

議決権行使と機関投資家の ガバナンス改革の必要性

～運用会社が信越化学の取締役選任議案に反対する理由～

一橋大学大学院経営管理研究科 客員教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

■ 1. 高まる議決権行使の重要性

日本企業のコーポレートガバナンス悪化に歯止めがかからない。日本企業の国際的な地位な低下のみならず、近年、電力会社の談合、自動車会社や電機会社の不正検査事件、東京五輪に関わる汚職事件など経営者が逮捕されるような大型不祥事が多く発生している。ガバナンスの問題は企業文化に根付く問題なので、多角的な分析が必要だが、今回は運用会社のガバナンスと議決権行使について検討する。

近年、世界的に、議決権行使が活発化し、コーポレートガバナンス改革に大きな影響を与えつつある。それらの理由は、以下の通りである。

第一に、米国のエンロン事件（2001年）、リーマン危機（2008年）など大規模な企業不祥事が相次ぎ、各国でコーポレートガバナンスに関わる規制が強化された。つまり、経営者に任せておけないので、株主（特に資産運用会社や年金基金などの機関投資家）による監視を強めるというものである。米国の会社法改正（株主総会における株主権の拡大）、議決権行使の開示規制強化、欧州や日本のコーポレートガバナンス（CG）コード、スチュワードシップ（SS）コードの普及などによって、機関投資家主導のガバナンス改革が世界的に進んだ。

第二に、パッシブ化である。2010年代に、ブラックロック、バンガード、ステートストリートなどの運用するインデックス・ファンドや株式指数連動上場投資信託（ETF）の資産が急成長した。世界の公募投信資産額上位10本はすべてインデックス・ファンドであ

る。ETFの資産は、2012年末の248兆円から2022年10月末の1,240兆円へと急成長した（1ドル140円で換算、出所：ETFGI）。大手3社は米国の株式（S&P500）の20%前後を保有すると見られ、これらの議決権行使は大きな影響を与える（注1）。

日本でも同様である。年金管理運用独立行政法人（GPIF）の総資産197兆円のうち、日本株のパッシブ運用は46兆円（全体の24%）を占める（2022年3月末時点）。日銀の保有するETFの時価は51兆円である（同）。これらの資産の運用会社の議決権行使が企業経営に大きな影響を与えつつある。

第三に、議決権行使アドバイザーの台頭である。議決権行使の専門家が少ない年金基金やパッシブ運用会社は、インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ（ISS、1985年設立）やグラス・ルイス（2003年設立）などの議決権行使アドバイザーの助言を重視して、議決権を行使するようになった。

世界的に、これらの2社が議決権行使アドバイザーの市場を寡占している。両社の推奨に基づいて投票（Robovote）する機関投資家の資産は550兆円以上である（注2）。これらの86%がISS、14%がグラス・ルイスを使う（対象：114投資家）。日本株においても、海外投資家に対するこれらの影響力は極めて大きいと見られる。

■ 2. 取締役選任議案に対して高まる反対比率

日本では、CGコード（2015年導入）、SSコード（2014年導入）が導入された。その結果、機関投資家の議決権行使が活発化し、かつ厳格化されている。これまで、機関投資家は、会社側の議案に対してほとんど賛成していたが、反対が増えている。とりわけ、有力企業の取締役選任議案において賛成率の低いケースが増えている。また、アクティビスト・ファンドの株主提案や敵対的買収などにおいても、会社側と対峙する議決権行使をすることがある。その結果、議決権行使は企業経営に対して影響が強まっている。

運用機関37社の議決権行使結果を集計した調査では、2022年6月の株主総会における反対比率（会社提案）は、平均11.6%である（注3）。反対が多い議案は、買収防衛策の導入・更新（反対比率96.3%）と役員の退職慰労金の支給（69.7%）である。

議決権行使プラットフォーム参加企業を対象にした調査では、会社側の議案に対する反対比率が上昇している（出所：ICJ、金融庁）。買収防衛策に関する反対の議決権行使が、2012年の40%から2021年に85%に倍増している。なお、近年は、日本企業のガバナンス改革が進んだことで、会社議案全体の反対比率は2019年をピークにやや低下している。

