

# 議決権行使白書

ガバナンス改革のさらなる進展に向けた  
「議決権行使の実質化」の現状と課題

平成 29 年 5 月 25 日

議決権行使実質化検討フォーラム

## 目 次

ガバナンス改革の進展における「議決権行使実質化」の重要性(本フォーラム設置の趣旨) .....	4
企業側と機関投資家側との意見の相違と解消・緩和に向けたプロセス .....	7
一 第一回目のテーマとしての「企業側と機関投資家側との意見の相違と解消・緩和に向けたプロセス」の検討 .....	7
二 企業側と機関投資家側との意見相違の解消・緩和の実態 .....	7
三 電子化プロセスを通じた企業側と機関投資家側との意見相違の解消・緩和 .....	7
四 議決権行使の電子化プロセスの進展状況(2016年度の総会時期を例に) .....	8
五 機関投資家の保有比率が高い上場企業の多くが電子化プロセスを利用していること .....	10
六 機関投資家側も電子化プロセスを活発に利用していること .....	12
主要議案ごとの議決権行使の傾向分析 .....	16
一 2015年総会及び2016年総会の主な議案の状況 .....	16
二 剰余金処分議案 .....	19
三 定款変更議案 .....	21
四 役員選任議案 .....	24
1 取締役選任議案全体の状況 .....	24
2 経営トップの社内取締役選任議案 .....	25
3 社外取締役選任議案 .....	27
4 監査役選任議案 .....	29
五 役員報酬議案 .....	31
1 役員報酬額改定議案 .....	31
2 株式報酬議案 .....	32
3 退職慰労金支給議案 .....	34
六 株主提案議案 .....	35
議決権行使の実質化に向けたプロセスについて .....	36
一 招集通知の早期開示の進展 .....	36
二 議決権行使の実質化の前提となる議決権行使フロー .....	38
1 国内機関投資家 .....	38
2 海外機関投資家 .....	39
三 会社側見解と機関投資家側見解との相違とその解消に向けた取組 .....	41
1 会社側見解と機関投資家側見解との相違 .....	41
2 議決権行使助言会社の反対推奨が与える影響 .....	42
3 取締役選任議案 .....	43

4	監査役選任議案	44
5	役員報酬議案(退職慰労金支給、役員報酬額改定、株式報酬・ストックオプション)	45
6	買収防衛策議案	45
7	その他の議案	46
8	反対推奨を受けた会社の属性	47
9	機関投資家側の議決権行使の日程	49
四	会社側見解と機関投資家側見解との相違解消に向けた会社側からの補足説明等の発信等	51
1	会社側の補足説明等の発信の意義	51
2	補足説明等を実効化させる電子化プロセスの意義	51
3	直近5年間の補足説明等の実施状況	52
4	補足説明等の発信時期	53
5	反対の推奨結果判明後の機関投資家の議決権行使状況	54
6	補足説明等の前提となる反対推奨の判明時期	55
7	会社からの補足説明等の効果	56
五	今後の論点	58
1	企業側について	58
2	機関投資家側について	58
3	おわりに(インフラ運営者としての視点も踏まえて)	59

## ガバナンス改革の進展における「議決権行使実質化」の重要性(本フォーラム設置の趣旨)

1 日本においてガバナンス改革が着実に進展しつつあるが、ガバナンス改革の進展とともに新たに認識されつつあるのが「議決権行使の実質化」という議決権行使の手法を巡る論点である。

2 議決権行使はそもそも株主総会で取締役等の会社役員を選任する等、企業統治(コーポレート・ガバナンス)に関する重要事項を決定する行為である。また議決権行使は会社法上共益権と分類され、自益権と異なり自らの行動が他の株主等にも影響を与える重要な行為である。

3 議決権行使はガバナンスの文脈でも重要性が高い行為であるところ、日本の上場企業の株式保有状況について見るに、上場投資信託(ETF)の増加や年金の株式運用におけるパッシブ運用比率の高まり等から、パッシブ運用の機関投資家の保有比率が高まる傾向にある。議決権行使という行動はそもそもの性格において(パッシブとは異なる)アクティブな行動であり、限られた手数料の中で運用を行うパッシブ運用の世界において議決権行使にリソースを割くことの経済合理性が乏しいという現実的側面もある。

一方で、上場企業がコーポレートガバナンス・コードを踏まえて自社の持続的成長のシナリオ等を個別にミクロレベルで発信しても、機関投資家側が個社の違いに着目しない形式的対応<sup>1</sup>で議決権行使を行う投資家ばかりだと、車の両輪としての機能にも支障を来す。

4 スチュワードシップ・コード(平成 29 年度に改定予定のものを含む。以下「SC」という)においても、「パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである」(指針 4-2)、「機関投資家は、・・・議決権行使の方針について・・・単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである」(原則 5)、「機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである」(指針 5-4)、「議決権行使助言会社は、企業の状況の的確な把握等のために十分な経営資源を投入し、また、本コードの各原則(指針を含む)が自らに当てはまることに留意して、適切にサービ

<sup>1</sup> 「実質化」の反対概念といえる「形式的」とは、いわゆる check-the-box 的な態様である。

スを提供すべきである。また、議決権行使助言会社は、業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関し、自らの取組みを公表すべきである。」(指針 5-5)等と明記されている。

5 そこでこのたび我々は「議決権行使実質化検討フォーラム」(図表 1)を立ち上げ、その第一回報告書として「議決権行使白書 ガバナンス改革のさらなる進展に向けた『議決権行使の実質化』の現状と課題」を公表した(<http://www.icj.co.jp/news/>)。本フォーラムは、株式会社 ICJ を母体としている。その理由は、議決権行使における電子化のインフラが議決権行使を巡る現状認識の共有や問題解決において重要な機能・役割を果たすことが可能であると考えたことによる。

6 なお、議決権行使が「形式的か実質的か」という二択の議論を行うことは、問題の本質をついていない面があり、本フォーラムの本意でもない。むしろ議論の本質は、ガバナンス改革等の観点も踏まえ、何が望ましい「実質的」な議決権行使なのかを探求することにある。たとえば、大量保有の機関投資家が集中時期に議決権行使を行うという構造(また議決権行使助言会社についても、集中時期に大量議案について精査を行うという構造)は不可避的である以上、こうした構造を踏まえた「実質的」な議決権行使とは何なのかが論点となる。現在行われている機関投資家の議決権行使や議決権行使助言会社の助言行動においても、議案内容の的確な把握のための経営資源の投入や企業側との対話の促進など、議決権行使の実質化に向けた各種取組・工夫が着実に進展している。こうした実態を踏まえた議論が重要である。

7 本白書で紹介した各種データ等が、各方面における様々な取組や議論等において有益なものとなれば幸いである。

**図表 1 議決権行使実質化検討フォーラム**

株式会社 I C J	長谷 剛雄	
株式会社 I C J	今給黎 成夫	
株式会社 I C J	坂東 照雄	(幹事)
株式会社 I C J	萩原 孝弘	
株式会社 I C J	飯塚 毅	
株式会社 I C J	北角 一樹	
株式会社 I C J	川瀬 亮	
株式会社 I C J	高橋 朋也	
株式会社 I C J	中安 充	
西村あさひ法律事務所弁護士	武井 一浩	(幹事)
西村あさひ法律事務所弁護士	森田 多恵子	(幹事)
西村あさひ法律事務所弁護士	中澤 優子	

## 企業側と機関投資家側との意見の相違と解消・緩和に向けたプロセス

### 一 第一回目のテーマとしての「企業側と機関投資家側との意見の相違と解消・緩和に向けたプロセス」の検討

議決権行使の実質化にはいくつかの論点があるが、議決権行使の実質化が現実に認識・指摘される場面として、総会議案について企業側と機関投資家側との意見の相違がある場合が多い。そこで、本フォーラムの第一回目のテーマとして、「総会議案について企業側と機関投資家側との意見の相違がある場合」を取り上げることとした。総会議案について企業側と機関投資家側との意見の相違がある場合について、企業側と機関投資家側との意見の相違の実態を把握した上で、そうした相違の解消・緩和プロセスとしていかなる論点があるのかを検討することは、議決権行使の実質化の観点から重要と考えられる。

### 二 企業側と機関投資家側との意見相違の解消・緩和の実態

企業側と機関投資家側の意見等の相違の解消・緩和に向け、現実のプロセス面においていくつかの論点がある。

従前から着目されてきたのは、機関投資家が議案内容を受領してからどの程度検討期間があるのかという点である。機関投資家側は、議案内容を受領してから十分な検討期間がなければ、実質的な議決権行使は難しい。また、企業側が正当な会社提案であるとして提示したにもかかわらず、情報開示の不足等に端を発して想定外の反対票が集まる場合には、投資家との一定のすりあわせが行える期間がなければ、議決権行使において本来望まれる深まりは生まれてこない。

また書面中心の議決権行使プロセスでは、特に機関投資家の関連では、招集通知の受領等の議案内容の受領 機関投資家(特に実質株主)による議決権行使の指示・行使 会社への到達という一連の作業過程で、2週間程度を優に要してしまう。上場企業側も招集通知の早期開示に努めているが、書面プロセスのままでは早期開示で生まれたリードタイムが空費されることとなる。現状においても国内機関投資家の議決権行使において書面プロセスが残っているなど、電子化が貫徹している状況にまでは至っていない。

### 三 電子化プロセスを通じた企業側と機関投資家側との意見相違の解消・緩和

企業側と機関投資家側との意見の相違の解消手段として、電子化プロセスが進展することには意義が大きい。そもそも大量の議決権行使の処理において書面よりも電子のほうが効率性が高いこと、海外投資家にとっては書面では効率的な議決権行使は更に難しいこと、上場企業側にとっても議決権行使における機関投資家との実質的対話等を行いやすいことなどの点で、書面プロセスよりも議決権行使の実質化を果たす面でのメリットが大きいのである。

#### 四 議決権行使の電子化プロセスの進展状況(2016年度の総会時期を例に)

2015年6月に施行されたコーポレートガバナンス・コードにおいて議決権電子行使プラットフォームの利用が株主総会における議決権行使の環境整備のための有効な施策として例示された。また「日本再興戦略」改訂2015が企業と投資家の対話を促進するために新たに講ずべき措置の一つとして株主総会プロセスの見直し等を明示し、これを受けて経済産業省「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」で議決権行使プロセスの電子化がテーマの一つに取り上げられている。電子化プロセスの進展に向けた制度的議論も着実に進められている。

では現状、議決権行使における電子化プロセスはどの程度進展しているか。それを示す一つのデータがICJが提供する議決権電子行使プラットフォーム(以下「PF」という)への参加会社の状況であるが、2016年に入って参加会社数は大きく伸びている(図表2-4-1)。2016年12月31日時点の参加会社は760社(2017年総会から参加予定の18社を除く)であり、同年6月総会の利用会社は627社である。なお本稿では、2016年1月から12月までに株主総会が開催された764社を「対象会社」と適宜言及する<sup>2</sup>。

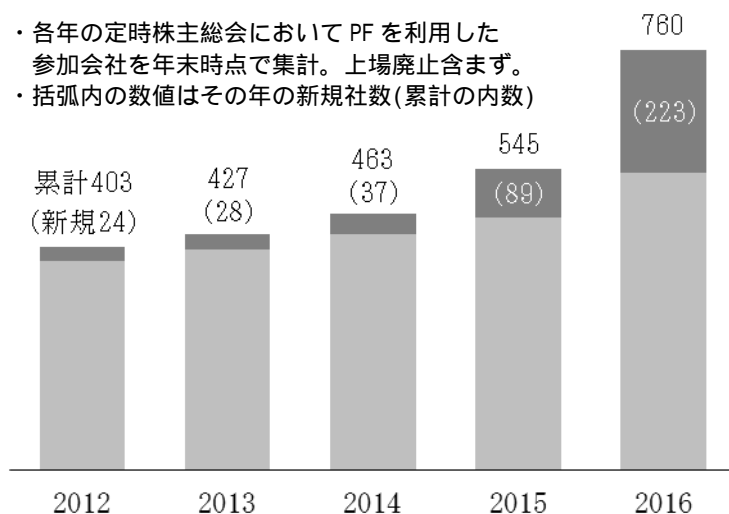
図表2-4-2から、電子化プロセスを利用している会社の大半が東証一部上場会社であることがわかる。これはPFが機関投資家向けの議決権行使システムであるため、機関投資家の保有割合が相対的に大きい東証一部銘柄の参加が続いていることによる。対象会社中、東証一部上場の参加会社は742社であるが、東証一部上場会社においては図表2-4-3に示されるように、時価総額が大きいほどPFへの参加率が高く、東証一部上場企業の時価総額合計の85.1%を占めている(図表2-4-4)。時価総額2,000億円以上の444社、単元株主数3万人以上の264社の参加率はいずれも8割を超える(図表2-4-3、図表2-4-5)。また、JPX日経インデックス400採用銘柄の81.3%(325社)、日経平均株価採用銘柄の95.6%(215社)がPF参加会社である(図表2-4-6)。

<sup>2</sup> 2016年1月から12月までに株主総会が開催されたが、その後他社による完全子会社化や吸収合併により、同年12月31日時点でPF参加会社ではなくなった6社を含む。



### 【図表 2-4-1】最近 5 年間の参加会社数の推移

- ・ 各年の定時株主総会において PF を利用した参加会社を年末時点で集計。上場廃止含まず。
- ・ 括弧内の数値はその年の新規社数(累計の内数)



### 【図表 2-4-2】市場別利用社数

調査対象：2016 年 1 月～12 月に株主総会を開催した PF 参加会社のうち同年末時点で上場会社であった 760 社

上場区分	社数
東証一部	742
東証二部	6
マザーズ	7
ジャスダック	5
計	760

名証、福証、札証単独上場はゼロ

### 【図表 2-4-3】時価総額別利用社数

時価総額(2016 年 12 月末)	東証一部	PF 導入	導入率
1 兆円以上	120	116	96.7%
5,000 億円以上 1 兆円未満	116	101	87.1%
2,000 億円以上 5,000 億円未満	208	167	80.3%
1,000 億円以上 2,000 億円未満	251	149	59.4%
500 億円以上 1,000 億円未満	304	103	33.9%
100 億円以上 500 億円未満	777	102	13.1%
100 億円未満	226	4	1.8%
東証一部全体	2002	742	37.1%

【図表 2-4-4】PF 参加社数等の状況(2016 年 12 月末時点)

区分		PF 参加	PF 未参加	+	÷ ( + )
東証全体	社数	760 社	2,757 社	3,517 社	21.6%
	時価総額	479.6 兆円	99.6 兆円	579.3 兆円	82.8%
東証一部	社数	742 社	1,260 社	2,002 社	37.1%
	時価総額	476.7 兆円	83.4 兆円	560.2 兆円	85.1%

東証一部、東証二部、マザーズ、ジャスダックの合計。

【図表 2-4-5】単元株主数別利用社数

単元株主数	東証一部	PF 導入	導入率
10 万人以上	70	66	94.3%
5 万人以上 10 万人未満	87	75	86.2%
3 万人以上 5 万人未満	107	86	80.4%
2 万人以上 3 万人未満	137	82	59.9%
1 万人以上 2 万人未満	370	159	43.0%
5 千人以上 1 万人未満	603	174	28.9%
5 千人未満	628	100	15.9%
東証一部全体	2,002	742	37.1%

【図表 2-4-6】主要指数組入銘柄における参加率

区分		PF 参加	PF 未参加	+	÷ ( + )
JPX 日経 400	社数	325 社	75 社	400 社	81.3%
	時価総額	398.3 兆円	34.6 兆円	432.9 兆円	92.0%
日経平均	社数	215 社	10 社	225 社	95.6%
	時価総額	328.1 兆円	11.5 兆円	339.6 兆円	96.6%

## 五 機関投資家の保有比率が高い上場企業の多くが電子化プロセスを利用していること

電子化プロセスを採用している上場企業では、その株主構成においても機関投資家の保有比率が相当程度高い状況にある。

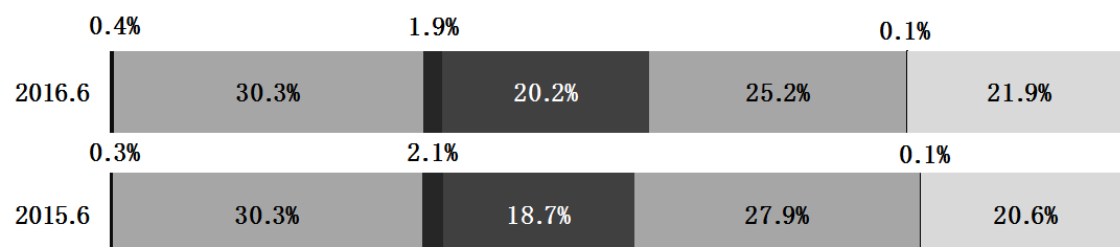
図表 2-5-1 は、対象会社のうち 6 月総会会社の株主構成の分布状況及び平均値をまとめたものである。2015 年及び 2016 年の各 6 月に株主総会を開催した 459 社について見ると、2016 年 6 月時点では、金融機関が 30.9%、金融商品取引業者が 2.1%、その他法人が 18.6%、外国法人等(個人以外)が 27.4%、外国法人等(個人)が 0.1%、個人その他が 20.6%となっている。「金融機関」のうち PF に参加している名義株主(管理信託経由で電子行使している者)は 59.8%で、その余は政策保有等である。2015 年 11 月に、邦銀三メガが政策保有株式を削減する計画を公表したが、2015 年 6 月時点と 2016 年 6 月時点では、参加会社の株主構成に大きな変化は見られていない。「外国法人」のうち PF に参加している名義株主は 84.1%である。

### 【図表 2-5-1】平均的な株主構成のイメージ

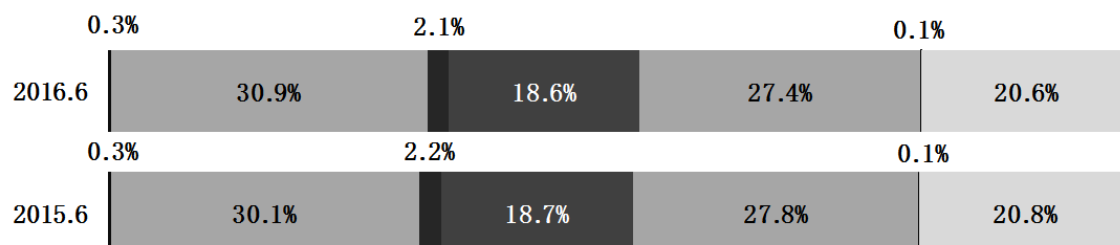
(各社有価証券報告書の所有者区分の保有割合の単純平均を算出。自己株式含まず)

- 対象企業における金融機関の保有比率は平均 30.3%、外国法人は 25.2%

■政府及び地方公共団体 ■金融機関 ■金融商品取引業者 ■その他の法人  
 ■外国法人等(個人以外) ■外国法人等(個人) ■個人その他



- 比較可能な 459 社の株主構成比較は下記のとおり



図表 2-5-2 は、東証一部上場の参加会社 742 社の主要国内信託比率(PF に参加する資産管理信託銀行の信託口のうち大株主上位 10 位以内に登場する名義を集計)の状況を、図表 2-5-3 は、同じく 742 社の外国人持株比率の状況を示したものである。

