

## 2021年6月株主総会と議決権行使

### —コロナ対応、環境関連の株主提案への対応に特色が見られた—

西山 賢吾

#### ■ 要 約 ■

1. 2021年6月株主総会では、取締役選任議案で否決事例なども見られたが、主要議案では賛成率が上昇しているものも多く、全体としてはあまり波乱は見られなかった。新型コロナウイルス感染症の影響が続く中、機関投資家のスタンスは基本昨年と変わらず「緩和的」であったが、手元現預金の水準に関する基準では通常の見方を取る機関投資家も出るなど、対応に変化が見られた。
2. 環境関連の株主提案数は2020年6月株主総会時より増加した一方、賛成率は昨年を下回った。これは、会社側の環境関連への取り組みや開示の姿勢に対し一定の評価を行う一方、株主提案が求める定款変更の必要はないと考えた株主が多かったためと考えられる。
3. 個人投資家の議決権行使動向をアンケート調査から見ると、議決権行使割合は上昇傾向にある一方、株主総会の全議案に賛成した個人投資家も増えていた。この結果からは、基本的に個人投資家は保有先企業に対するロイヤルティ（愛着）が高いと見られる。安定株主が減少する中、株主総会で賛否が拮抗する場面では個人株主の動向が鍵を握る局面もあり、普段から彼らに対し会社側の考えや姿勢を明確に示すことは重要である。
4. 議決権行使における2022年以降の注目点は、①コーポレートガバナンス・コード改訂や東証市場改革への対応（社外取締役の増員等）、②環境関連での開示要請や議決権行使基準への取入れ、③政策保有株式の議決権行使への取入れ、④形式的ではない「実質」的な判断や評価の議決権行使（基準）への反映、などがある。また、環境関連においては国際的なイニシアティブに対する企業の対応への評価が今後の課題であろう。

#### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 西山賢吾「「コロナの影響」を考慮し、「コロナ後」を展望した2020年6月株主総会」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年秋号。
- ・ 西山賢吾「2021年日本のコーポレートガバナンス改革の注目点」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年冬号。
- ・ 西山賢吾「3分の2を超えた日本の純投資家保有比率—「緊張感を孕んだ相互信頼関係」の構築が重要に—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年夏号。

# I 全体的には大きな波乱の見られなかった2021年6月株主総会

## 1. 2021年6月株主総会主要議案の状況

### 1) 会社法改正対応から役員関連議案が増加

本稿では Russell/Nomura 日本株 Large インデックス<sup>1</sup>構成企業（350社）のうち3月期決算の企業（6月株主総会実施企業）265社を対象として、対象企業が臨時報告書において開示している株主総会の主要議案の賛否の状況を中心に見ていく。

図表1は、2021年6月開催の株主総会の主要議案の上程状況である。これを2020年6月と比較すると、役員報酬関係（除く役員賞与支給、役員退職慰労金贈呈）の上程企業の割合が、20.3%から34.7%に上昇していることが目に付く。

この理由として考えられるのは2021年3月に施行された会社法の改正である。今回の改正では役員報酬の決定方法などに関係した法律が一部改正され、これに対応するために従来の役員報酬に関する内部規定の見直しなどを行い、その内容を株主総会の上程議案とした企業が一定数存在した。

一方、監査役選任議案の上程割合は49.1%から38.9%に低下したが、これは、監査役の任期が4年であることや、これまでも当該議案の上程社数の多い年と少ない年が存在するという傾向があり、2021年は上程社数の少ない年に該当したためである。その他の議案の上程傾向は、概ね昨年と大きな違いはなかった。

図表1 株主総会主要議案の上程状況

議案	上程社数 (社)	対象企業数 に対する割合	2020年6月 総会での上程 社数	2020年6月 総会での上程 割合
取締役選任	259	97.7%	260	95.9%
剰余金処分(配当など)	176	66.4%	179	66.1%
監査役選任	103	38.9%	133	49.1%
役員報酬関係(除く役員賞与支給、役員退職慰労金贈呈)	92	34.7%	55	20.3%
定款変更	56	21.1%	52	19.2%
監査等委員選任	46	17.4%	37	13.7%
補欠監査役選任	43	16.2%	45	16.6%
役員賞与支給	21	7.9%	23	8.5%
補欠監査等委員選任	14	5.3%	19	7.0%
株主提案	10	3.8%	12	4.4%
会計監査人選任	6	2.3%	4	1.5%
役員退職慰労金の贈呈、打ち切り支給	4	1.5%	2	0.7%
買収防衛策	3	1.1%	2	0.7%

(注) 対象企業数は、2020年271社、2021年265社。

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> Russell/Nomura 日本株インデックスは、全上場銘柄のうち浮動株調整時価総額上位98%をカバーするインデックスで、構成銘柄数は1,600(2020年11月時点) 定期入れ替えは年1回(11月下旬)。Large Cap インデックスは、Total Market インデックスの浮動株調整時価総額上位約85%の銘柄で構成される。

