現金資産を持ちながら株主資本の有効活用が不十分な企業に対する基準の一律適用見送り</li> <li>・ROEやPBR基準の状況を勘案した適用</li> </ul>
<p>○三井住友DSアセットマネジメント</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ROE・剰余金処分・業績等における基準の数値にこだわらず、手元流動性の状況や企業活動等の実態を踏まえ弾力的な議決権行使を実施</li> </ul>

（出所）各社開示資料より野村資本市場研究所作成

この点について、機関投資家の中でも見解が分かれたが、どちらかといえば、グラス・ルイスに近い考え、すなわち、将来的に情報が適切に開示されることを条件に、議案に棄権や反対しないという考えをとったところが多かった模様である。

次に、具体的な議案への反映という点に関しては、資本効率性基準（いわゆる ROE 基準）、すなわち、ROE が一定の水準を下回った場合に経営トップの取締役選任議案に反対することや、剰余金処分議案に対し、一定の配慮を行うことが多かった。ただ、手法としては、ISS や野村アセットマネジメントのように一定の基準の適用を停止（見送り）するところと、個々の企業の状況に応じて、一律ではなく弾力的に基準の運用を行ったところが見られた。また、ROE 基準は従来より「複数年で一定の水準を下回った場合に適用」となっていることが多いため、今回の議決権行使基準の緩和で、従来であれば反対である者が賛成となった事例は、想定したほどではなかったという見解も聞かれた。一方で、剰余金処分については、今回の緩和基準の適用で同議案への反対比率が減少した事例が一定数見られた模様である。

## II 主要上程議案の賛否の状況

### 1. 主要議案の上程割合

ここから、2020年3月に本決算期を迎えた Russell/Nomura Large Cap 構成企業（271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3は主要議案の上程割合を示したものである。

図表3 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: 2019年6月総会 での上程社数	参考: 2019年6月総会 での上程割合
取締役選任	260	95.9%	271	98.2%
剰余金処分(配当など)	179	66.1%	195	70.7%
監査役選任	133	49.1%	154	55.8%
役員報酬改定・ストックオプション関係	55	20.3%	81	29.3%
定款変更	52	19.2%	48	17.4%
補欠監査役選任	45	16.6%	47	17.0%
監査等委員選任	37	13.7%	31	11.2%
役員賞与支給	23	8.5%	32	11.6%
補欠監査等委員選任	19	7.0%	12	4.3%
株主提案	12	4.4%	17	6.2%
会計監査人選任	4	1.5%	3	1.1%
買収防衛策	2	0.7%	5	1.8%
役員退職慰労金の贈呈、打ち切り支給	2	0.7%	3	1.1%

(注) 対象企業数は2018年と2019年は276社、2020年は271社  
(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、上程割合が最も高かったのは取締役選任議案で、271社中260社（上程割合95.9%）であった。以下、剰余金処分（179社、66.1%）、監査役選任（133社、49.1%）と続く。これは、2019年と変わらない。一方、役員報酬改定・ストックオプション関連（株式報酬型を含む）の上程議案の割合は2019年の29.3%から20.3%に低下したが、これは、ここ数年で役員報酬改革がかなり進み、株式報酬型制度の導入などが一巡してきたことが要因と考えられる。

## 2. 取締役、監査等委員選任議案

### 1) 取締役選任議案は「社内」「社外」とも平均賛成比率が上昇

まず、取締役選任議案から見ていく。図表4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2018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、社内取締役の平均は2019年の94.6%から2020年は95.7%に、社外取締役の平均賛成比率は95.0%から95.8%にそれぞれ上昇した。その結果、取締役全体では2019年の94.7%から1.1ポイント上昇して95.8%となった。