2006 年の PF 開始当初は、特に外国人持株比率の高い発行会社を中心に PF に参加する例が相次いだ。近年は比率がそれほど高くない発行会社が参加する例が増えており、外国人持株比率 10% 台後半の参加率も約 5 割に達している。

時価総額が大きく外国人持株比率が高い発行会社の PF 参加が進んでいるが、外国人持株比率 10% 未満の会社も 70 社近く参加している(図表 2-5-3)。日経平均株価(以下「日経 225」という)採用銘柄と JPX 日経インデックス 400 採用銘柄、東京証券取引所全市場銘柄平均値を比べると、日経 225 は ETF 等の運用対象になることが多いため、外国人比率が高いことがわかる(図表 2-5-4)。

【図表 2-5-2】主要国内信託比率の状況

主要国内信託比率	東証一部	PF 参加内数	÷
15%以上	136	96	70.6%
10%以上 15%未満	285	199	69.8%
7.5%以上 10%未満	274	142	51.8%
5%以上 7.5%未満	365	151	41.4%
2.5%以上 5%未満	414	98	23.7%
2.5%未満	528	56	10.6%
全体	2,002	742	37.1%
平均	6.3%	9.2%	

【図表 2-5-3】外国人持株比率の状況

外国人持株比率	東証一部	PF 参加内数	÷
30%以上	285	233	81.8%
25%以上 30%未満	162	109	67.3%
20%以上 25%未満	209	106	50.7%
15%以上 20%未満	245	120	49.0%
10%以上 15%未満	283	103	36.4%
10%未満	818	71	8.7%
全体	2,002	742	37.1%
平均	16.2%	24.8%	

【図表 2-5-4】主要指数組入銘柄の外国人持株比率

区分		PF 参加	PF 未参加	+	÷ ( + )
JPX 日経 400	社数	325 社	75 社	400 社	81.3%
	外国人比率	30.1%	25.3%	29.2%	
日経 225	社数	215 社	10 社	225 社	95.6%
	外国人比率	29.7%	21.9%	29.3%	
東証一部	社数	742 社	1,260 社	2,002 社	37.1%
	外国人比率	24.8%	10.7%	16.2%	

## 六 機関投資家側も電子化プロセスを活発に利用していること

機関投資家側についても、特に議決権行使を行う意思のある機関投資家において、書面投票から PF へと行使手段の切り替えが進んでいる。そして、機関投資家の議決権行使の大部分は PF 経由となっていることがわかる。

図表 2-6-1 は、対象会社の総議決権個数に占める PF 参加株主の保有する議決権比率に占める比率をまとめたものである。2009 年から 2016 年までの各年の 6 月総会の参加会社を対象に集計しており、母集団は毎年変化しているが、多様な株主構成の発行会社が参加会社として加わるなかでも、金融機関や外国法人の議決権数に占める PF 参加株主の保有割合は上昇傾向にある。

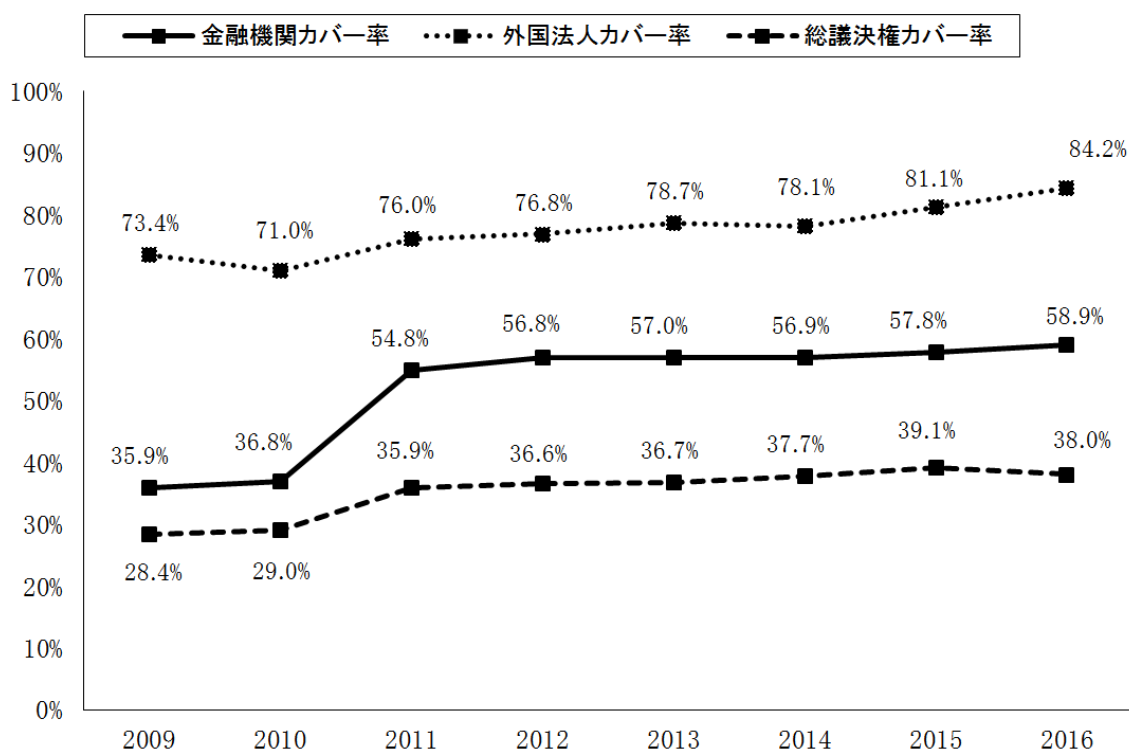
図表 2-6-2 は 2016 年の 1 月から 12 月に株主総会を開催した対象会社の株主構成に占める市場別の PF 参加株主の保有個数カバー率の分布を示したものである。これを時価総額

別に分類すると図表 2-6-3 のようになる。東証一部以外に上場している PF 参加会社は、東証一部上場 PF 参加会社と比べて PF 対象の機関投資家の割合が格段に小さいことがわかる。

図表 2-6-3 からは、緩やかな傾向として、時価総額が上がるほど PF 参加株主の保有個数カバー率も上がっていることがわかる。なお、時価総額 1 兆円以上で保有カバー率 10% 未満の 4 社のうち、3 社は IPO から 1 年以内でまだ外国人株主比率が低かったため、PF 参加株主の保有個数カバー率も低く留まっている。

【図表 2-6-1】PF 参加株主のカバー率の推移

調査範囲：2009～2016年の各6月総会



金融機関カバー率 = PF 対象株主(国内)の保有個数 ÷ 金融機関の保有個数

外国法人カバー率 = PF 対象株主(海外)の保有個数 ÷ 外国法人等(個人以外)の保有個数

総議決権数カバー率 = PF 対象株主(国内 + 海外)の保有個数 ÷ 総議決権数

各年 6 月総会における PF 参加会社の総会数は以下のとおり。

【2009 年】292 総会 / 【2010 年】318 総会 / 【2011 年】340 総会 / 【2012 年】354 総会

【2013 年】374 総会 / 【2014 年】395 総会 / 【2015 年】468 総会 / 【2016 年】627 総会

**【図表 2-6-2】市場別の保有個数カバー率**

調査範囲：2016年総会

保有カバー率	東証一部	東証二部	マザーズ	ジャスダック	計
80%以上 90%未満	2				2
70%以上 80%未満	8				8
60%以上 70%未満	30				30
50%以上 60%未満	116		1		117
40%以上 50%未満	174	2		1	177
30%以上 40%未満	166			2	168
20%以上 30%未満	171	1	2		174
10%以上 20%未満	67	3	1		71
10%未満	12		3	2	17
全体	746	6	7	5	764
平均	37.8%	25.4%	17.7%	23.2%	37.5%

カバー率 = PF 対象株主保有個数 ÷ 議決権総数

**【図表 2-6-3】時価総額別の保有個数カバー率(PF 対象株主保有個数 ÷ 議決権総数)**

調査範囲：2016年総会

時価総額 カバー率	1兆以上	5千億 ~1兆	2千億 ~5千億	1千億 ~2千億	500億 ~1千億	500億未満	横計
80%以上 90%未満	1			1			2
70%以上 80%未満	5	1	1			1	8
60%以上 70%未満	9	10	8	2	1		30
50%以上 60%未満	39	22	33	12	6	8	117
40%以上 50%未満	34	22	49	37	26	9	177
30%以上 40%未満	15	24	33	33	33	19	168
20%以上 30%未満	8	17	30	52	28	39	174
10%以上 20%未満	2	5	5	14	11	34	71
10%未満	4		1	1	1	10	17
縦計	117	101	171	152	106	117	764

時価総額の単位は円

総議決権個数に占める PF 参加株主の保有議決権比率の平均は 38.0%であるが、議決権行使総数に占める PF 参加株主の行使比率は平均 42.7%である。これは、PF 参加株主のう

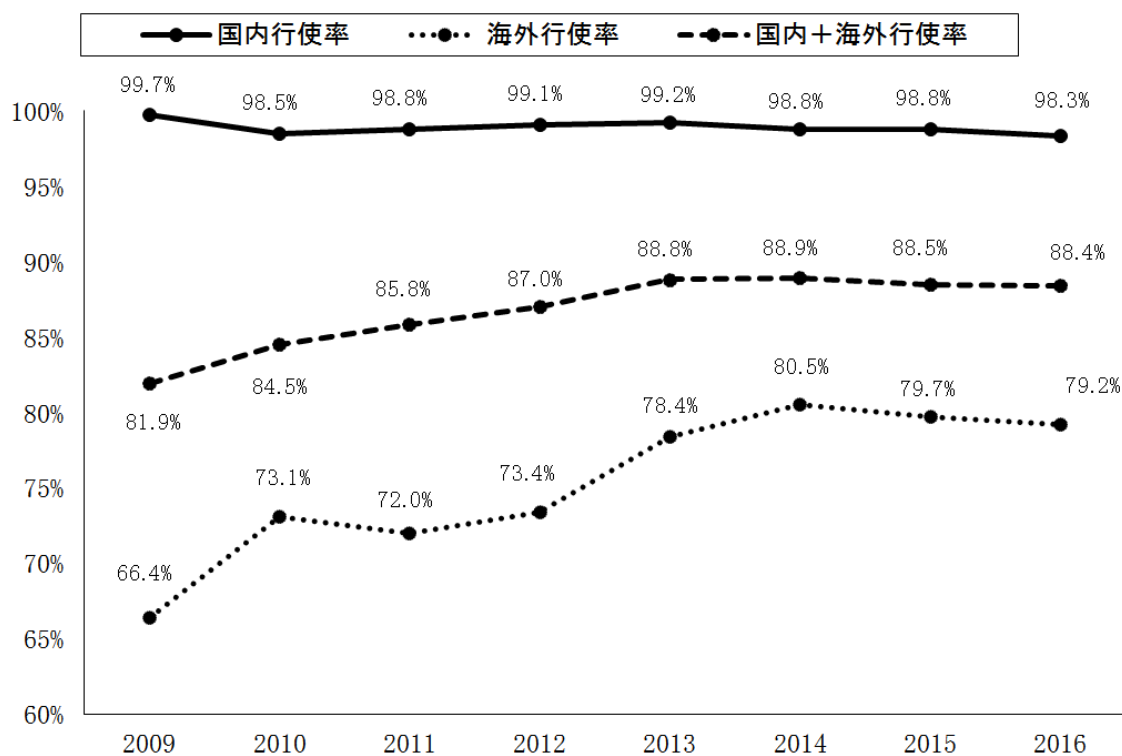
ち国内機関投資家による議決権行使率が 98.3%、海外機関投資家による議決権行使率が 79.2%であり、PF 参加の機関投資家全体で見ても 88.4%と他の株主に比べ行使率が相対的に高いためである。

図表 2-6-4 は、2009 年から 2016 年までの PF 参加株主の議決権行使率の推移をグラフにしたものである。海外機関投資家の行使率が上がってきていることがわかる。

今後、新たに日本株に投資しようとする機関投資家が現れた場合も、議決権行使を行う場合は、同様に PF 経由になることが多いと考えられる。株主構成と議案次第では、PF 上の行使結果が議案の成否に大きな影響を及ぼすことが予想される。

【図表 2-6-4】PF 対象株主の行使率の推移

調査範囲：2009 年～2016 年の各 6 月総会



PF 対象株主(国内)の行使率 = PF 対象株主(国内)の行使個数 ÷ 保有個数

PF 対象株主(海外)の行使率 = PF 対象株主(海外)の行使個数 ÷ 保有個数

PF 対象株主(国内 + 海外)の行使率 = PF 対象株主(国内 + 海外)の行使個数 ÷ 保有個数

各年 6 月総会における PF 参加会社の総会数は以下のとおり。

【2009 年】292 総会 / 【2010 年】318 総会 / 【2011 年】340 総会 / 【2012 年】354 総会

【2013 年】374 総会 / 【2014 年】395 総会 / 【2015 年】468 総会 / 【2016 年】627 総会

## 主要議案ごとの議決権行使の傾向分析

以下では、議決権行使の実質化の検討を行う前提として、株主総会に付議される主要議案に関し、議決権行使の全体の傾向について分析する。分析対象は2015年度と2016年度の株主総会とする。

### 一 2015年総会及び2016年総会の主な議案の状況

図表3-1-1は、2015年1月から12月までに開催されたPF参加会社555社の株主総会における7,335議案(会社提案7,186議案、株主提案149議案)の議案別の賛否動向をまとめたもの、図表3-1-2は、2016年1月から12月に開催されたPF参加株主による対象会社764社の株主総会における9,576議案(会社提案9,463議案、株主提案113議案)の議案別の賛否動向をまとめたものである。いずれも、会社提案と株主提案を区別した上で、会社提案は更に11のカテゴリに分類し、会社提案への反対率及び株主提案への賛成率の最小値、平均値、最大値、標準偏差( )を算出している。標準偏差は同一カテゴリ内の各議案に対する数値のばらつきを表しており、値が大きいほど、個々の議案の数値が平均値から乖離している様子が窺える。

2016年は、対前年比で参加会社が増加したことに加えて、監査等委員会設置会社に移行した発行会社が多かったことに伴い、2015年1月から12月で5,241議案だった取締役選任議案が、2016年1月から12月には6,858議案に増加した。また、補欠取締役選任議案(「その他会社提案」に含まれる)や、退職慰労金制度に代わる株式報酬の採用、体制変更による報酬制度に関する議案の提出も増加している。

### 【図表3-1-1】国内・海外機関投資家による反対の議決権行使の割合

調査範囲：2015年総会

議案分類	議案数	国内機関投資家				海外機関投資家			
		最小	平均	最大	標準偏差	最小	平均	最大	標準偏差
剰余金処分	404	0.0	4.4	55.1	9.0	0.0	1.6	55.0	4.4
取締役選任	5,241	0.0	6.8	98.6	12.7	0.0	7.6	95.9	13.2
監査役選任	745	0.0	10.7	99.4	21.2	0.0	23.1	99.9	29.3
定款一部変更	287	0.0	3.0	67.9	8.2	0.0	4.3	73.6	12.1
退職慰労金	25	0.0	26.5	89.1	27.3	0.0	56.0	92.6	32.2
役員報酬額改定	111	0.0	3.4	50.1	9.0	0.0	6.0	75.7	14.1
株式報酬・ストックオプション	63	0.0	12.5	81.9	19.9	0.0	12.0	87.8	20.8
会計監査人選任	2	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7	7.8	13.9	8.6
組織再編等	5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
買収防衛策	34	27.9	45.7	76.2	13.9	33.1	87.0	99.9	13.6
その他会社提案	269	0.0	8.6	98.5	21.0	0.0	12.9	99.9	25.1
会社提案全体	7,186	0.0	7.2	99.4	14.4	0.0	9.5	99.9	17.9
株主提案	149	0.0	1.6	56.3	6.5	0.0	6.9	78.4	15.5

単位はパーセント。株主提案は賛成率



### 【図表 3-1-2】海外・国内機関投資家による反対の議決権行使の割合

調査範囲：2016年総会

議案分類	議案数	国内機関投資家				海外機関投資家			
		最小	平均	最大	標準偏差	最小	平均	最大	標準偏差
剰余金処分	539	0.0	4.1	73.1	9.2	0.0	1.5	55.3	5.0
取締役選任	6,858	0.0	7.8	100.0	13.3	0.0	7.5	97.6	13.7
監査役選任	938	0.0	11.0	99.3	20.7	0.0	19.3	100.0	27.5
定款一部変更	279	0.0	3.2	64.5	8.5	0.0	3.5	92.9	11.0
退職慰労金	24	0.4	32.3	84.9	29.0	3.4	48.3	91.8	28.1
役員報酬額改定	271	0.0	3.1	65.9	10.0	0.0	4.0	99.3	12.7
株式報酬・ストックオプション	87	0.0	10.8	85.2	20.2	0.0	7.1	83.9	11.5
会計監査人選任	19	0.0	0.0	0.2	0.1	0.0	0.3	1.5	0.4
組織再編等	10	0.0	0.8	8.3	2.6	0.0	10.9	74.7	24.5
買収防衛策	62	18.2	51.7	99.8	16.7	45.6	82.2	99.8	11.8
その他会社提案	376	0.0	8.8	98.3	18.8	0.0	10.6	100.0	23.0
会社提案全体	9,463	0.0	8.1	100.0	14.8	0.0	8.8	100.0	17.4
株主提案	113	0.0	2.1	78.9	8.6	0.0	7.4	87.1	17.0

単位はパーセント。株主提案は賛成率。

「組織再編等」は、合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等を含む。

「その他会社提案」は、自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、役員賞与支給、補欠取締役、補欠監査役選任を含む。

図表 3-1-3 は、賛成率が低水準(70%未満)だった議案を抽出したものである。

議案数が 6,858 議案と圧倒的に多い取締役選任が 32 議案と数としては多いが、合計 62 議案しかなかった買収防衛策も 32 議案、938 議案の監査役選任が 27 議案含まれていることが特徴的である。

図表 3-1-4 は、主な議案の反対率(平均値)の推移を集計したものである。各年の母集団(総会数・議案数)が異なるため比較が難しい面はあるが、株式報酬・ストックオプション議案及び買収防衛策議案については、反対率が低下している傾向があると言える。これは、株式報酬・ストックオプションや買収防衛策の導入が進む中、発行会社においても議決権行使助言会社の推奨基準や機関投資家の議決権行使基準の研究が進み、賛成(推奨)が得られるような情報開示や設計に取り組んできているからではないかと推測される。退職慰労金支給議案も、2012 年の国内平均反対率 49.0%、海外平均反対率 65.8%をピークに反対率は逡減している。2012 年には、退職慰労金支給議案が否決されるのを避けるために直前で取り下げられたケースもあった。ある議決権行使助言会社は、個別の支給額又は支給総額が開示されない場合には退職慰労金支給議案に反対するとの推奨基準を有していることもあり、2013 年以降は、支給総額の開示を行う動きが出てきたことが反対率の低下に影響していると考えられる。