## 2) 一部会社提案否決事例もあったが、全体的には波乱の少ない株主総会

2021年6月に開催された株主総会においては、会社提案の取締役選任議案が否決されたり、気候変動に関連した株主提案が出された企業が増えたりするなど、耳目を集めた事例も見られた。しかし、全体的に見れば、企業側と株主との間の意見の相違が表面化する事例は比較的少なく、大きな波乱もなく終了した株主総会が多かった印象である。

図表2は分析対象企業の主要議案の賛成率と、賛成率のばらつきを示す標準偏差について、2021年6月株主総会と2020年6月株主総会の結果を示したものである。

これを見ると、議案数の最も多い取締役選任議案や監査等委員選任議案などでは2021年6月の方が賛成率は高い一方、監査役選任議案や定款変更議案などでは2020年6月の方が賛成率は高かった。しかし、大部分の議案において賛成率の変化は小幅であった。また、役員退職慰労金の贈呈や買収防衛策関連議案の賛成率は他の議案に比べ賛成率が低いという特徴にも変化はなかった。以上から考えると、機関投資家を始めとした株主の各上程議案に対する判断が大きく変化することはなかったといえるであろう。

図表2 株主総会主要議案賛成率の状況

議案	2021年6月総会		2020年6月総会	
	平均賛成比率	標準偏差	平均賛成比率	標準偏差
取締役(社内)	96.2	4.1	95.7	4.5
取締役(社外)	96.1	6.7	95.8	6.2
取締役合計	96.1	5.3	95.8	5.2
監査役(社内)	96.4	2.8	96.7	2.9
監査役(社外)	95.4	8.0	95.8	7.0
監査役合計	95.8	6.5	96.1	5.7
監査等委員(社内)	95.2	2.7	93.6	3.7
監査等委員(社外)	95.1	7.7	94.5	7.2
監査等委員合計	95.1	6.6	94.2	6.3
補欠監査役合計	99.4	0.8	98.1	4.0
補欠監査等委員合計	99.0	2.2	95.0	10.5
定款変更	97.0	5.1	99.0	1.3
剰余金処分	98.7	2.3	98.8	2.0
役員賞与支給	97.3	3.9	97.4	5.5
役員報酬関連(除く役員報酬、退職慰労金関連)	97.0	5.5	97.0	4.2
会計監査人選任	98.9	0.7	99.6	0.3
役員退職慰労金贈呈	76.8	6.9	81.9	13.0
買収防衛策	66.9	9.1	64.0	14.4
主要議案単純平均	94.0	4.8	93.1	5.5

(注) 対象企業数は、2020年271社、2021年265社。

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

### 3) 機関投資家の、新型コロナの影響を考慮した議決権行使姿勢に変化

2020年6月の株主総会においては、議決権行使助言会社の助言方針や機関投資家の議決権行使基準においても、新型コロナウイルス感染拡大の影響を考慮し、本来の基準を一部緩和する動きが見られた。新型コロナウイルスを巡る状況（感染状況など）は大きく変化することがなかったことから、2021年6月の株主総会においても、各機関投資家ともこれを考慮した議決権行使のスタンスが継続した。

しかし、業種や企業によってその影響に差が生じてきたことや、昨年と比べ流動性の状況が企業の資金調達等に与える懸念が薄らいできたことなどから、現預金の保有といった流動性や資本効率性に関連する基準については、本来の基準に戻す動きも見られた。

例えば、野村アセットマネジメントでは、取締役選任議案において、会長や社長など経営トップの取締役選任に反対する要件の中で、業績に関する基準は昨年と同様に運用停止を継続したが、取締役選任議案に関する剰余金処分基準や、剰余金処分議案における株主還元基準については通常の運用に戻した。また、大和アセットマネジメントでも、各種基準における手元流動性関連の条件については通常の判断方針とするなどの動きが見られた。

