

“対話圏内企業” への株主総会決議結果分析のすすめ

2020年3月26日

明田雅昭

(公益財団法人 日本証券経済研究所)

“対話圏内企業”への株主総会決議結果分析のすすめ

公益財団法人 日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー 明田雅昭

筆者は2018年3月決算企業を対象にした論文で「建設的な対話」の視点から上場企業が三極化していることを指摘し、多くの運用会社から議決権行使を受けているにもかかわらず建設的な対話の機会がないと思われる企業を”対話圏内企業”と定義した。本稿では2019年2月・3月決算企業での状況を再確認し、対話圏内企業に対して具体的な情報収集方法を提示した上で、株主総会決議結果の分析をすることをすすめたい。

目次

1. はじめに
2. 上場企業は三極化している
3. 東証一部上場であることのもう一つの特権
4. 運用会社のエンゲージメント対象は最大でも1,500社
5. 対話に来ないが反対票を投じている
6. 運用会社の議決権行使結果を収集して分析しよう

1. はじめに

運用会社による議決権行使結果の個別開示は、スチュワードシップ・コード（責任ある機関投資家の諸原則）とコーポレートガバナンス・コード（上場企業の行動規範）を両輪として展開されてきた日本の企業統治改革の中で最も効果があった施策の一つであろう。

投資一任会社と投資信託会社は2000年代の初めから議決権行使結果を議案種類別に集計して所属協会に報告し、協会が加盟会社の報告を集計した統計を公開してきた。国内系の主要運用会社はほとんどが金融グループに属しているため、外部者からみると、運用会社とその親会社（証券会社、銀行、保険会社）の間で利益相反がないことに確信を持っていない状況が続いていた。この状況に変化をもたらしたのが2017年5月のスチュワードシップ・コード改訂である。事実上、運用会社に議決権行使結果の個別開示を義務化したのに等しく、2017年の後半から多くの運用会社が個別開示に踏み切った。各運用会社は個別開示に伴い、利益相反と疑われることがないように中立・公平性に細心の注意を払って議決権行使をするよう努めている。同時並行して個別開示データの蓄積も始まり、大学や業界シンクタンクなどで実証研究が始まったところである。

2. 上場企業は三極化している

筆者は2018年3月決算企業に対する運用会社の議決権行使結果個別開示データを分析して、「建設的な対話」の視点から日本企業が三極化していることを明らかにした¹。その様子を概念的にまとめたのが図表1である。

図表1 日本の上場企業の類型化

企業の類型	証券取引所	アナリストの 継続的調査	運用会社	
			アクティブ運用	パッシブ運用
第Ⅰ群企業 ”対話実現企業”	東証一部	対象	保有	継続保有して 議決権行使
第Ⅱ群企業 ”対話圏内企業”		ほとんど 対象外	保有する こともある	
第Ⅲ群企業 ”対話圏外企業”	上記以外			非保有

[出所] 明田[2018.11]より引用

企業統治改革で中心的な役割が期待されている運用会社と企業の間での「目的をもった建設的な対話」が文字通りに実行されているのは、東京証券取引所（以下、東証）一部上場企業の中の上位3分の1程度の主要企業であると推測される。筆者はこれらの企業を”対話実現企業”と命名した。これらの企業は複数の証券会社が継続的な調査対象としてアナリストレポートを発行しており、多くの運用会社でアクティブ運用の対象となっている。

対話実現企業と対極にあるのが東証一部上場ではない上場企業群である。証券会社のアナリストの調査対象となる機会はほとんどなく、運用会社のアクティブ運用の対象となる機会も極めて少ない。これらの企業では株式を保有する運用会社がゼロであることもある。これらの企業は、企業側が望んだとしても対話する相手がそもそも存在していないのに等しいという意味で、筆者は”対話圏外企業”と命名した。

