

# 大手フィナンシャルグループの 株主提案に対する議決権行使結果を考察

Short Review  
2017年9月

社会システム研究所  
シニアアナリスト  
岡芹 弘幸

## ■ 大手3フィナンシャルグループへの個別議決権行使結果に着目

株主が企業の株主総会で議案に対して賛否の票を投じることは、取締役候補の選任を中心に企業経営の成果や中長期的な経営戦略などに関する評価であり、シェアホルダーモデルの観点では、株主利益を最大化させる取り組みを行っているかどうか、そのためのコーポレートガバナンスを行っているかどうかを判断することでもある。

2017年5月に金融庁は日本版スチュワードシップ・コードを改訂し、機関投資家による議決権行使結果の個別開示を要請している。また、2017年6月、世界最大の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）はスチュワードシップ活動原則を定め、受託運用機関に日本版スチュワードシップ・コードの遵守を求めている。そうした流れを受けて、機関投資家サイドでは、投資先である個別企業の個別議案毎に議決権行使結果を開示する動きが始まった。その結果、従来では困難であった機関投資家の個別議決権行使に関する調査を行うことが可能となった。

本稿では、機関投資家の議決権行使結果の個別開示を踏まえ、2017年6月に開催された三菱UFJフィナンシャル・グループ（8306、以下「三菱UFJ」）、りそなホールディングス（8308、以下「りそな」）、みずほフィナンシャルグループ（8411、以下「みずほ」）の定時株主総会における株主提案に対する動向を分析した。

大手3フィナンシャルグループ（以下「FG」）に着目した理由は、（1）取締役会議長を最高経営責任者が兼任することの禁止や金融子会社が保有する政策保有株式の議決権行使の方針などコーポレートガバナンスに関する株主提案が複数なされていること、（2）3FGに対して同様の内容の株主提案が複数なされているため、機関投資家が（グループFGへの対応を含め）それらにどのような議決権行使を行ったかに注目したこと、などである。

特に、機関投資家がコーポレートガバナンスに関する株主提案について、どのように向き合い、どのような意思表示・議決権行使を行ったかに関心を持って分析を行った。対象とした国内機関投資家は、PRI（Principles for Responsible Investment）に署名し、8月末までに個別企業・個別議案毎の議決権行使結果を公表した17社である。

## ■ コーポレートガバナンスに関連する株主提案を複数提起

2017年6月の定時株主総会において、3FGに行われた株主提案数は内容が重複するものも含めて52議案。それに対して、1回以上賛成を行った機関投資家は11社、すべてに反対した機関投資家は6社という結果であった。

3FGへの株主提案のうち、本稿でコーポレートガバナンスに関連すると判断した議案を、図表1の通り、株主提案1~10にまとめた。例えば、株主提案1はみずほ（3号議案）にのみ行われたもの。株主提案2は三菱UFJ（3号議案）、りそな（4号議案）、みずほ（5号議案）に同様の内容が提起されたものである。

株主提案1~10の中で、今回、機関投資家から賛成票が投じられたのは株主提案1、2、3、4の4つ。上記10の株主提案のうち、これら4つについては、議決権行使助言会社であるISS（Institutional Shareholder Services）が賛成を推奨していた内容であり、日本のコーポレートガバナンス・コードでは直接的な要求をしていないが、グローバルではベスト、あるいはベタープラクティスと考えられている事柄である。

内容として、株主提案1は、剰余金の配当の決定を取締役会だけではなく、株主総会で株主も提案ができるよう定款変更を求めるもの。株主提案2は、取締役報酬の個別開示（日本円ベース）の義務化を定款で規定するように求めるもの。株主提案3は、最高経営責任者が取締役会議長を兼任することを原則として禁止し、取締役会議長は社外取締役がならなくてはならないことなどを定款に規定するように求めるもの。株主提案4は、当該企業が経営管理を行っている銀行、証券会社などの子会社における政策保有株式の議決権行使にあたっては、議決権行使助言会社の意見を聞くなどして、子会社が適切な議決権行使を行うべく指導することを定款で規定するように求めるものになっている。