取締役選任議案及び監査役選任議案については、後記四 2 以下で経営トップ・社内・社外といった候補者の属性ごとに検討する。

### 【図表 3-1-3】賛成率が低水準の議案の例

調査範囲：2016年総会

PF 参加会社 764 総会の会社提案 9,463 議案の中から賛成率 70%未満を抽出

項番	業種	議案	賛成率	項番	業種	議案	賛成率
1	小売業	監査役選任	51.65	51	電気機器	取締役選任	65.48
2	石油・石炭製品	取締役選任	52.30	52	電気機器	監査役選任	65.90
3	化学	取締役選任	56.20	53	建設業	監査役選任	66.00
4	海運業	取締役選任	56.88	54	サービス業	監査役選任	66.00
5	化学	買収防衛策	57.88	55	建設業	監査役選任	66.00
6	サービス業	取締役選任	58.69	56	建設業	監査役選任	66.00
7	情報・通信業	取締役選任	58.76	57	輸送用機器	補欠監査役選任	66.02
8	サービス業	取締役選任	58.77	58	化学	買収防衛策	66.10
9	サービス業	取締役選任	58.77	59	非鉄金属	買収防衛策	66.15
10	石油・石炭製品	取締役選任	58.80	60	化学	監査役選任	66.23
11	石油・石炭製品	取締役選任	58.80	61	化学	監査役選任	66.27
12	石油・石炭製品	取締役選任	58.80	62	卸売業	買収防衛策	66.42
13	石油・石炭製品	取締役選任	58.80	63	機械	買収防衛策	66.50
14	石油・石炭製品	取締役選任	58.80	64	電気機器	取締役選任	66.69
15	石油・石炭製品	取締役選任	58.80	65	サービス業	取締役選任	66.71
16	電気機器	監査役選任	58.90	66	繊維製品	取締役選任	66.85
17	非鉄金属	監査役選任	59.31	67	化学	買収防衛策	66.93
18	化学	監査役選任	59.93	68	電気機器	取締役選任	66.93
19	石油・石炭製品	取締役選任	60.40	69	金属製品	監査役選任	67.03
20	化学	取締役選任	60.45	70	ガラス・土石製品	買収防衛策	67.03
21	電気機器	買収防衛策	60.60	71	電気機器	監査役選任	67.09
22	石油・石炭製品	取締役選任	60.70	72	情報・通信業	取締役選任	67.12
23	石油・石炭製品	取締役選任	60.70	73	その他製品	取締役選任	67.16
24	化学	監査役選任	61.01	74	機械	買収防衛策	67.17
25	建設業	補欠監査役選任	61.43	75	不動産業	買収防衛策	67.21
26	金属製品	監査役選任	61.50	76	情報・通信業	退職慰労金支給	67.30
27	電気機器	買収防衛策	61.68	77	化学	買収防衛策	67.31
28	輸送用機器	監査役選任	62.15	78	化学	監査役選任	67.48
29	その他金融業	監査役選任	63.14	79	化学	監査役選任	67.54
30	その他金融業	取締役選任	63.33	80	建設業	監査役選任	68.09
31	化学	買収防衛策	63.38	81	化学	買収防衛策	68.10
32	精密機器	買収防衛策	63.41	82	化学	買収防衛策	68.17
33	小売業	監査役選任	63.44	83	電気機器	補欠監査役選任	68.20
34	非鉄金属	取締役選任	63.45	84	電気機器	監査役選任	68.28
35	非鉄金属	買収防衛策	63.49	85	医薬品	取締役選任	68.58
36	銀行業	退職慰労金支給	63.52	86	その他製品	買収防衛策	68.60
37	その他製品	買収防衛策	63.60	87	その他製品	取締役選任	68.66
38	機械	買収防衛策	63.62	88	小売業	買収防衛策	68.69
39	電気機器	買収防衛策	63.81	89	小売業	監査役選任	68.78
40	機械	買収防衛策	63.99	90	卸売業	監査役選任	68.80
41	卸売業	買収防衛策	64.06	91	その他製品	買収防衛策	68.84
42	電気機器	買収防衛策	64.18	92	医薬品	取締役選任	68.87
43	電気機器	取締役選任	64.19	93	電気機器	監査役選任	69.10
44	電気機器	監査役選任	64.30	94	電気機器	取締役選任	69.21
45	化学	買収防衛策	64.36	95	卸売業	取締役選任	69.53
46	機械	買収防衛策	64.40	96	非鉄金属	買収防衛策	69.79
47	非鉄金属	監査役選任	64.73	97	非鉄金属	補欠監査役選任	69.81
48	パルプ・紙	買収防衛策	64.88				
49	パルプ・紙	買収防衛策	64.98				
50	機械	買収防衛策	65.04				

単位 パーセント

### 【図表 3-1-4】主な議案の反対率(平均値)の推移

調査範囲：2011年～2016年の各6月総会

議案		2011	2012	2013	2014	2015	2016	増減	増減	増減	増減	増減
取締役選任	国内	9.7	8.5	8.4	7.7	6.8	7.9	-1.2	-0.1	-0.7	-0.9	1.1
	海外	8.0	7.5	8.1	7.4	7.5	7.7	-0.5	0.6	-0.7	0.1	0.2
監査役選任	国内	12.2	12.1	14.2	12.0	10.7	11.6	-0.1	2.1	-2.2	-1.3	0.9
	海外	23.8	24.0	27.6	25.0	23.9	20.5	0.2	3.6	-2.6	-1.1	-3.4
退職慰労金 支給	国内	39.5	49.0	29.3	35.8	23.5	34.9	9.5	-19.7	6.5	-12.3	11.4
	海外	54.9	65.8	43.0	51.5	52.3	49.4	10.9	-22.8	8.5	0.8	-2.9
役員報酬額 改定	国内	2.3	4.5	4.1	3.3	3.4	3.4	2.2	-0.4	-0.8	0.1	0.0
	海外	3.8	13.0	6.5	5.3	5.5	3.0	9.2	-6.5	-1.2	0.2	-2.5
株式報酬・ ストックオプション	国内	16.5	15.3	12.4	8.2	9.5	9.9	-1.2	-2.9	-4.2	1.3	0.4
	海外	10.8	12.6	16.9	7.8	11.9	6.3	1.8	4.3	-9.1	4.1	-5.6
買収防衛策	国内	43.9	40.2	48.0	51.3	45.8	51.6	-3.7	7.8	3.3	-5.5	5.8
	海外	92.2	89.8	90.8	89.6	86.4	81.4	-2.4	1.0	-1.2	-3.2	-5.0
会社提案 全体	国内	9.9	9.0	8.9	8.3	7.2	8.2	-0.9	-0.1	-0.6	-1.1	1.0
	海外	10.8	10.2	10.2	9.5	9.4	9.0	-0.6	0.0	-0.7	-0.1	-0.4
株主提案	国内	2.1	3.4	2.7	2.1	1.7	1.8	1.3	-0.7	-0.6	-0.4	0.1
	海外	8.3	12.3	10.7	9.1	6.7	6.2	4.0	-1.6	-1.6	-2.4	-0.5

各年の総会数及び議案数は以下のとおり。

【2011年】340 総会 4,440 議案 / 【2012年】354 総会 4,575 議案 / 【2013年】374 総会 4,670 議案

【2014年】395 総会 4,884 議案 / 【2015年】468 総会 6,307 議案 / 【2016年】627 総会 7,931 議案

単位はパーセント。株主提案は賛成率

## 二 剰余金処分議案

剰余金処分議案は 539 社であり、当該 539 議案における反対率の最大値は、国内 73.1%、海外 55.3%であった(図表 3-2-1)。反対率の平均値は国内 4.2%、海外 1.5%であり、機関投資家の剰余金処分議案に対する反対率は、国内・海外ともに低水準である。

図表 3-2-2 は、国内・海外の機関投資家による反対率の分布を散布図に示したものである。2015 年と比べ 2016 年は国内外の機関投資家の反対率が高かった議案が複数見られたが、それらは、配当性向について厳しい基準を有する特定の国内外の機関投資家の保有比率が高い発行会社の議案であった。その他、海外機関投資家から高い反対率を受けた議案は、議決権行使助言会社からの反対推奨や、大口海外機関投資家の反対票が影響したものである。反対理由としては、低配当性向を挙げるものが多いが、不祥事がある中での配当に疑問を呈するものもあった(図表 3-2-3)。国内機関投資家からの反対は、配当性向 20%前後の企業に集まった。国内機関投資家は、妥当な資本政策の観点より、総還元性向や自己資本比率等を総合的に判断する傾向にある。

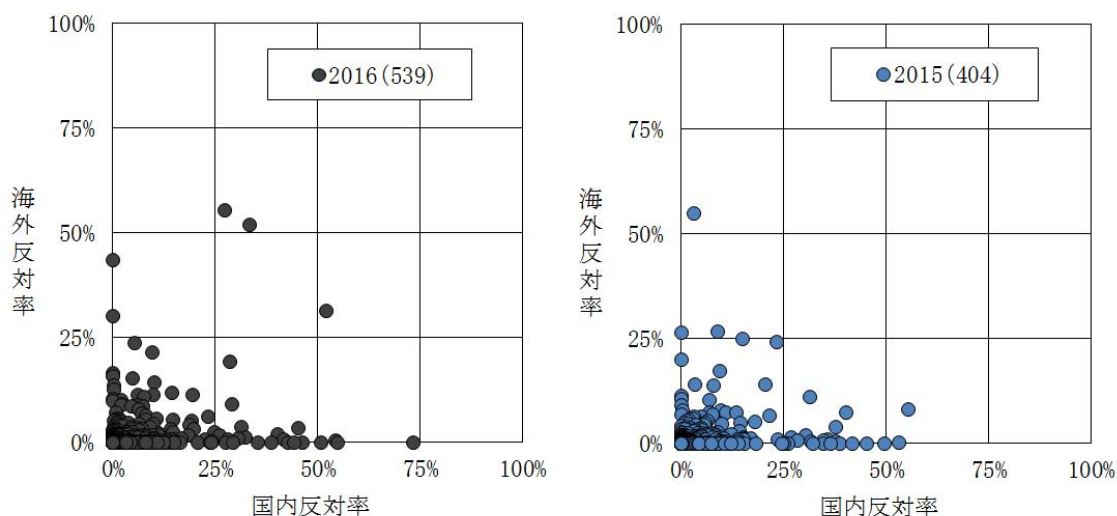
### 【図表 3-2-1】 剰余金処分議案の反対率

調査範囲：2016年総会及び2015年総会

年	議案数	国内機関投資家				海外機関投資家			
		最小	平均	最大	標準偏差	最小	平均	最大	標準偏差
2016年	539	0.0	4.1	73.1	9.2	0.0	1.5	55.3	5.0
2015年	404	0.0	4.4	55.1	9.0	0.0	1.6	55.0	4.4

### 【図表 3-2-2】 剰余金処分議案の反対率の分布状況

調査範囲：(左図)2016年総会、(右図)2015年総会



### 【図表 3-2-3】 剰余金処分議案の反対理由(海外反対率上位)

調査範囲：2016年総会

順位	反対理由(ICJ調査)
1	低配当性向、低総還元性向等
2	不祥事を背景に財務環境の将来悪化を懸念
3	付議された株式交換契約議案を不支持のため、全議案にて反対基調
4	低配当性向、低総還元性向等
5	低配当性向、低総還元性向等

配当金の支払いの有無、資本金の減少などを決定するのは、企業の財務状況などを把握している取締役会が最適であるとの意見がある<sup>3</sup>。一方、投資家が配当議案を分析する際に、最初に使う指標は配当性向であり、配当性向が低いのであれば、どうしてそれが正当化されるのか、企業の考え方を説明すべきとの意見もある。

株主が配当額の少なさに不満があっても、万一否決されれば一切配当が手に入らないことになるため配当議案の賛成率は概して高いが、株主の不満が積もって株主提案がされる

<sup>3</sup> グラス・ルイス「JAPAN2016年版 議決権行使助言方針 要約日本語版」

有事になる前に平時から配当や資本政策に対する考え方を説明することが重要との指摘もある<sup>4</sup>。

なお、剰余金処分議案に対して議決権行使助言会社から反対推奨される例はそれほど多くない状況にある。

### 三 定款変更議案

定款変更議案は 279 議案であり、監査等委員会設置会社への移行、取締役・監査役の実任免除に関する定款変更が多く、また、機関設計の変更と併せて剰余金処分の決定権限を取締役に授権する内容の定款変更議案を提出する会社も目立った。一部の事例では、定款変更議案を二議案以上に分けて上程されている。反対率の平均は、国内 3.2%、海外 3.5%であった(図表 3-3-1)。反対率の最大値は、国内 64.5%に対して、海外 92.9%と、特定の発行会社の定款一部変更議案に対する海外の PF 参加株主の反対割合が 9 割を超える結果となった。図表 3-3-2 は、国内・海外の機関投資家による反対率の分布を散布図に示したものである。海外の反対率上位 3 議案には、議決権行使助言会社からも反対推奨がされている。

#### 【図表 3-3-1】定款変更議案の反対率

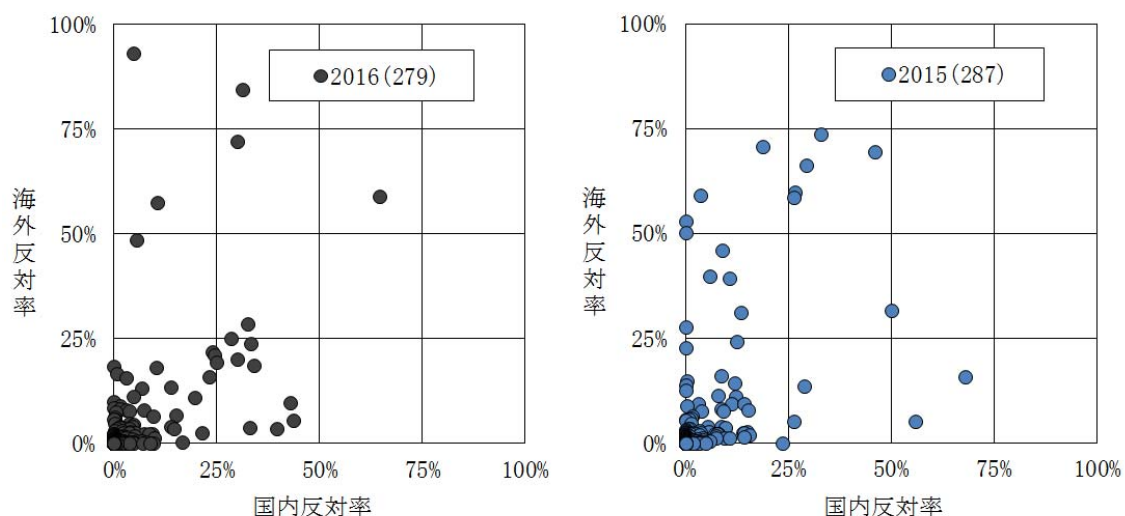
調査範囲：2016 年総会と 2015 年総会

年	議案数	国内機関投資家				海外機関投資家			
		最小	平均	最大	標準偏差	最小	平均	最大	標準偏差
2016 年	279	0.0	3.2	64.5	8.5	0.0	3.5	92.9	11.0
2015 年	287	0.0	3.0	67.9	8.2	0.0	4.3	73.6	12.1

<sup>4</sup> 石田猛行『日本企業の招集通知とガバナンス』113-114 頁

【図表 3-3-2】定款変更議案に対する反対率の分布状況

調査範囲：(左図)2016年総会、(右図)2015年総会



図表 3-3-3 は、国内・海外別の反対率上位議案の反対理由を示したものである。反対率が高かった議案を定款変更の内容別に見ると、配当の取締役会授権、発行可能株式総数の拡大及び事業目的の追加であった。2016年は、監査等委員会設置会社へ移行するため定款変更を行い、併せて定款で配当の決定権限を取締役に授権するものが多く見られた。監査等委員会設置会社については、配当について株主提案権が排除されなければ賛成を推奨するとしている議決権行使助言会社もあるが、配当決定権限の取締役会への授権については個別に検討するという議決権行使基準を有する機関投資家もあり、当該権限の取締役会への委譲に関しては、国内機関投資家の方が厳しいスタンスで見ていると言える。監査等委員会設置会社への移行自体については平均賛成率は96.8%と高かったものの、配当の取締役会授権を併せて付議しているものについては、議決権行使助言会社からの賛成推奨があっても国内・海外から一定水準の反対が見られた。

【図表 3-3-3】 反対率上位議案の反対理由

調査範囲：2016 年総会

【1】 海外反対率上位

順位	反対理由(ICJ 調査)
1	授権枠の拡大。目的は「買収防衛策が承認された場合、対応策の実効性を確保するため」
2	配当の取締役会授権。「災害等の不測の事態が発生し株主総会の開催が困難と取締役会が判断した場合」
3	授権枠の拡大。増加分が現在の授権枠の 100%を越える場合。
4	監査等委員会設置会社へ移行・配当の取締役会授権(総会決議は可能)
5	監査等委員会設置会社へ移行・配当の取締役会授権(総会決議は可能)

【2】 国内反対率上位

順位	反対理由(ICJ 調査)
1	監査等委員会設置会社へ移行・配当の取締役会授権(総会決議は可能)
2	監査等委員会設置会社へ移行・配当の取締役会授権(総会決議は可能)
3	事業目的の追加。「その他前各号に掲げる事業に関連する一切の事業」
4	監査役会設置会社・配当の取締役会授権(総会決議は可能)
5	取締役の員数の増加(12 名以内から 18 名以内)に変更

定款変更の内容は多岐にわたるが、定款変更議案が付議される場合として、法律や制度の変更に伴い定款変更が必要になる場合のほか、企業が個社の経営上の課題に対応するために定款変更を提案する場合があります。後者の場合、株主の関心は、定款変更の企業価値に与えるインパクトにあり、個社の経営戦略に根差した説明であるとの意見がある<sup>5</sup>。

授権枠の拡大については、議決権行使助言会社の中には発行可能株式総数の増加率が 100%を超える場合、原則として反対を推奨する立場をとっているところもあり、この方針に該当する議案に対する海外の反対率は高率になる傾向が見られた。他方、事業目的の追加では、これまでの業務とは大きく異なる領域の事業を含む議案に対し、一定割合の反対がなされたようである。もっとも、同様の事業目的の追加でも、反対率が低率の議案も多く確認されており、機関投資家の判断はケースバイケースであると考えられる。それだけに、本議案は、発行会社の説明次第で機関投資家の反対率も変わる議案であると言える。

定款変更議案では、複数の変更内容が一つの議案にまとめられることがあるが、機関投資家の議決権行使ガイドラインは内容ごとに作成されているため、複数内容を一つの議案にまとめると、投資家の実務が複雑になるばかりか、どちらか一方にだけ反対することは不可能であるので、結果としてその議案全体に反対せざるを得ないとの意見がある<sup>6</sup>。