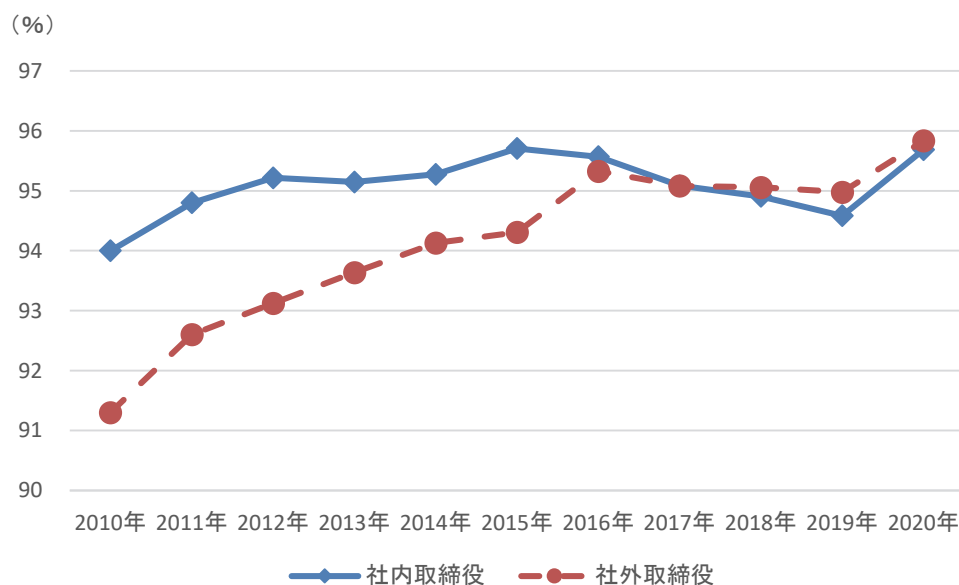
特に、社内取締役に対しては、経営トップを中心に不祥事や資本効率性など様々な理由で反対票が投じられるようになってきたことから、平均賛成比率は2016年以降低下が続いていたが、2020年は5年ぶりに上昇した。機関投資家の議決権行使基準において、親子上場の子会社や買収防衛策を有する企業に対し、従来よりも社外取締役の増員（例えば2人以上から3分の1以上など）を求め、これを満たさない場合は経

図表4 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		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
議案数(件)	1,880	1,781	1,558	779	913	939	2,659	2,694	2,497
1社平均(単純平均)(人)	6.8	6.5	5.7	2.8	3.3	3.5	9.6	9.8	9.0
平均賛成比率(%)	94.9	94.6	95.7	95.1	95.0	95.8	94.9	94.7	95.8
標準偏差	4.6	5.3	4.5	6.3	7.7	6.2	5.2	6.2	5.2
最大値(%)	99.9	99.8	99.9	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
最小値(%)	62.4	51.3	58.0	57.8	44.4	59.3	57.8	44.4	58.0
賛成比率70%以上80%未満(件)	23	31	12	25	28	30	48	59	42
議案全体に占める比率(%)	1.2	1.7	0.8	3.2	3.1	3.2	1.8	2.2	1.7
賛成比率70%未満(件)	4	13	6	12	20	8	16	33	14
議案全体に占める比率(%)	0.2	0.7	0.4	1.5	2.2	0.9	0.6	1.2	0.6

(注) 対象企業数は2018年と2019年は276社、2020年は271社  
(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

営トップの取締役選任議案に反対票を投じるといった、「厳格化」の動きは見られた。しかし、その一方で、I章で述べた新型コロナウイルス感染拡大の影響を勘案した議決権行使が行われたことなどが、結果として平均賛成率の上昇につながったと考えられる。

また、社内取締役と社外取締役の平均賛成比率を比べると、2017年以降、社内取締役の方が低いという状況が続いている。2020年も同様の傾向であったが、両者の差異は2019年の0.4ポイントから0.1ポイントに縮小した。ROE基準など、新型コロナウイルス感染拡大の影響を勘案した議決権行使は、社外取締役よりも、経営トップなど社内取締役の選任議案へ反映されることが相対的に多かったことが要因と推定される(図表5)。