以下2~4においては、2021年6月における議決権行使で特色のあった議案を取り上げて述べる。

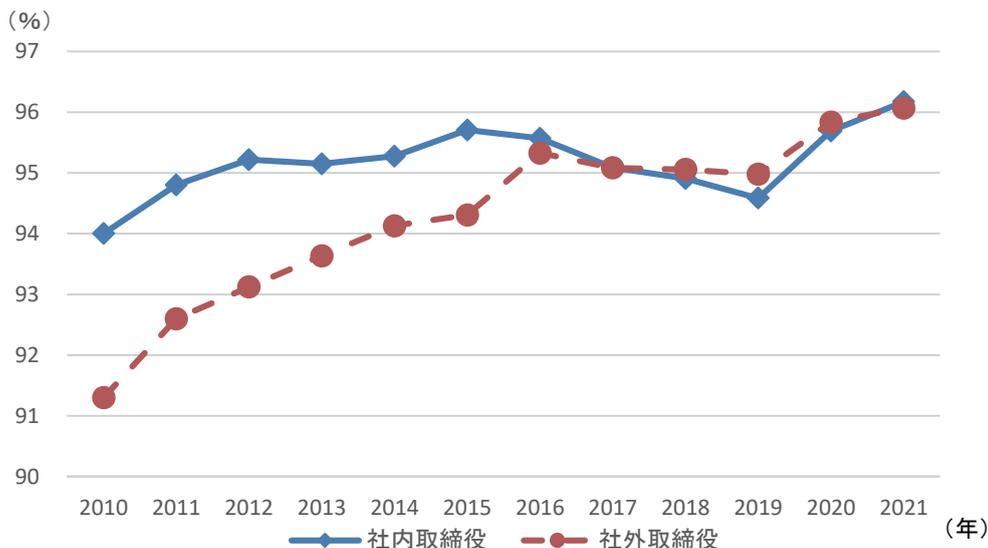
## 2. 取締役選任議案の状況

### 1) 平均賛成率で4年ぶりに社内取締役が社外取締役を上回る

取締役選任議案においては、1で述べたように機関投資家の議決権行使において新型コロナウイルス感染拡大による影響を考慮した、従来より緩和的な姿勢をとっていることもあり、社外取締役の平均賛成率が2020年の95.8%から2021年は96.1%に、社外取締役以外の取締役（以下、社内取締役）の平均賛成比率は95.7%から96.2%にそれぞれ上昇した。さらに、2017年以来5年ぶりに社内取締役の賛成率が社外取締役の賛成率を上回った（図表3）。

社内取締役に関しては、経営トップの取締役選任への反対が増えてきた一方、社外取締役は以前に比べ独立性の高い候補者が増えたため、社内取締役の平均賛成率の方が社外取締役に比べ低い状況が続いていた。2021年は、社外取締役の選任議案で2例の否決が見られたことが、5年ぶりに社内取締役と社外取締役の平均賛成率が逆転した要因と考えられる。実際に否決された2例を除くと、2021年も引き続き社内取締役の平均賛成率が社外取締役の平均賛成率を下回っている。

図表3 5年ぶりに社内取締役の賛成比率が社外取締役の賛成比率を上回る



(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

## 2) 賛成率が相対的に低い経営トップの数は減少

経営トップの取締役選任議案には機関投資家を始めとした株主の当該企業に対する信認の度合いが示されていると考えられ、それ故に重要度の高い議案である。

図表4は、今回分析対象とした企業の中で経営トップの取締役選任議案の賛成率が80%未満であったものであるが、その数は10例と、2020年6月株主総会の13例に比べ少なくなった。

図表4 取締役選任議案の賛成率80%未満であった経営トップ

該当事例企業の所属業種 (東証33業種)	役職	賛成率 (%)	賛成比率が低いと推定される理由
不動産業	取締役会長	55.4	社外取締役員数
医薬品	代表執行役CEO	67.3	総会にかけない買収防衛策
情報・通信業	代表取締役会長	74.4	社外取締役員数
情報・通信業	代表取締役社長	75.4	社外取締役員数
銀行業	代表取締役社長	76.6	低ROE
電気機器	代表取締役社長兼CEO	77.4	不祥事
卸売業	代表取締役社長	77.7	不祥事
不動産業	代表取締役社長	77.9	社外取締役員数
建設業	代表取締役会長	78.9	ファンドが10%強保有
電気機器	代表取締役社長	79.3	株主還元不十分

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

賛成率が低くなった理由として考えられるのは、まず社外取締役の員数である。社外取締役の員数については、国内系の機関投資家では多くが複数の選任、そして支配株主の存在など一定の場合には3分の1以上の選任を求めている。一方、海外の投資家では全ての企業に対し3分の1以上の社外取締役の選任を求めるところも少なくない。さらには社外取締役の員数が一定の数を超える場合には通常の基準よりも多数の社外取締役の員数を求める機関投資家も存在する。

その他には、ROE（自己資本純利益率）が一定水準（例えば5%）を下回る企業や買収防衛策に関連した事項（新規導入や更新など）を株主総会にかけない企業、また、不祥事のあった企業などで、経営トップの取締役選任議案の賛成率が低くなる傾向が見られている。

### 3) 独立性の観点から賛成率の低くなる社外取締役候補

図表5は、取締役選任議案（監査等委員の選任を含む）において賛成率が70%未満であった事例を示したものである。

2021年6月の株主総会においては、電気機器に属する企業において、社外取締役の選任で2例、否決事例があった。この2例はそれぞれ、監査委員と取締役会議長（指名委員会委員長を兼任）であった社外取締役で、当該企業で発生した不祥事において責任があると判断し、社外取締役選任議案に反対した株主が多かったと考えられる。

その他、賛成比率が低かったものとして、社内取締役では図表4で示した社外取締役の員数不足や、株主総会にかけない買収防衛策を有している企業の経営トップが入っている。一方社外取締役では、主要株主やメインバンク出身者、在任期間が長期にわたるなど、独立性に懸念があると株主が判断した候補者の賛成率が低かった。