<sup>5</sup> 石田猛行『日本企業の招集通知とガバナンス』196-197 頁

<sup>6</sup> 石田猛行「2015 年 ISS 議決権行使助言方針」商事法務 2061 号 61 頁

#### 四 役員選任議案

##### 1 取締役選任議案全体の状況

取締役選任議案については、候補者一人につき一議案とカウントして集計を行った。

議案数(候補者数)は 6,858 議案で、反対率の平均は、国内 7.8%、海外 7.5%であった(図表 3-4-1)。

図表 3-4-2 は、これを候補者の属性別に分類したものである。社内取締役選任議案(5,199 議案)に対する反対率の平均が、国内 6.9%、海外 7.4%であるのに対し、社外取締役選任議案(1,659 議案)に対する反対率の平均は、国内 10.7%、海外 7.8%であった。社内外の候補者の賛否の違いは、社外取締役については独立性が機関投資家の評価ポイントになるからである。

図表 3-4-3 及び図表 3-4-4 は PF 参加株主による反対率の分布を散布図に表したものである。多くの議案において反対率は 25%以下に収まっているが、ただ 2016 年には、反対率の高い議案も増えており、候補者によって反対率にばらつきがあることが見て取れる。

反対率が著しく高かった議案は、国内機関投資家については、株式保有比率 10%以上の大株主出身の社外取締役、海外機関投資家については、支配株主がいる会社の経営トップや、独立性に問題のある監査等委員である取締役が多かった。

##### 【図表 3-4-1】取締役選任議案の反対率

調査範囲：2016 年総会及び 2015 年総会

年	議案数	国内機関投資家				海外機関投資家			
		最小	平均	最大	標準偏差	最小	平均	最大	標準偏差
2016 年	6,858	0.0	7.8	100.0	13.3	0.0	7.5	97.6	13.7
2015 年	5,241	0.0	6.8	98.6	12.7	0.0	7.6	95.9	13.2

##### 【図表 3-4-2】社内 / 社外取締役別の反対率

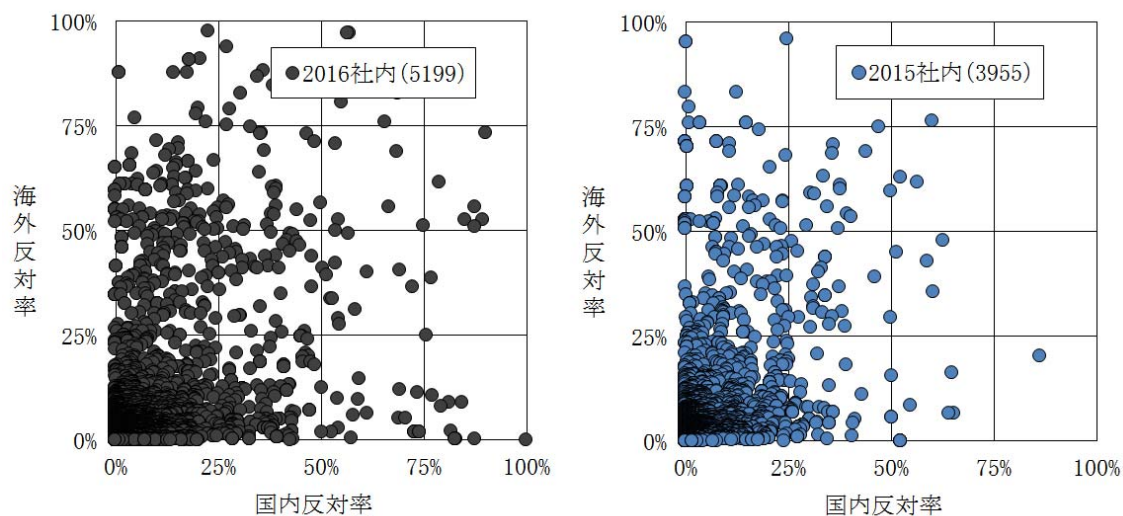
調査範囲：2016 年総会及び 2015 年総会

分類	年	議案数	国内機関投資家				海外機関投資家			
			最小	平均	最大	標準偏差	最小	平均	最大	標準偏差
社内	2016	5,199	0.0	6.9	100.0	11.3	0.0	7.4	97.6	12.9
	2015	3,955	0.0	5.2	86.3	8.2	0.0	7.1	95.9	11.7
社外	2016	1,659	0.0	10.7	100.0	18.0	0.0	7.8	95.7	16.0
	2015	1,286	0.0	11.9	98.6	20.4	0.0	9.1	88.7	16.8



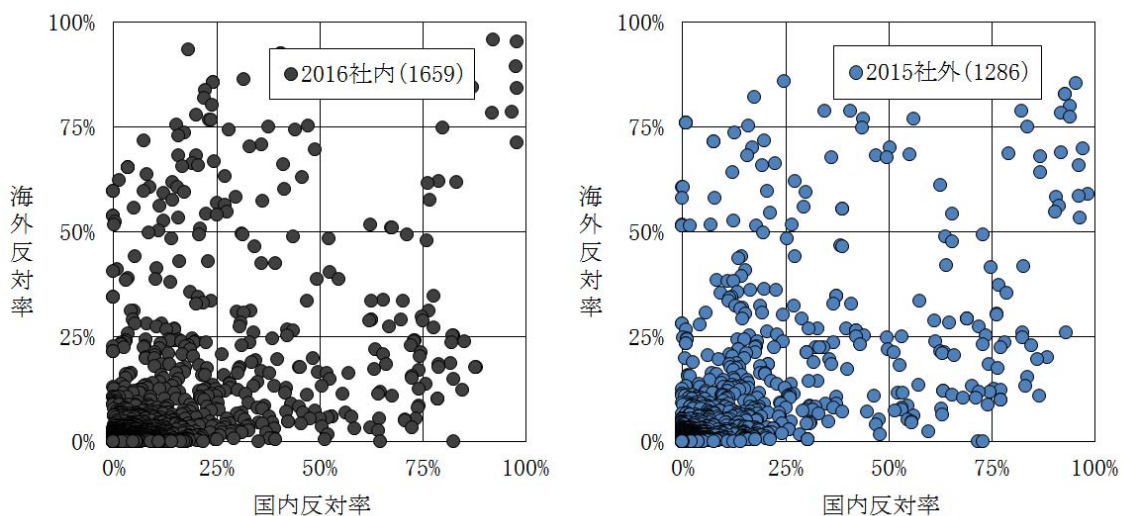
【図表 3-4-3】取締役選任議案の分布状況(社内取締役)

調査範囲：(左図)2016年総会、(右図)2015年総会



【図表 3-4-4】取締役選任議案の分布状況(社外取締役)

調査範囲：(左図)2016年総会、(右図)2015年総会



## 2 経営トップの社内取締役選任議案

### (1) ROE等の会社実績による反対票

近時の一つの特徴として、経営トップへの反対率の上昇傾向が挙げられる。図表 3-4-5は、「会長」又は「社長」を「経営トップ」として、監査役会設置会社の経営トップに対する反対率を集計したものである。

### 【図表 3-4-5】 監査役会設置会社の「経営トップ」に対する反対率(社外取締役人数別)

調査範囲：2016 年総会。日経平均株価採用銘柄又は JPX 日経インデックス 400 採用銘柄に該当する PF 参加会社で監査役会設置会社 247 社の「経営トップ」(「会長」又は「社長」)408 名。「経営トップ」は ISS 基準に基づく。

社外 取締役	対象 社数	経営 トップ 人数	対象全体		うち ISS 賛成推奨			うち ISS 反対推奨 (ROE 基準)			うち ISS 反対推奨 (ROE 以外)		
			国内	海外	人数	国内	海外	人数	国内	海外	人数	国内	海外
5 名	17	28	3.2	5.0	28	3.2	5.0	0			0		
4 名	29	51	6.7	12.6	42	3.5	4.3	6	9.7	47.1	3	45.3	60.5
3 名	76	135	4.6	9.7	121	3.0	5.5	12	20.0	45.2	2	14.9	48.8
2 名	118	183	6.4	10.2	164	4.6	6.4	14	21.8	42.3	6	27.7	49.6
1 名	7	11	25.9	46.8	2	4.2	12.0	0			9	30.8	54.6
0 名	0	0			0			0			0		
計	247	408	6.2	11.0	357	3.8	5.8	32	18.9	44.3	20	30.4	53.4

「反対推奨(ROE 以外)」は総会後の社外取締役が 2 名未満の発行会社、ISS が「支配株主」と判断した株主が存在する企業で独立性を満たす社外取締役が 2 名未満の発行会社、買収防衛策の更新を株主総会に諮っていない発行会社、不祥事を理由に反対推奨があった発行会社が該当する。

近年、議決権行使助言会社 ISS が経営トップの選任議案において ROE 基準を設けたことを契機として、国内外の機関投資家においても、ROE 等<sup>7</sup>の業績基準に関する議決権行使基準を設ける例が増えている。2016 年の対象会社の総会における経営トップの選任議案は 247 社 408 名で反対率の平均は、国内 6.2%、海外 11.0%であった。このうち、ISS が賛成推奨した経営トップ 357 名の反対率の平均は、国内 3.8%、海外 5.8%であったのに対し、ISS が ROE 基準を理由に反対推奨した 32 名の反対率の平均は、国内 18.9%、海外 44.3%であった。ROE 基準以外の理由で ISS が反対推奨した 20 名の反対率の平均は、国内 30.4%、海外 53.4%であったことを踏まえると、ROE 基準による反対推奨と反対行使率との間の相関関係は相対的に緩やかであるといえる。なお、5 期平均 ROE は 5%未満だったが、ROE が改善傾向(直近会計年度の ROE が 5%以上)にあるとして賛成推奨がなされた候補者に対する国内外の機関投資家の反対率はいずれも低く、賛成推奨を受けた候補者の反対率との間に有意な差異は確認できなかった。

#### (2) ROE 基準以外の反対票

ROE 基準以外の理由(総会後の社外取締役が 2 名未満、支配株主が存在すると判断された企業で独立社外取締役が 2 名未満、買収防衛策の更新を株主総会に諮っていない等)で ISS から反対推奨がされた 20 議案の平均反対率は、上述のとおり国内 30.4%・海外 53.4%であった。社外取締役の人数が 2 名以上の会社における 355 議案(いずれも賛成推奨)の平均

<sup>7</sup> 配当実績を含む株主への利益還元と言及する基準や、「3 期連続して赤字かつ無配、あるいは過去 5 期において当期最終利益を通算してマイナスの場合は反対」など、複数の要素を組み合わせて議決権行使の判断要素とする機関投資家もいる。

反対率が国内 3.8%、海外 5.8%であるのに対し、社外取締役が 1 名のみの会社における 9 議案(いずれも反対推奨)の平均反対率は国内 30.8%、海外 54.6%となっている。ある議決権行使助言会社は、2016 年から社外取締役が複数選任されていない企業の経営トップ(社長又は会長)に反対推奨を行う旨の方針変更を行っており、**図表 3-4-6** で示すように当該基準に抵触する企業は多くないものの、複数の社外取締役がいるかどうかは、投資家の評価の大きなポイントの一つになっていると言える。

一方、議決権行使助言会社から賛成推奨が得られた経営トップの選任議案については、当該会社における社外取締役が 2 名か 3 名かという点では、反対率に有意な差異は見られなかった。監査役会設置会社については、取締役会の 3 分の 1 以上の独立社外取締役の選任等を基準にする機関投資家は、現時点では、国内・海外ともに少数派と見られる。

【図表 3-4-6】東証上場会社における社外取締役の選任状況

市場区分等	社数	取締役		独立社外取締役						社外取締役						
		平均人数	平均人数	0名	1名	2名	3名以上	1/3以上	1/2以上	平均人数	0名	1名	2名	3名以上	1/3以上	1/2以上
市場第一部	1,966社	9.29人	2.22人	57社 2.9%	343社 17.4%	1,072社 54.5%	494社 25.1%	446社 22.7%	90社 4.6%	2.43人	23社 1.2%	273社 13.9%	978社 49.7%	692社 35.2%	589社 30.0%	131社 6.7%
市場第二部	536社	7.72人	1.73人	47社 8.8%	189社 35.3%	252社 47.0%	48社 9.0%	96社 17.9%	11社 2.1%	1.95人	10社 1.9%	157社 29.3%	271社 50.6%	98社 18.3%	155社 28.9%	29社 5.4%
マザーズ	234社	5.85人	1.51人	47社 20.1%	117社 50.0%	52社 22.2%	18社 7.7%	54社 23.1%	13社 5.6%	1.82人	16社 6.8%	110社 47.0%	61社 26.1%	47社 20.1%	93社 39.7%	35社 15.0%
JASDAQ	771社	6.73人	1.46人	238社 30.9%	350社 45.4%	138社 17.9%	45社 5.8%	84社 10.9%	19社 2.5%	1.65人	100社 13.0%	384社 49.8%	187社 24.3%	100社 13.0%	157社 20.4%	45社 5.8%
全上場会社	3,507社	8.26人	1.97人	389社 11.1%	999社 28.5%	1,514社 43.2%	605社 17.3%	680社 19.4%	133社 3.8%	2.16人	149社 4.2%	924社 26.3%	1,497社 42.7%	937社 26.7%	994社 28.3%	240社 6.8%
JPX日経インデックス400	400社	10.74人	2.73人	6社 1.5%	33社 8.3%	183社 45.8%	178社 44.5%	115社 28.8%	30社 7.5%	2.95人	3社 0.8%	24社 6.0%	163社 40.8%	210社 52.5%	139社 34.8%	35社 8.8%

※独立社外取締役(社外取締役)の平均人数は、独立社外取締役(社外取締役)を選任している上場会社における1社あたりの人数。

※下段の数値(比率)は各区分における社数に占める構成比。

(出典：東証上場会社における独立社外取締役の選任状況<確報>(2016年7月27日)。  
7月14日までに提出されたコーポレート・ガバナンス報告書の記載を元に東京証券取引所が作成)

### 3 社外取締役選任議案

**図表 3-4-7** は、対象会社のうち、JPX 日経インデックス 400 採用銘柄の社外取締役選任議案について、議決権行使助言会社からの賛成推奨・反対推奨の別を示したものである。独立性があって賛成推奨がなされた候補者が 852 名中 684 名と約 8 割を占め、反対推奨がなされた候補者は 38 名(4.5%)に留まる。当該議決権行使助言会社は、監査役会設置会社については、非独立を理由に社外取締役選任議案に反対するとの方針は有していないため、独立ではないとの評価であるが賛成推奨を受けた取締役も 130 名(15.3%)に上る。なお、「コンサルティング」には、弁護士・公認会計士等が含まれ、「その他」には役員の親族等が含まれる。

【図表 3-4-8】は、社外取締役候補者の出身母体別に反対率を集計したものである。国内機関投資家は、候補者の属性別に反対率の水準が異なる傾向があり、議決権行使助言会社からの賛成推奨があっても、大株主やコンサルティング元の出身者には厳しい評価がされている。一方、ある議決権行使助言会社は監査役会設置会社については、社外取締役の独立性を問わないとしているため、国内機関投資家に比べ、賛成推奨がされた候補者に対する海外機関投資家の反対率は低水準に留まっている。これに対し、当該助言会社が非独立と評価した場合は、海外機関投資家の過半数が反対票を投じている。

#### 【図表 3-4-7】社外取締役選任議案への推奨結果

調査対象：2016年総会。JPX 日経インデックス 400 採用銘柄の社外取締役候補者 852 名。分類は ISS 基準に基づく。

推奨内容	分類	候補者数	構成比	
賛成推奨	独立性有り	684	80.3%	
	非独立	大株主	26	3.1%
		大株主かつ取引先	36	4.2%
		取引先	41	4.8%
		コンサルティング	15	1.8%
		その他	12	1.4%
非独立小計	130	15.3%		
反対推奨		38	4.5%	
計		852	100.0%	

#### 【図表 3-4-8】社外取締役の反対率

調査対象：2016年総会及び2015年総会。JPX 日経インデックス 400 採用銘柄の社外取締役候補者（2016年 852 名、2015年 719 名）。分類は ISS 基準に基づく。

推奨内容	分類	年	国内機関投資家	海外機関投資家
賛成推奨	独立性有り	2016	3.7	2.0
		2015	2.9	2.5
	大株主	2016	31.1	12.1
		2015	33.3	20.1
	大株主 / 取引先	2016	31.6	15.7
		2015	32.6	15.8
	取引先	2016	15.6	12.5
		2015	14.3	11.4
	コンサルティング	2016	22.2	9.2
		2015	29.5	10.8
	その他	2016	18.2	14.2
		2015	11.6	16.2
	賛成推奨小計	2016	7.0	3.8
		2015	7.9	5.4
反対推奨		2016	33.9	55.8
		2015	49.2	54.9
計		2016	8.2	6.1
		2015	10.7	8.7

#### 4 監査役選任議案

監査役選任議案も、取締役選任議案と同様に、候補者一人につき一議案として集計を行った。2016年総会の議案数(候補者数)は938議案で、反対率の平均は、国内11.0%、海外19.3%であった(図表3-4-9)。

図表3-4-10は、これを候補者の属性別に分類したものである。社内監査役選任議案(449議案)に対する反対率の平均が、国内4.2%、海外10.7%であるのに対し、社外監査役選任議案(489議案)に対する反対率の平均は、国内17.2%、海外27.2%と高水準であり、反対率の最大は国内99.3%、海外100.0%に上った。監査役選任議案の場合、不祥事を理由とする反対を除けば、多くの機関投資家は独立性の観点から個別の候補者について賛否判断を行うが、一部の海外機関投資家は、監査役会における独立社外監査役の比率が過半数に満たない場合に、独立性に問題のある社外監査役候補や社内監査役の候補者に反対するとも言われている。また、海外機関投資家の場合、日本企業の総会議案に対して議決権行使を行う際に、英語での開示が十分でない、チェックする手間がかかる、といった理由から、議決権行使助言会社の情報や賛否推奨を多くの主体が活用しており、海外機関投資家が参考とする議決権行使助言会社の独立性に関する判断基準が、一般的な国内機関投資家に比べて厳しい。そのため、国内機関投資家より海外機関投資家の方が、また、社内監査役より社外監査役の方が、反対率は高くなっている。

#### 【図表3-4-9】監査役選任議案の反対率

調査範囲：2016年総会及び2015年総会

年	議案数	国内機関投資家				海外機関投資家			
		最小	平均	最大	標準偏差	最小	平均	最大	標準偏差
2016年	938	0.0	11.0	99.3	20.7	0.0	19.3	100.0	27.5
2015年	745	0.0	10.7	99.4	21.2	0.0	23.1	99.9	29.3

#### 【図表3-4-10】社内/社外監査役別の反対率

調査範囲：2016年総会及び2015年総会

分類	年	議案数	国内機関投資家				海外機関投資家			
			最小	平均	最大	標準偏差	最小	平均	最大	標準偏差
社内	2016	449	0.0	4.2	98.7	9.8	0.0	10.7	93.4	14.4
	2015	331	0.0	4.1	75.1	10.6	0.0	15.2	98.6	15.9
社外	2016	489	0.0	17.2	99.3	25.5	0.0	27.2	100.0	33.7
	2015	414	0.0	16.1	99.4	25.6	0.0	29.5	99.9	35.4