対話実現企業と対話圏外企業の間位置するのが”対話圏内企業”である。これらの企業は東証一部に上場しているためTOPIX構成企業となっている。このためパッシブ運用会社が株式を保有しており議決権を行使している。しかし、証券会社の継続的な調査対象となることも、運用会社のアクティブ運用の対象となることも稀である。これらの企業は対話のための訪問を受ける機会もほとんどないと考えられるが、対話をする相手は存在しているので、企業側が望めば対話が実現できるという意味で対話圏内企業なのである。

本稿では、まず、1年後の2019年2月・3月決算企業の議決権行使結果個別開示データを用いて、図表1の状況に変化がないことを確認する。使用したデータベースは明田[2018.11]と同様に一橋大学大学院経営管理研究科の円谷昭一研究室が編纂したものである²。以下ではこのデータベースを円谷2019ファイルと呼ぶことにする。

¹ 明田雅昭、「議決権行使結果個別開示が示唆する企業の三極化」、日本証券経済研究所、トピックス、2018年11月30日

² <http://tsumuraya.hub.hit-u.ac.jp/index.html> から取得できる

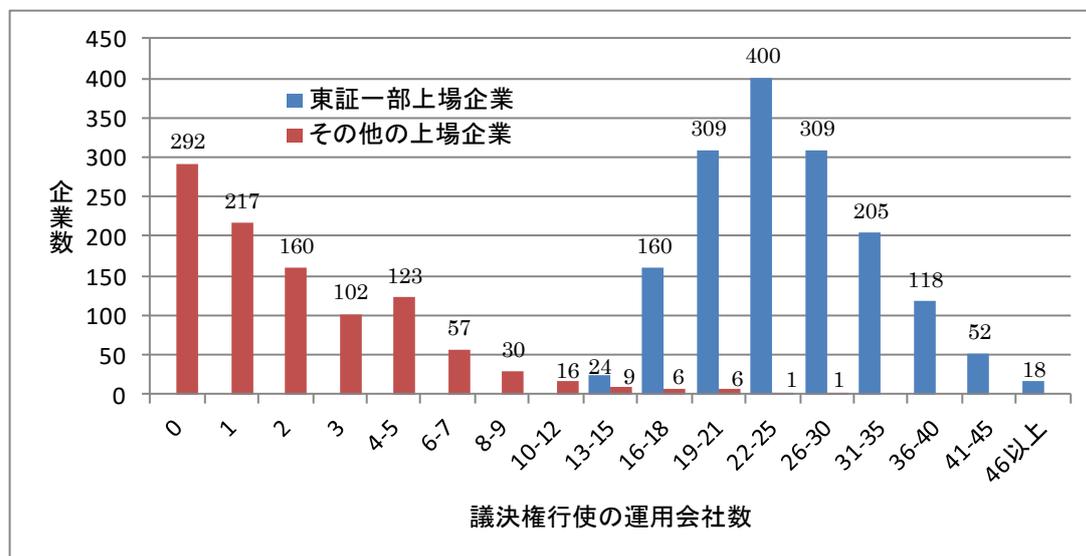
3. 東証一部上場であることのもう一つの特権

現在、東証の市場区分見直しの検討が進められている。意見を求められた地方に本社を置く比較的時価総額が小さい企業は、東証一部上場企業であることによる人材採用面や営業面での社会的信用の意義を強調し、新しいプライム市場に残れなかった場合のブランドイメージ棄損への危機感を訴えていた³。彼らの関心は市場区分に集中しており、新TOPIXの構成銘柄に残れるか否かについての関心はあまりないようだった。

確かに新しいプライム市場に残れることによるブランドイメージの維持には大きな価値があるだろう。一方で、新TOPIXの構成銘柄に残ることにより、多くの運用会社が潜在的な対話の相手として存在し続けることの価値も忘れていただきたい。これは「もう一つの特権」ともいえるものである。