図表5 賛成率70%未満であった社内・社外取締役選任議案

該当事例企業の所属業種 (東証33業種)	賛成比率 (%)	賛成比率が低いと推定される理由	備考
電気機器	25.3	不祥事	社外取締役(独立)
電気機器	43.7	不祥事	社外取締役(独立)
不動産業	55.4	社外取締役員数	取締役会長
電気機器	56.3	不祥事	社外取締役(独立)
電気機器	64.7	メインバンク出身	社外取締役
電気機器	66.3	不祥事	社内取締役
医薬品	67.3	総会にかけない買収防衛策	代表執行役CEO
情報・通信業	67.3	主要株主企業出身	社外取締役
情報・通信業	67.7	主要株主企業出身	社外取締役
電気機器	68.0	不祥事	社外取締役(独立)
化学	69.3	在任期間(20年)	社外取締役(独立)
情報・通信業	69.8	出身元とアドバイザー契約	社外取締役

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

### 3. 「バーチャルオンリー総会」を可能にする定款変更では賛成率が低い事例も

定款変更議案は一般的に賛成率の高い議案が多いが、2021年6月の株主総会においては、「バーチャルオンリー総会を可能にする」という定款変更議案においては賛成率が低い事例が見られた（図表6）。

「バーチャルオンリー総会」とは、開催場所を定めずに株主総会を開催するものである。会社法上株主総会の開催にあたっては開催場所を定める必要があるが、2021年6月に「産業競争力強化法等の一部を改正する等の法律」が施行され、この中で、一定の要件を満たし、経済産業大臣及び法務大臣の確認を受けた上場会社は、バーチャルオンリー総会を開催することができるようになった。6月開催の株主総会において上程議案を示す際には、まだ法案の審議中であったが、法案の可決を先取りしてバーチャルオンリー総会を可能にするための定款変更議案を上程した企業も見られた。

一方、詳細が明確ではなく、また、実務がまだ確立していない中、バーチャルオンリー総会に対し、質問の制限など、株主権が制限される懸念を示した議決権行使助言会社や機関投資家が一定数存在したことが、賛成率が相対的に低かった理由と考えられる。

図表6 賛成率の低かった定款変更議案

該当事例企業の所属業種 (東証33業種)	賛成比率 (%)	内容
銀行業	77.6	バーチャルオンリー総会を可能にする
金属製品	83.0	バーチャルオンリー総会を可能にする
サービス業	85.9	バーチャルオンリー総会を可能にする

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

### 4. 環境関連の株主提案の賛成率は昨年を下回った

今回分析対象とした企業の中で2021年6月開催の株主提案のあった企業は10社、62議案であり、平均賛成比率は9.5%であった。また、賛成比率10%未満の議案は41件（全議案の66.1%）あった。2020年6月は12社、75議案、平均賛成比率は12.3%であったことから、株主提案のあった企業、議案数、そして平均賛成率はいずれも2020年6月開催の株主総会を下回った。

図表7は20%以上の賛成を集めた株主提案である。この中でも注目を集めたのが環境関連の株主提案である。わが国においては昨年の株主総会において本格的な環境関連の株主提案「パリ協定の目標に沿った投資のための経営戦略を記載した計画の開示」が金融業に属する企業に出され、34%の賛成を集めた。これを受けて、2021年6月開催の株主総会で

図表 7 賛成率 20%以上であった株主提案

該当事例企業の 所属業種 (東証33業種)	内容	賛成比率 (%)
電気・ガス業	取締役の報酬開示	37.1
電気・ガス業	委託報酬等の開示	31.6
電気・ガス業	執行役の報酬開示	28.8
電気・ガス業	報酬個別開示と業務内容検証	28.1
銀行業	有価証券報告書の早期提出	27.6
電気・ガス業	相談役、顧問等の廃止	26.6
銀行業	パリ協定の目標に沿った投融資を行うための経営戦略を記載した計画の策定、及び開示	22.7
電気・ガス業	株主総会議事録の正確な記載と開示	21.3
電気・ガス業	経営の透明性の確保	21.2
卸売業	パリ協定の目標に沿った事業活動のための事業戦略を記載した計画の策定、及び開示	20.0

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

は分析対象企業中 2 社で環境関連の株主提案が出された。金融業に属する企業に対し「パリ協定の目標に沿った投融資を行うための経営戦略を記載した計画の策定、及び開示」、そして、卸売業に属する企業へ「パリ協定の目標に沿った事業活動のための事業戦略を記載した計画の策定、及び開示」という提案が出された。

結果を見ると、金融業に属する企業では賛成率が 22.7%、卸売業に属する企業では 20.0%と、いずれも昨年の賛成率を下回った。この理由として考えられる点については 5 で述べる。

## 5. 注目議案に対する機関投資家の対応

2021 年 6 月開催の株主総会において注目された、図表 5 に示した電気機器に所属する企業の社外取締役（取締役会議長）の取締役選任議案と、図表 7 に示した金融業と卸売業に所属する企業に提出された環境関連の株主提案について、機関投資家がどのような判断を行ったのかを図表 8 で見てみる。なお、図表 8 には参考として 2020 年 6 月株主総会に提出された環境関連の株主提案についても示した。

