

# 投資一任会社における議決権行使10年間の推移について

～日本証券投資顧問業協会の議決権行使アンケート分析～

社団法人 日本証券投資顧問業協会  
調査役 長谷山 則昭

## 1. はじめに

投資一任会社における議決権行使の歴史は、平成2年の厚生年金基金等の資産運用への参入の際に、投資一任会社は投資を行うのに必要であれば指図権の委任を受けることができるとする当局見解が示されたことをもって開始されたことが端緒である。これを受けて、日本証券投資顧問業協会においても同年に自主規制ルールとして「年金投資一任契約に係る議決権の適正な行使について」を制定した（資料1）。

しかしながら、当時は議決権行使についての顧客の関心は低いというのが実情であった。投資一任会社においても、基本的には企業経営が適切でなく株式価値の向上が期待できない場合にはその株式を売却すればよいという、いわゆるウォール・ストリート・ルールを主体とし、議決権行使は株式運用に単に付随するものという認識でもあったことから、必ずしも積極的に対応している状況ではなかった。

議決権行使に対する関心が高まってきたのは1990年代も終盤の頃からである。メインバンク制によるコーポレート・ガバナンス機能の低下やわが国の株式市場の長期低迷などを背景に、コーポレート・ガバナンスの向上のための一つ的手段として議決権行使が徐々に注目されるようになった。2000年頃には企業不祥事が相次ぎ、商法改正による監査役機能の権限強化なども進められてきたが、“コーポレート・ガバナンスの確立が長期的な株主価値の向上に貢献する”との考えが浸透し、一部の大型年金基金では、運用方針に議決権行使に関する事項を定め、投資一任会社における議決権行使について従来以上に積極的に対応することを求める動きも出てきていた。

このような社会的要請もあって、当協会では平成13年8月に「議決権等株主権行使研究会」（座長：上村達男早稲田大学法学部教授）を設置し、平成14年4月に研究会報告書「投資一任会社の議決権等株主権行使について」を公表した。“投資一任会社は、コーポレート・ガバナンスの確立のための重要な手段である議決権行使を有効に活用する必要がある”との本報告書の提言を受け、上記自主規制ルールを改正し、同年4月に会員が最低限遵守すべき事項として「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」を策定した。対象顧客や行使対象を限定しない範囲を広げた形でのルール改正であり、会員の投資一任会社への議決権行使の積極的取組みを促した。

当協会では、会員の自主規制ルールの遵守状況および議決権行使状況についての把握の

ため、毎年アンケートを行っている。平成14年10月の第1回アンケート実施から数えて平成23年9月で10回目となったが、本稿では、この10年間の議決権行使を取り巻く環境の変遷および投資一任会社の行使指図状況を概括し、今後の取組みについて考察していくこととする。

#### 資料1 日本証券投資顧問業協会の議決権行使に関する自主規制ルール

項目	年月日
「年金投資一任契約に係る議決権の適正な行使について」制定	平成2年11月28日
「議決権等株主権行使研究会」(座長: 上村早稲田大学法学部教授) 設置	平成13年8月8日
「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」制定	平成14年4月24日
「議決権等株主権行使研究会」報告書「投資一任会社の議決権等株主権行使について」公表	平成14年4月26日
投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケート開始	平成14年9月25日
アンケート結果に基づく「業界全体の議決権行使状況」の公表を開始	平成14年10月18日
「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」を改正し、「議決権行使ガイドラインの基本的な考え方の公表」ルールを新設	平成21年12月16日
「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」を改正し、「議決権行使集計結果の公表」ルールを新設	平成22年1月27日
投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケート(第10回)の集計結果の公表	平成23年9月29日

## 2. 議決権行使を取り巻く環境の変遷

平成14年4月に当協会が自主規制ルールを改正した後も、平成15年2月に厚生年金基金連合会(現 企業年金連合会)が「株主議決権行使基準」を、平成16年4月に地方公務員共済組合連合会が「株主議決権行使ガイドライン」を、また、東京証券取引所においても平成16年3月に「上場会社のコーポレート・ガバナンス原則」をそれぞれ策定するなど、コーポレート・ガバナンスの確立に向けた取組みが数多く見られた(資料2)。その

#### 資料2 議決権行使に関する主要トピック

項目	年月
厚生年金基金連合会が「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」を制定	平成13年10月
商法改正(ストックオプションの規制緩和等) 施行	平成14年4月
商法改正(監査役機能の権限強化) 施行	平成14年5月
厚生年金基金連合会が「株主議決権行使基準」を策定	平成15年2月
商法改正(委員会等設置会社制度の創設、株主総会特別決議の定足数の緩和等) 施行	平成15年4月
東京証券取引所が「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」を策定	平成16年3月
地方公務員共済組合連合会が「コーポレート・ガバナンス原則及び株主議決権行使ガイドライン」を策定	平成16年4月
経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を策定	平成17年5月
企業年金連合会が「企業買収防衛策に関する株主議決権行使基準」を策定	平成18年4月
会社法施行	平成18年5月
金融商品取引法施行	平成19年9月
経済産業省 企業価値研究会報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」を公表	平成20年6月
経済産業省 企業統治研究会報告書「社外取締役・監査役の独立性について、社外取締役の導入について等」	平成21年6月
金融庁 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～	平成21年6月
東京証券取引所の上場規則等において独立役員を選任を義務化	平成21年12月
金融庁が「企業内容等の開示に関する内閣府令」を改正し、上場会社における役員報酬等の開示、株主総会議案の議決結果の開示を義務化	平成22年3月

後は、M&Aの増加およびアクティビストファンドによる活動が活発化する中、企業買収防衛策に関して、経済産業省、法務省や企業年金連合会など、多数の関係各所から指針策定、提言が行われた。また、平成18年5月には会社法、平成19年9月には金融商品取引法が施行され、企業買収防衛策に関してのTOBルールを整備などの法改正が行われた。

近時では、東京証券取引所が上場規則において独立役員の選任を義務化し、平成22年3月には、役員ごとの報酬等の開示、議決権行使結果の開示義務化などが法制化されたことが記憶に新しい。当協会においても、平成21年から平成22年にかけて、従来の自主規制ルールの中に「ガイドラインの基本的な考え方の公表」および「議決権行使集計結果の公表」を追加した。

