

野村證券  
エクイティ・リサーチ部  
西山 賢吾

### 16年議決権行使結果と今後の注目点

16年6月に行われた株主総会での上程議案の賛否結果を見ると、一部を除けば、企業と投資家との間で意見が分かれるような議案はほとんどありませんでした。この背景には、会社が株主総会上程議案を早期に株主に示し、特に役員選任議案などで選任理由を丁寧に説明する動きを進めたことがあると見られます。今後、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの2つが揃い、企業と投資家との「目的を持った対話」が本格化すると期待されます。そうした中、企業年金基金などのアセット・オーナーが「目的を持った対話」をベースにしたエンゲージメント活動に果たす役割、そして、議決権行使の重要性はさらに増すでしょう。

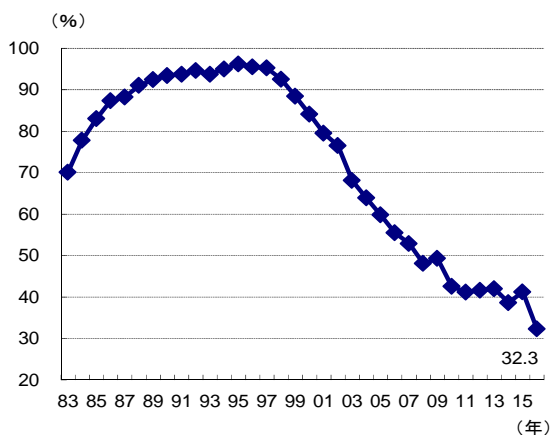
#### 議決権行使を促す企業側の動きが目立った

16年6月の議決権行使においては、15年6月のコーポレートガバナンス・コードの適用開始から1年が経過し、同コードの記載事柄が企業や投資家にどのような形で反映してきているかが注目されました。

その中で、企業側の対応として目立ったのは、いわゆる「株主総会の分散化」が進んだことです。16年6月開催の株主総会で最も多くの企業が総会を開催したのは6月29日でしたが、この日に株主総会を開催する企業の、6月に株主総会を開催した全企業に占める割合である「集中率」は、過去最低の32.3%に低下しました(図表1)。

さらに、上程議案の内容を記した招集通知等の株主総会関連書類を、株主に発送する前にTDnetなどを用いてウェブサイトにより公表する企業も大幅に増えました。図表2は東京証券取引所が毎年6月に開催される株主総会前に企業

図表1 株主総会「集中率」は過去最低



(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作成

に行ったアンケート結果です。これを見ると、「招集通知を株主に送付する前に開示する(予定)」

#### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

の企業は、14年は全体の9.7%でしたが、15年は36.3%、そして16年には74.7%まで上昇したことが分かります。

これらは、企業が投資家に対し議決権行使を促す動きの一環ですが、投資家にとっては株主総会に出席しやすくなったり、議案の内容を検討する時間をより長く取れるようになるという点からも望ましい動きと捉えられています。特に招集通知の株主発送前開示の普及は、コーポレートガバナンス・コードの補充原則1-2②「上場会社は、株主が総会議案の十分な検討期間を確保することができるよう、招集通知に記載する情報の正確性を担保しつつその早期発送に努めるべきであり、また、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。」を踏まえた動きと考えられます。

図表 2 招集通知 の株主送付前開示企業の割合

	14年	15年	16年
東証アンケート回答社数(社)	2,007	2,058	1,988
発送前開示(予定)企業数(社)	194	747	1,486
発送前開示(予定)割合(%)	9.7	36.3	74.7

(出所) 東京証券取引所資料より野村作成

## 主要議案の賛否結果

### 1. 社外取締役複数選任を求める動きが進む

主要運用会社の議決権行使基準において、今年は、社外取締役の2名以上の選任を求める動きが進みました。これは、(1)議決権行使助言会社のISSが、16年2月より社外取締役の複数選任を求めることを助言方針に加えたこと、(2)コーポレートガバナンス・コード原則4-8において「上場会社は・・・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」と記載されたこと、などを反映していると考えられます。

他には、15年6月の会社法改正により認められた監査等委員会設置会社について、法定の監査等委員の社外取締役の他にも社外取締役を選任することを求める動きも見られました。これは、監査等委員会設置会社では常勤の監査等委員を置くことが必ずしも求められないこと等、企業のガバナンス強化にはつながらないとの見方があることを反映した動きと考えられます。