図表2は2019年2月・3月決算の上場企業2,615社を対象に、議決権行使運用会社数の分布をみたものである。青い棒は東証一部上場企業1,595社の分布で、運用会社22-25社から議決権行使を受けた企業が400社あったことを示している。この区切りが最頻値となって、最も少なかったのは運用会社13-15社からの企業24社であった。実際に、運用会社13社からしか議決権行使されなかったのは1社だけである。東証一部上場企業のうち98.5% (1,571社) が16社以上の運用会社から議決権行使を受けていた。

図表2 議決権行使運用会社数の分布



[出所] 円谷2019ファイルから筆者が計算

茶色の棒は東証一部以外の上場企業1,020社の分布である。運用会社10社以上から議決権行使を受けた企業は3.8% (39社) しかない。どの運用会社からも議決権行使をされなかった企業は28.6% (292社) もあった。

³ 金融庁の市場構造専門グループ、第3回会合（令和元年10月2日）の議事録

東証一部上場企業が最低でも13社の運用会社から議決権行使を受けている理由は図表3を見れば明らかである。これは運用会社側からみた統計で、2月・3月決算の東証一部上場1,595社を投資対象母集団としたとき、実際に投資した企業（その結果議決権行使をした企業）の多さでランキングしたものである。1,595社全社に投資した運用会社が8社あり、1,500社以上に投資した運用会社が16社あった。

図表3 議決権行使数による運用会社ランキング

順位	社数	運用会社名	順位	社数	運用会社名
1	1595	野村AM	12	1585	三井住友DS AM
1	1595	日興AM	13	1562	ブラックロック
1	1595	三菱UFJ信託銀行	14	1538	マニュライフAM
1	1595	三菱UFJ国際投信	15	1517	アムンディ
1	1595	みずほ信託銀行	16	1504	岡三AM
1	1595	アセットマネジメントOne	17	1495	ニッセイAM
1	1595	りそなAM	18	1349	住友生命
1	1595	りそな銀行	19	1278	しんきんAM投信
9	1591	大和証券投資信託委託	20	1139	第一生命
10	1588	三井住友トラストAM	21	1082	日本生命
11	1587	フィデリティ投信	22	1071	明治安田AM

(注)2月・3月決算の東証一部企業に対する議決権行使企業数が1,000社以上の運用会社
[出所] 円谷2019ファイルから筆者が計算

日本の総合的な運用会社はほとんどがパッシブ運用を行っており、日本株式の場合は運用のベンチマークは東証一部上場企業を構成企業とするTOPIXが主流である。しかもインデックス運用では全構成銘柄を忠実に模倣する完全法が普及している。このため、図表3の上位8社は完全法によるTOPIXインデックス運用を行っているものとみて間違いない。9位以下の運用会社も準完全法によるTOPIXインデックス運用であろう。つまり、多くの運用会社が完全法あるいは準完全法によるTOPIXインデックス運用を行っているために、東証一部上場企業は最低でも13社の運用会社から議決権行使を受けているのである。

4. 運用会社のエンゲージメント対象は最大でも1,500社

建設的な「対話・エンゲージメント」は、実際にどの程度行われているのだろうか。運用会社は、議決権行使と異なり対話・エンゲージメント実施企業の個社名は開示していない。業界アンケートや運用会社の報告書で統計的な社数や件数が確認できるだけである。なお、アンケートへの回答や各社報告書において対話やエンゲージメントに関して統一的な定義があるわけではなく、各社各様の解釈の下で数えていると思われる。このため、直接的に数の比較をするのは適切でないことを忘れてはならない。

図表4は日本投資顧問業協会が毎年実施しているスチュワードシップ・コードへの対応

等に関するアンケート⁴の結果を抜粋したものである。エンゲージメント活動の対象としている銘柄数をアクティブとパッシブに分けて聞いた結果で過去3年分をまとめた。アクティブでは多くの運用会社が500銘柄以内である。パッシブではほとんどが20銘柄以内であるが、1,000銘柄を超えてエンゲージメントをしている運用会社が6社ある。この傾向は3年間、変わっていない。