図表 1 3FG へのコーポレートガバナンスに関する株主提案の一覧

<b>株主提案 1</b>	
みずほ 3号	定款47条を、以下のように変更する。 ・現行の条文 「当社は、法令に別段の定めがある場合を除き、剰余金の配当その他会社法第459条第1項各号に定める事項については、株主総会の決議によらず、取締役会の決議によって定める」 ・変更案 「当社は、法令に別段の定めがある場合を除き、剰余金の配当その他会社法第459条第1項各号に定める事項については、取締役会の決議により定めることができる」
<b>株主提案 2</b>	
三菱UFJ 3号	「毎年、事業報告および有価証券報告書において、取締役の報酬について、個別に報酬額、内容について開示し、かつ個別に全ての報酬を日本円ベースで金銭評価し開示することを義務付ける」という条項を定款に規定する。
りそな 4号	
みずほ 5号	
<b>株主提案 3</b>	
三菱UFJ 4号	「取締役会の議長と最高経営責任者が兼任することを原則として禁止し、取締役会議長は社外取締役がならなくてはならない。兼任を認める特別の場合の例外については、株主総会招集通知または参考書類において、かかる兼任が株主にとって最大利益であることを説明する株主への開示を書面で必要とし、代わりに指導的社外取締役を指名しなくてはならない。指導的社外取締役の役割については、取締役会で定めて株主に開示する」という条項を定款に規定する。
りそな 5号	
みずほ 6号	
<b>株主提案 4</b>	
三菱UFJ 6号	「当社が経営管理を行っている銀行、証券会社等の子会社における政策保有株式の議決権行使にあたっては、利害関係のない議決権行使助言会社の意見を聞くなどの方法により、適切な議決権行使をするよう子会社を指導する」という条項を定款に規定する。
りそな 7号	
みずほ 4号	
<b>株主提案 5</b>	
三菱UFJ 7号	「当社および連結子会社における役員研修の方針を開示しなければならない」という条項を定款に記載する。
りそな 8号	
みずほ 8号	
<b>株主提案 6</b>	
三菱UFJ 8号	「重要な懸念を持つ株主が直接社内取締役知られることなく、社外取締役を含む全ての各々の取締役、および指名委員会、報酬委員会、監査委員会との連絡を取ることができるような仕組みを構築しなければならない。株主と各々の取締役との連絡が、執行役または執行役の指揮系統下にある社員を通じて行われることは、それが記録保管のためでない限り避けるべきである。記録保管の場合は、受付と取締役会や各委員会への配達、および回答の記録手順は保管され、株主請求に基づいて提出されなければならない」という条項を定款で規定する。
りそな 9号	
みずほ 9号	
<b>株主提案 7</b>	
三菱UFJ 9号	「指名委員会に対して、株主は執行役に知られることなく直接に、取締役候補の推薦を行うことができる。そのためのプロセスは開示されなければならない、株主から推薦された候補の評価は、指名委員会が独自に候補者とする候補と同一の基準を用いなければならない」という条項を定款に規定する。
りそな 10号	
みずほ 10号	
<b>株主提案 8</b>	
三菱UFJ 11号	「監査委員会に、当社取締役や執行役・社員に関する社内外からの内部告発の窓口を設け、そのプロセスを社内外に開示しなければならない。内部告発のプロセスとその処理には、社内取締役と執行役、社内取締役または執行役の指揮系統下の社員は関与してはならない」という条項を定款に規定する。
りそな 12号	
みずほ 12号	
<b>株主提案 9</b>	
三菱UFJ 12号	「取締役会は、1年あたり1回以上、代表取締役や執行役が出席していない社外取締役だけの経営会議を開催しなくてはならず、その活動について少なくとも年に1度株主に報告しなければならない」という条項を定款に規定する。
りそな 13号	
みずほ 13号	
<b>株主提案 10</b>	
三菱UFJ 14号	「当社は、アクティビスト投資家に対する差別的な取扱いを行ってはならず、子会社が差別的な取扱いを行わないよう指導しなければならない」という条項を定款に記載する。
りそな 15号	
みずほ 15号	

出所：各 FG の定時株主総会の招集通知から日興リサーチセンター作成

## ■ 株主提案にグローバル基準で賛成票を投じた国内機関投資家

株主提案 1~4 に関して、対象の機関投資家（17 社）が賛成を行った社数は、各株主提案の最大（株主提案 1 はみずほのみ）で、株主提案 1 が 9 社、株主提案 2 が 7 社、株主提案 3 が 5 社、株主提案 4 が 5 社（図表 2）。日本の機関投資家からこれだけの賛成があったことは注目に値することであると同時に、コーポレートガバナンスをグローバル基準で捉えている機関投資家の姿勢を把握することができた。

株主総会における賛成比率は、株主提案 1~4 が 25~43%程度、株主提案 5~10 が 3~7%と大きな差になっている。これは、海外機関投資家の多くがグローバル基準をコンセンサスに株主提案 1~4 へ賛成票を投じた結果の可能性が高い。それに対して国内の機関投資家は、株主提案 1~4 に関して、7 社は 3FG のすべてに反対した一方で、3FG のすべてに賛成したのは 2 社しかなく、賛成した機関投資家の中でもそれぞれ判断が異なっている。言い換えれば、機関投資家の間で企業に求めるコーポレートガバナンスのレベルについてコンセンサスが十分に整っていない状況にある。