図表 8 に示した機関投資家のうち A～E は国内系アセットマネジメント会社、F と G は信託銀行と信託銀行系アセットマネジメント会社、H と I は生命保険会社、そして J～L は外資系のアセットマネジメント会社である。

図表 8 を見ても分かるように、各議案とも機関投資家によって賛否が分かれている。社外取締役選任議案については、同社の不祥事に際し、取締役会議長として責任があるとの判断で反対の意思決定をした機関投資家と、取締役会議長まで辞任することになると、当

図表8 注目議案に対する機関投資家の賛否の状況

総会開催年月	2021年6月	2021年6月	2021年6月	2020年6月	
所属業種	電気機器	金融業	卸売業	金融業	
議案の内容	取締役(社外)選任議案	株主提案(環境関連)	株主提案(環境関連)	株主提案(環境関連)	
機関投資家	A	反対	賛成	反対	賛成
	B	反対	反対	反対	反対
	C	反対	反対	反対	反対
	D	賛成	反対	賛成	賛成
	E	反対	賛成	賛成	賛成
	F	賛成	反対	反対	反対
	G	反対	反対	反対	反対
	H	賛成	反対	反対	反対
	I	賛成	反対	反対	反対
	J	賛成	反対	反対	反対
	K	反対	反対	賛成	-
	L	反対	反対	反対	-
賛成率	43.7%	22.7%	20.0%	34.0%	
可決/否決	否決	否決	否決	否決	

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

該企業が不祥事からの回復を図る上で影響が出る可能性があるとの判断で賛成をした機関投資家に分かれたと考えられる。

一方、環境関連の株主提案については、賛否を判断するポイントは2つあったと考えられる。一つは会社側の対応である。パリ協定のような国際的なイニシアティブに対し独自の方針を策定し、これらを積極的に公表、説明を行ったことに関し、一定の評価がされたと考えられる。

もう一つは株主提案における定款変更議案に対する機関投資家の対応である。役員報酬の個別開示に代表されるように、個別開示という内容自体には賛成であるが、それを個別企業の定款に定めることについては慎重な姿勢をとる機関投資家が多い。ただし、提案内容がパリ協定のような国際的なイニシアティブに沿ったものであり、かつ、過度に会社の活動を制限するものでなければ株主提案に賛成する機関投資家も見られるようになってきた。そのことが、2020年6月開催の株主総会で上程された株主提案が34%の賛成を集めた理由と考えられる。

今回は、会社側の国際的なイニシアティブへの対応及びその内容についての説明や開示の姿勢を評価し、定款変更まで行う必要性には乏しいとの判断で株主提案に反対した機関投資家が多く、賛成率が 2020 年 6 月に上程された環境関連の株主提案より低くなったと考えられる。

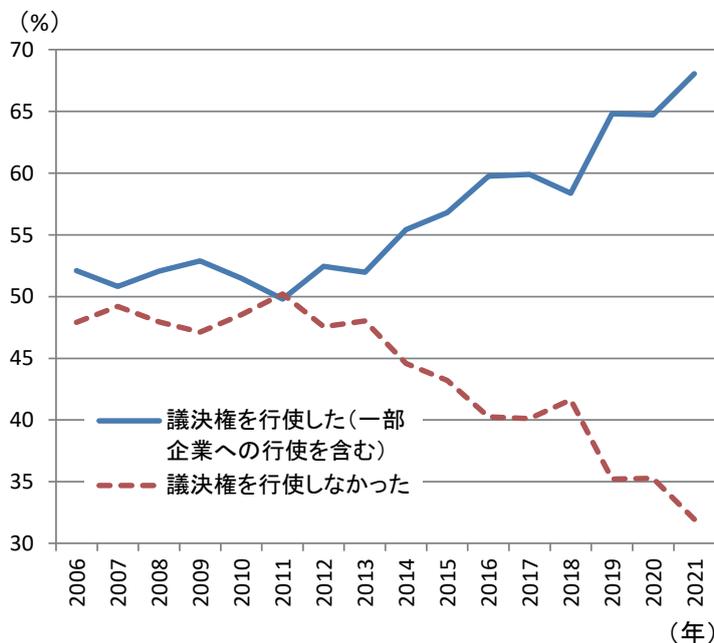
## Ⅱ 個人投資家の議決権行使状況

### 1. 個人投資家の議決権行使割合は上昇傾向

個人投資家の議決権行使状況については、野村証券が定期的を実施する個人投資家へのアンケート調査「ノムラ個人投資家サーベイ<sup>2</sup>」から見ていく。

まず、個人投資家の議決権行使割合についてである。議決権を行使した（保有する企業の一部企業に対する議決権行使を含む）個人投資家の割合は、調査を開始した 2006 年から 2013 年頃までは、「議決権を行使しなかった」との回答割合とほぼ拮抗していたが、2014 年以降は「議決権を行使した」との回答割合がほぼ継続的に上昇し、2021 年調査では 68%となった。これを見ると、個人投資家の議決権行使への関心が高まってきていることが分かる（図表 9）。