社内外の候補者の賛否の違いは、社外監査役については独立性が機関投資家の評価ポイントになっているからである。

なお、取締役選任議案と比べ、監査役選任議案の議決権行使基準を公表している機関投資家は多くなく、取締役選任議案の傾向と比較して有意な差異は見られないようである。

ただ、監査役選任議案に固有の特徴的な基準として、「反社会的行為を行った企業において、当該行為に対して関与、監督責任等があると考えられる場合は肯定的な判断はしない」、「会社に重大な社会的不祥事が発生している場合には、新任候補者に関しても監査役としての適任制の観点から個別に検討して反対することがある」など、監査役取締役に対する監督責任を端的に求める方針や、「業績基準については、監査役の責任を問わない」など、監査役の役割を明確に示している方針を持つ投資家もいるようである。

一般には、社内監査役選任議案に対して議決権行使助言会社からの反対推奨がされることや、会社からの補足説明等が行われることは少ない。2016年6月総会で反対推奨に対し補足説明等がなされたケースはなかった。

図表 3-4-11 は、対象会社のうち、JPX 日経インデックス 400 採用銘柄の社外監査役選任議案について、議決権行使助言会社からの賛成推奨・反対推奨の別を示したものである。賛成推奨を受けた候補者は、238 名中 157 名(66%)で、社外取締役選任議案(4.5%)と比べ反対推奨の率は大きい。これは、社外監査役については、独立性が賛成推奨の基準に含まれるためだと考えられる。図表 3-4-12 は、社外監査役候補者の出身母体別に反対率を集計したものである。ここでも、社外取締役候選任議案と同様に、国内機関投資家からは、大株主やコンサルティング元の出身者への評価が厳しく、海外機関投資家による属性別の反対率には顕著な違いは見られない。

#### 【図表 3-4-11】社外監査役選任議案への推奨結果

調査対象：2016年総会。JPX 日経インデックス 400 採用銘柄の社外監査役候補者 238 名。分類は ISS 基準に基づく。

推奨内容	分類	候補者数	構成比	
賛成推奨	独立性有り	157	66.0%	
反対推奨	非独立	大株主	16	6.7%
		大株主かつ取引先	26	10.9%
		取引先	22	9.2%
		コンサルティング	14	5.9%
		その他	3	1.3%
	反対推奨小計	81	34.0%	
計		238	100.0%	

### 【図表 3-4-12】社外監査役の反対率

調査対象：2016 年総会及び 2015 年総会。JPX 日経インデックス 400 採用銘柄の社外監査役候補者（2016 年 238 名、2015 年 215 名）。分類は ISS 基準に基づく。

推奨内容	分類	年	国内機関投資家	海外機関投資家
賛成推奨		2016	3.9	1.1
		2015	2.9	2.0
反対推奨	大株主	2016	44.5	70.2
		2015	32.1	70.2
	大株主かつ取引先	2016	40.1	67.6
		2015	32.1	70.2
	取引先	2016	40.1	67.6
		2015	16.0	60.4
	コンサルティング	2016	43.6	70.9
		2015	34.8	74.8
	その他	2016	42.1	78.2
		2015	16.7	62.4
	反対推奨小計	2016	35.7	66.2
		2015	32.5	69.9
計		2016	15.3	24.0
		2015	13.6	26.6

## 五 役員報酬議案

### 1 役員報酬額改定議案

役員報酬額の改定議案は 271 議案であった。反対率の平均は、国内 3.1%、海外 4.0% と低水準であったが、反対率の最大値は、国内 65.9%、海外 99.3% と厳しい評価を受けた議案もあった(図表 3-5-1)。図表 3-5-2 は、国内・海外の機関投資家による反対率の分布状況を示したものである。

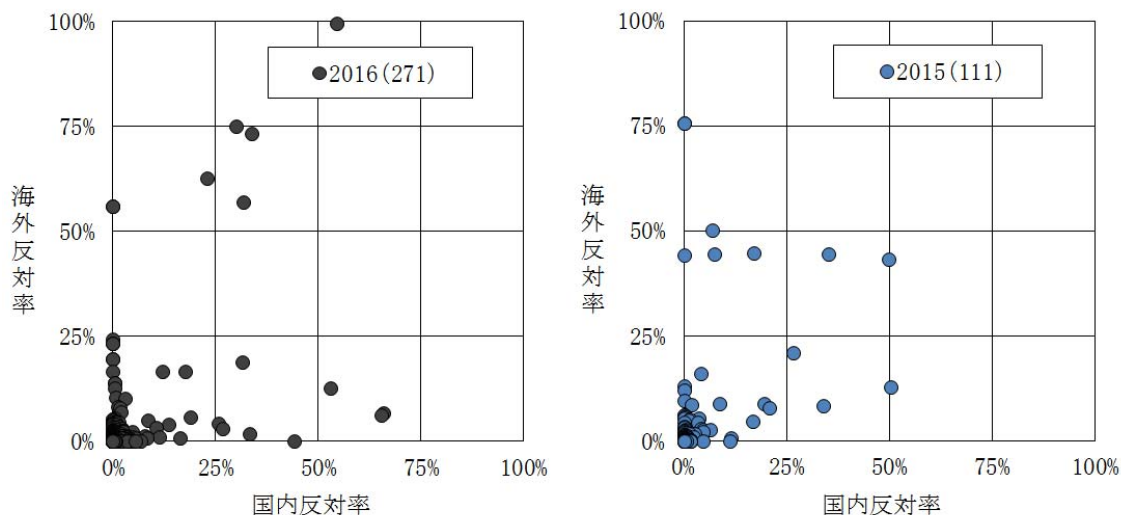
### 【図表 3-5-1】役員報酬額改定議案の反対率

調査範囲：PF 参加会社の 2016 年総会及び 2015 年総会

年	議案数	国内機関投資家				海外機関投資家			
		最小	平均	最大	標準偏差	最小	平均	最大	標準偏差
2016 年	271	0.0	3.1	65.9	10.0	0.0	4.0	99.3	12.7
2015 年	111	0.0	3.4	50.1	9.0	0.0	6.0	75.7	14.1

【図表 3-5-2】役員報酬額改定に対する反対率の状況

調査範囲：2016年総会及び2015年総会



## 2 株式報酬議案

株式報酬やストックオプションの付与は 87 議案で、コーポレートガバナンス・コード原則 4-2 や補充原則 4-2 を踏まえ、株式報酬型ストックオプション(1 円ストックオプション)や、株式給付信託を導入する企業が一定数あった。2016 年度の税制改正を受けて特定譲渡制限付株式制度を導入した企業もあった。

反対率の平均は、国内 10.8%、海外 7.1%であったが、反対率の最大値は、国内 85.2%、海外 83.9%と厳しい評価を受けた議案もあった(図表 3-5-3)。

図表 3-5-4 は、国内・海外の機関投資家による反対率の分布状況を示したものである。株式報酬議案について、国内機関投資家と海外機関投資家の評価のポイントは異なり、国内機関投資家は、支給対象者に社外取締役や監査役が含まれる場合に反対率が高い。一方、海外機関投資家は業績条件の非開示や、対象株式の上限株数の非開示(希薄化率の算出に必要な情報の不足)、退職前かつ付与後 3 年以内にオプション行使等が可能であること等を理由に議決権行使助言会社から反対推奨された議案の反対率が高くなっている(図表 3-5-5)。

【図表 3-5-3】株式報酬・ストックオプション議案の反対率

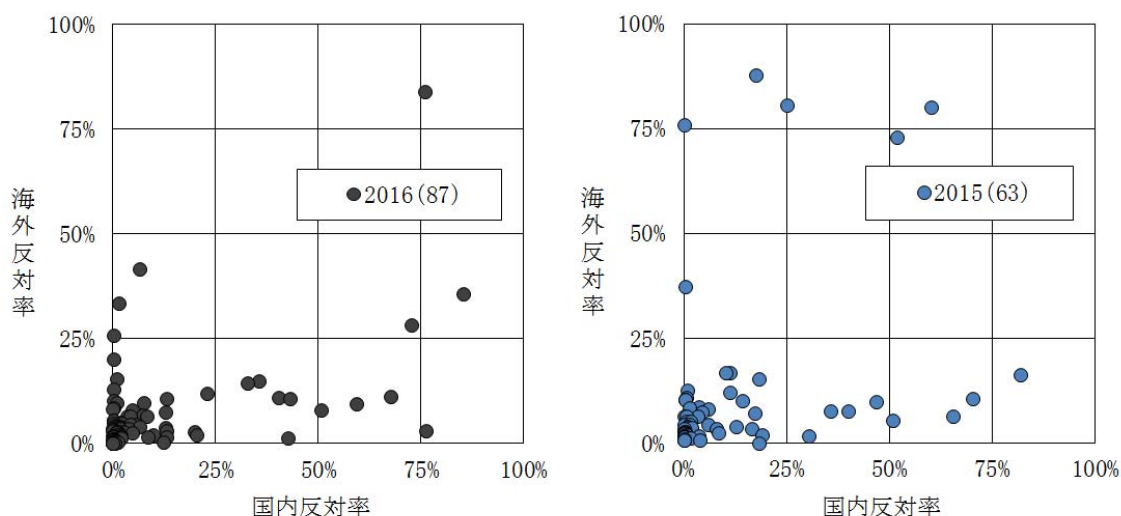
調査範囲：2016年総会及び2015年総会

年	議案数	国内機関投資家				海外機関投資家			
		最小	平均	最大	標準偏差	最小	平均	最大	標準偏差
2016年	87	0.0	10.8	85.2	20.2	0.0	7.1	83.9	11.5
2015年	63	0.0	12.5	81.9	19.9	0.0	12.0	87.8	20.8



**【図表 3-5-4】 株式報酬・ストックオプションに対する反対率の状況**

調査範囲：2016年総会及び2015年総会



**【図表 3-5-5】 反対率上位議案の反対理由**

調査範囲：2016年総会

**【1】 海外反対率上位**

順位	反対理由(ICJ調査)
1	ISS 反対推奨。取締役(監査等委員である取締役及び社外取締役を除く)に付与される株式数について上限株数が非開示。希薄化率が算出できないため
2	ISS 反対推奨。付与株式数の上限非開示。希薄化率が算出不可の判断。退職前の付与対象者は付与後3年以内の行使が可能
3	ISS 反対推奨。パフォーマンス条件非開示に加え退職前の付与対象者は付与後3年以内の行使が可能
4	ISS 反対推奨。付与される株式数について上限株数が非開示。希薄化率算出不可の判断
5	ISS 反対推奨。パフォーマンス条件非開示に加え退職前の付与対象者は付与後3年以内の行使が可能

**【2】 国内反対率上位**

順位	反対理由(ICJ調査)
1	付与対象者に社外取締役・監査役が含まれるため
2	ISS 反対推奨。パフォーマンス条件が開示されておらず、退職前の付与対象者が付与後3年以内の行使が可能であるため
3	付与対象者に社外取締役が含まれるため
4	付与対象者に社外取締役が含まれるため
5	付与対象者に監査等委員会である社外取締役が含まれるため

### 3 退職慰労金支給議案

退職慰労金の支給(打切支給を含む)議案は 24 議案で、反対率の平均は、国内 32.3%、海外 48.3%であった(図表 3-5-6)。

図表 3-5-7 は、国内・海外の機関投資家による反対率の分布状況を示したものである。国内機関投資家の反対率が高かった議案は、支給対象者に監査役を含む場合で、反対率の最大値は 84.9%に上る。海外機関投資家も、かつては、社外役員が退職慰労金の支給を期待すれば経営陣に厳しい発言をすることが難しくなるとの考えから、支給対象者に社外役員が含まれるかどうかを判断のポイントにしていたが、近時は、支給額の個別又は総額開示の有無も評価のポイントになっている。

機関投資家からの反対率は高いものの、退職慰労金支給議案に対して補足説明等が行われるケースは少ない。その理由の一つとしては、退職慰労金支給議案が取り下げられたケースが出る等、2012 年に反対率が高かった(国内機関投資家平均 49.0%、海外機関投資家平均 65.8%)ことを受け、機関投資家の議決権行使の動向に敏感な会社は、予め反対推奨を受けないよう、退職慰労金支給総額を開示する等の対応を行うようになったと推測される。また、役員報酬のあり方について、退職慰労金から業績連動報酬や株式報酬へという流れがある中、現在でも退職慰労金制度を維持している会社には、反対推奨されても株主構成上可決される票読みができている会社が多いとの見方もある。

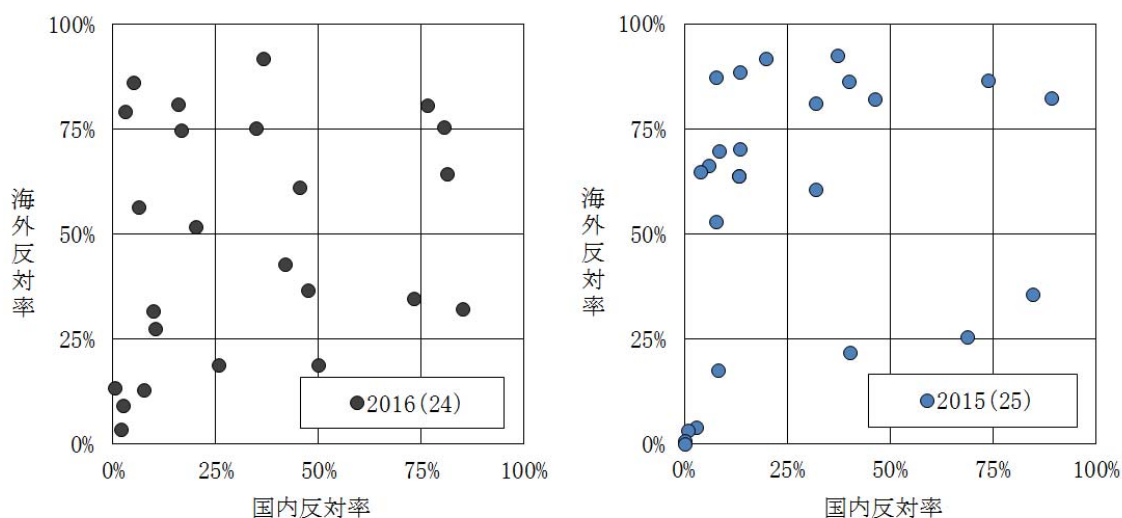
【図表 3-5-6】退職慰労金支給議案の反対率

調査範囲：2016 年総会及び 2015 年総会

年	議案数	国内機関投資家				海外機関投資家			
		最小	平均	最大	標準偏差	最小	平均	最大	標準偏差
2016 年	24	0.4	32.3	84.9	29.0	3.4	48.3	91.8	28.1
2015 年	25	0.0	26.5	89.1	27.3	0.0	56.0	92.6	32.2

【図表 3-5-7】退職慰労金支給議案に対する反対率の状況

調査範囲：2016 年総会及び 2015 年総会



## 六 株主提案議案

株主提案議案は、113 議案であり、賛成率の平均は、国内 2.1%、海外 7.4%であった(図表 3-6-1)。対象発行会社や議案の違い等から、緻密な比較はできないが、伝統的な役員報酬の個別開示等に関する提案や、議決権行使の手續面等の株主の権利に関する提案が多かった 2012 年(株主提案への平均賛成率：国内 3.4%、海外 12.3%)をピークに、国内・海外とも株主提案への賛成率は逡減している。もっとも、株主提案のうち、役員報酬の個別開示や、剰余金配当を株主総会で決めることのできる旨の定款変更については、一定の賛成票が集まっている。

株主提案の内容は多岐に亘るため、機関投資家においても個別判断がなされている。株主価値の向上や株主の権利を守ることに期待が持てるような議案に対しては賛成推奨もされるが<sup>8</sup>、株主が直接的な手段で、企業の事業内容や業務執行等に対して細かく管理するのは好ましくなく、企業に対して意見がある場合、間接的ではあるが、役員の選任議案等、株主価値を確保できるガバナンス体制の構築を促す議案を通じて、株主としての意見を反映すべき<sup>9</sup>との指摘がある。

### 【図表 3-6-1】株主提案議案の反対率

調査範囲：2016 年総会及び 2015 年総会

年	議案数	国内機関投資家				海外機関投資家			
		最小	平均	最大	標準偏差	最小	平均	最大	標準偏差
2016 年	113	0.0	2.1	78.9	8.6	0.0	7.4	87.1	17.0
2015 年	149	0.0	1.6	56.3	6.5	0.0	6.9	78.4	15.5

<sup>8</sup> 上野直子「2016 年グラス・ルイス議決権行使助言方針と日本のコーポレート・ガバナンス改革」商事法務 2094 号 32 頁

<sup>9</sup> グラス・ルイス「JAPAN2016 年版 議決権行使助言方針 要約日本語版」、上野直子「2016 年グラス・ルイス議決権行使助言方針と日本のコーポレート・ガバナンス改革」商事法務 2094 号 32 頁

## 議決権行使の実質化に向けたプロセスについて

以上の直近の総会における議決権行使の現状・傾向を踏まえ、今回のフォーラムでは、議決権行使の実質化に関するいくつかの論点の中で、総会議案について企業側と機関投資家側との意見の相違がある場合の相違解消に向けたプロセスについて取り上げた。

企業側と機関投資家側との間で意見の相違がある場合の相違解消に向けたプロセスはどうなっているかについて、以下分析する。

### 一 招集通知の早期開示の進展

議決権行使の実質化を支える早期開示等の各種取組は、ガバナンスコードを踏まえた企業側の努力もあり、この数年、着実な進歩が見られる。

PF 上での議決権行使は、招集通知発送日の翌日から株主総会前日までの間可能であるため、招集通知の発送時期は機関投資家の議決権行使可能期間に直結するものである。招集通知の早期発送は、発行会社及び株主名簿管理人における作成、印刷、封入等の手続に一定の時間を要するため、大幅な早期化には限界がある。これに対し、招集通知の原案が固まった時点でウェブサイト情報を公表すれば、株主は事実上早期に株主総会情報入手ことができ、機関投資家による議決権行使事務の分散化、精査時間の確保につながる。

図表 4-1-1 及び図表 4-1-2 は、招集通知の発送日と招集通知等の東証ウェブサイトでの開示タイミングの分布をまとめたものである。東証上場会社は、招集通知及びその添付書類を発送日当日までに TDnet に登録して東証に提出するものとされているところ(有価証券市場規程施行規則 410 条 1 項)、TDnet に登録された招集通知等は、登録翌日以降に東証ウェブサイトに掲載されることになるから、東証規則に従えば、発送日翌日までは開示がなされることとなる。

これを更に進め、対象会社の 92.5%が発送前開示(発送日当日に開示されたものは含まない)を行っており、約 8 割は発送日 1 週間前から発送日前日までの間にウェブ開示を行っている。「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。」とするコーポレートガバナンス・コード補充原則 1-2 を受けた取組であるといえる。

発送の 8 日以上前に開示を行った対象会社は約 13.1%、発送日以降に開示した会社は 7.5%であるが、招集通知等の英訳を作成した対象会社のうち約 22.4%は発送日以降に英訳を開示しており、日本語より遅れて英訳が開示される傾向がある。