## 2) 監査等委員選任

図表6は監査等委員選任議案の平均賛成比率などの推移について2018年から2020年までを示したものである。2020年は主要議案の多くで前年に比べ平均賛成率が上昇しているが、監査等選任議案は逆に低下している。具体的には、社内の監査等委員平均賛成比率は2019年の95.2%から93.6%に、社外の監査等委員は同様に95.3%から94.5%に低下した。その結果、監査等委員全体では95.2%から94.2%に低下した。

監査等委員会設置会社を選択する企業が全上場企業の30%に達する中、投資家は監査等委員会設置会社のガバナンス体制への関心を高めている。コーポレートガバナンス改革の一環として監査等委員会設置会社を選択する企業もあれば、コーポレート

図表6 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		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
議案数(件)	31	28	39	67	66	93	98	94	132
平均賛成比率(%)	93.8	95.2	93.6	93.8	95.3	94.5	93.8	95.2	94.2
標準偏差(%)	2.5	2.3	3.7	7.0	6.6	7.2	6.0	5.6	6.3
最大値(%)	97.8	98.8	98.8	99.8	99.8	99.9	99.6	99.8	99.9
最小値(%)	88.3	89.5	84.0	71.7	69.8	70.1	71.7	69.8	70.1
賛成比率70%以上80%未満(件)	0	0	0	5	1	5	5	1	5
議案全体に占める比率(%)	0.0	0.0	0.0	7.5	1.5	5.4	5.1	1.1	3.8
賛成比率70%未満(件)	0	0	0	0	1	0	0	1	0
議案全体に占める比率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	0.0	0.0	1.1	0.0

(注) 対象企業数は2018年と2019年は276社、2020年は271社  
(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

ガバナンス・コードで求められる社外取締役の人数を揃えることを主眼に選択した企業もあると見られる。よって、実際のガバナンス体制についても幅があることが考えられる。そのため、機関投資家の議決権行使方針において、例えば独立性の高い社外取締役の数を監査役会設置会社より高めて指名委員会設置会社と同程度とするなど、より高いガバナンス水準が求められるようになってきたことが、2020年の監査等委員選任議案の平均賛成比率が前年より低下した主な要因と考えられる。

### 3) 不祥事、独立性、社外取締役の不足などが低賛成率の要因

図表7では、取締役(監査等委員を含む)選任議案で賛成比率70%未満に留まった事例を示した。今回は、社内取締役だけではなく社外取締役でも、不祥事の発生が低賛成比率の要因と見られる事例があった。該当企業の取締役全員の再任に反対した投資家が一定数存在したとみられる。また、例年通りメインバンク出身者など、独立性に疑念のある社外取締役候補者への反対が見られる一方、社外取締役の総数が投資家の求める水準に達していなかったことが、社長の取締役選任議案の賛成比率が低かった要因とみられる事例もあった。

図表 7 取締役、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
電気機器	58.0	不祥事	代表取締役社長兼CEO
電気機器	59.3	メインバンク出身	社外
電気機器	59.6	不祥事	社外
電気・ガス業	59.6	不祥事	代表取締役会長
電気・ガス業	66.0	不祥事	社内
電気・ガス業	66.1	不祥事	社内
電気・ガス業	66.4	不祥事	社外
情報・通信業	66.4	グループ会社出身	社外
電気・ガス業	66.7	不祥事	社外
電気・ガス業	67.7	不祥事	社内
機械	67.9	社外取締役の不足	代表取締役社長CEO

(出所) 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

続いて監査役選任議案である。監査役全体の平均賛成率は2019年の94.8%から96.1%に上昇した。内訳をみると、社外監査役では、2019年の93.8%から95.8%に上昇した。一方、社外監査役ではない監査役（以下、社内監査役）も、2019年の96.0%から96.7%に賛成比率が上昇した（図表8）。