図表4 運用会社のエンゲージメント対象銘柄数

運用手法	アンケート実施時期	20銘柄以下	21～50銘柄	51～100銘柄	101～500銘柄	501～1000銘柄	1001銘柄以上	合計
アクティブ	2017年10月	39	16	14	30	11	1	111
	2018年10月	33	14	15	27	11	3	103
	2019年10月	34	9	17	32	7	4	103
パッシブ	2017年10月	91	4	1	8	1	6	111
	2018年10月	83	2	3	8	1	6	103
	2019年10月	85	4	2	7	0	6	104

[出所] 日本投資顧問業協会

図表5 主要運用会社の対話・エンゲージメント社数と件数

順番	投資社数	運用会社名	対話・エンゲージメント		
			対象期間	社数	件数
1	1595	野村AM	2018年	250	345
1	1595	日興AM	2018年度	1,459	3,939
1	1595	三菱UFJ信託銀行	～2019.6	--	940
1	1595	三菱UFJ国際投信	～2019.6	--	354
1	1595	みずほ信託銀行	2018年度	--	--
1	1595	アセットマネジメントOne	2018年度	620	--
1	1595	りそなAM(パッシブ)	～2019.6	209	253
		りそなAM(アクティブ)		711	1,612
1	1595	りそな銀行(株式パッシブ)	～2018.6	186	226
		りそな銀行(株式アクティブ)		715	1,550
		りそな銀行(債券アクティブ)		60	97
9	1591	大和証券投資信託委託	～2018.6	790	--
10	1588	三井住友トラストAM	～2019.6	760	--
11	1587	フィデリティ投信	2018年	--	74
12	1585	三井住友DS AM	2018年度	--	192
13	1562	ブラックロック	～2019.6	282	415
14	1538	マニュライフAM	--	--	--
15	1517	アムンディ	2018年度	176	226
16	1504	岡三AM	2018年度	重点21社	1,000件超

(注1) 対象期間の「～2019.6」は2019年6月に終わる1年間という意味である

(注2) みずほ信託は議決権行使の実務やエンゲージメントは運用機関に委託

(注3) 三井住友DS AMについては旧大和住銀投信投資顧問分のみ

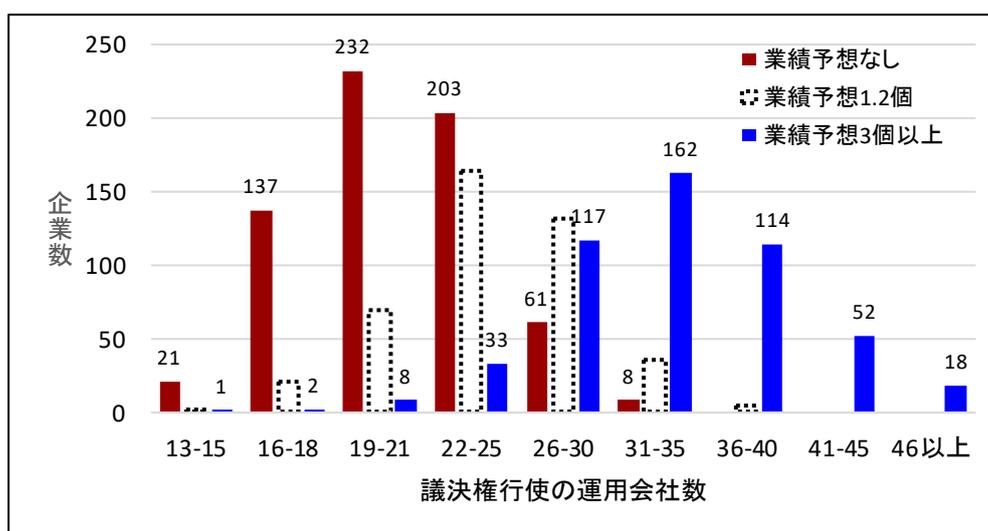
[出所] 各社のスチュワードシップ報告書、投資社数は円谷2019ファイル

⁴ 日本投資顧問業協会、日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケートの結果について、第4回(平成29年10月実施分)、第5回(平成30年10月実施分)、第6回(2019年10月実施分)