### 【図表 4-1-1】 発送前開示の状況

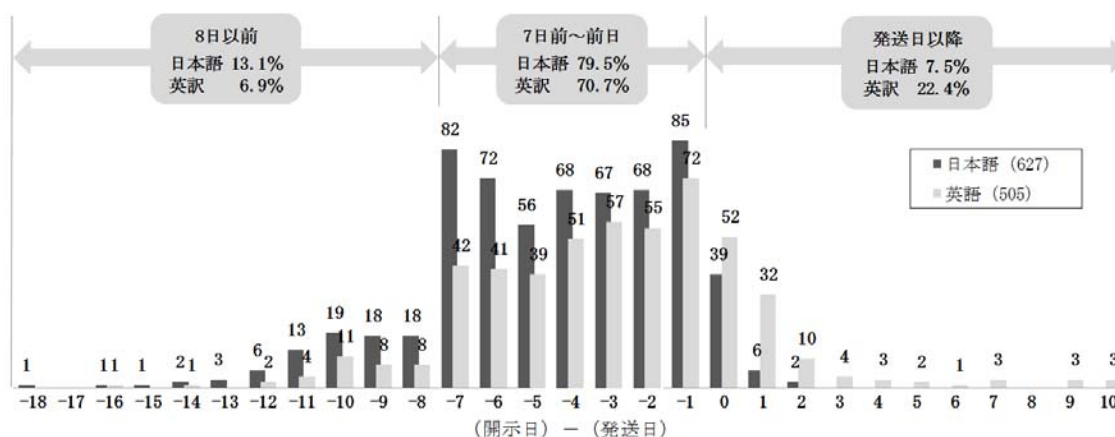
調査範囲：2014年～2016年の各6月総会

	対象総会数	うち発送前開示	うち発送日以降開示
2014年6月	395(100.0%)	45(11.4%)	350(88.6%)
2015年6月	468(100.0%)	321(68.6%)	147(31.4%)
2016年6月	627(100.0%)	580(92.5%)	47( 7.5%)

招集通知一覧サイト「Arrow Force」における各種書類の掲載状況を集計

### 【図表 4-1-2】 招集通知等の開示タイミング

調査範囲：2016年6月総会



「Arrow Force」掲載書類を対象に ICJ 集計

図表 4-1-3 は、招集通知等の開示状況をまとめたものである。PF 参加の対象会社 627 社と未参加の 6 月総会会社 1816 社を比べると、招集通知の英訳状況、ウェブ開示の利用率(日本語、英訳)いずれをとっても、PF 参加会社の方が積極的であることがわかる。特に、招集通知の英訳に関しては、対象会社 627 社中 524 社(83.7%)が行っているのに対し、PF 未参加会社では、1816 社中 130 社(7.2%)に留まっている。

### 【図表 4-1-3】 招集通知等の掲載状況

調査範囲：2016年6月総会

	PF 参加会社	未参加会社	+
対象総会数	627 社	1,816 社	2,443 社
発送前ウェブ開示(日本語)	457 社(73.0%)	513 社(28.5%)	970 社(40.0%)
招集通知(英訳)	524 社(83.7%)*	130 社( 7.2%)	654 社(27.0%)
発送前ウェブ開示(英訳)	73 社(11.7%)	4 社( 0.2%)	77 社( 3.2%)

524 社中、取引所サイト開示は 505 社、PF のみ開示は 19 社

図表 4-1-4 は、英訳の範囲を集計したものである。PF 参加会社で招集通知の英訳を作成した 524 社のうち、狭義の招集通知、参考書類及び事業報告の全てを英訳したのは 214 社(40.8%)、狭義の招集通知と参考書類を英訳対象としたのは 305 社(58.2%)であった。2016 年から新規に英訳を始めた会社の多くは部分訳としている。

### 【図表 4-1-4】招集通知等の英訳状況

調査範囲：2016年6月総会及び2015年6月総会

英訳社数及び英訳の範囲	2015年6月総会	2016年6月総会
英訳社数	357社(100.0%)	524社(100.0%)
狭義の招集通知+参考書類+事業報告	205社(57.4%)	214社(40.8%)
狭義の招集通知+参考書類	151社(42.3%)	305社(58.2%)
狭義の招集通知のみ	1社(0.3%)	5社(1.0%)

## 二 議決権行使の実質化の前提となる議決権行使フロー

### 1 国内機関投資家

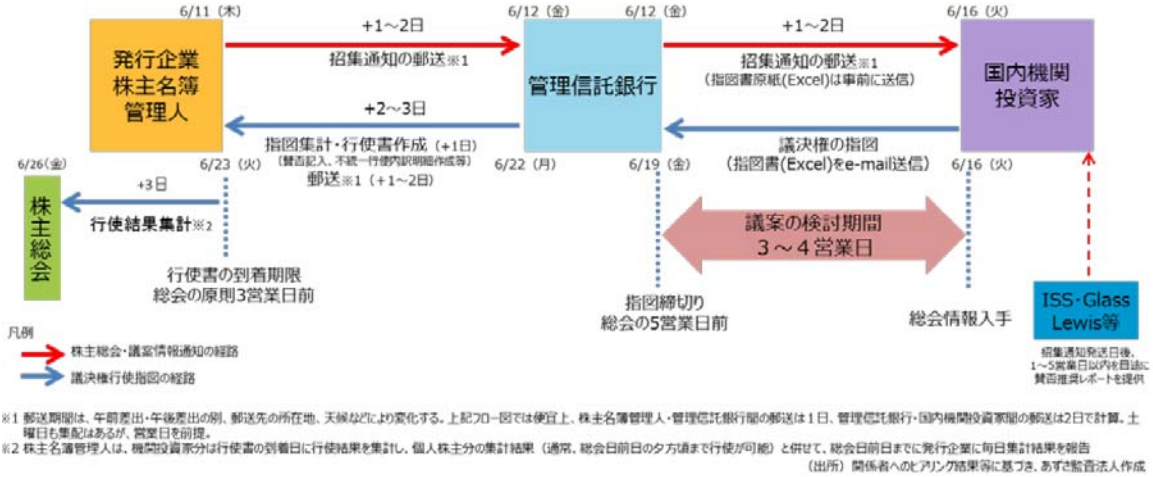
名義株主ではない国内機関投資家が、PF を利用せず議決権行使書により投票する場合の議決権行使プロセスは図表 4-2-1 の通りである。

まず、株主名簿管理人から招集通知・議決権行使書が管理信託銀行(名義株主)に送付され、管理信託銀行はアセットマネージャーに招集通知を郵送する。次に、アセットマネージャーはエクセルシートに議決権行使の指図内容を直接入力し、E-mail・FAX 等で管理信託銀行に送付する。その後、管理信託銀行は、指図内容を集計し株主名簿管理人に郵送し、株主名簿管理人が個人株主分も含め、行使結果を集計し、発行会社に通知する。郵送で招集通知を受領した後、株主総会の 5 営業日前までに指図内容を送付しなければならないため、機関投資家が議案内容について検討できる期間は短く、たとえば株主総会の 2 週間前に招集通知が発送された場合、機関投資家の検討期間は実質 3-4 営業日とされている。発行会社が行使結果を知るのも株主総会当日の直前である。

一方、PF を利用すると、招集通知発送日と同日に議案名及び総会情報をプッシュ型で入手できるとともに、株主総会の前日まで議決権行使を行うことができるようになるため、2 週間前発送の場合でも、議案検討期間は 10-11 営業日に拡大する(図表 4-2-2)。

【図表 4-2-1】国内機関投資家による議決権行使の基本的な流れとタイミング(PF 非参加銘柄)

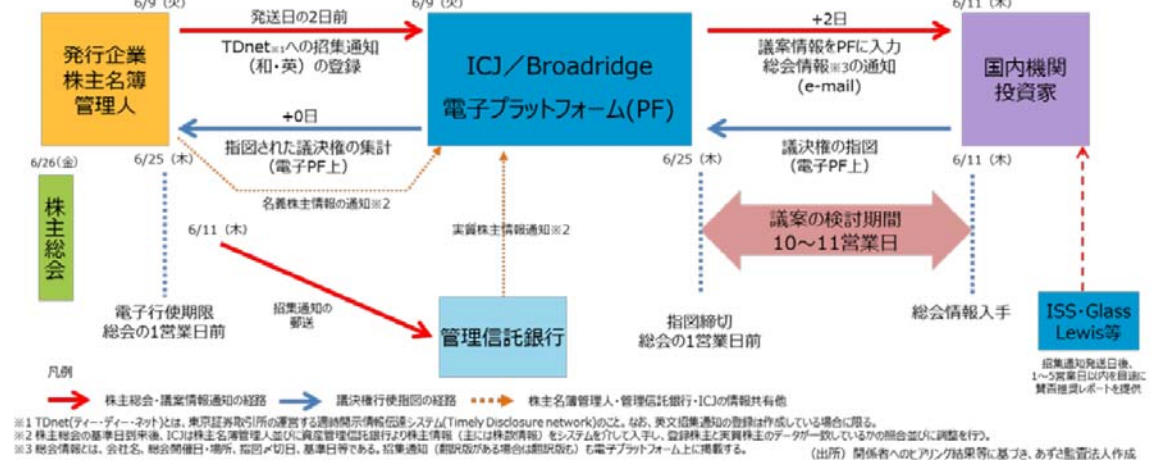
平成27年6月11日(木) 招集通知発送日 6月26日(金) 株主総会開催のケース(イメージ)



(出典：平成 28 年 4 月 21 日付け経済産業省「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会 報告書 ~ 対話先進国の実現に向けて ~」45 頁)

【図表 4-2-2】国内機関投資家による議決権行使の基本的な流れとタイミング(PF 参加銘柄)

平成27年6月11日(木) 招集通知発送日 6月26日(金) 株主総会開催のケース(イメージ)



(出典：平成 28 年 4 月 21 日付け経済産業省「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会 報告書 ~ 対話先進国の実現に向けて ~」46 頁)

## 2 海外機関投資家

PF 非参加銘柄についてみると、海外機関投資家の場合、名義株主であるグローバルカストディアン(海外保管銀行)等が議決権行使事務を代行業者にアウトソーシングしていたり、日本国内の常任代理人を介して議決権を行使している。海外機関投資家は議案情報等を入手後、指図内容を常任代理人に株主総会日の 6-8 営業日前までに送付しなければならないため、投資家の議案検討期間は国内機関投資家より更に短く、総会 2 週間前に招集通

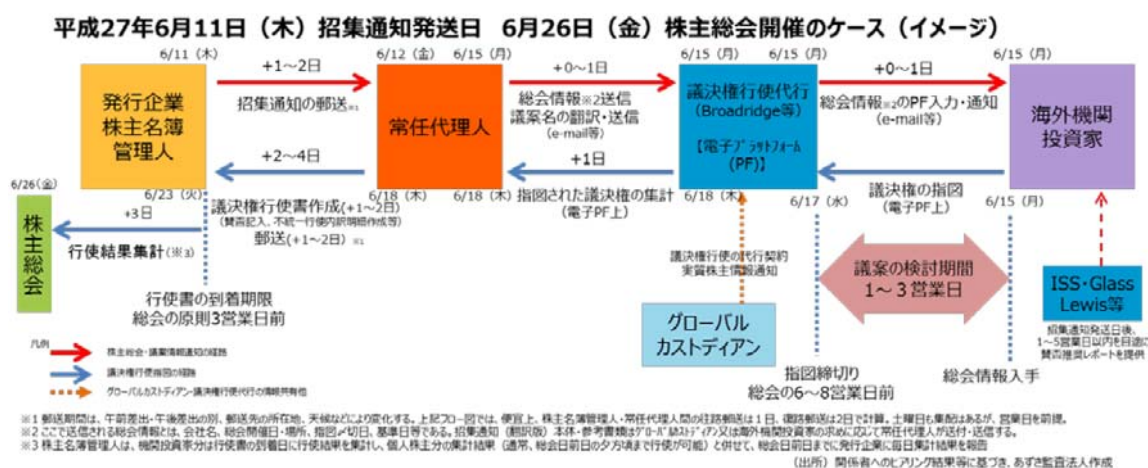


知が発送された場合の検討期間は実質 1-2 営業日になる(図表 4-2-3)。

具体的には、まず、株主名簿管理人から招集通知・議決権行使書が国内の常任代理人に郵送され、常任代理人(又はその委託業者)は、議案名を翻訳し、総会情報(日時・場所等)とともに E-mail 等で議決権行使事務代行業者へ送信する。次に、同代行業者は議案名・総会情報を自らが提供する議決権行使システムに登録し、E-mail 等でアセットマネージャーに伝達する。伝達を受けたアセットマネージャーは、議決権行使の指図を同議決権行使システム上でを行い、同代行業者は、指図内容を集計し常任代理人に通知する。その後、常任代理人は指図内容を議決権行使書に記入し、株主名簿管理人に郵送して、株主名簿管理人が、個人株主分も含め、行使結果を集計し、発行会社に通知するという流れをたどる。海外は電子行使がデファクトスタンダードとなっているため、海外機関投資家自身は、通常、電子プラットフォーム上で指図することとなるが、PF 非参加銘柄については、常任代理人に電子プラットフォーム経由で指図内容が伝達された後、常任代理人が賛否を議決権行使書(紙)に記入し、株主名簿管理人に郵送している。

国内機関投資家と同様に、海外機関投資家も、PF 参加銘柄については、招集通知発送日と同日に議案名及び総会情報をプッシュ型で入手できるとともに、株主総会の前日まで議決権行使を行うことができるようになるため、2 週間前発送の場合でも、議案検討期間は 10-11 営業日に拡大する(図表 4-2-4)。

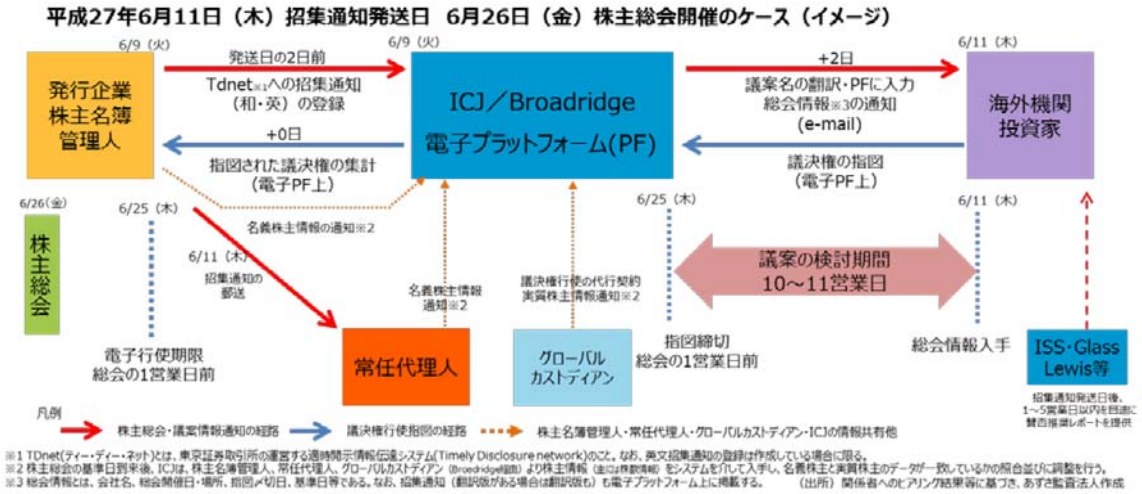
【図表 4-2-3】海外機関投資家による議決権行使の基本的な流れとタイミング(PF 非参加銘柄)



(出典：平成 28 年 4 月 21 日付け経済産業省「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会 報告書 ~ 対話先進国の実現に向けて ~」47 頁)



【図表 4-2-4】海外機関投資家による議決権行使の基本的な流れとタイミング(PF 参加銘柄)



(出典：平成 28 年 4 月 21 日付け経済産業省「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会 報告書 ~ 対話先進国の実現に向けて ~」48 頁)

三 会社側見解と機関投資家側見解との相違とその解消に向けた取組

1 会社側見解と機関投資家側見解との相違

会社として正当な会社提案であると考えているところ、機関投資家等から想定外の反対票が集まることがある。また、大量の銘柄を保有する機関投資家が増大することで、議決権行使助言会社の推奨結果が議決権行使に及ぼす影響も比例的に大きくなる。

会社側の認識と機関投資家側の認識との間で生じている何らかの重要な差異の原因を分析することは、議決権行使の実質化を図る観点から重要である。

こうした事象を象徴的に把握できる一例が、議決権行使助言会社から反対推奨等があったこともあり会社側提案に対して機関投資家から相当数の反対票が行使され、それに対して会社側が一定の補足説明や反論(以下「補足説明等」という)が行われている事案である。

そこでまず、の相当数の反対票が行使された事例について検討する(については後記四)。PF 参加会社のうち、日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄である 374 社を対象に、議決権行使助言会社の反対推奨の有無やその影響について分析したのが図表 4-3-1 と図表 4-3-2 である。

図表 4-3-1 が、374 社の 2016 年 1 月から 12 月に開催された株主総会での全 4,966 議案の反対率(株主提案については賛成率)を示したもの、図表 4-3-2 は、このうち議決権行使助言会社である ISS から反対推奨(株主提案については賛成推奨)がなされた議案の反対率(株主提案については賛成率)を議案別に分類・整理したものである。

## 2 議決権行使助言会社の反対推奨が与える影響

全議案に反対推奨がされた買収防衛策関連の議案を除き、**図表 4-3-1** と**図表 4-3-2** を比べると、反対推奨された議案の平均はどの議案についても大幅に高くなっていることがわかる。特に、海外機関投資家からの平均反対率はいずれも 50%を超え、会社提案全体の平均反対率は国内機関投資家 33.9%、海外機関投資家 61.8%に上る。また、株主提案への平均賛成率も、全体では国内機関投資家 2.5%、海外機関投資家 6.9%であるのに対し、賛成推奨された議案に限定すれば、国内機関投資家 30.6%、海外機関投資家 49.2%と大きく増加している。

**図表 4-3-3** にも示されているように、反対推奨がなされた議案の数としては、取締役選任(106 議案)と監査役選任(100 議案)の数が多く、反対推奨の大半を占める。但し、取締役選任は、日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年 1 月から 12 月の株主総会で合計 3,626 議案上程されており、反対推奨率は 2.9%であるのに対し、監査役選任議案は 483 議案中 100 議案が反対推奨を受け、反対推奨率は 20.7%と、候補者 5 人に一人は反対推奨であった。その他、反対推奨率の高い議案としては、買収防衛策(100%。26 議案中 26 議案)、退職慰労金支給(33.3%。9 議案中 3 議案)がある。会社提案全体でみると、反対推奨の割合は、5.2%であった(**図表 4-3-3**)。

### 【図表 4-3-1】海外・国内機関投資家の反対率

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年総会

議案分類	議案数	国内機関投資家				海外機関投資家			
		最小	平均	最大	標準偏差	最小	平均	最大	標準偏差
剰余金処分	269	0.0	2.9	45.0	6.5	0.0	1.4	52.0	4.2
取締役選任	3,626	0.0	5.8	98.1	10.7	0.0	6.0	89.3	10.3
監査役選任	483	0.0	10.0	98.3	19.2	0.0	18.0	97.8	26.6
定款一部変更	132	0.0	3.0	34.0	7.2	0.0	2.3	28.5	5.3
退職慰労金支給	9	0.4	27.8	80.3	32.7	3.4	32.1	80.7	30.1
役員報酬額改定 <sup>10</sup>	113	0.0	3.4	65.9	11.2	0.0	3.1	90.5	10.6
株式報酬・ストックオプション	46	0.0	12.2	85.2	23.1	0.1	9.0	83.9	14.4
会計監査人選任	8	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.4	1.5	0.5
組織再編等	3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	1.4	0.8
買収防衛策	26	18.2	48.7	99.8	16.1	45.6	76.1	99.8	14.3
その他会社提案	190	0.0	6.5	94.6	13.9	0.0	8.2	97.5	19.6
会社提案全体	4,905	0.0	6.3	99.8	12.5	0.0	7.3	99.8	14.6
株主提案	61	0.0	2.5	78.9	10.9	0.0	6.9	68.8	13.8

