

野村證券
エクイティ・リサーチ部
西山 賢吾

2017年議決権行使結果と今後の注目点

機関投資家の議決権行使結果個別開示が始まった17年6月の株主総会の結果を受けての注目点は、総会結果の対話への活用と考えます。特に、今回は経営トップの取締役選任議案で賛成率の低い事例が増えました。

機関投資家による議決権行使結果の個別開示を基に、企業側は投資家側に反対の理由の説明を求め、投資家側がそれについて丁寧な説明を行うことにより双方のコミュニケーション、相互理解が深まることが期待されます。

賛否の動向には大きな変化は見られなかった

野村證券では、2017年6月に株主総会を開催した、主に時価総額の大きな企業で構成されるRussell/Nomura Large Capに採用されている企業のうち、3月決算、6月株主総会開催企業280社の主要議案の賛否結果を集計しました(図表1)。

これを見ると、買収防衛策や退職慰労金贈呈議案に対する賛成比率が他の議案に比べ相対的に低い一方、他の主要議案の賛成比率は90%を超えています。ただし、これら賛否の動向は2016年と比べ、顕著には変化していません。

また、株主提案も、賛成比率が40%を超えるような議案も見られましたが、可決にまでは至りませんでした。

なお、定款変更議案の上程を株主総会前に撤回した企業が1社ありました。また、今回の分析対象企業以外で、投資ファンドから出された社外取締役選任議案の可事例が見られました。

図表1 主要議案の賛否結果
(企業側の臨時報告書による開示)

議案	17年6月総会		16年6月総会	
	平均賛成比率(%)	賛成比率80%未満の議案数の割合(%)	平均賛成比率(%)	賛成比率80%未満の議案数の割合(%)
取締役選任	95.1	2.2	95.5	1.5
監査役選任	93.5	4.8	93.2	9.4
監査等委員選任	95.1	1.8	91.0	10.9
剰余金処分(配当など)	97.1	1.0	96.9	1.0
定款変更	97.9	0.0	97.4	1.2
役員賞与支給	95.4	2.4	96.7	0.0
役員報酬額の改定	96.7	2.3	96.8	0.0
ストックオプション関係	94.6	5.5	93.8	6.4
役員退職慰労金の贈呈、打ち切り支給	79.6	42.9	84.8	14.3
買収防衛策	67.0	100.0	70.8	90.0

議案	17年6月総会		16年6月総会	
	平均賛成比率(%)	賛成比率10%未満の議案数	平均賛成比率(%)	賛成比率10%未満の議案数
株主提案	9.6	74.2	8.2	78.7

(注) 対象企業数は、16年は286社、17年は280社
(出所) 各社開示資料より野村證券作成

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等を行わないようお願い致します。

経営トップの取締役選任議案賛成比率の低い事例が増加

今回、議案の賛否結果で特に注目したいのが、会長や社長等の「経営トップ」の取締役選任議案への賛成比率です。16年6月株主総会では、経営トップの取締役選任議案の賛成比率が80%未満であったのは286社(16年6月総会での分析対象企業数)中7社でしたが、17年6月総会では17社に増加しています。

さらに詳しく見ると、前回は80%未満であった例も見られますが、多くは、前回80%台、90%台の賛成比率であり、それぞれの企業に賛成比率の低下要因があったと考えられます。買収防衛策更新を総会にかけず取締役会で決定する企業や、ROEが相対的に低い企業など、理由が推察できる事例もありますが、全て外部から把握できるわけではありません(図表2)。

機関投資家の議決権行使個別開示の状況

2017年5月29日に改訂された日本版スチュワードシップ・コードにおいて、コンプライ・オア・エクスプレインベースではありますが、株主総会における個別企業、個別議案ベースでの賛否状況の開示が要請されました。これに合わせ、多くの機関投資家が議決権行使結果の個別開示を始めました。

まず、国内系機関投資家では、野村アセットマネジメントや大和証券投資信託委託などのアセットマネジメント会社や、三菱UFJ信託銀行、三井住友信託銀行などの信託銀行、第一生命保険や住友生命保険、明治安田生命(特別勘定のみ)、大同生命保険、太陽生命保険などが既に議決権行使結果の個別開示をしました。なお、これらの機関投資家は従来通り、主要議案ベースでの集計結果も併せて開示しています。