図表 9 議決権を行使する個人は増加傾向



(注) 回答者数は1,000人。

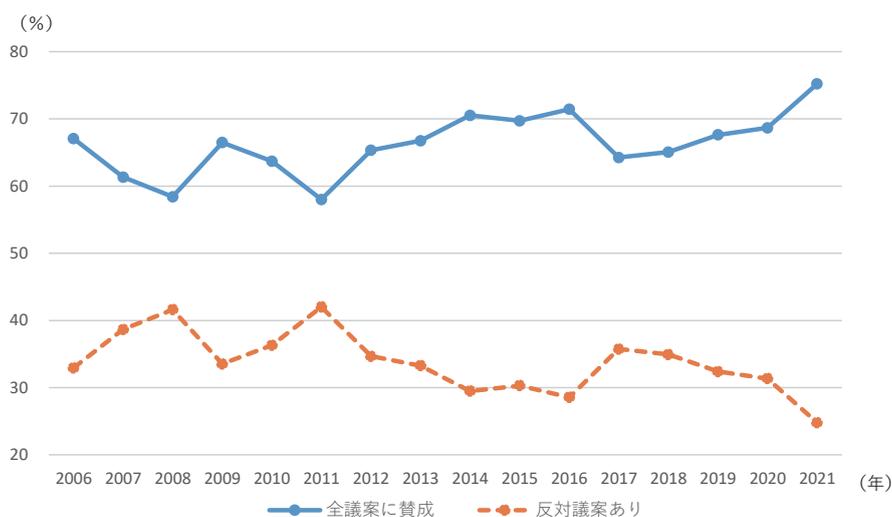
(出所) 野村証券「ノムラ個人投資家サーベイ」より野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> 調査結果の詳細や調査手法については、<https://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/nsc/20210916/20210916.pdf>を参照。

## 2. 「上程全議案に賛成」との回答割合が約4分の3

次に、議決権を行使した回答者に対し、主要議案への賛否状況について尋ねた。その結果については図表10に示したが、これを見ると、2021年6月株主総会においては「全議案に賛成」との回答割合が調査開始以来最高の75.2%となった。また、反対した議案については図表11に示したが、「剰余金の処分（配当）」、「取締役・監査役（監査等委員会設置会社の監査等委員を含む）の選任」、「役員報酬の決定」であり、各年で順位の違

図表10 「全議案に賛成」の個人が約75%に



(注) 「議決権を行使した（一部企業への行使を含む）」との回答者が対象。  
(出所) 野村証券「ノムラ個人投資家サーベイ」より野村資本市場研究所作成

図表11 主要議案の反対割合の推移

	2017年 (%)	2018年 (%)	2019年 (%)	2020年 (%)	2021年 (%)
全議案に賛成	64.2	65.1	67.6	68.7	75.2
反対議案あり	35.8	34.9	32.4	31.3	24.8
剰余金の処分(配当)	14.2	16.3	12.5	13.3	10.3
取締役・監査役(監査等委員会設置会社の監査等委員を含む)の選任	10.9	9.4	11.3	9.7	8.0
役員報酬の決定	14.0	11.8	11.5	10.6	8.5
買収防衛策	2.7	4.6	2.8	2.7	2.1
ストックオプションの付与	6.9	5.4	6.8	4.3	3.0
役員退職慰労金の決定	12.2	10.4	10.1	9.4	7.2

(注) 反対議案は複数回答。  
(出所) 野村証券「ノムラ個人投資家サーベイ」より野村資本市場研究所作成

いは見られるが、この3議案は継続して反対議案の上位3位内に入っている。一方、買収防衛策関連議案に対する反対は相対的に低い。機関投資家の多くが買収防衛策に対し反対の姿勢であるが、個人投資家は買収防衛策の導入や更新に関し、比較的寛容な姿勢であることが分かる。

### 3. 基本的には個人投資家の保有企業へのロイヤルティは高い

このアンケート調査の結果からは、個人投資家は会社提案の全てに賛成する割合が高く、その意味で「基本的に個人投資家は保有先企業に対するロイヤルティ（愛着）が高い」と考えられる。また、アンケート調査の結果を見ると、議決権行使への関心も高まっていると見られる。こうした特徴を見ると、いわゆる安定株主が減少する中、個人投資家を新たな安定株主として増やしたいと考える企業は少なくないであろう。しかし、確かに個人投資家は保有先企業へのロイヤルティは高いものの、基本的には値上がり益や配当などを求める純投資家と考えられることや、反対議案の中では取締役選任議案が常に上位にあることには留意が必要である。株主総会で賛否が拮抗する場面では個人株主の動向が鍵を握る局面もあり、普段から彼らに対し、会社側の考えや姿勢を明確に示すことは重要である。

## III 議決権行使を巡る 2022 年以降の注目点

### 1. コーポレートガバナンス・コードや東証市場改革への対応

議決権行使に関する 2022 年以降の注目点としては<sup>3</sup>、まず、コーポレートガバナンス・コード改訂や東京証券取引所（以下東証）の市場改革への対応が挙げられる。