単位はパーセント。株主提案は賛成率。

<sup>10</sup> 役員報酬額の改定と共に業績連動報酬を付議するようなケースも集計の便宜上、役員報酬額の改定として分類している。

### 【図表 4-3-2】 反対推奨がなされた議案に対する海外・国内機関投資家の反対率

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年総会

議案分類	議案数	国内機関投資家				海外機関投資家			
		最小	平均	最大	標準偏差	最小	平均	最大	標準偏差
剰余金処分	1	33.3	33.3	33.3		52.0	52.0	52.0	
取締役選任	106	2.9	26.6	98.1	21.3	13.5	51.9	89.3	17.0
監査役選任	100	3.3	35.8	98.3	27.3	32.7	66.6	97.8	15.4
定款一部変更	0								
退職慰労金支給	3	6.1	54.3	80.3	41.8	56.3	70.8	80.7	12.8
役員報酬額改定	2	22.9	42.8	62.8	28.2	62.5	76.5	90.5	19.7
株式報酬・ストックオプション	2	6.4	41.1	75.9	49.1	41.5	62.7	83.9	30.0
会計監査人選任	0								
組織再編等	0								
買収防衛策	26	18.2	48.7	99.8	16.1	45.6	76.1	99.8	14.3
その他会社提案	15	6.4	40.8	94.6	28.6	48.9	71.3	97.5	14.0
会社提案全体	255	2.9	33.9	99.8	25.1	13.5	61.8	99.8	18.1
株主提案	4	6.9	30.6	78.9	33.4	35.8	49.2	68.8	14.0

単位はパーセント。株主提案は賛成率。

### 【図表 4-3-3】 反対推奨がなされた議案の議案全体に占める割合

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年総会

議案分類	議案数 対象全体	議案数 ISS 反対	比率 ÷
剰余金処分	269	1	0.4%
取締役選任	3626	106	2.9%
監査役選任	483	100	20.7%
定款一部変更	132	0	0.0%
退職慰労金支給	9	3	33.3%
役員報酬額改定	113	2	1.8%
株式報酬・ストックオプション	46	2	4.3%
会計監査人選任	8	0	0.0%
組織再編等	3	0	0.0%
買収防衛策	26	26	100.0%
その他会社提案	190	15	7.9%
会社提案全体	4,905	255	5.2%
株主提案	61	4	6.6%

株主提案は賛成推奨を対象に集計。

## 3 取締役選任議案

図表 4-3-4 は、取締役選任議案に対する反対推奨の理由を分類したものである。

議決権行使助言会社が 2016 年から採用した ROE 基準に抵触するとして経営トップが反対推奨されたケースが 42 議案と最も多い。続いて株主総会後の社外取締役が 2 名未満となること、又は親会社や支配株主を持つ会社において ISS の独立性基準を満たす社外取締役が 2 名未満となることを理由として経営トップが反対推奨されたケースが 15 議案と、

ROE 基準以外では、取締役会の独立性が不十分であることを理由とする反対推奨が目立つ。

社外取締役については、大株主かつ取引先出身である社外取締役をはじめとして独立性を理由に反対するものが 30 議案、出席率の低さを理由とするものが 8 議案であった。

#### 【図表 4-3-4】取締役選任の反対推奨理由

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年総会

反対推奨理由	議案数	小計
経営トップ(ROE)	42	65
経営トップ(取締役会構成) 1	15	
経営トップ(総会決議によらない買収防衛策)	6	
経営トップ(不祥事)	2	
社内取締役(不祥事)	2	4
社内取締役(その他)	2	
社外取締役(独立性 - 大株主かつ取引先出身者) 2	10	39
社外取締役(出席率)	8	
社外取締役(独立性 - 大株主出身者)	6	
社外取締役(独立性 - 取引先出身者) 2	6	
社外取締役(独立性 - コンサルティング出身者) 3	6	
社外取締役(独立性 - 関係会社元顧問)	1	
社外取締役(独立性 - 相互就任)	1	
社外取締役(兼職先の不祥事)	1	
合計 4	108	

- 株主総会後の社外取締役が 2 名未満である場合、又は親会社や支配株主を持つ会社において ISS の独立性基準を満たす社外取締役が 2 名未満である場合を対象としている。
- 取引先には借入先を含む。過去の取引先又は借入先についても対象としている。
- 顧問関係にある法律事務所に所属する弁護士、会計監査人である監査法人に所属する公認会計士を含む。
- 同一人物で複数の理由により反対推奨された候補者がいることから、合計は実際の反対推奨された議案数(106 議案)と一致しない。

#### 4 監査役選任議案

図表 4-3-5 は、監査役選任議案に対する反対推奨の理由を分類したものである。反対推奨がなされた 100 議案中、99 議案は社外監査役の独立性を問題視したもので、そのうち、候補者が大株主かつ取引先の出身者であったのが 40 議案と最も多く、取引先(借入先を含む)出身者が 23 議案、大株主出身者が 17 議案であった。社外取締役への反対理由と異なり、調査範囲とした 100 議案には、低出席率を理由とした反対推奨はなかった。

### 【図表 4-3-5】監査役選任の反対推奨理由

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年総会

反対推奨理由	議案数	小計
社外監査役(独立性 - 大株主かつ取引先出身者) 1	40	100
社外監査役(独立性 - 取引先出身者) 1	23	
社外監査役(独立性 - 大株主の出身者)	17	
社外監査役(独立性 - コンサルティング出身) 2	16	
社外監査役(独立性 - 元従業員)	1	
社外監査役(独立性 - 顧問)	1	
社外監査役(独立性 - 親戚)	1	
社外監査役(兼職先の不祥事)	1	
合計	100	100

1 取引先には借入先を含む。過去の取引先又は借入先についても対象としている。

2 顧問関係にある法律事務所に所属する弁護士、会計監査人である監査法人に所属する公認会計士を含む。

### 5 役員報酬議案(退職慰労金支給、役員報酬額改定、株式報酬・ストックオプション)

図表 4-3-6 は退職慰労金支給、役員報酬額改定、株式報酬・ストックオプションに関する議案の反対理由を示したものである<sup>11</sup>。退職慰労金支給議案への反対推奨は、いずれも支給総額の非開示を理由とするものであり、役員報酬額改定議案への反対推奨は、株式ベースのインセンティブ報酬部分に関する希薄化率の算出が不可能であることを理由とするものであった。また、株式報酬・ストックオプション議案への反対推奨は、業績条件がないにも関わらず付与から 3 年未満の行使等が可能であることを理由としていた。

### 【図表 4-3-6】役員報酬議案の反対推奨理由

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年総会

反対推奨理由	議案数	小計
退職慰労金支給 - 支給総額が非開示	3	7
役員報酬額改定 - 株式ベースのインセンティブ報酬部分に関する希薄化率の算出が不可	2	
株式報酬・ストックオプション - 業績条件がないにも関わらず、付与から 3 年未満の行使等が可能	2	
計	7	7

### 6 買収防衛策議案

図表 4-3-7 は、買収防衛策に関する議案への反対推奨の理由をまとめたものである。分析対象とした 26 議案中、22 議案は第一段階の形式基準により反対推奨とされ、16 社は取締役会構成要件(総会後の取締役会に占める出席率に問題のない独立社外取締役の比率が 3

<sup>11</sup> なお、退職慰労金の支給時期の変更については、「7 その他議案」に分類している。

分の1以上、かつ2名以上)に抵触し、11社は特別委員会要件(特別委員会の委員全員が出席率に問題のないISSの独立性基準を満たす社外取締役又は社外監査役)に抵触するとされた。他に買収防衛策として機能するものがあるとして反対推奨を受けた議案も3議案あった。

【図表 4-3-7】買収防衛策議案の反対推奨理由(×印が要件未達を表す)

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年総会

会社名 (A-Z)	社数	第1段階(形式審査)						第2段階
		取締役会 構成	取締役 任期1年	特別 委員会	発動水準 20%以上	他の買収 防衛策	招集通知 開示	個別審査
		1		2		3	4	5
A~G	7	×	○	○	○	○	○	
H~M	6	×	○	×	○	○	○	
N,O,P	3	○	○	○	○	×	○	
Q,R	2	○	○	×	○	○	○	
S	1	×	×	×	○	○	×	
T	1	×	○	○	×	○	○	
U	1	×	○	×	○	○	×	
V	1	○	×	×	○	○	○	
W~Z	4	○	○	○	○	○	○	×
計	26							

- 1 総会後の取締役会に占める出席率に問題のない独立社外取締役の比率が3分の1以上かつ2名以上
- 2 特別委員会の委員全員が出席率に問題のないISSの独立性基準を満たす社外取締役又は社外監査役
- 3 他に買収防衛策として機能するもの
- 4 招集通知が総会の4週間前までに証券取引所のウェブサイトに掲載されている。
- 5 第1段階の要件をすべて満たす場合に限り、第2段階の審査対象となる。

## 7 その他の議案

図表 4-3-8 は、その他会社提案への反対推奨の理由についてまとめたものである。反対推奨を受けた15議案中13議案は補欠監査役選任議案で、社外候補者の独立性を問題視するものであった。その他には、支給総額の非開示を理由とする役員退職慰労金の支給時期変更に対する反対推奨、第三者割当増資の必要性に関する説明不足を理由とする反対推奨が1件ずつあった。

【図表 4-3-8】その他の会社提案の反対推奨理由

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年総会

反対推奨理由	議案数	小計
補欠監査役選任 - 社外候補者の独立性	13	15
役員退職慰労金 - 支給時期の変更。支給総額非開示	1	
第三者割当増資 - 必要性に関する説明不足	1	
計	15	15

図表 4-3-9 は、株主提案への賛成推奨の理由をまとめたものである。賛成推奨を受けた提案は、それぞれ別々の内容に係るものであるが、株主の権利行使に関するものについて賛成推奨がなされる傾向がある。

#### 【図表 4-3-9】株主提案の賛成推奨理由

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年総会

反対推奨理由	議案数	小計
招集通知における役員報酬の個別開示 - 説明責任を促し株主のより良い判断を手助けする	1	4
議決権行使書の白票の取扱い - 白票の集計方法における反提案株主的な偏見を排除する	1	
剰余金の配当の決定機関 - 取締役会に対し効果的な資本配分に関する説明責任を促す。前年総会の賛成率を踏まえて取締役会が議論した形跡が認められない	1	
政策保有株式の議決権行使 - 建設的かつ熟慮された議決権行使は株主と投資先企業の利益にかなう	1	
計	4	4

## 8 反対推奨を受けた会社の属性

PF 参加会社のうち、日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄である 374 社の中で、2016 年総会の何らかの議案で反対推奨を受けた会社数は 161 社あり、374 社の中に占める割合は 43.0%に至っていることがわかる(図表 4-3-10)。

なお、反対推奨議案の内訳は前記図表 4-3-3 のとおりであり、反対推奨議案の多くが独立性の判定をめぐる役員選任議案である。

図表 4-3-11 から図表 4-3-14 は、当該 161 社の属性について分類したものである。時価総額の高い企業、外国人比率及び国内機関投資家比率の高い企業では、反対推奨を受けた企業の割合が相対的に低いが、その理由として、これらの企業では、投資家や議決権行使助言会社を意識した総会対応がよりなされていることが推測される。

#### 【図表 4-3-10】反対推奨を受けた会社の状況 市場別

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年総会

市場	対象社数	反対内数	÷
東証 1 部	372	159	42.7%
ジャスダック	1	1	100.0%
マザーズ	1	1	100.0%
計	374	161	43.0%

**【図表 4-3-11】 反対推奨を受けた会社の状況 指数別**

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年総会

指数	対象社数	反対内数	÷
日経 225	214	93	43.5%
JPX 日経 400	322	126	39.1%
計	374	161	43.0%

2 つの指数に共通する会社は 160 社。「計」は単純合計ではない。

**【図表 4-3-12】 反対推奨を受けた会社の状況 時価総額別**

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年総会

時価総額	対象社数	反対内数	÷
1 兆円以上	110	36	32.7%
5000 億円以上 1 兆円未満	88	37	42.0%
2000 億円以上 5000 億円未満	122	54	44.3%
1000 億円以上 2000 億円未満	45	27	60.0%
500 億円以上 1000 億円未満	8	7	87.5%
500 億円未満	1	0	0.0%
計	374	161	43.0%

**【図表 4-3-13】 反対推奨を受けた会社の状況 外国人比率別**

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年総会

外国人比率	対象社数	反対内数	÷
50% 以上	21	3	14.3%
40% 以上 50% 未満	52	8	15.4%
30% 以上 40% 未満	112	40	35.7%
20% 以上 30% 未満	110	58	52.7%
10% 以上 20% 未満	70	45	64.3%
10% 未満	9	7	77.8%
計	374	161	43.0%

外国人株主の保有議決権数を総議決権数で除したもの。自己株式は含まず。

**【図表 4-3-14】 反対推奨を受けた会社の状況 国内機関投資家比率別**

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年総会

国内機関投資家比率	対象社数	反対内数	÷
30% 以上	12	3	25.0%
20% 以上 30% 未満	149	59	39.6%
10% 以上 20% 未満	193	89	46.1%
10% 未満	20	10	50.0%
計	374	161	43.0%

PF 対象国内金融機関の保有議決権数を総議決権数で除したもの。自己株式は含まず。



図表 4-3-15 は、反対推奨を受けた議案の臨時報告書における賛成率の分布と、PF 参加株主の国内、海外別の反対率の関係を示したものである。臨時報告書の賛成比率が高い議案ほど、PF 参加株主の反対率は国内、海外ともに低い傾向にある。

【図表 4-3-15】反対推奨を受けた議案の臨時報告書賛成率と機関投資家の反対率

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年総会

分類	臨時報告書賛成率	議案数	PF 参加株主反対率	
			国内平均	海外平均
会社提案	90%以上	25	15.2%	47.7%
	80%以上 90%未満	97	23.2%	54.9%
	70%以上 80%未満	93	38.7%	64.9%
	60%以上 70%未満	36	62.4%	79.0%
	50%以上 60%未満	4	42.0%	88.1%
	計	255	33.9%	61.8%
株主提案	計	4	30.6%	49.2%

株主提案は賛成推奨議案を対象に PF 参加株主の平均賛成率のみ集計。

## 9 機関投資家側の議決権行使の日程

PF では、招集通知発送日の翌日から総会前日までの間議決権行使が可能であり、2016 年の対象会社 764 社の平均的な議決権行使期間は 20.1 日間、日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄である 374 社では 20.6 日間であった。図表 4-3-16 は、後者の 374 社の中から、議決権行使期間が 28 日間の 5 社、21 日間の 158 社、14 日間の 11 社について、招集通知発送日翌日からの行使率の推移をまとめたものである。

いずれの場合においても、海外機関投資家は、早い段階から議決権行使が進み株主総会前の 1 週間前までに 70%以上の行使が終了している。

一方、国内機関投資家の議決権行使は株主総会前の 1 週間に集中しており、4~5 日前までにほぼすべての行使が終了している。

【図表 4-3-16】議決権行使期間別の行使率の推移の例

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 組入銘柄の PF 参加会社 374 社の 2016 年総会の中から、議決権行使日数が 28 日、21 日、14 日の会社

行使期間 28 日間(5 社平均)			行使期間 21 日間(158 社平均)			行使期間 14 日間(11 社平均)		
日数	国内	海外	日数	国内	海外	日数	国内	海外
1	0.0	3.0						
2	0.0	3.1						
3	0.0	3.3						
4	0.0	3.5						
5	0.0	3.5						
6	0.0	3.8						
7	0.0	32.0						
8	0.8	34.7	1	0.0	12.0			
9	0.8	37.5	2	0.1	38.1			
10	0.8	39.0	3	0.2	42.0			
11	0.8	39.8	4	0.3	46.3			
12	0.9	39.9	5	0.3	49.6			
13	0.9	39.9	6	0.5	52.5			
14	0.9	40.4	7	0.5	56.3			
15	0.9	48.4	8	0.5	60.0	1	0.0	31.5
16	1.2	51.8	9	0.6	61.9	2	0.0	36.5
17	1.2	55.3	10	0.6	63.7	3	1.2	43.0
18	1.3	56.6	11	0.7	65.6	4	1.2	53.4
19	1.3	57.7	12	0.7	66.9	5	1.3	54.6
20	1.3	57.8	13	0.8	67.5	6	1.3	63.2
21	4.0	64.2	14	1.9	69.6	7	3.3	71.6
22	17.8	71.6	15	7.0	73.1	8	7.1	76.2
23	37.9	73.7	16	38.9	76.3	9	29.8	77.9
24	100.0	80.0	17	72.6	80.3	10	77.3	80.9
25	100.0	87.8	18	95.7	84.4	11	97.8	84.8
26	100.0	88.4	19	99.9	90.6	12	99.0	92.7
27	100.0	90.0	20	100.0	95.1	13	100.0	97.4
28	100.0	100.0	21	100.0	100.0	14	100.0	100.0

国内、海外の最終日の行使率をそれぞれ 100%として日別の行使率の平均値を集計した。行使率の単位はパーセント。

## 四 会社側見解と機関投資家側見解との相違解消に向けた会社側からの補足説明等の発信等

### 1 会社側の補足説明等の発信の意義

上場企業側から見て議案の内容が正確に理解されていないことなどに起因して反対の議決権行使が多くなされている場合に、何らかの補足説明等を出すことは、機関投資家側と企業側との意見の齟齬を埋めようとする行動であり、議決権行使の実質化に資する行動である<sup>12</sup>。

たとえば、議決権行使助言会社の反対推奨等を契機として早期に大量の反対票の行使があった場合、会社側が会社提案について補足説明等を追加で行う事案がある。反対推奨の理由にもいろいろあるが、たとえば機関投資家側や議決権行使助言会社として重要であると考える事項に関する情報が株主総会参考書類に明示されていなかった場合で、特段会社としても当該情報を隠そうという意図もなかったときは、単純なコミュニケーションの齟齬とも言える現象である。しかしこうした場合に無用な反対票が集まるよりも、会社側からさらなる情報開示の拡充等が行われることは、議決権行使の実質化にとってもプラスであると言える。

### 2 補足説明等を実効化させる電子化プロセスの意義

こうした議決権行使の実質化に向けたプロセスにおいて、電子化は重要な機能を発揮している。

機関投資家から PF 上において議決権行使がなされると、上場企業側は、招集通知発送直後から 1 日 2 回、国内外の機関投資家の行使結果を株主総会前日まで把握することができる。株主総会の直前に株主名簿管理人から行使結果が送られてくる議決権行使書と異なり、PF では、機関投資家の議決権行使結果を株主総会前の早い時期に把握することができることから、日々積み上がる行使結果を踏まえて機関投資家に対して必要に応じて補足情報を発信する等、電子化プロセスを活用して双方向での発信や対話を行うことが可能となる。