図表5は、図表3の上位16社に限定して、運用会社の年次スチュワードシップ報告書から対話・エンゲージメントをした社数と件数を調べた結果である。社数が1,000を超えているのは日興アセットマネジメント（以下、日興AM）1社だけであった。図表4と合わせて考えると、日興AM以外の運用会社15社はアクティブ運用の対象を中心に対話・エンゲージメントをしている可能性が高い。パッシブ運用が対象としている企業は時価総額が大きくTOPIXに占める割合が大きい主要企業とみるのが妥当であろう。りそなグループの報告内容も合わせて考えると、運用会社15社はパッシブ運用では実態としては対話・エンゲージメントをしているのはせいぜい200社程度ではないだろうか。

多くの運用会社でアクティブ運用の対象となっている企業については証券会社が調査情報を提供している。企業毎の業績予想の数は、その企業に関する調査情報を提供している証券会社の数とほとんど同じとみてよい。証券会社は運用会社のために企業調査を行うのだから、この業績予想の数は運用会社の関心度合いと比例しているはずである。

図表6 対話実現企業と対話圏内企業



(注) 東証一部上場企業のうち2019年2月・3月決算企業1,595社を業績予想数で分類
[出所] 円谷2019ファイルおよびFactSet、業績予想は2018年12月末時点

図表6は東証一部上場の2月・3月決算企業について業績予想の数で分類して議決権行使の運用会社数の分布をみたものである。青い棒は業績予想数が3個以上ある企業507社について議決権行使運用会社数の分布を示している。運用会社が31-35社のところで最頻値になっている。これらの企業は間違いなくアクティブ運用の対象であり、対話実現企業であろう。茶色の棒は、業績予想がない企業662社についての議決権行使の運用会社数の分布である⁵。これらの企業群については議決権行使をしている運用会社の数はほとんどの場合25社以下であった。これらの業績予想なしの企業はアクティブ運用の対象になっていないか、なっていたとしてもごく少数の運用会社が対象にしているのにすぎないだろう。

⁵ 業績予想が1個ないし2個の企業は426社であった

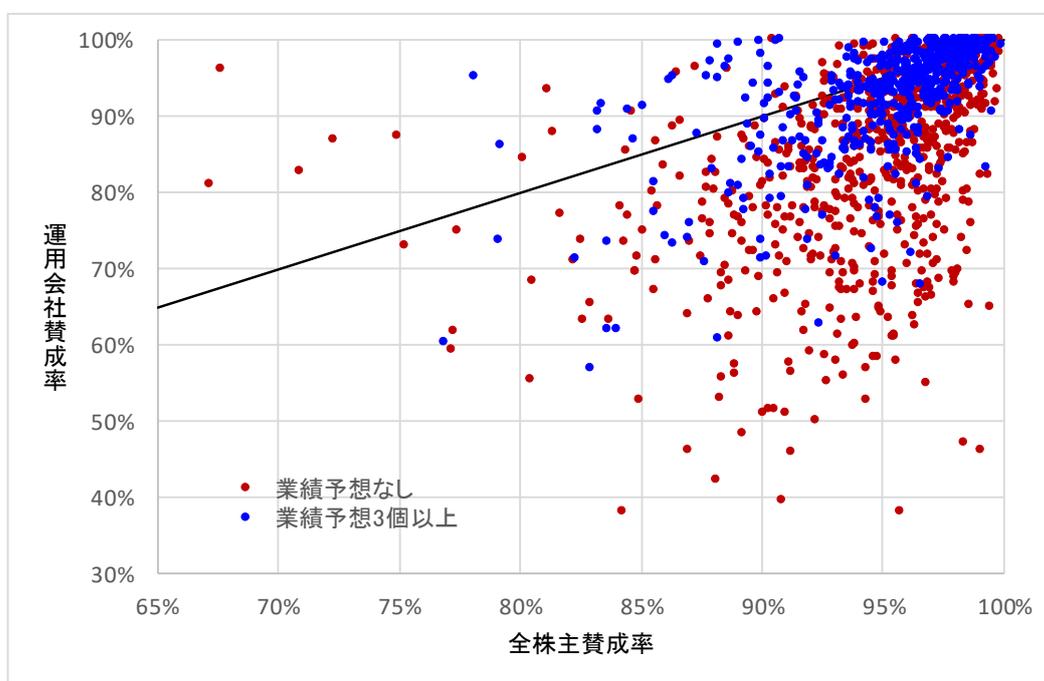
日興AMの対話・エンゲージメント対象は全上場企業3,655社の中の1,459社であると思われるが、おそらく東証一部上場2,128社⁶以外の企業はかなり少ないだろう。また、他の運用会社15社がカバーする企業をほとんど含んでいると考えてもそう大きな間違いにはなるまい。そうだとするならば東証一部上場企業のうち669（=2,128-1,459）社以上が主要運用会社16社から対話・エンゲージメントを全く受けていなくても不思議ではない。この割合（669/2,128=31%）を東証一部上場の2月・3月決算企業1,595社に適用すると494社という数字になる。これは図表6の業績予想なし企業の662社と比べると約75%である。