このように、議決権行使に関する様々な議論を経て、各種提言・指針、法改正や自主規制ルールの改正等がこの10年間、毎年のように行われてきた。

### 3. 議決権行使に関する協会の取組み

このような議決権行使に関する各種の取組みに対して、当協会では、様々な形で意見発信を行ってきた（資料3）。投資一任会社における議決権行使が効率的かつ有用なものとなるよう、例えば、議決権電子行使プラットフォームの推進や株主総会の開催日分散化、招集通知の早期発送等の意見提出を関係機関に対し行った。平成19年には全国株懇連合会の「招集通知モデル」において、当協会で要望していた証券コードの記載が反映され、また、コーポレート・ガバナンスの議論の高まりなどを踏まえ、平成21年8月には議案の電子開示が実現された。また、今般、「投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケート」が10年目を迎えたこと、国内外におけるコーポレート・ガバナンスに対する議論が昨今一層高まっていることを受け、平成23年10月27日に「コーポレート・ガバナンス研究会」を設置・開催した。研究会メンバーとして有識者に実務担当者を加え、国内外のコーポレート・ガバナンス問題に関する議論・研究を行い、その結果を外部に発信し、活発な議論を呼ぶことを目的としている。本研究会は、およそ3ヶ月に1回の頻度で開催し、1年間継続する予定である。

議決権行使アンケートや会員ヒアリングで寄せられた意見・要望は、当協会の自主規制ルールの制定・改正などの際に参考としているほか、このような協会の取組みにも反映されている。

資料3 日本証券投資顧問業協会におけるコーポレート・ガバナンス、議決権行使に関する主な取組み

項目	年月日	内容
PELの使い勝手に関する当協会からの要望事項 (名宛人: ㈱東京証券取引所)	平成16年2月2日	・議決権電子行使プラットフォームにおける利用不可銘柄に関しての行使指図機能、株式発行企業の参加等
「OECDコーポレート・ガバナンス原則改定案」に対する意見提出	平成16年2月5日	・「(投資顧問業者の)議決権行使の記録は、市場に毎年開示されるべきである。」との規定の削除
株主議決権行使に関するインフラ整備に向けた取組みについての申し入れ(名宛人: ㈱東京証券取引所、 ㈱大阪証券取引所、㈱ジャスダック取引所)	平成17年2月14日	・株主総会の招集通知の早期発送や議案の電子開示の実施、議案に関する情報開示の一層の充実、株主総会開催日の分散化等 ・招集通知への証券コード記載や招集通知様式の統一化等 ・「機関投資家向け議決権電子行使プラットフォーム」への関係者の積極的な参加

項目	年月日	内容
株主議決権行使に関するインフラ整備に向けた取組みについて申し入れ(名宛人:財団法人日本経済団体連合会)	平成17年3月11日	・株主総会の招集通知の早期発送や議案の電子開示の実施、議案に関する情報開示の一層の充実、株主総会開催日の分散化等 ・「機関投資家向け議決権電子行使プラットフォーム」への関係者の積極的な参加
株主議決権行使に関するインフラ整備に向けた取組みについての追加申し入れ(名宛人:東京株式懇話会会長、全国株懇連合会理事長)	平成17年4月15日	・招集通知への証券コード記載等の「全株懇モデル」への反映(平成19年「招集通知モデル」において証券コードの記載が反映された)
経済産業省 企業価値研究会「論点公開～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」に対する意見提出	平成17年5月6日	・企業が企業防衛を目的として企業買収を困難ならしめる防衛策導入への(原則)反対 ・企業が防衛策を導入する場合の具体的なルールの株主への公表
厚生年金基金連合会 第4回コーポレート・ガバナンス推進会議におけるプレゼンテーション	平成17年5月26日	・協会の議決権行使への取り組みを連合会の勉強会で報告
経済産業省 企業価値研究会「公正な買収防衛策のあり方に関する論点公開～買収防衛策に関する開示及び証券取引所における取扱いのあり方について～」(平成17年11月10日公表)に関する意見提出	平成17年11月16日	・拒否権付種類株式(黄金株)や複数議決権株式など買収者以外の一般株主に不利益を与える可能性がある買収防衛策の(原則)回避
東京証券取引所「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について(要綱試案)」(平成17年11月22日公表)に関する意見提出	平成17年12月1日	・「拒否権付株式の発行及びデッドハンド型のライツプランの導入は、上場株式が備えるべき基本的かつ重要な権利が著しく損なわれる状態に該当するとして上場廃止の措置をとる」との内容に対しての積極的な支持
東京証券取引所「上場制度の改善に向けたディスカッション・ペーパー」(平成18年3月22日公表)に対する意見提出	平成18年4月27日	・拒否権付株式の発行及びデッドハンド型のライツプランの導入などの原則回避、「株主権の尊重」を前提とした買収防衛策の導入 ・親子上場に関する上場規則等での厳しい制限 ・株式公開時における証券取引所審査の厳格化
東京証券取引所「東証上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する投資家向け意見募集」に対する意見提出	平成20年7月24日	・「株式持合いの解消」、「取締役、監査役の機能・役割」、「株主と上場会社の対話促進のための環境整備」の促進等
金融庁総務企画局市場課との間でコーポレートガバナンスの強化に向けた意見交換	平成20年9月～平成21年6月	・機関投資家の議決権行使結果等の開示の在り方について議論
第8回日米規制改革・競争政策イニシアティブにおける米側側の対日要望事項に対する回答を金融庁へ提出	平成21年5月18日	・「個別の議決権行使記録の公表の義務付け」要望に対し、当協会の取組み状況等を説明し、反論
経済産業省「企業統治研究会」に参加	平成22年8月19日	・今後の企業法制の在り方や上場企業の独立役員制度等について討議
アジア・コーポレート・ガバナンス協議会(ACGA)と意見交換	平成22年9月6日	・英国のステewardシップ・コード等、機関投資家の果たすべき責任と権限等について討議
コーポレート・ガバナンス研究会の設置・開催	平成23年10月27日	・国内外のコーポレート・ガバナンス問題に関する議論・研究 ・議論・研究結果の外部への発信

#### 4. 議決権行使指図の体制整備状況

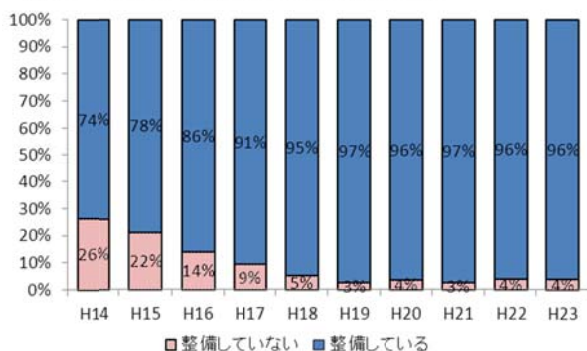
平成14年4月に改正した当協会の議決権行使の自主規制ルールでは、「議決権等行使指図の判断基準を設けるとともに意思決定プロセスを明確化し、議決権等行使指図に関する体制を整備する」ことが規定されている。

