

コーポレート・ガバナンスが運用リターンに与える影響： 取締役選任を軽視してはならない



2025年9月26日



ボブ・ハー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー

責任投資 コーポレート・ガバナンス ディレクター



取締役選任は、投資家が非効率な取締役会に意見を表明する強力な手段となり得る。

議決権行使に関する議論は、株主提案や役員報酬を巡るものであることが多い。一方、取締役選任は注目されにくい傾向にある。しかし、取締役会は企業の戦略的方向性を監督し、経営陣を監視し、長期的な価値創造に対する説明責任を追求することによって株主の利益を代表する重要な役割を担っているため、取締役選任議決は投資家にとって最も重要な投票行動であると言えるのだ。

取締役選任議決は、経営上のマテリアルなガバナンス問題に意見を表明する強力な手段となり得る。近年、まさにそうした形で投資家が声を上げるケースが増えてい

る。米国の2024年の株主総会シーズンは、取締役会に設置された指名委員会やガバナンス委員会の委員長を務める取締役に対して投じられた反対票が他の取締役と比べ平均で5%多かった([ハーバード・ロー・スクールのサイト](#)(外部サイト)ご参照)。これは、取締役会の構成やガバナンス問題一般について、特定の取締役に責任を求める投資家の意思を反映している。

取締役の独立性や株主権利といった従来からのガバナンス問題に加え、アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では、取締役選任という機会を活用することで、製品の安全・品質から役員報酬、戦略的企業買収に至るまで、企業の幅広い経営課題に対する見解を表明してきた。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2025年8月25日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

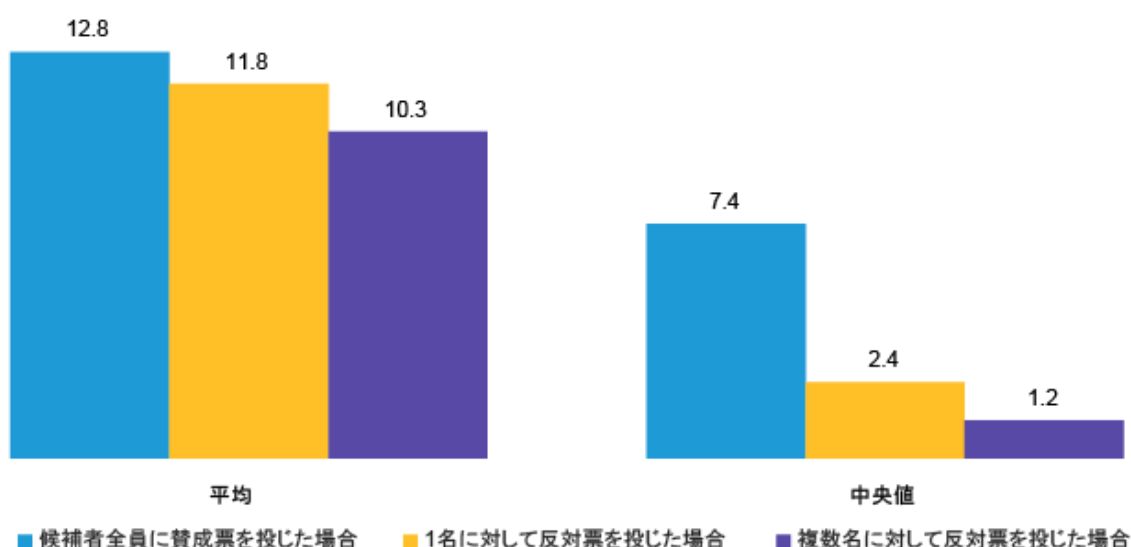
質の高い取締役会は投資パフォーマンス向上に寄与する可能性

ABの議決権行使は常に、優れたガバナンスの促進を通じた投資成果の向上を目指している。企業が同業他社をアンダーパフォームする要因は無数に存在し得るが、ABによる取締役選任議案に対する投票結果(すなわち投資家としての取締役会に対する評価)とその後の株価パフォーマンスとの間には明確な関連性が見られる(以前の記事『[ガバナンスの重要性:議決権行使を](#)