(図表1) 2022年株主総会における経営トップの賛成率が低かった主要事例

会社	賛成率 (%)	背景
三菱電機	58	漆間啓 (社長、検査不正)
コニカミノルタ	61	山名昌衛 (会長、業績低迷)
三井住友フィナンシャルグループ	62	太田純 (社長、SMBC日興相場操縦事件)
東レ	64	日覺昭廣 (社長、安全認証不正、多様性)
日野自動車	67	小木曾聡 (社長、排ガス・燃費不正、赤字)
信越化学	64	金川千尋 (会長、取締役会の独立性、多様性)
日本板硝子	70	森重樹 (社長、低ROE、多様性)
住友大阪セメント	70	関根福一 (会長、シルチェスターの反対、低ROE)
フジ・メディア・ホールディングス	71	宮内正喜 (会長、低ROE、政策保有株式、多様性)
TBSホールディングス	72	佐々木卓 (社長、買収防衛策、多様性、低ROE)

(注) 敬称略。(出所) 各社資料

最も影響力が大きいのが、会社側の取締役選任議案に対する反対である。近年、経営に問題がある会社のCEO、会長、社長に対する取締役選任に対する賛成率が大きく低下する例が増えている。賛成率が50%を割ると、取締役にはなれない。社長やCEOは会社法上の肩書ではないため、取締役でなくても就任可能である。しかし、一般に、経営トップは代表取締役の肩書を持つため、その重要性は高い。

運用会社による取締役の選解任議案（選任議案・解任議案）の反対比率は平均13.5%である。自己資本利益率（ROE）基準、政策保有株式、社外取締役の数・比率・独立性要件、女性取締役、社外取締役の在任期間、社外取締役の兼務、支配株主・親会社がいる場合の特別要件など、各社それぞれの基準を保有する。多様性の基準として、女性取締役の不在を挙げる機関投資家もある。

経営トップの賛成率が低い企業は、不祥事に関連した事例が目立つ。みずほフィナンシャルグループのシステム障害、三井住友フィナンシャルグループのSMBC日興相場操縦事件、三菱電機の検査不正、東レの安全認証不正などである。三菱電機の漆間啓社長の取締役選任に対する賛成率は58%にとどまる。

TBSホールディングスの佐々木卓社長の賛成率は72%であった。取締役会決議によって買収防衛策導入が更新され、株主総会に付議されなかったことが背景にある。キッコーマン、住友不動産の買収防衛策を更新した議案の賛成率は、それぞれ55%、56%と低い。

経営不振や不祥事などに無関係であるのに、多様性の基準を満たさないために、賛成率が低い例がある。信越化学の会長兼CEOである金川千尋氏の取締役選任に対する賛成率は64%と著しく低い（詳細は後述）。

(図表 2) 2022年株主総会における社外取締役の選任議案賛成率の低かった主要事例

会社	賛成率 (%)	背景
SREホールディングス	57	本澤豊 (ソニーグループ出身)
信越化学	59	宮崎毅 (三菱倉庫相談役、在任期間)
日東電工	61	古瀬洋一郎 (在任期間)
信越化学	61	福井俊彦 (元日銀総裁、在任期間)
信越化学	61	小宮山宏 (東京大学総長、在任期間)
東芝	64	綿引万里子 (モノ言う株主の取締役との対立、辞任)
日本板硝子	64	黒井義博 (三菱商事、三菱自動車出身)
三菱電機	64	小山田隆 (三菱UFJ銀行特別顧問)
三井住友フィナンシャルグループ	65	松本正之 (JR東海特別顧問)
エムスリー	69	吉田憲一郎 (ソニーグループ社長)

(注) 敬称略。(出所) 各社資料

日本電子も2022年3月期に史上最高益を更新したが、栗原権右衛門会長の賛成率は75%であった。10期連続史上最高益更新のオービックも、女性取締役の不在を理由に、野田順弘会長の賛成率は80%となっている。最高益更新企業ではないが、住友重機械工業(岡村会長、75%の賛成率)、アリアケジャパン(白川直樹社長、79%)のトップ反対理由の一つとして、取締役の多様性要件を満たさなかったことがある。