議決権行使指図体制の整備についての各会員の状況をみると、平成14年調査では110社の回答会員中74%(81社)が「体制整備をしている」、26%(29社)が「体制整備をしていない」との回答であった(資料4)。アンケートの回を追うごとに体制整備をしていない会員割合は低下し、平成17年調査では10%を下回った。平成18年以降の調査でも体制整備をしていない会員が数社あるが、これらは新規に協会の会員となった会社で、「今後整備する予定」と回答しており、これら会員については、本アンケートを機に改善を行っており、近年では実質的にすべての会員で体制整備が出来ていると考えられる。

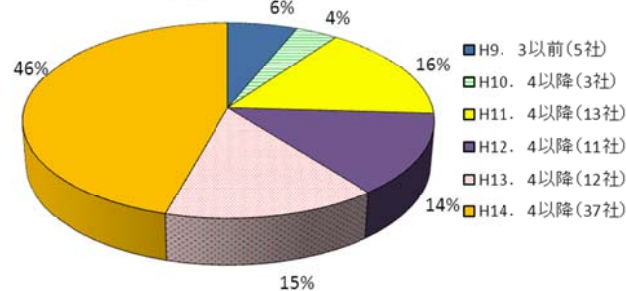
なお、平成14年調査以前の体制整備状況に関しては、平成11年3月以前に整備した

会員は81社<sup>1</sup>のうち8社、10%程度であった(資料5)。早期に体制整備をしていた会員はほとんどが外資系会員であり、国内系の投資一任会社の多くは整備されていなかった。平成11年4月以降、体制整備を行った会員は徐々に増加しているが、81社中37社(46%)の会員は平成14年4月以降との回答である。多くの投資一任会社が平成14年4月の自主規制ルール改正に対応する形で、議決権行使指図体制を整備したことがうかがえる。

資料4 議決権等行使指図体制を整備しているか

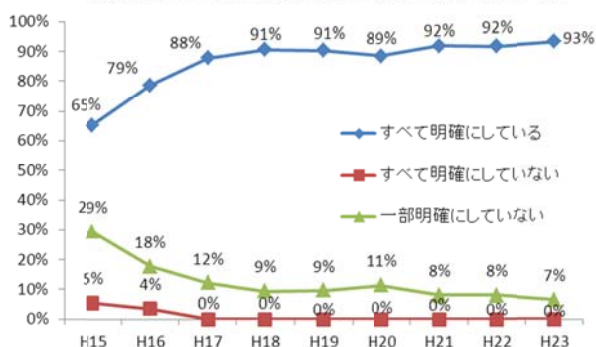


資料5 議決権等行使指図体制を整備した時期(回答会社数81社)  
<H14年調査アンケート>



また、自主規制ルールでは、投資一任契約書等において「議決権等行使の指図権限の所在と範囲を明確にする」とこととされているが、本項目を初めて盛り込んだ平成15年調査では65%の会員が「すべて明確にしている」と回答した一方、「一部明確にしている」が29%、「すべて明確にしている」が5%であった(資料6)。平成15年調査では投資一任契約書等で

資料6 議決権等行使の指図権限の所在と範囲を明確にしているか



指図権限が明確化されていないケースもある程度みられたが、平成17年調査では「すべて明確にしている」とする回答はゼロになり、その状況は平成23年調査まで変わらない。また、例えば事業会社との契約で投資一任契約書上ではなく信託契約書において顧客が議決権等行使を行う旨を規定しているため「一部明確にしている」との回答もあるが、こちらもその比率は低下傾向にある。

平成14年4月の研究会報告書「投資一任会社の議決権等株主権行使について」では、“投資一任会社は投資運用に関する専門性を高度に発揮してその受託者責任を果たしていくため、顧客から議決権等株主権行使指図の委任を受けることが期待される”との提言があったが、現状ではほぼその提言内容に沿った形で取り組みが進んでいると言えよう。

<sup>1</sup> 平成14年アンケート調査で議決権行使指図の体制整備が出来ていると回答した会員数。平成14年アンケートの調査基準日は9月末。



## 5. 株主総会における投資一任会社の議決権行使状況

毎年5・6月に開催された株主総会での議決権行使状況についてのアンケート結果から、この10年間の傾向や特徴を概観していく。

(反対・棄権した議案件数割合)

会社提出議案に関して、初めてアンケートを開始した平成18年調査に会員が行使指図を行った総議案件数は10万件超であった(資料7)。平成19年調査ではこれが急増し28万件を超えたものの、その後は概ね15～20万件程度での推移となっている<sup>2</sup>。このうち反対・棄権に票を投じた割合をみると、平成14年調査では3.0%と低い比率であったが、平成18年調査にかけて反対・棄権割合が高まり、近年では10%近傍の推移が続いている。また、各会員が会社提出議案に対して実際に反対・棄権した会社数割合は平成14年調査の7.7%から平成18年調査では49.9%とほぼ半数近くにまで上昇するなど、反対・棄権議案件数割合と方向性は概ね同様の動きになっている。

以下で、会員の各年の議決権行使状況について時系列に見ていく。

(議案項目別の議決権行使状況の推移)

平成14年調査から平成17年調査までは議案項目ごとの賛成・反対件数等の集計結果を調査していないため詳細は把握できないが、議案項目ごとの賛否件数ではなく、賛否の議案項目であれば平成14年調査より一部で時系列把握が可能である。

平成14年調査では、会社提出議案に対する反対・棄権割合は3.0%であった。退職慰労金関係議案、利益処分案関連議案、取締役選任関連議案、監査役選任関連議案について反対・棄権票を投じた議案があったと回答した会社が比較的高かった(資料8)。

平成15年調査の会社提出議案に対する反対・棄権割合は6.2%と前年から上昇した。反対・棄権票を投じた会社があったとする会員割合が全体的に上昇しており、議決権行使指図体制やガイドラインの整備とともに積極的に議決権行使し始めた会員が増加したと推測される。また、同年は、定款一部変更議案の反対・棄権割合が顕著に上昇した点も特徴的である。定款変更等の場合に必要となる株主総会の特別決議の定足数の下限を、定款の定めにより、現行の議決権総数の過半数から三分の一まで緩和することができる商法の改