状況証拠だけであるが、東証一部上場企業の少なくとも3割程度は運用会社から対話・エンゲージメントを受けていない対話圏内企業になっている可能性が高いといえそうだ。

5. 対話に来ないが反対票を投じている

図表6では東証一部上場の2月・3月決算企業を、業績予想数3個以上の企業（多くの証券会社が調査対象としている企業、多くの運用会社のアクティブ運用対象企業）と、業績予想なしの企業（業績予想がない企業、ほとんどの運用会社がアクティブ運用の対象とみなしていない企業）、およびその中間企業（業績予想が1個ないし2個の企業）の3つに分類した。これらの企業群で議決権行使の賛成率（あるいは反対率）は同様か、あるいは同様でないかを確認したのが図表7の散布図である。

図表7 議決権行使の賛成比率



(注)株主提案については「反対」は「賛成」に、「賛成」は「反対」に読み替えている
[出所] 円谷2019ファイルとFactSetデータベースより筆者が計算

⁶ 2018年末時点の上場企業数。東京証券取引所ホームページより取得

横軸の「全株主賛成率」とは企業の株主総会の議案毎の賛成割合を単純平均したものである。縦軸の「運用会社賛成率」とは、議案ごとに各運用会社の賛成・反対・棄権を1票として、株主総会の議案すべてについて賛成・反対・棄権の票を合計して計算した賛成割合である。このような計算をしたのは各運用会社の賛成・反対・棄権は分かるが保有議決権個数が分からないからである。なお、株主提案については、賛成は反対に、反対は賛成に読み替えている。散布図では特徴が明瞭に示されるよう中間企業を除いて、業績予想3個以上の企業は青い点で、業績予想なしの企業は赤い点で示した。

散布図には斜線が一本引かれているが、この斜線上では全株主賛成率と運用会社賛成率が等しくなっている⁷。この斜線より上にある企業は運用会社が全株主より大きい割合で賛成しており、下にある企業は運用会社が全株主よりも大きい割合で反対していることを意味する。赤い点（業績予想なしの企業）の方が青い点（業績予想3個以上の企業）よりも多く斜線より下にあるのは一目瞭然である。つまり、業績予想なしの企業（アクティブ運用非対象）は業績予想3個以上の企業（アクティブ運用対象）よりも運用会社から反対議決を多く受けているということである。図中の右下にある3つの企業は、全株主ベースでは95%以上の賛成を得ているが、運用会社の賛成は50%に達していないということである。