このように、機関投資家にとっては、業績や株価よりも、女性取締役の有無の方が、議決権行使において重要であるということである。そのくらい画一的なのである。

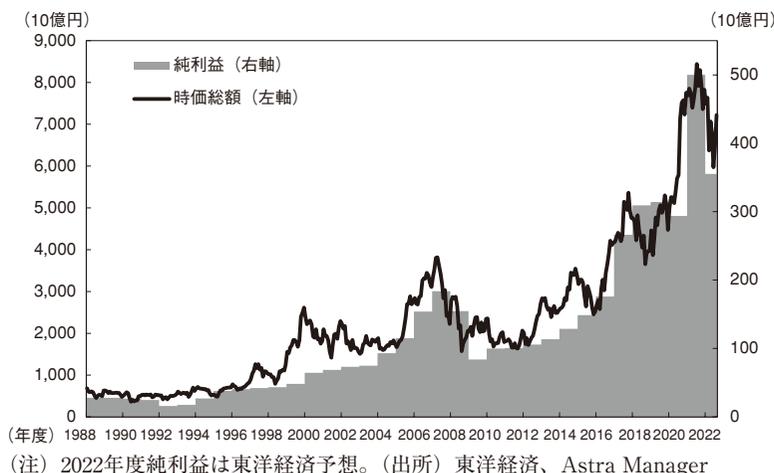
3. 社外取締役選任議案の賛成率低下

社外取締役の選任議案でも、賛成率の低い事例が増えている。反対する理由として、独立性の要件の抵触が多い。東証によると「独立役員とは、一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役」とある。会社側が「独立取締役」と指定した場合、①大株主からの派遣、②メインバンクの関係者、③在任期間が長い、などに抵触した場合、機関投資家は該当者の取締役選任に対して反対することが少なくない。

SREホールディングスの本澤豊監査等委員(社外取締役)は、SREの37%議決権を保有するソニーグループ出身である。現在、本澤氏はソニーGとは関係ないが、賛成率は57%と低い。本澤氏の経歴を見ると、ソニーGからの影響が強いは思えないが、わざわざ、SREが本澤氏を取締役候補にする必要はなかったように思える。

エムスリーの社外取締役の吉田憲一郎氏は、筆頭株主のソニーGのCEOであり、賛成率

(図表3) 信越化学の時価総額と純利益の推移



は69%である。吉田氏は、エムスリーの実質的な産みの親でもあり、吉田氏が取締役であることのメリットは大きいと考えられる。会社側が吉田氏を「独立取締役」と指定していないので、機関投資家が選任議案に対して反対する合理的な理由があるとは考えにくい。

4. 信越化学のケーススタディ

信越化学は、日本で最も経営実績の優れる会社の一つである。2021年度の純利益は5,001億円と史上最高益である。さらに、2021年9月に株価は史上最高値を達成した。信越化学の長期的な成長力は他社を比較しても群を抜いて高い。96歳の金川氏は1990年に64歳で社長、2010年に会長に就任し、32年間に亘って経営トップの座にある。このように、金川氏は歴史に残る名経営者といえよう。

一方で、機関投資家の議決権行使は、信越化学にとって厳しいものである。前述のように、金川氏の取締役選任議案賛成率は64%と低い。金川氏の賛成率が低いのは、取締役会の独立取締役の構成基準を満たさないことや女性取締役の不在が理由として挙げられる。同社の11名取締役全員が男性である（うち5名が独立取締役）。

金川氏のみならず、社外取締役の選任議案の賛成率も低い。宮崎毅氏（三菱倉庫相談役、在任期間15年）が59%、福井俊彦氏（同13年）が61%、小宮山宏氏（同12年）が61%である。

議決権行使基準として、社外取締役の在任期間を10年や12年未満としている機関投資家は少なくない。「社外取締役の在任期間が長いと反対」という根拠として、在任期間が長