図表 8 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		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
議案数(件)	74	137	111	117	173	173	191	309	284
1社平均(単純平均)(人)	0.3	0.5	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	1.1	1.0
平均賛成比率(%)	95.6	96.0	96.7	93.5	93.8	95.8	94.3	94.8	96.1
標準偏差	2.9	2.8	2.9	9.9	8.2	7.0	8.0	6.5	5.7
最大値(%)	99.6	99.8	99.5	99.9	100.0	100.0	99.9	100.0	100.0
最小値(%)	84.4	85.5	83.6	62.0	58.7	62.0	62.0	58.7	62.0
賛成比率70%以上80%未満(件)	0	0	0	7	12	5	7	12	5
議案全体に占める比率(%)	0.0	0.0	0.0	6.0	6.9	2.9	3.7	3.9	1.8
賛成比率70%未満(件)	0	0	0	7	4	2	7	4	2
議案全体に占める比率(%)	0.0	0.0	0.0	6.0	2.3	1.2	3.7	1.3	0.7

(注) 対象企業数は2018年と2019年は276社、2020年は271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 監査役選任議案で賛成比率が低かった事例

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
卸売業	62.0	関係会社出身	社外
食料品	66.0	関係会社出身	社外
化学	71.1	メインバンク出身	社外(独立)
電気機器	77.3	メインバンク出身	社外(独立)
電気機器	77.5	特定関係事業者の監査役を兼任	社外(独立)
化学	78.7	親会社出身	社外
陸運業	79.7	メインバンク出身	社外(独立)
非鉄金属	80.2	取引銀行出身	社外(独立)
陸運業	80.3	取引金融機関	社外(独立)
陸運業	80.5	関係機関出身	社外(独立)

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

また、図表9は監査役選任議案の賛成比率が80%未満の事例を示したものである。これを見ると、いずれも社外監査役候補者であり、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。また、独立役員に届け出られている候補者でも賛成比率が低い事例が見られ、企業側の考える独立性と、機関投資家の考える独立性との間に差異があることがうかがわれる。

#### 4. 買収防衛策、定款変更、剰余金処分、会計監査人選任議案

図表10は、買収防衛策関連議案、定款変更議案、剰余金処分議案、そして会計監査人選任議案の平均賛成比率等について、2018年から2020年までの推移を示したものである。

図表10 買収防衛策、定款変更、剰余金処分、会計監査人選任議案の賛否状況

	買収防衛策			定款変更			剰余金処分			会計監査人選任		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
社数	5	5	2	57	48	52	191	195	179	1	3	4
提出企業の割合(%)	1.8	1.8	0.7	20.7	17.4	19.2	69.2	70.7	66.1	0.4	1.1	1.5
平均賛成比率(%)	62.4	63.3	64.0	98.5	98.2	99.0	97.6	97.8	98.8	98.1	98.7	99.6
標準偏差	7.8	5.6	14.4	2.5	2.3	1.3	3.0	3.1	2.0	-	1.4	0.3
最大値(%)	75.4	72.1	74.2	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	-	99.6	99.7
最小値(%)	57.7	55.2	53.8	81.7	88.3	94.0	77.4	68.9	87.5	-	97.0	99.2
賛成比率70%以上80%未満(件)	1	1	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0
議案全体に占める比率(%)	20.0	20.0	50.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
賛成比率70%未満(件)	4	4	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0
全体に占める割合(%)	80.0	80.0	50.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0