資料7 会社提出議案件数と反対・棄権件数割合



<sup>2</sup> 議案件数の集計の際には親議案で集計するのが原則であるが、平成19年調査以降は取締役選任議案、監査役選任議案等で子議案(候補者ごとに1議案)として集計している会員が増加した可能性がある。時系列比較の際には、親議案ベースで集計している場合と子議案ベースで集計している場合とが混在している点には留意が必要。

資料8 会社提出議案に対し反対・棄権票を投じた議案項目割合

	H14	H15	H16	H17	H18	H19	H20	H21	H22	H23
剰余金処分案等	51%	66%	59%	66%	67%	75%	66%	53%	58%	61%
取締役選任	49%	66%	71%	75%	88%	88%	90%	81%	95%	91%
監査役選任	49%	54%	63%	66%	79%	77%	76%	74%	89%	81%
定款一部変更(注2)	4%	38%	53%	70%	90%	85%	81%	75%	67%	65%
退職慰労金支給	76%	77%	80%	83%	88%	80%	76%	75%	82%	88%
役員報酬額改定	36%	38%	41%	51%	65%	68%	57%	44%	70%	67%
新株予約権発行	—	—	—	—	69%	70%	64%	58%	65%	61%
会計監査人選任	—	—	—	—	31%	22%	14%	11%	5%	4%
組織再編関連	—	—	—	—	27%	27%	29%	14%	21%	28%
その他項目	—	—	—	—	73%	78%	78%	79%	93%	91%

(注1) 議決権行使を行った会員のうち、1票でも反対・棄権票を投じたとする議案項目の割合

(注2) 定款一部変更議案に関しては、平成14・15年調査は商法に基づく特別決議に関する定足数の緩和措置に対する定款変更議案のみ、平成16・17年調査は買収防衛策に関する定款変更を除く、平成18年調査以降は定款変更議案全般と厳密には基準が異なる。

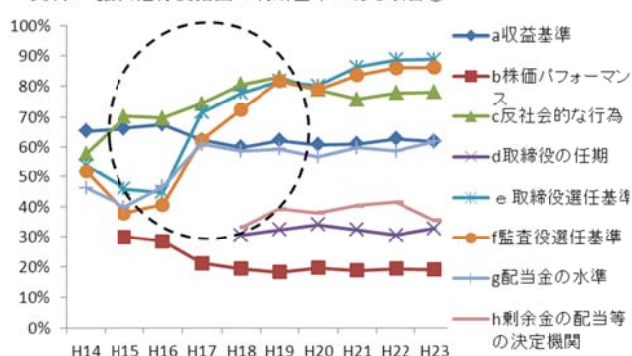
正がなされたが、この定足数の引き下げに対して反対・棄権した会員が多数あり、定款一部変更議案で反対・棄権票を投じた会員は21社と前回調査の2社から急増した。

平成16年調査の反対・棄権割合は10.6%であった。引き続き、積極的に議決権行使を行う会員が増加したことも反対・棄権割合の上昇要因と考えられるが、議案項目別では、「支給不相当」、「情報開示不足」等を理由に退職慰労金関係議案の反対・棄権割合が引き続き高かった。加えて、取締役選任、監査役選任関係議案についても社外取締役、社外監査役の独立性や適格性の観点からの反対が多かった。

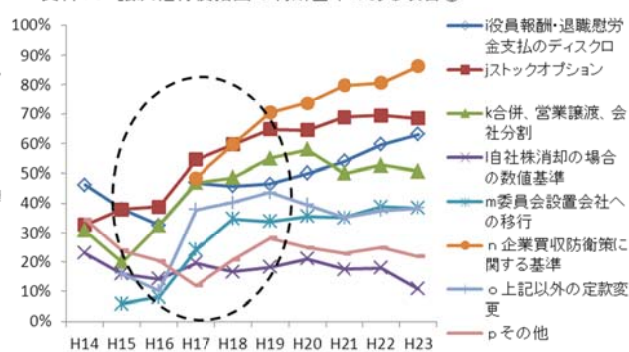
平成17年調査も反対・棄権割合は上昇傾向が続き14.6%となった。企業買収防衛策に関する議案について反対・棄権票を投じたとする回答が多くあったが、ライツプラン(ポイズンピル)、株主確定の基準日を取締役会で変更等の議案に対して反対・棄権とした会員も多かった。また、敵対的買収防衛を目的としているかどうか明確ではないが、株式の発行可能枠(授權資本)の拡大議案についても回答会員数の64%が反対・棄権をした議案があったと回答している。

なお、平成17年調査時には、議決権行使を行う判断基準(スクリーニング基準)項目を追加した会員が急増した。取締役選任基準、監査役選任基準、ストックオプション、定款変更などの基準追加が目立ったが、平成18年調査、平成19年調査においても、企業買収防衛策に係る基準、会社法施行に伴う項目などで基準を見直し・追加したとの回答が多数あった(資料9、10)。

資料9 議決権行使指図の判断基準のある項目①



資料10 議決権行使指図の判断基準のある項目②



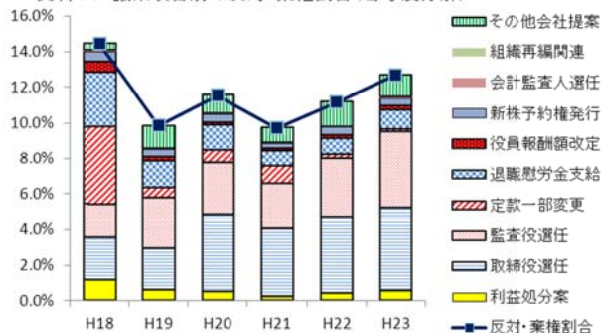
平成18年調査からは、議決権行使状況をより詳細に把握するために、議案項目別に反対、棄権等それぞれの議案件数の集計を開始した。

平成18年調査での反対・棄権票を投じた割合は14.9%と過去10年間で最も高い。これは、平成18年5月に会社法が施行されたことに伴い定款一部変更議案が多数提出され、その反対・棄権票が多く投じられたことが背景にあると思われる（資料11）。特に反対票が多かったと思われる議案は、①取締役の解任要件の厳重化②剰余金の総会決議からの排除③会計監査人の責任限定契約である。「①、②は株主権の制約につながる定款変更であり、株主価値に配慮した経営姿勢の強化が求められる」との会員コメントもあった。