2. 主要議案では、一部を除き反対はあまり見られなかった

図表3は3月決算のRussell/Nomura Large Cap 構成企業(286社)が臨時報告書により開示した、16年6月開催の株主総会での主要議案の平均賛成比率です。これを見ると、買収防衛策や役員退職慰労金議案に対する賛成比率は他の議案に比べ相対的に低くなっています。買収防衛策は株主の利益とは関係なく、経営陣が恣意的に発動する懸念があること、役員退職慰労金は、役員在籍時の業績とは無関係に金額が決定されることが多く、株主から見ればその決定方法に対し不透明であるとの見方があるためと見られます。

しかし、他の議案は平均賛成率が90%を超えるなど、反対は比較的少数です。さらに、15年6月と16年6月とを比較すると、剰余金処分と役員退職慰労金贈呈議案の平均賛成比率は若干低下していますが、他の議案では上昇しており、平均(単純)賛成比率も、15年6月の91.7%から16年6月は92.4%へ上昇しています。

このように、多くの議案で平均賛成比率が上昇した背景には、会社が株主総会上程議案を早期に株主に示すこと、特に役員選任議案などで選任理由を丁寧に説明する動きを進めたことがあると見られます。しかし、その一方で、ROE(自

## 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

己資本純利益率)が低迷している企業や、株主総会に上程せず、取締役会のみで買収防衛策の有効期間の更新を行った企業の経営トップ(社長、会長など)の取締役選任議案では、50%台、60%台という事例も見られ、投資家がこれらに対し厳しい見方をしていることが見て取れます。

### 今後アセットオーナーの役割が高まる

コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードがともに実行に移された中、企業と投資家との、企業価値の向上を目的とした「目的を持った対話」が深化するかどうか注目されます。この過程の中では、運用会社だけではなく、年金基金などのアセットオーナーの役割がさらに重要になってくると考えられます。

海外ではアセットオーナーが企業と投資家との対話(エンゲージメント)活動を促進する中心的な役割を担うことが少なくありません。日本ではスチュワードシップ・コードを受け入れている企業年金は少数に留まっていますが、今後受け入れる基金が増え、エンゲージメント活動を促進することが期待されます。

### 議決権行使の重要性も高まる

17年の議決権行使における機関投資家の議決権行使においては、(1)社外取締役の人数を3人、あるいは3分の1以上など増やすことを求めるかどうか、(2)監査等委員会設置会社に対し、監査等委員以外に社外取締役を求める動きが広がるかどうか、などが注目されます。

一方、2つのコードが実施に移され、「目的を持った対話」が重視されるようになると、議決権行使の位置づけは低下するとの見方があります。また、現状において、表面的、形式的な基準で(機関)投資家が議案の賛否を判断しているとの批判も見られることも確かです。

しかし、対話を経て投げられた議案への賛否は形式、表面的ではない意思決定となります。よって、個別議案への賛否に込められた投資家の意思はこれまで以上に強くなるはずであり、「目的を持った対話」の深化はむしろ議決権行使の重要性を高めると考えます。

図表 3 主要議案の平均賛成比率

単位: %

主要議案	2015年6月	2016年6月	主要議案	2015年6月	2016年6月
社内取締役選任	95.7	95.6	定款変更	97.0	97.4
社外取締役選任	94.3	95.3	役員賞与支給	96.0	96.7
社内監査役選任	94.4	95.7	ストックオプション関係	93.1	93.8
社外監査役選任	89.4	91.3	役員報酬額改定	96.7	96.8
監査等委員(社内)選任	94.1	93.5	買収防衛策	69.0	70.8
監査等委員(社外)選任	87.1	90.0	役員退職慰労金の贈呈・打ち切り支給	85.6	84.8
補欠監査役選任	94.4	95.0			
剰余金処分(配当など)	96.8	96.3	単純平均	91.7	92.4

(出所) 各社開示資料より野村作成

### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

— 次号のお知らせ —

次号は

**10月17日(月)**

発行予定です。

#### 野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合)、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

#### 野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号  
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2  
アーバンネット大手町ビル  
TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981  
Email: nenkin@jp.nomura.com

#### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。