(注) 対象企業数は2018年と2019年は276社、2020年は271社

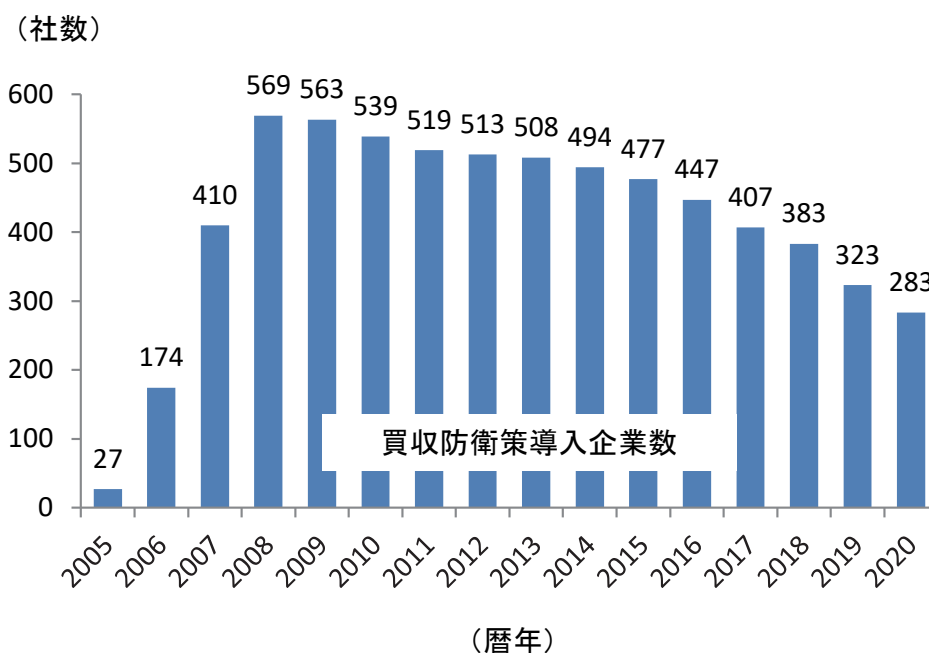
(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

## 1) 買収防衛策

買収防衛策関連議案（買収防衛策の更新）の上程社数は2019年の5件から2020年には2件に減少した。平均賛成比率は2019年の63.3%から64.0%に上昇したものの、他の主要議案の平均賛成率に比べれば低い。機関投資家の議決権行使基準において、買収防衛策はすでに原則反対に近いものになっているが、最近では、第三者委員会の構成者を独立社外取締役にすることを求めるなど、買収提案に対する評価や防衛策の発動に関し社外取締役の関与を求める動きが広がっているように見える。

参考までに、全上場企業ベースで見ると、買収防衛策を導入している企業数は2020年9月末現在で283社となり、2007年末の569社の約半数まで減少した。2020年に新規に買収防衛策を導入した企業は5社と、2019年の2社に比べ多かったが、これはアクティビストの活動への懸念が高まってきたことを反映したと考えられる。しかし、同年に防衛策を廃止（非継続）した企業は45社と、2019年の63社に比べれば少ないが、過去2番目に多くなっている。買収防衛策に関する機関投資家の評価が年々厳しくなる中で、廃止を選択する企業は今後も増えると思われる（図表11）。

図表 11 買収防衛策導入企業数の推移



(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

## 2) 剰余金処分

2020年の剰余金処分議案平均賛成比率は98.8%と、2019年の97.8%から1ポイント上昇した。従来よりキャッシュリッチで極端に配当性向が低い、または業績不振にも関わらず配当を実施するなどのケースを除いては同議案への反対は少ない。加えて、2020年はコロナウイルス感染拡大の影響を受け、キャッシュリッチ基準など剰余金処分議案に対する基準の柔軟な運用を行った機関投資家も一定数見られたことが平均賛成率の上昇につながったと考えられる。

## 3) 定款変更、会計監査人選任

両議案とも、もともと平均賛成比率は高い水準であるが、2020年の定款変更議案平均賛成比率は99.0%、会計監査人選任では99.6%と非常に高く、投資家から問題視される事例は、本稿が分析対象としている企業の中にはなかったといえるであろう。特に会計監査人選任については、長期にわたり同一の会計事務所が監査をしている企業で不祥事が発覚するケースが生じていることもあり、一定期間ごとに会計監査人を変更する企業が増えている。この傾向はより鮮明になると考えられるが、投資家側でも不正防止の観点からローテーションに理解を示すと考えられる。