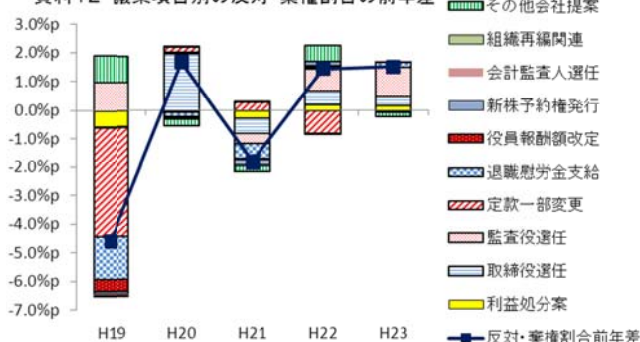
平成19年調査での全体の反対・棄権割合は10.2%と前回調査の14.9%から低下したが、その主因は前年に急増した定款一部変更議案の減少である（資料12、13）。会員コメントでも、「昨年に反対票が多かった定款一部変更案の議案が今年は大幅減少した」との指摘があった。

他方、社外監査役の独立性の観点から反対との理由から監査役選任議案においては反対・棄権割合が上昇し、不適切な買収防衛策に反対するという意見の増加により、その他会社提案議案においても反対・棄権票が増加した。買収防衛策の中では、ライツプランに関する議案が含まれる新株予約権発行において、総議案件数はそれほど変わらなかったものの反対票が急増した。

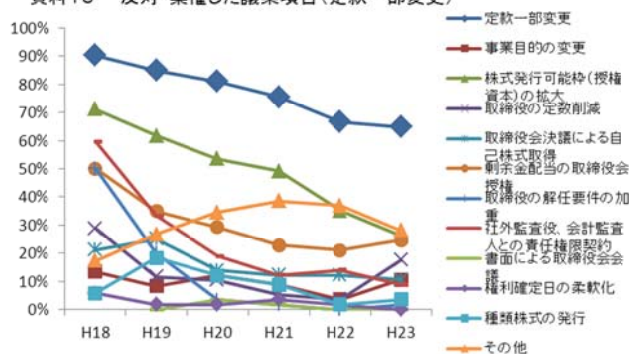
資料11 議案項目別の反対・棄権割合(寄与度分解)



資料12 議案項目別の反対・棄権割合の前年差



資料13 反対・棄権した議案項目(定款一部変更)



平成20年調査の会社提出議案に対する反対・棄権割合は11.4%となった。取締役選任議案の反対・棄権割合が上昇したため、前年よりも反対・棄権割合が押し上げられた。取締役選任議案に対する主な反対・棄権理由は、不祥事発生や業績不振に鑑み不適切、社外取締役の独立性や人数などの観点から問題があるという回答が多かった。

平成21年調査の会社提出議案に対する反対・棄権割合は9.8%となった。全体の反



対・棄権割合に対しては、定款一部変更議案のみが押し上げ要因となったが、その他はすべて前年調査よりマイナス寄与となった。同年は、この定款一部変更議案件数が急増している点が特徴であるが、平成21年1月より株券電子化が実施されたことを受けて、株券発行に関する規定変更の議案が増加したためと推測される。

平成22年調査の会社提出議案に対する反対・棄権割合は11.2%と上昇した。取締役選任、監査役選任、退職慰労金支給、役員報酬額改定などの議案項目で反対・棄権割合が上昇しているが、平成22年3月31日に改正された「企業内容等の開示に関する内閣府令」でコーポレート・ガバナンス体制、役員報酬等が開示項目となったことが会員各社の判断に影響したとみられる。

平成23年調査の会社提出議案に対する反対・棄権割合は12.7%と2年連続で上昇した。監査役選任議案の反対・棄権票の増加が全体の反対・棄権割合の上昇の主因であるが、同議案の反対・棄権割合は21.8%と前回調査の22.9%から低下している。比較的反対比率の高い監査役選任議案の増加が全体の反対・棄権割合を押し上げたが、監査役任期は4年のケースが多く、平成23年は監査役任期満了にあたる場合が多かったためと考えられる。他方、退職慰労金支給議案が、30.6%と前回調査の25.4%から顕著に反対・棄権割合が上昇した。複数の会員で本議案のガイドラインを強化したこと、議決権行使の助言機関が退職慰労金支給に関するポリシーを厳格化したことなどが要因として考えられる。ただし、退職慰労金支給の議案件数は減少傾向にある。退職慰労金支給の議案件数は平成19年調査時と比較すると平成23年調査時では約3分の1であり、退職慰労金支給制度自体を廃止する企業は年々増加していると考えられる（資料14）。

資料14 会社提出議案件数と反対・棄権票を投じた割合 (件)

	H18	H19	H20	H21	H22	H23
利益処分案	20,123	27,113	19,558	21,549	21,323	19,622
<b>反対・棄権割合</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.9%</b>	<b>4.1%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.8%</b>	<b>4.2%</b>
取締役選任	24,402	134,917	81,000	107,839	86,944	73,602
<b>反対・棄権割合</b>	<b>10.4%</b>	<b>5.0%</b>	<b>9.2%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.9%</b>	<b>9.5%</b>
監査役選任	14,054	42,197	30,097	26,873	22,918	29,518
<b>反対・棄権割合</b>	<b>14.0%</b>	<b>19.2%</b>	<b>16.3%</b>	<b>19.9%</b>	<b>22.9%</b>	<b>21.8%</b>
定款一部変更	19,991	14,409	9,317	29,761	6,354	5,951
<b>反対・棄権割合</b>	<b>23.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>13.5%</b>	<b>7.3%</b>	<b>5.2%</b>	<b>3.4%</b>
退職慰労金支給	11,172	15,865	9,471	8,216	5,642	5,347
<b>反対・棄権割合</b>	<b>28.4%</b>	<b>27.1%</b>	<b>24.7%</b>	<b>21.7%</b>	<b>25.4%</b>	<b>30.6%</b>
役員報酬額改定	7,668	14,764	8,738	5,371	5,285	5,650
<b>反対・棄権割合</b>	<b>8.6%</b>	<b>4.4%</b>	<b>3.4%</b>	<b>5.1%</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.3%</b>
新株予約権発行	3,546	4,222	3,294	2,573	2,914	2,649
<b>反対・棄権割合</b>	<b>16.5%</b>	<b>29.7%</b>	<b>23.5%</b>	<b>24.0%</b>	<b>24.2%</b>	<b>26.0%</b>
会計監査人選任	1,151	5,451	733	701	517	1,058
<b>反対・棄権割合</b>	<b>5.3%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.7%</b>	<b>2.9%</b>	<b>1.4%</b>	<b>7.7%</b>
組織再編関連	637	788	559	662	611	362
<b>反対・棄権割合</b>	<b>4.9%</b>	<b>3.0%</b>	<b>6.3%</b>	<b>12.2%</b>	<b>5.9%</b>	<b>8.8%</b>
その他会社提案	2,607	25,498	7,619	8,648	6,888	6,279
<b>反対・棄権割合</b>	<b>14.9%</b>	<b>14.4%</b>	<b>23.1%</b>	<b>20.1%</b>	<b>32.0%</b>	<b>29.2%</b>
全体	105,351	285,224	170,386	212,193	159,396	150,038
<b>反対・棄権割合</b>	<b>14.9%</b>	<b>10.2%</b>	<b>11.4%</b>	<b>9.8%</b>	<b>11.2%</b>	<b>12.7%</b>