(図表 4) 米国時価総額上位10社の在任期間が長い独立取締役

	会社	独立取締役	在任年数	過去10年 株価騰落率
1	アルファベット	K. Ram Shriram	24	477.9%
2	アルファベット	L. John Doerr	23	477.9%
3	ユナイテッド・ヘルス・グループ	Stephen J. Hemsley	22	907.1%
4	アップル	Arthur D. Levinson	22	608.2%
5	アップル	Albert Gore Jr	19	608.2%
6	パークシャー・ハサウェイ	Charlotte Guyman	19	264.1%
7	アルファベット	John L. Hennessy	18	477.9%
8	アルファベット	Ann Mather	16	477.9%
9	テスラ	Ira Ehrenpreis	15	8,535.4%
10	パークシャー・ハサウェイ	Susan L. Decker	15	264.1%
10	ビザ	Francisco Javier Fernández-Carbajal	15	479.8%
10	ビザ	Mary B. Cranston	15	479.8%

(注) 株価、時価総額は2022年11月末時点、1ドル140円で換算。アルファベット、パークシャー・ハサウェイの株価はA株。

(出所) ブルームバーグ、各社資料

いと、独立性が低下するということらしい。しかし、それは学術的に検証されたものではなく、特に正当な根拠があるものとは考えられない。

元日銀総裁である福井氏や元東京大学総長である小宮山氏のような社会的地位の高い人物が、在任期間が長いからといって、信越化学の取締役会で会社におもねった発言や行動するとは考えにくい。事実、信越化学の業績やガバナンスに問題があるとはいえ、在任期間が長いことによって弊害があるとは思えない。

■ 5. 欧米では社外取締役の在任期間が長い

日本企業のグローバル化が進んでいるので、議決権行使基準も、特段の理由のない限り、欧米のそれと大きく異なることは避けることが望ましい。欧米では、社外取締役の任期制限はない場合が多い。そして、信越化学と同様、任期の長い社外取締役が多い企業は長期的に成長している例が少ない。

アルファベットは、複数議決権を発行し、創業者と経営者が議決権の51%を保有している。これは、上場後も企業文化を維持するためである。アルファベットの社外取締役の任期が長いのも、企業文化の維持に寄与することが考えられる。

(図表5) 欧州時価総額上位10社の在任期間が長い社外取締役

会社	国	独立取締役	在任年数	過去10年 株価騰落率
1 ロシュ・ホールディング	スイス	André Hoffmann	26	68.7%
2 アストラゼネカ	英国	Marcus Wallenberg	23	276.4%
3 LVMH	フランス	Diego Della Valle	20	506.5%
4 LVMH	フランス	Delphine Arnault	19	506.5%
5 LVMH	フランス	Hubert Védrine	18	506.5%
6 エルメス・インターナショナル	フランス	Julie Guerrand	17	549.2%
7 エルメス・インターナショナル	フランス	Renaud Mommeja	17	549.2%
8 ノバルティス	フランス	Andreas von Planta, Ph.D.	16	65.0%
9 LVMH	フランス	Antoine Arnault	16	506.5%
10 ネスレ	スイス	Paul Bulcke	14	85.2%
10 エルメス・インターナショナル	フランス	Charles-Eric Bauer	14	549.2%
10 エルメス・インターナショナル	フランス	Mathieu Dumas	14	549.2%

(注) 株価、時価総額は2022年11月末時点、1ドル140円で換算。(出所) ブルームバーグ、各社資料

米国では、社外取締役の在任期間は平均7.8年である(2022年、S&P500、2012年は8.6年、出所: Spencer Stuart)。一般に、社外取締役の在任期間の上限を設定する企業は少ないが、年齢の上限を設ける企業は多い(全体の70%)。アップルの場合、再任時の年齢上限を75歳に設定している。社外取締役の在任期間の上限を設けている会社は、S&P500の7%にとどまる。米国時価総額上位10社のうち、在任期間上限を設けるのはマイクロソフトのみである(10年)。

ISSの米国の議決権行使基準では、取締役の任期・在任期間上限について、会社議案を機関の合理性、取締役の評価プロセス等から個別に判断するとしている。ISSの日本の場合、特に、取締役の在任期間に関する規定はない。