# 5. 役員報酬関連議案

図表12は役員報酬関連議案の平均賛成比率の推移である。役員報酬関連議案の判断に関しては、投資家の議決権行使判断基準や役員報酬に対する見方に大きな変化はない。役員退職慰労金贈呈議案に関しては、既に同制度を廃止した企業が多く、2020年の上程件

図表12 役員報酬関連議案の賛否状況

	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関係		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
件数	4	3	2	35	32	23	86	116	79
提出企業の割合(%)	1.4	1.1	0.7	12.7	11.6	8.5	31.2	42.0	29.2
平均賛成比率(%)	87.6	80.3	81.9	95.2	95.2	97.4	95.7	97.5	97.0
標準偏差	7.8	12.2	13.0	5.5	7.2	5.5	6.5	5.9	4.2
最大値(%)	93.5	89.7	99.1	99.6	99.7	99.7	99.8	99.8	99.9
最小値(%)	75.5	63.1	67.3	80.5	69.8	74.2	63.1	63.4	74.3
賛成比率70%以上80%未満(件)	1	0	1	0	1	1	2	3	1
議案全体に占める比率(%)	25.0	0.0	25.0	0.0	3.1	4.3	4.7	7.0	2.3
賛成比率70%未満(件)	0	1	1	0	1	0	2	1	0
全体に占める割合(%)	0.0	33.3	33.3	0.0	3.1	0.0	4.7	2.3	0.0

(注) 対象企業数は2018年と2019年は276社、2020年は271社

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

数は 2 件に留まっている。平均賛成比率も買収防衛策関連議案に次いで低く、2020 年は 81.9%となっている。また、役員賞与支給議案では、業績が不振であるにもかかわらず上程されている場合、役員報酬の改定の場合、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等が上程された場合、賛成比率が低い事例が見られる。

一方、ストックオプション（株式報酬型制度を含む）関連については、希薄化率の高い場合や、付与から行使可能になるまでの待期間が短い（概ね 2 年未満）場合、付与対象者に社外者が含まれている場合などでは賛成比率が低くなる傾向にある。それでも、付与対象者に関し、社外取締役を対象者とするには肯定的な見解をとる投資家も増えてきている。

役員報酬は企業経営者に対し企業価値向上のインセンティブ付けをする手法として注目されるが、投資家の関心が高いと見られる役員の個別報酬の決め方等は株主総会の上程議案とはならないことから、むしろ企業とのエンゲージメントの主要テーマとして位置づけられるであろう。

## 6. 株主提案

2020 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 12 社 75 議案、平均賛成比率は 12.3%であった。2019 年 6 月は 17 社、84 議案、平均賛成比率は 12.9%であったので、株主提案が出された企業数、賛成比率とも低下した。

また、2019 年 6 月開催の株主総会では分析対象とした企業の中で株主提案の可決事例が見られたが、2020 年 6 月開催の株主総会では見られなかった。図表 13 は株主提案のうち、賛成比率が 20%以上であったものである。

この中で最も注目されるのが、銀行業 B 社に出された株主提案である。本提案は、原子力発電所に関連するものを除くと、実質的に我が国で初めての環境関連であり、環境関連の NPO から提出されたものである。内容は、「パリ協定及び気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）に賛同していることに留意し、パリ協定の目標に沿った投資を行うための指標および目標を含む経営戦略を記載した計画を年次報告書にて開示する。」という条項を、定款に規定するというものであった。

本提案は定款変更議案であり、賛成要件は総会出席株主数の 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可決へのハードルは高い。さらに、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こともあり、どの程度の賛成を集めるかが注目された。結果は、否決されたものの 34%の賛成を集めた。国内の機関投資家の中でも同提案に賛成票を投じたところもあり、環境に対する機関投資家の関心の高さを示したものと考えられるであろう。