(注) 反対・棄権割合の全体数値と議案項目別を積み上げた数値は、集計対象が一部異なっている場合があり、必ずしも一致しない。

## 6. 企業買収防衛策への対応について

平成17年前後にはM&Aが活発化する中で、上場企業において企業買収防衛策を導入する動きが目立ち、経済産業省・法務省や証券取引所からはその指針・提言が公表され、企業買収に関するルール整備の動きが広がった。この10年の間には議決権行使に関する様々なトピックがあったが、企業買収防衛策への対応は最も大きなテーマの一つである。企業買収防衛策に関しては、平成18年調査から詳細に会員向けアンケートを開始したが、投資一任会社はどのような認識だったのか、会員各社のコメントも参考にその推移をみていく。

過去1年間に議決権行使ガイドラインを改訂した割合をみると、年によって若干の変動があるものの、概ね50%前後であった（資料15）。そのうち、企業買収防衛策に関する基準を改訂した会員は、平成17年調査で65%、平成18年調査では82%と高い割合を記録しており、当時の関心の高さがうかがえる。また、企業買収防衛策に関する基準を設けている会員は平成17年調査時で48%、平成18年調査時で過半数を超えて60%となったが、この頃には買収防衛策に対する評価基準を導入し始めた会員が多かったとみられる。

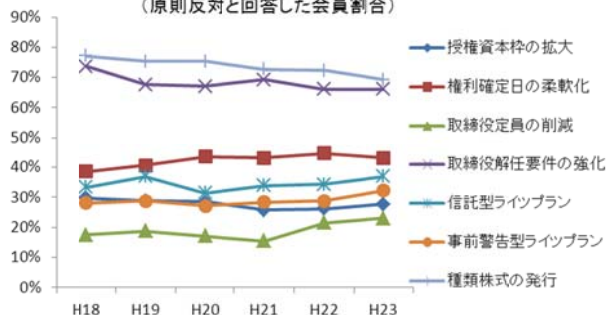
資料15 ガイドラインに企業買収防衛策に関する基準を含む割合

	H17	H18	H19	H20	H21	H22	H23
過去1年間に議決権行使ガイドラインを改訂した会員割合	46%	51%	52%	44%	39%	56%	42%
上記の中で企業買収防衛策の基準を改訂した割合	65%	82%	51%	58%	47%	21%	19%
企業買収防衛策に関する基準(注)	48%	60%	70%	74%	80%	81%	86%
イ株主価値向上に資する旨の説明	—	40%	46%	50%	51%	53%	56%
ロ株主総会の承認	—	38%	42%	43%	49%	44%	40%
ハ社外取締役等によるチェック	—	31%	34%	39%	36%	38%	37%
ニ独立した機関による決定	—	25%	38%	41%	43%	40%	38%
ホ経営者の恣意性の排除	—	43%	48%	50%	47%	44%	47%
ヘ期間の限定(サンセット条項)	—	31%	35%	42%	43%	39%	36%
ト客観的な発動・解除・維持条件	—	35%	37%	39%	36%	35%	36%
チ平時の導入	—	19%	24%	24%	26%	21%	15%
リ買収者以外の株主権の侵害の有無	—	36%	34%	37%	34%	33%	30%
又防衛策の十分な内容開示	—	35%	44%	43%	47%	43%	41%
ル買収の検討期間の設定	—	—	—	—	9%	21%	18%
ヲ対価交付取得	—	—	—	21%	24%	19%	18%
ワその他	—	8%	15%	22%	28%	32%	29%

(注) 議決権等行使指図のガイドラインを作成している会員の中で企業買収防衛策に関する基準を含む割合。

買収防衛策の議決権行使指図対応方針について、原則反対と回答した割合は「種類株式の発行」、「取締役解任要件の強化」が高く、「取締役定員の削減」が比較的低い（資料16）。「授権資本枠の拡大」は条件付き賛成の割合が高く、「ライセンスプラン」もプラン発動時の公平性の担保などを勘案して個別精査するという条件付き賛成

資料16 企業買収防衛策に関する議決権行使指図対応方針  
(原則反対と回答した会員割合)



の割合が高かった。議案項目によって賛成・反対割合のばらつきはあるものの、時系列で見ると個々の議案項目の割合に大きな変化はなく、議案別では投資一任会社の議決権行使スタンスが厳格化または寛容になったことは顕著には観察されなかった。

それでは、企業買収防衛策についての主論点はどの部分であったのかについて会員各社の具体的な買収防衛策の基準をみると、「経営者の恣意性が排除されているか」、「株主価値向上に資する旨の合理的な説明があるか」などの基準を導入している割合が一貫して高く、株主価値を棄損するような制度導入とならないかどうかの評価ポイントであることがうかがえる（資料15）。

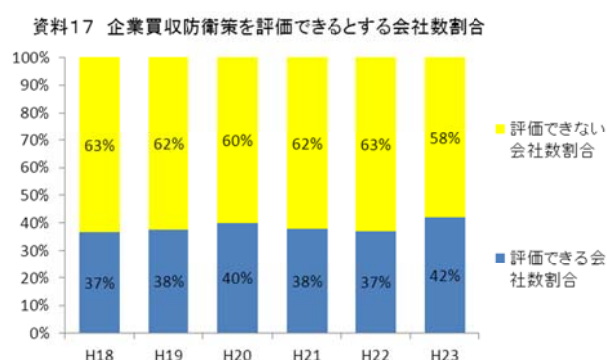
会員からのコメントを見ていくと、買収防衛策の議論が高まったと考えられる平成17年調査では「具体的な防衛スキームまで考えた会社はごく少数であり、殆どは議論の成熟を待たず性急な提案をしている」、「敵対的買収の具体的脅威がない中で、横並び的に授權資本枠拡大の定款変更議案を盛り込む等は会社側の姿勢が問題」という声がある一方、「法整備等の問題を含めて評価する段階ではない」という意見もあった。平成17年調査時点では、株式発行会社、議決権行使を行う投資一任会社ともに議論が始まったばかりで買収防衛策に対するコンセンサスが醸成された状況ではなかった。