今回の改訂においては、東証の市場改革に伴い 2022 年 4 月からスタートするプライム市場において、他の市場（スタンダード、グロース市場）に比べより高いコーポレートガバナンスの水準を要請している点と、環境や社会に関連するサステナビリティを巡る課題への取り組みが明示されたことが特徴といえる。

機関投資家の議決権行使基準の改訂に関連する 1 点目は、社外取締役の増員である。前述のように、社外取締役に関する議決権行使基準は現在、「独立性の高い社外取締役を複数、委員会型（指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社）や支配株主が存在する会社にはそれ以上（例えば 3 分の 1 以上）」の選任を求める国内機関投資家が多いように見受けられ、全ての上場企業に 3 分の 1 以上の社外取締役を求める国内機関投資家はまだ少数である。

一方で、今回のコーポレートガバナンス・コードの改訂により、独立性の高い社外取締役を、プライム市場に上場を予定している企業に対しては 3 分の 1 以上、必要に応じて過半数（他の市場は従来通り複数、必要に応じて 3 分の 1 以上）の選任を求めている。さら

<sup>3</sup> 野村アセットマネジメントの議決権行使基準改定を、一例として本稿末尾に付したので、参照されたい。

図表 12 コーポレートガバナンス・コードの主な改訂点

<p>1.取締役会の機能発揮</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・プライム市場上場企業において、独立社外取締役を3分の1以上選任(必要な場合には、過半数の選任の検討を義務)</li> <li>・指名委員会・報酬委員会の設置(プライム市場上場企業は、独立社外取締役を委員会の過半数選任)</li> <li>・経営戦略に照らして取締役会が備えるべきスキル(知識・経験・能力)と、各取締役のスキルとの対応関係の公表</li> <li>・他社での経営経験を有する経営人材の独立社外取締役への選任</li> </ul>
<p>2.企業の中核人材における多様性の確保</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・管理職における多様性の確保(女性・外国人・中途採用者の登用)についての考え方と測定可能な自主目標の設定</li> <li>・多様性の確保に向けた人材育成方針・社内環境整備方針をその実施状況とあわせて公表</li> </ul>
<p>3.サステナビリティを巡る課題への取組み</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・プライム市場上場企業において、TCFD 又はそれと同等の国際的枠組みに基づく気候変動開示の質と量を充実</li> <li>・サステナビリティについて基本的な方針を策定し自社の取組みを開示</li> </ul>
<p>4.上記以外の主な課題</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・プライム市場に上場する「子会社」において、独立社外取締役を過半数選任又は利益相反管理のための委員会の設置</li> <li>・プライム市場上場企業において、議決権電子行使プラットフォーム利用と英文開示の促進</li> </ul>

(出所) 東京証券取引所「改訂コーポレートガバナンス・コードの公表」(2021年6月11日)

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20210611-01.html> より野村資本市場研究所作成

に、同市場に上場を予定している上場子会社については独立性の高い社外取締役を過半数(他の市場は3分の1以上)選任することを求めている(満たさない場合には利益相反管理のための委員会の設置を要請)。こうした中で、社外取締役の増員(3分の1以上の社外取締役を置くことを基本とする)を検討する際に、プライム市場に上場を予定する企業に対してのみ増員を求めるのか、すべての上場企業に対して求めるかどうかについて、機関投資家によって分かれる可能性が考えられる。

プライム市場のみに3分の1以上の社外取締役の設置を求める理由としては、①コーポレートガバナンス・コードでの要請である、②プライム市場で要請される要件を満たさないことからスタンダード市場やグロース市場を選択する企業に対し、プライム市場に求められる基準を求めるのは負担が大きい、などが考えられる。

一方、すべての上場企業に対し3分の1以上の社外取締役の設置を基本とする理由としては、①モニタリング・ボード型の取締役会への移行が進んでいる、あるいは移行をさらに促進する必要がある、②今回、TOPIX(東証株価指数)の構成銘柄は市場区分とは切り離されるが、特にパッシブ運用を行う際のベンチマークは当面は従来通り TOPIX であるため、議決権行使の対象としている企業に対し、異なる基準を要請することは適切ではない、などが考えられる。

なお、議決権行使助言会社のISSでは2022年2月以降に開催される株主総会において、上場区分に拘わらず全ての企業において社外取締役の割合が3分の1未満の場合、経営トップである取締役選任議案に反対推奨を行うことを予定している。

## 2. 環境・社会関連での開示要請や議決権行使基準への取入れ

2点目は、環境や社会といったサステナビリティに関連する課題への対応である。今後環境や社会課題に関連する株主提案が増える可能性が潜在的に高いが、我が国においてはこれらの株主提案は定款変更議案として上程されることが一般的である。こうした中、例えば国際的なイニシアティブに沿った内容を求め、かつ企業の活動を過度に縛るような内容ではない限りにおいては、定款変更議案であってもこれを肯定的に捉える動きがさらに広がってくるかどうか注目される。これに加え、こうした議案に対する賛成要件といった対応方針をあらかじめ定める動きも進む可能性も考えられる。環境関連、特に気候変動関連の情報開示において、企業の自発的な開示から、法定開示などのルール化を進める動きがここ1~2年の間に加速化している中では、企業の開示内容に対する評価なども課題となるであろう。