また、日本生命は、これまで反対議案の事例開示を行ってきましたが、今回より主要議案ベ-

図表2 取締役選任議案の賛成比率が80%未満であった会長、社長等

該当企業所属業種	役職	賛成比率 (%)	参考:前回の賛成比率	前回総会開催年
石油・石炭製品	社長	61.1	52.3	16年
精密機器	社長	68.1	94.5	16年
小売業	社長	68.8	94.5	15年
情報・通信業	会長	69.8	86.4	16年*
金属製品	社長	73.3	76.6	16年
その他製品	社長	73.3	82.5	16年
輸送用機器	会長	75.4	94.0	15年*
医薬品	CEO	75.5	86.4	16年
電気機器	会長	75.6	95.3	15年*
海運業	会長	75.9	75.0	16年
銀行業	会長	76.0	79.0	16年
陸運業	会長	77.4	83.1	16年
電気機器	会長	77.6	89.7	16年
電気機器	社長	78.0	95.9	15年
倉庫・運輸関連業	会長	78.5	81.5	16年
銀行業	頭取	79.0	87.6	15年
銀行業	頭取	79.0	80.0	16年
情報・通信業	社長	79.2	93.3	16年*
電気機器	名誉会長	79.7	92.7	16年
輸送用機器	社長	79.9	96.2	15年*

(注) 前回と今回で役職が異なっている場合は*を付した(出所) 各社開示資料より野村證券作成

スで集計した結果の開示を行うようになりました。ただし、個別開示は実施していません。

一方、外資系では、アムンディ・ジャパン、ゴールドマン・サックス・アセットマネジメントやキャピタル・インターナショナル、シュローダー・インベストメントなどでは個別開示を実施しています。一方、フィデリティ投信やブラックロック・ジャパン、J.P.モルガン・アセット・マネジメントなどでは従来通り、主要議案ベースでの集計結果の開示を行い、個別開示は行われていません。

このように、国内系と外資系で比較すると、国内系では主要な機関投資家の多くで個別開示を実施した一方、外資系では、大手でも従来の主

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。提供されました御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。

要議案ベースでの集計開示のみを実施しているところも見られるなど、対応に差異が見られません。

反対比率が上昇した投資家だけではなく、低下した投資家、ほぼ不変の投資家も存在

注目されていた個別開示の開始による機関投資家の議決権行使の変化ですが、確かに、業績や資本効率性の基準厳格化等により剰余金処分議案の反対比率が上昇した機関投資家や、独立性や業績、資本効率性の基準厳格化等で取締役選任議案に対する反対比率が上昇している機関投資家が見られました。

例えば、ニッセイアセット マネジメントの剰余金処分議案に対する反対の割合は16年の5.0%から22.0%に上昇しました。また、日興アセットマネジメントでは、取締役選任議案に対する反対比率が16年度の8.6%から18.5%に上昇しました。

今回、集計期間や集計方法を変更(例えば従来の5-6月の集計から4-6月への変更や、取締役選任議案の集計を従来の個別の取締役候補者ベースへ変更など)した機関投資家も見られるため単純比較は難しいですが、全体的に見れば、個別開示を機に議案の賛否結果が大きく変化していない機関投資家もあります。

例えば、りそな銀行の全会社提案議案に対する反対比率は、16年が17.1%なのに対し、17年

は17.5%でした。これは、機関投資家の議決権行使方針は過去からの変更を積み重ねてきたため、現状では見直しの必要に迫られる内容が少なくなってきたことが要因と考えられます。

開示結果を基にした対話の深化が期待される

コーポレートガバナンス・コードでは、「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」(補充原則1-1①)とされています。

一方、上述のように、改訂されたステュワードシップ・コードでは、個別議案の賛否結果開示がコンプライ・アンド・エクスプレインベースで求められたことから、株主総会の上程議案の賛否結果を個別企業に開示する機関投資家も一定数見られるようになりました。こうした中、経営トップの取締役選任議案に対する賛否は、株主総会后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する必要があると考えます。

特に、機関投資家は反対理由について、議案に反対した企業に対し丁寧に説明すること、一方企業は機関投資家の考えを把握した上で今後の対応につき丁寧に説明することなどにより相互理解を深める、というプロセスを構築していくことができるかどうか注目されます。

— 次号のお知らせ —

次号は

10月16日(月)

発行予定です。

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。

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。