平成18年調査になると、「事前警告型ライツプランの導入を図る企業が多かったが、事前に株主に対し説明を行った企業は極めて少数」、「株主に対する説明責任がなされていない」といった声など、株式発行企業による情報開示、事前のコミュニケーションが不足しているとの会員コメントが多くあった。また、「受益者利益の最大化の妨げとなる可能性が排除できないため反対」という声など、買収防衛策に対し否定的評価をするコメントも散見された。

平成19年調査以降は、「株主価値を高めない買収防衛策の導入には原則反対である」との趣旨のコメントが多数を占め、会員のほぼ共通認識になっている。一方、投資一任会社の「買収防衛策には原則反対」とのスタンスに変化はないものの、株式発行会社においては平成21年調査より変化がみられた。会員コメントでは「近年、買収防衛策の更新を迎える時期となり、投資家の意見に配慮した比較的透明性の高い仕組みで濫用の恐れのない防衛策が増えてきている。また、買収防衛策導入企業も頭打ちから減少傾向となり、当初懸念していた状況でもなくなっている」、「法律の整備が進んでいることや、企業価値の向上こそが最大の買収防衛策であるとの認識の下、一旦導入した企業買収防衛策を廃止する動きがある」といった声があった。「今後買収防衛策を導入（更新）する企業に対しては、従来以上にその必要性に対する説明が求められる」といった意見もあるなど、法整備の進展に加え、投資家の買収防衛策に対する判断の厳格化により、株式発行会社においても買収防衛策の導入・更新に対しては投資家の意見を踏まえた動きも一部でみられてきたと考えられる。

協会アンケートでは、株式発行会社による企業買収防衛策を評価できるかどうかについても回答を求めているが、評価できるとした会社数割合は概ね40%、評価できないとの

回答が60%という傾向は、調査開始以降目立った変化はない(資料17)。平成23年調査では若干改善がみられたが、それでも半数以上が「評価できない」との回答である。買収防衛策を引き続き導入・更新している株式発行会社も多いと考えられるが、全体としては、投資一任会社の買収防衛策に対する考えと株式発行会社の考えには、まだまだギャップが大きいように思われる。



## 7. 議決権行使ガイドラインの考え方および行使指図結果の公表について

平成21年6月に公表された金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」報告において、上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けた取組みの一つとして、機関投資家に「議決権行使ガイドラインの作成・公表」及び「議決権行使集計結果の公表」が求められた。この報告を受けて、当協会では平成21年12月、平成22年1月にそれぞれ自主規制ルールの一部改正を行い、「議決権等行使指図のガイドラインに関する基本的な考え方」と「議決権等行使指図の集計結果」の公表を会員に原則義務づけることとした。

議決権行使指図のガイドラインに関する基本的な考え方の公表は、平成22年3月末までに対応することをルール化したが、ルール化されていなかった平成21年調査時点で、議決権行使指図のガイドラインまたは基本方針をホームページ等で公開していると回答した会員は59%であった(資料18)。当協会の自主規制ルールで公表を定めた平成22年調査時点では92%、平成23年調査時点では97%であった。ルール化以前も、60%弱の会員で議決権行使指図に関するガイドラインや基本方針を公開していたが、現在ではほぼ全会員が議決等行使指図のガイドラインに関する基本的な考え方を公表している。

資料18 ガイドラインの基本的な考え方を公表している会員割合

	H21	H22	H23
HP等で公表している	59%	92%	97%
公表していない	41%	8%	3%

(注1) H21年調査は議決権行使指図のガイドラインまたは基本方針を公開。

(注2) 協会規則でルール化されたのはH22年以降、8月末時点における回答。

(注3) 運用権限の委託等により議決権行使を行っていない会員は集計から除いた。

同様に、会員の議決権行使指図の集計結果の公表状況についてみると、平成21年調査では回答した会員の4%にとどまった(資料19)。議決権の行使結果を公開した会員は、個別行使結果の開示ではなく、すべて議案項目毎に賛否を集計した結果を公表していたが、公開していないと回答した会員はその理由について、多くが「顧客との守秘義務違反に抵触するおそれがあるため」と回答していた。一方、ルール化された平成22年調査以降は、



#### 資料19 議決権行使指図の集計結果を公表した会員割合

	H21	H22	H23
議決権行使指図の集計結果を公表した	4%	64%	67%
議決権行使指図の集計結果を公表していない	96%	35%	30%

(注1) 協会規則でルール化されたのはH22年以降、8月末時点における回答。

(注2) 国内株式を運用対象とする投資一任契約の契約数が5件以下または国内株式の運用残高の合計が250億円以下の場合には公表を控えることができる。

(注3) 運用権限の委託等により議決権行使を行っていない会員は集計から除いた。

議決権行使権限を有している会員のうち、60%強が「公表した」との回答であった。顧客との守秘義務の観点から、国内株式を運用対象とする投資一任契約の契約件数が5件以下または国内株式の運用残高の合計が250億円以下の場合には公表を控えることができると協会ルールで規定しているため、一定規模以下の会員では公表していないが、平成23年調査では公表義務のある会員すべてで公表されていることが確認できた。

一方、平成22年3月に「企業内容等の開示に関する内閣府令」が改正され、上場会社による株主総会議案の議決結果の公表も始まったが、ほとんどの会員が評価しているとの意見であった。平成23年調査の会員コメントでも「上場会社による議決権行使結果の開示については、高く評価している。上場会社においては議案作成にあたり、株主の立場をより意識した取組みが進むと考えられ、投資家との対話促進の観点からもメリットは大きい」との声が多くあった。別の意見として、「賛成率が高い場合でも、安定株主が存在するなど、コーポレート・ガバナンスの観点からは問題がある場合もある」との声もあったが、全体としては、投資家と株式発行会社の両者の対話をさらに進めていく上での大きな一歩になったと考えられる。

## 8. 議決権行使に関する環境整備とコスト負担

議決権行使に関する会員からの様々な意見・要望について、主なものを以下に記載する。

### ① 議決権電子行使プラットフォームの稼働促進

現在ある議決権電子行使プラットフォームを利用した行使指図を行うには、株式発行会社がこのプラットフォームに参加することが前提となるが、多くの銘柄を保有している投資一任会社では活用できない銘柄も多い。プラットフォームに不参加の銘柄については従来の業務フローでの行使指図も行わなければならないが、効率的な議決権行使ができない。