このような状況を統計数値で確認したのが図表8である。業績予想なしの企業については、全株主賛成率の平均が94.2%あっても、運用会社賛成率の平均は83.1%しかなく、運用会社賛成率が全株主賛成率よりも10%以上低い企業は43.7%もある。そして、議決権行使したすべての運用会社がすべての議案に賛成した企業は662社中、わずか21社（3%）であった。これらの数字を業績予想3個以上の企業と比べてみれば、業績予想なしの企業に対する運用会社の議決権行使が厳しいことが分かる。

図表8 議決権行使の賛成比率の統計

	企業数	全株主 賛成率	運用会社 賛成率	10%以上 下方乖離	100%賛成 企業数
業績予想なし	662	94.2%	83.1%	43.7%	21
業績予想1, 2個	426	94.8%	89.2%	23.2%	19
業績予想3個以上	507	95.0%	92.4%	10.1%	17
総計	1,595	94.6%	87.7%	27.5%	57

(注) 株主提案については「反対」は「賛成」に、「賛成」は「反対」に読み替えて集計した

[出所] 円谷2019ファイルとFactSetデータベースより筆者が計算

3章から5章の分析をまとめると、東証一部上場企業のうち少なくとも3割は対話を求められることなく13社以上の運用会社から議決権を行使されて、相対的に高い反対議決を受けている（すべての議案についてすべての運用会社から賛成されている企業は3%程度）と推測されるのである。

⁷ 横軸と縦軸のスケールを同じにすれば傾き 45 度の直線になる

6. 運用会社の議決権行使結果を収集して分析しよう

対話圏内企業が厳しい反対議決を受けているのはなぜだろうか。

主要な運用会社であっても2千社以上のTOPIX構成企業全社に対して実質を伴ったエンゲージメントを実施するのに十分な人的体制を作れていないだろう。図表4および図表5からの示唆と常識的に考えて（例外なしとはいえないが）千社を超える企業に対して実質を伴った深い関与ができるとは思われない。このため、運用会社は「一定のフォーミュラ」を作っておいて、対話圏内企業に対しては重大な事案でもない限り機械的に賛成・反対議決をせざるを得ない。この一定のフォーミュラに相当する内容は対話実現企業には頻繁な接触の中で伝えられており、企業側も運用会社の主張・視点をよく理解して企業統治や経営に織り込ませているものと考えられる。だから運用会社賛成率は全株主賛成率よりも大きく落ちることがないのであろう。

対話圏内企業は、そもそも運用会社と対話したことがないので運用会社が何を問題にしているかさえ分からないのではないだろうか。この状況には投資信託や投資一任の法的スキームも一役買っている可能性がある。投資信託では個人投資家の資金を、投資一任では主に年金基金の資金を、運用会社が一任権を持って指図・運用を行い議決権行使の内容も決定しているが、これらの資金の受託者は信託銀行となっている。法的な株主として認識されるのは運用会社ではなく信託銀行である。従って、企業の株主名簿に登場するのは管理信託銀行である。実際には一つの管理信託銀行の裏側にはいくつもの決定権を持つ運用会社がいるのだが、これらの運用会社の個社名と保有議決権数を知りたければ別途調査費が必要になる。企業は対話に来る運用会社がない状況では費用をかけてまで運用会社を特定しようとは思わないだろう。このようにして、一部の対話圏内企業は、13社以上の運用会社に議決権行使されていることにも気づかず、従って理由も把握できないまま反対議決されているのではないだろうか。

上場企業は上場していること条件としてコーポレートガバナンス・コードへのComply or Explain（実施するか、実施しない場合は説明）を求められてきた。東証の白書⁸が示すように多くの上場会社は高い実施率を実現してきた。このためには少なからず費用をかけてきたはずだ。単に費用の問題だけでなく、せっかく努力してきたのだから企業統治の改善と企業価値の向上に結びついてもらいたいと考えているだろう。対話圏内企業にとっては、対話する相手が13社以上存在しているにもかかわらず、自らの努力に対する意見も評価も聞けないというのは寂しく残念なことではないだろうか。運用会社側も本来なら投資先のすべての企業にエンゲージメントしたいが、そこまで手が回らないという状況にあると思われる。対話圏内企業が自ら行動して運用会社に対話を求めた場合、運用会社は投資家としての保有責任およびスチュワードシップ責任からおそらく歓迎するものと思われる。