図表 2 3FG の株主提案への対象機関投資家（17 社）の賛成社数と株主総会での賛成比率

		賛成票の機関投資家数(17社中)			株主総会での賛成比率		
		三菱UFJ	りそな	みずほ	三菱UFJ	りそな	みずほ
株主提案	1	-	-	9	-	-	43.0%
	2	7	6	6	37.7%	42.9%	35.0%
	3	5	3	3	30.1%	36.9%	25.0%
	4	5	2	3	30.4%	33.4%	27.0%
	5	0	0	0	3.6%	3.8%	7.0%
	6	0	0	0	3.3%	3.1%	6.0%
	7	0	0	0	3.0%	2.8%	6.0%
	8	0	0	0	3.2%	2.9%	6.0%
	9	0	0	0	3.3%	3.2%	6.0%
	10	0	0	0	2.9%	2.8%	6.0%

出所：各 FG の臨時報告書および各機関投資家のホームページなどから日興リサーチセンター作成

## ■ 同じ内容の株主提案にも関わらず賛成票の社数が異なる結果が発生

株主提案 2~4 では、同じ内容の株主提案にも関わらず FG によって賛成票の社数が異なる結果になった（図表 2）。機関投資家の説明文から読み解ける 1 つの要因として、利益相反の観点から ISS の助言に従ったケースと独自の見解で議決権行使を行ったケースとで内容に相違が発生したことが挙げられる。それ以外の理由としては、(1) 議決権行使に携わった担当者によって見解が分かれたこと、(2) 企業とエンゲージメントを行い、納得した上で、株主提案に反対したこと、などが考えられる。例えば、株主提案 3 に関連して、3FG の取締役会議長は、近年、三菱 UFJ は会長、りそなは社長、みずほは社外取締役が務めている。従って、みずほについては、現状や企業との対話などを通じて株主提案に賛成しなかった機関投資家もあるのではないかと推測する。

調査対象の17社で、3FGのグループ金融機関という立場から議決権行使の利益相反が懸念される機関投資家は5社。5社の議決権行使結果を分析すると、3FGの株主提案に対して同様の賛否を行っている、もしくは、自社に関連するFGの株式を保有していないため、今回はグループ金融機関への議決権行使の利益相反という観点から問題となるケースはなかったとみる（なお、前述のISS基準と独自基準とで見解が分かれた機関投資家は、いわゆる銀行系列ではないため、この5社には含まれていない）。

#### ■ 株主提案の議決権行使結果から窺える企業へのメッセージ

前述のように株主提案1~10の株主総会における賛成比率は概ね3~43%、株主提案1~4に限ると25~43%という結果であった。これらの株主提案はすべて定款の変更を求める内容であり、特別決議に該当することから、議決権を行使することができる株主の過半数（1/3以上の割合を定款で定めた場合は、その割合以上であり、3FGとも1/3以上）を有する株主が出席し、出席した株主の2/3以上にあたる賛成が必要となる。従って、株主提案1~10はすべて3FGの株主総会で否決された。

一方、米国では、株主提案議決は、通常の業務ではない事項であるため参考議決となるが、株主の意思表示という意味で、会社側は株主提案議決の結果を重く受け止めると言われている。また、米国で実際に過半数を獲得する株主提案議案は多くはないものの、賛成率が30%を超えた株主提案に対しては、多くの企業が何らかの対応をとると言われてきている（日興リサーチセンター[2016]）。今回、3FGに対して行われた株主提案1~4の賛成率の多くが30%を超えている状況を踏まえると、3FGはそれを国内外の投資家からの重要なメッセージとして認識する必要があると考える。

企業に対する株主提案は、これまで多かったような特定の個人やビジネス上の取引などを引き合いにするものだけでなく、近年、コーポレートガバナンスの観点から提起される内容が増えてきている。今回の調査では、コーポレートガバナンスに関する株主提案に対して、日本でも機関投資家によってはグローバル基準で賛否を判断する行動をとることが確認できた。

米国では提案内容の中身で勝負し、他の機関投資家の賛同を集い、企業改革を推し進めようとするアクティビストが存在感を高めたが、日本でも同様の動きが惹起される可能性がある。最初のきっかけは個人株主、あるいはアクティビストの株主提案でも、投票の多くは国内外の機関投資家によるものであり、機関投資家は議決権行使を通じて企業に対して意思表示を行うことができる。今後、そうした機会が増える可能性があると同時に、そうした株主提案は、機関投資家が企業との有効な対話を行う上での材料にもなると考える。

#### 参考文献

日興リサーチセンター（2016）「米国のESGインテグレーションとシェアホルダー・エンゲージメント」  
<http://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2016/09/download20160801.pdf>

(END)