また、議決権行使書の場合と比べて機関投資家側の検討期間が延び、機関投資家側も議決権の再行使を容易に行えることも電子化の大きなメリットである。機関投資家も、当初議決権行使によって表明された賛否の意思表示に対して、発行会社側からの補足説明等を通じて、より正確な情報に基づき議決権行使を行うことができるわけである<sup>13</sup>。

<sup>12</sup> なお、補足説明等は、反対推奨等がなされている場合に限られるわけではなく、議案に対する株主からの理解を促進するために行われるケースもある。本白書では反対推奨があった場合の補足説明等の事例に限って検討する。

<sup>13</sup> 今給黎成夫「議決権電子行使プラットフォームの 10 年と今後の展望について」商事法務 2117 号 22 頁参照

以下では会社側が補足説明等を行った事案について分析する。過去 5 年 172 議案を対象として検討する。

### 3 直近 5 年間の補足説明等の実施状況

2012 年 1 月から 2016 年 12 月までに開催された PF 参加会社の株主総会において、補足説明等が行われた 79 社 93 総会 172 議案の内訳を見ると、定時総会が 90 総会 156 議案、臨時総会が 3 総会 16 議案であった。

図表 4-4-1 は、これを総会年別、開催月別に整理したものである。年別では、2016 年が 49 議案で最も多い。補足説明等がなされる議案数は年々増加傾向にあると言える。大まかな傾向としては、補足説明等の対象となったのは 1 総会あたり 4 議案以下であり、大半は 1 議案又は 2 議案であった。月別では 6 月総会が圧倒的に多く、172 議案中 128 議案を占めた。

【図表 4-4-1】開催年・開催月別の補足説明等がなされた議案数

調査範囲：2012 年～2016 年総会

	2012	2013	2014	2015	2016	横計
3 月	3	1	2	1	4	11
4 月	9			2	1	12
5 月				2		2
6 月	31	20	14	26	37	128
8 月				4		4
9 月			1	4	4	9
11 月				1		1
12 月			2		3	5
縦計	43	21	19	40	49	172

図表 4-4-2 は、補足説明等がなされた 172 議案を議案内容別に分類したものである。会社提案は 89 総会 142 議案、株主提案は 8 総会 30 議案で、4 総会において会社提案と株主提案の両方が補足説明等の対象となった。株主提案は取締役選任が 12 議案、定款一部変更が 10 議案、監査役選任が 3 議案、剰余金処分が 1 議案、その他の議案が 4 議案であった。会社提案全体では、取締役選任議案への補足説明等が最も多く 63 議案あり、監査役選任議案の 46 議案が続く。これらは、議決権行使助言会社からの反対推奨を受けて賛成率が低水準になりやすい議案でもある。一方、同様の傾向にある買収防衛策議案に対して補足説明等がなされたのは 2 議案のみであった。

### 【図表 4-4-2】補足説明等がなされた議案内容

調査範囲：2012年～2016年総会

	2012	2013	2014	2015	2016	横計
剰余金処分		1	1			2
定款一部変更				2	2	4
取締役選任	14	7	3	19	20	63
監査役選任	9	2	8	5	22	46
退職慰労金支給	1				1	2
役員報酬額改定	1		1	2	1	5
株式報酬・ストックオプション	2	2		3	1	8
会計監査人選任						0
組織再編等 <sup>*1</sup>						0
買収防衛策				1	1	2
その他会社提案 <sup>*2</sup>	5		1	3	1	10
会社提案総計	32	12	14	35	49	142
株主提案	11	9	5	5		30
縦計	43	21	19	40	49	172

\*1 「組織再編等」は、合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等を含む。

\*2 「その他会社提案」は、自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、役員賞与支給、補欠取締役、補欠監査役選任を含む。

## 4 補足説明等の発信時期

図表 4-4-3 は、発行会社から補足説明等が出された時期についてまとめたものである。

議決権行使助言会社の推奨レポートと同様、実務上、同一総会に関する議案については同じタイミングで(一つの文書内で)補足説明等がなされていることから、補足説明等がなされた全 172 議案を総会単位で見ると、平均してウェブ開示の 7.7 日後、招集通知発送の 5.4 日後、後述する図表 4-4-5 で分析対象とした議決権行使助言会社の推奨レポート発行から 5.1 日後、株主総会当日の 16.2 日前に補足説明等が出されている。

### 【図表 4-4-3】補足説明等の掲載時期

調査範囲：2012年～2016年総会

172 議案に関する 93 総会の中から、図表 4-3-19 と同様に早期ウェブ開示から推奨レポートの公表までに極端に長い日数(22 日)を要した 1 総会を除く 92 総会を対象に集計。

	ウェブ開示日 - 補足掲載日	補足掲載日 - 発送日	補足掲載日 - 推奨公表日	総会日 - 補足掲載日
平均	7.7 日	5.4 日	5.1 日	16.2 日
最小	-6	-6	-5	6
最大	24	24	18	29

## 5 反対の推奨結果判明後の機関投資家の議決権行使状況

図表 4-4-4 は、ある議決権行使助言会社の反対推奨、発行会社による補足説明等、株主総会 8 日前、株主総会当日時点における機関投資家の賛否の投票状況の推移をまとめたものである。

海外機関投資家により行使された議決権のうち、議決権行使助言会社の推奨結果の判明前に行使されるものの割合は低い。推奨結果判明前に投じられている賛成票の大半は、予め会社提案については自動的に賛成票を投じるよう指示しておく、いわゆる定型指図によるものであると考えられる。その後、推奨結果の判明後・補足説明等の公表前に行使率が上昇し、議決権行使可能期間が 21 日以上のケースでは、反対票が多数を占める。議決権行使可能期間の長短を問わず、海外機関投資家については、補足説明等の公表から総会 8 日前までの間にかけて 3 分の 2 が行使済みである。一方、国内機関投資家については、海外機関投資家と異なり、総会 8 日前までに議決権行使されることは少なく、現状は総会 8 日前から総会当日までの間に投票が集中している。議決権行使可能期間が 21 日未満のケースでは、国内機関投資家による最終賛成率の平均が 58.4%であるのに対し、28 日以上のケースでは 74.3%に上昇している。これは、議決権行使可能期間が長い場合には、推奨及び補足説明等が出てから投票期限までの時間的猶予があり、それらを踏まえた投票ができるために賛成率が上がっている可能性があると考えられる。

なお、議決権行使可能期間が 21 日未満のケースでは、補足説明時より株主総会 8 日前の方が国内機関投資家の行使率が下がっているが、これは、株主総会 8 日前より後に補足説明等がなされる場合を含むためである。

### 【図表 4-4-4】推奨・補足説明等の時期と機関投資家の行使状況の関係

調査範囲：2012 年～2016 年総会

議決権行使可能期間			反対推奨時	補足説明時	株主総会 8 日前	最終結果
21 日未満 (18 総会)	海外	賛成率	6.1%	24.1%	35.3%	50.4%
		反対率	9.2%	22.8%	31.2%	49.6%
	国内	賛成率	0.0%	3.1%	0.9%	58.4%
		反対率	0.0%	2.8%	0.5%	41.6%
21 日以上 28 日未満 (65 総会)	海外	賛成率	6.1%	13.0%	26.9%	38.5%
		反対率	4.7%	24.5%	41.8%	56.3%
	国内	賛成率	0.1%	1.9%	2.9%	65.6%
		反対率	0.0%	0.4%	0.7%	29.2%
28 日以上 (4 総会)	海外	賛成率	4.3%	5.3%	29.0%	46.4%
		反対率	0.9%	14.8%	40.0%	53.6%
	国内	賛成率	0.0%	0.3%	0.4%	74.3%
		反対率	0.0%	0.1%	1.2%	25.7%

1 172 議案に関する 93 総会の中から、会社提案に対し反対推奨、株主提案に対し賛成推奨が確認された 87 総会を対象に集計した。

2 議決権行使可能期間の分類毎に国内海外別の最終結果を 100%としている。

## 6 補足説明等の前提となる反対推奨の判明時期

補足説明等を行うためには、反対推奨がなされていることが会社側に適時に把握される必要がある。

図表 4-4-5 は、2016 年度総会についてのデータであるが、反対推奨を受けた会社提案 255 議案中、会社から補足説明等が出された 23 議案について、議決権行使助言会社から推奨レポートが出された時期についてまとめたものである。

同一総会に関する議案については同じタイミングで(一つのレポート内で)推奨がなされることから、23 議案の中から 16 総会を例に見ると、平均してウェブ開示の 3.8 日後、招集通知発送の 0.5 日後、株主総会日から 21.4 日前に推奨レポートが出されている。

一総会当たりの議案数が多い場合や特殊な議案の場合等には、推奨結果が出されるまでに時間がかかることもあるが、平均すると推奨レポートは速やかに出されており、議決権行使助言会社の推奨レポートを購読している機関投資家は、議決権行使可能期間の早期の段階からレポート内容を参考に議決権行使を行うことができる状態にある。

なお、株主総会参考書類等の早期ウェブ開示がなされる場合には、その情報を基に推奨レポートが作成されるため、招集通知発送日以前に推奨結果が判明する場合もある。定型的な議案であれば数時間で推奨結果が出る場合もあるようである。発行会社の中には、招集通知を自社ウェブサイト等で開示するタイミングで、議決権行使助言会社にも招集通知の PDF を送付する会社もある。

### 【図表 4-4-5】議決権行使助言会社の推奨結果の判明時期

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年総会

図表 4-4-6 の 23 議案に関する 17 総会の中から、早期ウェブ開示から推奨レポートの公表までに極端に長い日数(22 日)を要した 1 総会を除く A 社～P 社の 16 総会を対象に集計。

事例	ウェブ開示日・発送日・総会日			推奨レポート公表日からの日数		
	総会日 - ウェブ開示日	総会日 - 発送日	ウェブ開示日 - 発送日	公表日 - ウェブ開示日	公表日 - 発送日	総会日 - 公表日
A 社	34 日	26 日	8 日	5 日	-3 日	29 日
B 社	33	29	4	8	4	25
C 社	29	22	7	1	-6	28
D 社	29	22	7	6	-1	23
E 社	29	22	7	13	6	16
F 社	28	21	7	6	-1	22
G 社	27	22	5	1	-4	26
H 社	24	22	2	2	0	22
I 社	23	24	-1	0	1	23
J 社	23	22	1	2	1	21
K 社	23	22	1	4	3	19
L 社	22	22	0	1	1	21
M 社	22	21	1	0	-1	22
N 社	20	20	0	4	4	16
O 社	20	19	1	5	4	15
P 社	17	15	2	2	0	15
平均	25.2 日	21.9 日	3.3 日	3.8 日	0.5 日	21.4 日
最小	17	15	-1	0	-6	15
最大	34	29	8	13	6	29

## 7 会社からの補足説明等の効果

図表 4-4-6 は、反対推奨があった議案について、会社から補足説明等が出されたか否かに着目して PF に参加する機関投資家の反対率を集計したものである。2016 年度総会において反対推奨を受けた会社提案 255 議案中、会社から補足説明等が出された 23 議案について、その場合の PF 参加株主の反対率は国内 20.1%、海外 56.7%と、補足説明等がなかった議案の反対率(国内 35.3%、海外 62.3%)を下回っていることがわかる<sup>14</sup>。

会社からの補足説明等は、その出すタイミングや議案の内容等にもよるが、少なからざる場合において機関投資家の議決権行使を反対行使から賛成行使に転換させる効果を発揮しているといえる。

<sup>14</sup> なお、分析対象とした 4 つの株主提案に対して補足説明等がなされた事例はなかった。



**【図表 4-4-6】 反対推奨を受けた議案の補足説明等の提出有無と機関投資家の反対率**

調査範囲：日経 225 又は JPX 日経 400 採用銘柄のうち PF 参加会社である 374 社の 2016 年総会

区分	補足説明等	議案数	PF 参加株主反対率	
			国内平均	海外平均
会社提案	有	23	20.1%	56.7%
	無	232	35.3%	62.3%
計		259	-	-

## 五 今後の論点

### 1 企業側について

企業側の論点としては、「大量保有の集中的議決権行使」という制約を抱えているパッシブ運用の機関投資家や議決権行使助言会社にフレンドリーな議案の説明のあり方について、いかに注意を払うかが挙げられる。

欧米では、委任状勧誘やアクティビスト活動の顕在化など一定のアジェンダが株主意思を諮る争点として設定された場合、パッシブ運用の機関投資家の意思表示・議決の内容が、その帰趨において重要な影響を与えることが少なくない。そのため、パッシブ運用の機関投資家を含むメインストリームの機関投資家(なお、メインストリームの機関投資家は、決してパッシブ運用だけを行っているわけではなくパッシブとアクティブ等の運用を混合させている)との認識等の齟齬をなくしておくよう努めることは重要である。

わが国でも、総会開催月の分散化以外にも、企業の中には招集通知の早期発送や PF への参加、さらには招集通知の発送前ウェブ開示等を通じて、機関投資家の要請に応えようとする取組が広がりつつある。招集通知における証券コードの記載や役員候補者名のふりがな付記などのミクロの対応も、制度改正によるものではないが、すでに多くの企業が対応している。他方で、反対票が相当数集まっている事例の中には、「大量保有の集中的議決権行使」の制約を抱える機関投資家や議決権行使助言会社側への配慮をもって一覧性のある記載を議案で行っていれば、そこまでの反対票を招かなかつた事例も散見される。

そして予想に反して反対票を受けた場合には、議決権行使における電子化インフラ等を活用した補足説明等を機動的に行うことも重要となろう。

また補足説明等にまで至らなくても、企業側が機関投資家とのエンゲージメントに積極的に取り組んでいることで、議決権行使の面においてもプラスの効果が生まれつつある。総会時期だけに限らない常時からの機関投資家との双方向型の建設的関係の構築は、議決権行使の実質化の面でも効果がある。

### 2 機関投資家側について

機関投資家側としては、機関投資家は、議決権行使について「単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである」とする SC 原則 5 をいかに維持・進展させていくのが論点となる。議決権行使結果や助言内容等に対する予見可能性、助言内容の見直しの機動性、基準の形式的当てはめ等の論点について、いかなるフローにおいて企業側と機関投資家側との円滑な対話が実現・促進されるかが論点となる。

議決権行使助言会社の推奨結果と各機関投資家の議決権行使結果との関係については、高い比率で一致している機関投資家もいれば、相応比率で乖離している機関投資家もあり様々である。近年企業とのエンゲージメントが進展しつつあることを踏まえ、その成果を議決権行使の結果に活かす実質化の取組を行う機関投資家も目に見えて増えてきている。

パッシブ運用の機関投資家の中にも、スタッフ増員その他の経営資源を確保して、積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組む動きが見られる。

議決権行使のフローの関係では、議決権行使の場面における企業側と機関投資家側との円滑なコミュニケーションをめぐる取組は今後の課題である。海外機関投資家については「議決権は早期に行使されているが、誰が行使しているのかが企業側が把握できない」という問題(いわゆる NOBO/OBO 問題<sup>15</sup>)、国内機関投資家については(実質株主が把握できたとしても)「紙媒体での行使を挟むことから行使結果の到達が遅い」という二つのベクトルの異なる事項が論点となる。

また、そもそも実質株主が誰なのか、企業側が把握するには限界がある。PF においては、実務上、実質株主の情報が集約され、基準日から議決権行使が開始されるまでの間に名義株主と照合した上で議決権行使が行われているが、企業に実質株主に関する情報を提供することを目的として運用されているわけではない。機関投資家における議決権行使指図結果の個別開示が進展しているが、さらに進んで、企業側からの実質株主の把握方法や実質株主へのより円滑なアクセスの実現に向けた実務的な取組についても、進展が期待される。

近年は議決権行使の実務においても IT の活用が進みつつある。パッシブの世界においても、議案の分析に必要な情報を低コストで収集し、個別の議案の違いを見る時間をこれまで以上に確保していくための選択肢は今後増えていくと考えられる。SC 対応の一環としてすでにいくつかの取組が進められているようであり、今後、具体的な成果が先進的な事例として機関投資家の間で広く共有されることを期待したい。

### 3 おわりに(インフラ運営者としての視点も踏まえて)

今回は本フォーラムの第一回目として、議決権行使の実質化が現実問題として最も論点として認識されやすい「総会議案について企業側と機関投資家側との意見の相違がある場合」を取り上げ、実態調査と意見相違の解消・緩和に向けたプロセス等について検討した。今回の白書は第一回としてのキックオフ的な位置づけであり、今後とも本フォーラムとしては、議決権行使の実質化を巡る論点や対応策等について、必要な検討と情報発信等に取り組んでいく所存である。

議決権行使の態様が「形式的か実質的か」と二択で議論することは、あまり問題の本質についていない面がある。重要な問いは、大量保有の機関投資家が集中時期に議決権行使を行うという構造及び議決権行使助言会社が集中時期に大量議案について精査を行うという構造が不可避であることを踏まえ、「実質的」な議決権行使とは何なのかである。そして、

---

<sup>15</sup> NOBO とは non-objecting beneficiary owner で、自らの議決権行使結果を企業側に開示することに同意している実質株主であり、OBO とは objecting beneficiary owner で企業側への開示に同意していない実質株主である。

いかなる点において機関投資家側と企業側との意見の相違が生じるのか、またそういった意見の相違の解消・緩和に向けたプロセスのありかた(あるいはそもそも解消・緩和自体が難しい事項なのか)が、議決権行使の実質化の進展に向けた実務上の論点となる。

議決権行使の電子的インフラも、ガバナンス改革の進展を果たす議決権行使の実質化に重要な機能・役割を果たす。それゆえに、ICJのようなインフラ運営者側も、今後とも市場の幅広い関係者に対し、議決権行使のプロセスの現状を伝えるとともに、電子化を推進できるよう正しい情報を伝えていく必要がある。

2006年にサービスを開始したPFは2017年に12年目の総会シーズンを迎えるが、この間、日本株式に対する議決権行使の改善を目指した取組が特に海外を中心に進められ、海外機関投資家はPF非参加銘柄であってもBroadridge等の電子プラットフォームにより議決権行使の指図を行うまでになっている。もちろん、PF非参加銘柄の場合は、最終的に常任代理人が指図内容を議決権行使書に記入し、株主名簿管理人に郵送する必要があることから、投資家からみた議案検討期間が限られているのは前に述べたとおりである。それゆえに、PF非参加銘柄を電子化されたプロセスに加えることは今後も継続すべき取組といえる。また、海外において先行している電子化についても、国内の事情を勘案しながら、さらなる取組が進められるべきだろう。企業側と機関投資家側との双方の取組が同時に進められていくことが肝要である。双方の関係者が電子化に魅力を感じられるような活用事例の紹介や新たなサービスの創出は企業と機関投資家の双方を繋ぐ立場として取り組むべき重要な事項である。

本白書で紹介した内容が、各方面における様々な取組や議論等において有益なものとなれば幸いである。

以上