⁸ 東京証券取引所、東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2019、2019年5月

そこで、筆者は対話圏内企業に以下の行動を促したい。まず、図表9のような株主総会決議結果内訳表を作成しよう。「運用会社賛成率」欄の左側の項目のデータは株主総会決議の結果として各企業が開示しているものである。この欄の右側には議案毎の各資産運用社の議決権行使結果を一覧表示する。「運用会社賛成率」は議決権行使をした運用会社の数とそのうち賛成した運用会社の数から計算する。

2月・3月決算企業については、図表9は円谷2019ファイルからすぐ作成できる。2月・3月決算でない企業は図表3にある22社の運用会社のホームページの議決権行使結果個別開示情報から収集すればよい。22社以外にも議決権行使した運用会社はあるかもしれないが、数社程度のはずだから把握できなくてもやむを得ないと割り切ろう。

図表9 株主総会決議結果内訳表

議案内容	賛成数	反対数	棄権数	賛成率	決議結果	運用会社賛成率(件数)	ABC信託銀行	いろはアセット	ほへとアセット	...	ちりめ投信	ガイシアセット
第001号議案												
剰余金処分	77,889	207	0	99.7%	可決	87.5%	賛成	賛成	賛成	...	賛成	賛成
第002号議案												
取締役選任												
氏名1	74,995	3,208	0	96.3%	可決	43.8%	反対	反対	賛成	...	反対	賛成
氏名2	76,095	2,108	0	97.5%	可決	93.8%	反対	賛成	賛成	...	賛成	賛成
氏名3	76,039	2,164	0	97.6%	可決	93.8%	反対	賛成	賛成	...	賛成	賛成
氏名4	76,607	1,596	0	97.5%	可決	93.8%	反対	賛成	賛成	...	賛成	賛成
氏名5	76,617	1,585	0	97.5%	可決	93.8%	反対	賛成	賛成	...	賛成	賛成
氏名6	75,930	2,273	0	97.6%	可決	93.8%	反対	賛成	賛成	...	賛成	賛成
氏名7	76,371	1,832	0	97.5%	可決	93.8%	反対	賛成	賛成	...	賛成	賛成
氏名8	73,434	4,769	0	94.9%	可決	56.3%	反対	賛成	賛成	...	反対	反対
氏名9	74,171	4,032	0	95.0%	可決	56.3%	反対	賛成	賛成	...	反対	反対

[出所] 筆者作成

このような内訳表を作ってみると、図8で示唆したように97%の確率で少なくとも一つは「反対」があるはずだ。運用会社は、ほとんど例外なく、自社のホームページで議決権行使ガイドラインを開示している。「反対」を投じた運用会社のホームページにアクセスして、議決権行使ガイドラインを読み、「反対」の理由を知ろう。その「反対」の論理が納得できない場合、あるいは議決権行使ガイドラインが具体的でなく「反対」の理由が分からない場合は、運用会社に連絡をして、その運用会社と「建設的な対話」を持つ。

金融資産を持ちすぎている企業が配当など株主還元で消極的な場合、剰余金処分案に反対される傾向がある。継続的にROEが低い場合、代表取締役社長の選任に反対されているだろう。最近では社外取締役の独立性については形式要件を満たしただけでは賛成が得られないことがある。親子上場企業の場合は特に社外取締役の独立性に厳しい議決権行使になっている。買収防衛策の継続はほとんど反対されている。こうした反対理由を知り、運用会社の賛成が得られるにはどうしたらよいかを取締役会で十分な議論をしよう。このような行動が企業統治改革の目指す方向に合致する効果を生んでいくことを期待したい。

本稿に関するご意見、ご質問は commenttoakeda01@gmail.com 宛てにお願いします。