当協会からは電子行使プラットフォームへの積極的な参加を各関係者に要望しているが、現在まで、投資一任会社にとって活用しやすい制度とはなっておらず、当協会のほとんどの会員で電子行使プラットフォームの導入は見送られている（資料20）。

しかしながら、電子行使に対する会員の期待は大きい。すべての銘柄で電子行使が可能となるよう、この議決権電子行使プラットフォームの利便性向上における更なる取組みが推進されることが望まれ、また、株式発行会社においては電子行使プラットフォームへの参加が進むことを期待する。

資料20 投資一任会社における議決権電子行使プラットフォームの活用状況

	H18	H19	H20	H21	H22	H23
a活用してる	0%	1%	3%	3%	4%	5%
b活用していない	100%	99%	97%	97%	96%	95%
イ今後活用予定	6%	3%	5%	3%	3%	4%
ロ今後活用するかどうかを検討中	56%	56%	48%	65%	60%	48%
ハ今後も活用予定なし	38%	37%	43%	29%	33%	42%
○参加企業が少ないため(注)	—	—	—	29%	25%	35%

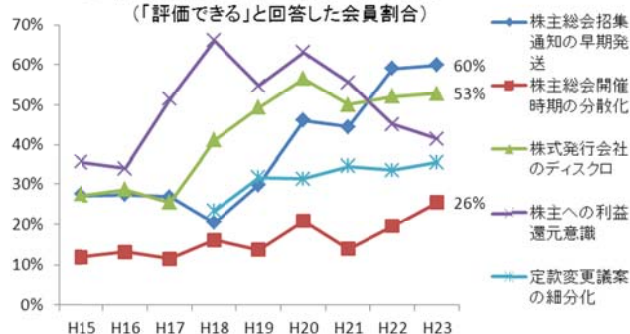
(注)「今後も活用予定なし」と回答した会員のうち、「議決権電子行使プラットフォームへの株式発行会社の参加が少ないため」と回答した会員割合

### ②株主総会開催日の更なる分散化や招集通知の早期発送・内容充実

株式発行会社に対しては、株主総会開催時期の分散と招集通知のより一層の早期発送・内容充実を望む声が多くあった。

株主総会開催時期の分散については、平成23年調査では「評価できる」との回答は26%の会員にとどまり、70%強の会員は更なる分散化を望んでいる（資料21）。6月29日への集中度は緩和傾向とはいえ、6月下旬に集中している状況にはあまり変化がなく、投資一任会社における議案精査期間が限られてしまうという問題は依然として残されているとみられる。

資料21 株式発行会社の株主総会に関する対応  
（「評価できる」と回答した会員割合）



また、招集通知の早期発送・内容充実を引き続き求める声も多くあった。近年では電子開示が開始されたこと、以前よりも東京証券取引所や株式発行会社のホームページなどで株主総会関連情報が充実してきたことなどから、招集通知の早期発送や株式発行会社のディスクロージャーは、「評価できる」との回答割合も上昇傾向にある。ただし、企業によって取組みに温度差がある、招集通知の早期発送・内容充実の更なる改善を希望する会員コメントが引き続き多くあった。

### ③投資一任会社の議決権行使に係るコストの顧客負担

平成14年4月に公表された「議決権等株主権行使研究会」の報告書では、議決権行使に係るコストについて、受益者である顧客が原則として負担すべき（受益者負担の原則）との考えが示されている。しかしながら、ほぼすべての会員で議決権行使に関するフィーを顧客から徴収しておらず、議決権行使体制を強化してコスト負担が増加した場合においても、「体制強化前のフィーで吸収」、「投資一任会社でコスト負担」との回答がほとんどであった。

また、顧客ガイドラインに基づいた議決権行使を行う場合は、投資一任会社のガイドラインとは別に行使判断を行うため、業務負荷が重くなる。受益者負担の原則にも鑑み、このような場合、「議決権行使に伴うコストは受益者である顧客に負担をお願いしたい」との

会員からの意見もあった。議決権行使は効率的に行わなければならないと考えるが、投資一任会社が適正な運用と議決権行使サービスを行うためには、適正なコスト負担が必要であろう。

## 9. 投資一任会社のコーポレート・ガバナンス向上に向けた今後の取組みについて

投資一任会社の議決権行使に対する取組みは、この10年間で大きく進展した。これまで見てきたように、当協会が議決権行使に関する自主規制ルールを改定した平成14年から平成16年頃までは多くの会員が議決権行使指図体制、ガイドラインを整備し始めた時期であり、議決権行使の黎明期・導入期とも言える。

平成17年からはM&Aの活発化やアクティビストによる企業買収などの話題もあって議決権行使に対する関心もさらに高まった。会社法や金商法など法整備の進展と相俟って投資一任会社において議決権行使体制がほぼ確立した時期であろう。

そして平成22年から始まった株式発行会社による株主総会議案の賛否結果の開示は、会員アンケートにおいても評価する声が多く、投資一任会社が議決権行使を推進していく上での大きな前進であり、現在はこれまでに確立された議決権行使を発展させていく時期と考えられる。実際、賛否開示あるいは議決権行使結果等の情報開示が始まって以降、「株式発行会社とのミーティング依頼が増加した」との会員からの声は多くあり、「今まで以上に株主の意向を踏まえた経営への取組み、株主の理解を得るためのIRの充実が期待される。結果的に、企業の株主価値創造へのコミットが強まっていくものと考え」と、これら情報開示に対する評価は高い。

10年前の投資一任会社においては、“議決権行使体制を整備し、最善と思われる議決権行使を実施する”という点に主眼を置いていたとみられるが、現在はもうその段階にはない。コーポレート・ガバナンスの向上のためには、議決権行使を適切に行うことのみならず、投資家と株式発行会社での対話が活発に行われ、両者の認識を近づけていくことが重要と考える。

また、現在、法制審議会会社法制部会において「企業統治の在り方」が審議され、「社外取締役の選任の義務付け」の是非について議論されているが、昨今、上場会社の存続を危うくさせかねない企業統治面での不祥事が相次いでいることもあり、社外役員による経営の監視がコーポレート・ガバナンス向上の主論点の一つとなっている。社外役員の独立性についても、「独立性が十分に確保されないと判断される社外役員も見受けられ、まだ改善途上にある」との会員コメントが多数あった。経営陣から独立した判断を行える社外役員の役割に期待している会員は多いと考えられるが、現状では投資家と株式発行会社の認識の差は大きいと思われる。適切な企業経営を担保する仕組みについて、より本質的な部分で、投資家と株式発行会社との対話が重ねられることで、コーポレート・ガバナンスの向上、さらには企業価値の増大が実現されることが期待される。

以上