グラス・ルイス(日本)の場合、一概に株主の利益につながるものではないとして、原則として、年齢や在任期間は、助言賛否の決定において考慮しない。なお、グラス・ルイスの米国の場合、社外取締役の平均在任期間が10年以上か、過去5年間新規取締役が就任していない場合、潜在的な懸念事項であるとする。

大陸欧州の優良企業の社外取締役の在任期間も長い。これらは、オーナー系企業が多い。

英国では、CGコードにより、社外取締役の独立性を損なう事由の一つとして、任期が9年を超える場合が挙げられる。それにもかかわらず、独立取締役とする場合は、理由の説明が求められる。

このように、社外取締役の在任期間とガバナンスには、特段の関連がないといえる。以上を総合すると、「在任期間が長いと一律に反対」という議決権行使基準は合理的な根拠

はなく、不適切であると考えられる。

■ 6. 日本の運用会社のガバナンスは改善の余地が大きい

21世紀に入って、日米の株価に大きな格差が生じている。米国の株価上昇の要因は数多いが、デジタル・トランスフォーメーション（DX）に加えて、ガバナンス改革の成功の影響も大きいと思われる。エンロン事件、リーマン危機と2度のガバナンス事件が発生した2000年代の米国株（S&P500）の下落率は24.1%であった（TOPIX下落率47.3%）。2010年代の株価上昇率は、米国が189.7%と、日本89.7%を大きく上回った。さらに、新型コロナウイルス感染症に伴う経済危機、ロシアのウクライナ侵攻と二つの危機が発生した2020年代の上昇率は米国が26.3%と、日本の15.3%を上回る（2022年11月末時点）。

ガバナンス改革に貢献する要因として、エンゲージメントは重要である。米国では、議決権行使や株主提案を含む株主と会社との対話がガバナンス改革に大いに貢献している。

米国の大手運用会社は独立系であり、ブラックロック、バンガード、フィデリティなどはその経営力に定評がある。米国では、投信の販売手数料や信託報酬はほぼゼロに近い。これらは「顧客と共に繁栄する」という戦略を実行して大きく成長している。その経営実績や株価から、これら運用会社自体のガバナンスが優れていると評価できる。

また、経営改革に実績のあるアクティビスト・ファンドも数多く存在する。だからこそ、株主による経営監視が適切に機能する。

一方、金融庁は日本の運用会社のガバナンスの問題点を厳しく指摘している（注4）。運用会社は高コストのテーマ型投信を設定し、親会社や販売会社はその販売手数料を得ることが少なくないという。また、大手運用会社は金融機関の系列であるため、親会社出身者が経営幹部の多数を占める傾向が見られる。

筆者がサウンドする限り、日本の運用会社のエンゲージメントの評価はあまり芳しくない。上場会社の経営者からは、「運用会社の議決権行使基準が画一的である」、「エンゲージメントといっても、自社の基準ありきで、対話になっていない」、「海外のファンドマネージャーとの対話は経営に役立つが、日本の運用会社との対話はあまり役に立たない」といった声がある。「金融庁にガバナンスを問題視される運用会社が、日本企業の中でも最も優れた実績を持つ信越化学のCEOや社外取締役の取締役選任に対して反対する」ことについて違和感を抱くのは、筆者だけであろうか。

日本の運用会社には優秀な人材が多い。経営者が短期で交代するのも、これらの責任で

はなく、親会社の都合である。つまり、親会社の意識が変われば、これらのガバナンスの改善が期待できる。

今後、機関投資家のガバナンスが改善し、適切な議決権行使、株主提案などを交えたエンゲージメントが実施されることは期待したい。結論として、日本企業のガバナンス改善のために、機関投資家のガバナンス改善が不可欠である。

(注1) Lazard, “2021 Review of Shareholder Activism”, January 19, 2022

(注2) Paul Rose, “Proxy Advisors and Market Power : A Review of Institutional Investor Robovoting”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, May 27, 2021

(注3) 依馬直義「2022年6月総会を振り返って―機関投資家による議決権行使の状況」(旬刊商事法務2310号、2022年11月)

(注4) 金融庁「金融審議会 市場制度ワーキング・グループ顧客本位タスクフォース中間報告」(2022年12月9日)