図表 13 賛成比率 20%以上の株主提案

社名	該当企業所属業種 (東証33業種分類)	内容	賛成比率 (%)
A	電気機器	取締役選任	43.4
D	電気・ガス業	定款変更: 取締役個別報酬開示	43.2
A	電気機器	取締役選任	42.0
A	電気機器	取締役選任	37.7
D	電気・ガス業	定款変更: 取締役退任後の委託報酬額等の開示	37.4
B	銀行業	定款変更(パリ協定の目標に沿った投資のための経営戦略を記載した計画の開示)	34.0
C	陸運業	取締役選任	32.6
A	電気機器	取締役選任	31.1
A	電気機器	取締役選任	31.1
B	銀行業	定款変更(株主提案議案の株主総会参考書類記載: 1000字以上)	31.0
D	電気・ガス業	定款変更: 取締役個別報酬開示	27.4
D	電気・ガス業	定款変更: 相談役・顧問・嘱託の廃止	27.4
C	陸運業	取締役選任	24.8
E	電気・ガス業	定款変更: 相談役・顧問の不設置	23.6
F	電気・ガス業	定款変更: 相談役・顧問の廃止	21.7
D	電気・ガス業	定款変更: 株主総会議事録への正確な記載と開示	21.1
D	電気・ガス業	取締役解任	20.5

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

### III 今後の注目点

#### 1. 社外取締役の増員：すべての企業に対し3分の1以上を求めるのか

今回の議決権行使の結果を踏まえ、今後の注目点を考える。まず、機関投資家の議決権行使基準において、すべての企業に対し全取締役の3分の1の独立性の高い社外取締役の設置を求めるのか、という点である。海外の機関投資家ではすでにそのような動きがあるが、国内系の機関投資家ではまだ少数である。一方で、親子上場の子会社や監査等委員会設置会社、買収防衛策を持つ企業などに対し3分の1以上の社外取締役を求める投資家は相当数に達していると見られ、そうした投資家が3分の1以上の独立社外取締役の選任を求める対象範囲を広げる動きを見せるかどうか注目される。

#### 2. 政策保有株式の議決権行使への反映

政策保有株式の議決権行使への反映の動きも注目される。議決権行使助言会社のISSは2020年2月以降、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している。さらに、グラス・ルイスは2021年より、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の「貸借対照表計上額の合計額」が連結純資産と比較して10%以上の場合、会長（会長職が存在しない場合、社長等の経営トップ）に反対助言を行う。

こうした議決権行使助言会社の動きが機関投資家の議決権行使基準にも反映されてくるかどうか注目される。ただし、株主総会の前に有価証券報告書を公表する企業は少数であるため、議決権行使の際には最新の情報が得られないなど、情報開示の面からの問題がある。従って、当面は主にエンゲージメント（企業と投資家との対話）の重要テーマとして扱われるであろう。その一方で、政策保有株式に関する、法定開示を超えた様々な情報の提供や開示（例えば、決算発表用資料や事業報告書などに最新の株式保有状況の概要を開示するなど）が企業側から自発的、積極的に進むことにも期待したい。

### 3. 「コロナ後」の中長期的な経営スタンスや戦略をエンゲージメント等で再確認

本稿で述べてきたように、2020年6月開催の株主総会においては、新型コロナウイルス感染拡大の影響を勘案し、資本効率性や剰余金処分などで議決権行使基準を緩和する機関投資家が見られた結果、主要上程議案の多くで賛成比率が上昇した。しかし、そうした中でも、不祥事が発生した企業の経営トップの取締役選任議案の賛成比率は低くなるなど、投資家によるコーポレートガバナンスへの関心の高さは随所に見受けられた。

今回、一時的に緩和した議決権行使基準については、いつ通常の基準に戻すのかを検討するとともに、「コロナ後」の中長期的な経営スタンスや戦略を再検討する必要があるだろう。特に後者について、投資家としては、エンゲージメント活動を通じて把握、評価していくことが重要である。例えば、今回は流動性への懸念があったことから、キャッシュリッチ企業で配当性向が低い企業の剰余金処分議案であっても賛成したケースがあるだろう。こうした企業については、コロナの影響が一巡したのち、さらにキャッシュポジションが積みあがる状況であれば、改めて資本（資金）の有効活用について、投資家は企業に対し問いかけていくことや、状況が改善しないのであれば議決権行使によって、例えば経営トップの取締役選任議案に反対票を投じることもあるだろう。