[超えて』](#)ご参照)。

2017年の株主総会シーズン以降、ABが取締役候補全員の選任を支持した米国企業は、一部不支持だった企業と比べると、中央値で見ても平均で見ても、翌年の株価リターンがより高くなっている(図表)。しかも、ほぼ全てのセクターと企業規模にわたり、強く一貫した相関性が見られる。端的に言えば、取締役会がABの運用チームの期待に応えられない場合、それは業績不振の先行指標となることが多いと言える。

【図表】 ABが取締役選任で支持した米国企業はアウトパフォームする傾向
取締役選任投票後のトータル・リターン: ABの議決権行使結果別
2018年1月－2025年6月(年率、%)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

リターンは、株主総会の翌年における個別企業の株式のトータル・リターンに基づきます。企業はABによる議決権行使の結果に基づき分類され(委任状争奪戦を除く)、各グループのリターンは個別銘柄のリターンを等加重平均しています。2017年から2024年までの入手可能な米国議決権行使データに基づく17,864の企業・年次データに基づきます。なお、取締役候補全員支持は合計9,704件、1名反対は4,845件、複数反対は3,115件でした。

2025年6月30日まで

出所:インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシズ(ISS)、インターナショナルデーターコーポレイション(IDC)、AB

こうした結果は、取締役会が機能しているかどうか投資判断における重要な要素であり、取締役選任は投資家にとって最も重要な意思表明法の一つであるというABの信念を裏付けるものだ(以前の記事『[マテリアリティに基づくESG分析は、引き続き重要](#)』ご参照)。

取締役会を効果的にする要素とは？

取締役会は、経営陣のパフォーマンス、構成、報酬を監督する上で極めて重要である。また、企業の事業や業績に対するリスクを管理するためにも、効果的な取締役会が不可欠だ。究極的には、上場企業の取締役は経営陣が全株主の経済的利益最大化のために行動することを求める責任を負う。また、効果的なガバナンスは、経営陣と株主の連携が不可欠な経営再建の局面で最も顕著に現れることが多い。

企業や業種を問わず、効果的な取締役会は、そのメンバー構成、組織構造、そして行動によって定義される。取締役会の構成が優れたものであるためには、過半数が独立した監督者であり、多様なスキルと経歴を持っていることや(以前の記事『[取締役会も年齢を気にしよう](#)』ご参照)、出席問題や過度な外部活動がないことなどが求められる。取締役会における正式な委員会、議決基準、年次取締役選任といった構造的なメカニズムは、説明責任を果たす上で欠かせない。そして、取締役会はその行動によってその価値を示す。つまり、報酬と業績の連動、規律ある資本配分、株主との対話といった経営上の課題の推進である。

当然ながら、全ての取締役会がこれらの基準を満たすわけではない。取締役会の構造や行動が投資家の利益最大化と非整合的であると判断した場合、ABでは顧

客投資家に対する自らの受託者責任を果たすために、当該企業の担当取締役の説明責任の遂行を求めることもある。

実際にはどのように機能するのか？例えば、ある米国の大手銀行に関し、不正行為、リスク管理の失敗、職場での不適切な行為、株主との広範な利益不一致といった過去のガバナンス上の欠陥を認識したケースを見てみよう。ABでは、取締役会及び経営幹部と複数年にわたってエンゲージメント*を行うとともに、関連する取締役の選任に対して一貫して反対票を投じ続けた。最終的に、この銀行は経営陣のインセンティブ設定の改善に加え、より大規模な企業カルチャー改革の一環として監督メカニズムの改善を実施した。

*ABは、エンゲージメントを行うことが顧客の金銭的利益に資すると判断する場合にエンゲージメントを行います。

本記事に用いられたリサーチには、著者以外にも投資スチュワードシップ担当アソシエイトのランドン・シェイと、投資スチュワードシップ・アナリストのコール・ムーアが貢献しています。

取締役選任を投資に役立てる

突き詰めれば、投資家はただひとつのシンプルな問いかけに立ち返ることができる。すなわち、「この企業の実績は株主が求める成果を上げているか？」ということだ。ABのリサーチでは明確な関連性が示されている。期待外れの取締役会が期待外れの結果をもたらす傾向があるし、全面的に支持できる取締役会が優れたパフォーマンスを達成している。

投資家による監視を自覚している時、取締役会が最もうまく機能する。取締役選任議決は、あまりメディアの話題には上らないかもしれないが、投資家の声が最も効果を発揮する重要な意見表明の場なのだ。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

● お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。