### 4. 環境関連の株主提案の広がり

2020年6月開催の株主総会において環境関連の株主提案が34%の賛成を集めた事例が示唆するように、今後、同様の株主提案が広がる可能性がある。一方で、定款変更議案の場合、定款に記載することで、当該企業の活動を縛るものになることは好ましくないため株主提案に反対する投資家が多いというのが現状である。この点について、機関投資家の中からも、「定款変更という理由をもって、内容が妥当と考えられる株主提案に反対することが果たして適切かどうか考えなければならない」という意見が聞かれ始めた。即時に方針が変わる可能性は高くはないであろうが、例えば、定款記載であっても、過度に企業活動を束縛するような内容でなければ賛成する、といった柔軟な判断を行うなどの動きが出てくるかどうか注目される。

## 5. 2021年改訂予定のコーポレートガバナンス・コードと議決権行使

コーポレートガバナンス・コードは、2021年春頃にも改訂が見込まれている。図表14では、コードの改訂にあたり議論されると見込まれる主な論点である。

図表14に掲げた諸論点の内、議決権行使との関係から注目されるのは以下の諸点である。まず、②のグループガバナンスに関しては、多くの機関投資家の議決権行使基準において、上場子会社に対し3分の1以上の独立社外取締役を求める形となっており、かなり織り込まれているように見える。

さらに、⑤において、東京証券取引所の市場改革により、2022年に創設が予定されているプライム市場（仮称）に対しては一段高いガバナンス水準を求めるとされていることから、該当する企業に対しては、独立性の高い社外取締役の設置を求める投資家も考えられるであろう。また、東証の市場改革にあたり、流通株式から政策保有株式を除外することが検討される模様である<sup>1</sup>。現状では詳細は不明であるが、Ⅲ章の2で述べた政策保有株式の議決権行使基準への反映と合わせ、投資家からの政策保有株式のさらなる圧縮の要請につながることも考えられる。

また、⑦については、既に、グラス・ルイスが女性役員の存在しない企業に対し、会長等経営トップの取締役選任議案に反対の助言を行っており、また、外資系の機関投資家の

図表14 コーポレートガバナンス・コード改訂で想定される論点

①監査に対する信頼性の確保 ・内部監査部門が独立社外取締役を含む取締役会や監査役など、経営陣から独立した監督機関に対しても直接報告が行われる仕組みの確立を促進
②上場子会社の取り扱いの適正化を含むグループガバナンスの考慮 ・上場子会社等のガバナンス体制の厳格化、親会社による子会社上場等の合理性の説明
③事業ポートフォリオ戦略の実施など資本コストを踏まえた経営のさらなる推進
④中期的な持続可能性についての考慮
⑤社外取締役の質的向上
⑥東証の市場改革において、「プライム市場（仮称）」上場（予定）企業に対し、一段高いガバナンス体制の整備
⑦新型コロナウイルスで各業種や企業の状況が大きく変化中、変化に応じた成長実現を目的に、女性、外国人、中途採用者を含めた多様性の確保

（出所）フォローアップ会議意見書（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」（2019年4月）、「成長戦略フォローアップ」（2020年7月17日閣議決定）、及び「菅首相インタビュー」『日本経済新聞』2020年10月6日付朝刊1面、及び4面より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 株式会社東京証券取引所「新市場区分の概要等について（2020年2月21日）」

一部では同様の議決権行使基準をすでに設定しているところもある。一方、国内系を始めとした相対的に多数の投資家は、こうしたテーマは現状議決権行使基準に反映させるよりも、エンゲージメントのテーマとしているが、⑦に関連した議論は、ダイバーシティを議決権行使に取り入れる動きを進めるきっかけとなる可能性も考えられる。