## 3. 政策保有株式の議決権行使への取入れ

今回のコーポレートガバナンス・コードの改訂においては、政策保有株式に関する改訂項目はなかった。その一方で、議決権行使助言会社においては、政策保有株式の保有量に上限を設定する議決権行使助言方針の改定が行われている。

議決権行使助言会社のグラス・ルイスでは、2021年に開催される株主総会から、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の「貸借対照表計上額の合計額」が純資産と比較して10%を超える場合、会長（会長職が存在しない場合、社長等の経営トップ）に反対助言とする。」との基準を設定した。ただし、「政策保有株式が純資産に対して10%を超える場合であっても、政策保有株式が毎年減少していると確認できる場合等、反対助言を見送る場合がある。」として、企業に対し政策保有株式の情報に関する積極的な情報開示を求めている。

また、議決権行使助言会社のISSでは2022年2月以降に開催される株主総会より、政策保有株式（保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式）の貸借対照表計上額の保有額が純資産の20%以上の場合、経営トップである取締役選任議案に反対推奨することを予定している。

外資系の機関投資家においては議決権行使助言会社と同様に政策保有株式の総量に関する議決権行使基準を設ける動きもあるもようだが、国内の機関投資家においては議決権行使助言会社と同じような基準を設定することについては、現在のところ消極的である。その理由としては、企業の政策保有を含む株式保有の状況は有価証券報告書に記載されてい

るが、現在のところ有価証券報告書を株主総会の開催後に公表する企業が大多数であるため、議決権を行使する段階では最も新しい政策保有株式のデータを入手できないことが挙げられる。因みにグラス・ルイスやISSも、政策保有株式のデータは前年（例えば2021年6月株主総会であれば2020年3月期決算の有価証券報告書に記載されたデータ）のものを用いている。

現状では有価証券報告書を株主総会の前に公表する動きが急速に進む可能性は低いと考えられる。機関投資家において、政策保有株式は引き続きエンゲージメントの主要テーマの一つとして取り扱われ、その保有合理性を中心に議論することになるであろう。

#### 4. 「実質」的な判断や評価の議決権行使（基準）への反映

機関投資家、特に国内系の機関投資家の議決権行使においては、企業側から「対話の結果や個別企業の状況について考慮されることがなく、基準を形式的に適用している」との意見が聞かれる。このため、「エンゲージメントの結果を議決権行使に反映させる」ことを議決権行使方針に明示する機関投資家が増えてきた。

現在、「新型コロナ後」の中長期的な経営スタンスや戦略の変化など企業の対応を、エンゲージメント活動を通じて把握、評価していくことが重要となっている、また、環境や社会関連の取り組みへの評価の必要性も高くなっている。こうしたものに対する評価は結果として企業の「実質」面を評価することにつながる。

例えば、企業の環境関連への取り組みに対するKPI（重要業績評価指標）をしっかりと精査して、その対応が不十分なのであれば対話の場で改善を促し、それでも改善されないのであれば、議決権行使によって経営トップの取締役選任議案に反対するなどのステップを踏むことが「形式」ではない「実質」的な判断の一例として挙げられるであろう。

また、対話を重視するエンゲージメント活動を活発に実施することは、議決権行使の重要性の低下を意味するものではない。むしろ、「議決権行使」という手段を持っているからこそ企業とのエンゲージメント活動を充実させることができるといえるであろう。

#### 5. 議決権行使や対話を通じた「相互理解」の重要性

一方で、株式持ち合いの解消や政策保有株式の圧縮により、いわゆる「安定株主」は減少し、キャピタルゲインやインカムゲインの獲得を主目的に株式を保有する「純投資家」が増えた。こうした変化が起きた結果、株主総会の上程議案に対する「潜在的な反対比率」は49.3%~52.0%と試算され、会社側の上程議案が株主総会で否決されることは「普通」のことになってきたといえるであろう（図表13）。

図表 13 株主総会での会社側議案に対する「潜在反対比率」の試算

	保有比率 (2020年度末:a)	推定議決権 行使比率(b)	各保有主体の推定潜在反対割合(C)		議案への推定潜在反対割合 (d)=[(a)×(b)×(c)]/(b)	
			低	高	低	高
政策保有	32.9%	32.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
金融機関(除く信託業務分)	7.8%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
事業法人	20.4%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
個人株主(保有比率10%以上)	2.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
その他(政府保有分など)	2.6%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純投資	67.1%	52.0%	41.9%	44.1%	49.3%	52.0%
金融機関(信託業務分)	22.1%	90.0%	90.0%	95.0%	21.1%	22.3%
外国人	30.2%	85.0%	85.0%	90.0%	25.7%	27.2%
個人株主(除く保有比率10%以上)	14.7%	43.4%	32.6%	32.6%	2.5%	2.5%
計	100.0%	84.9%	41.9%	44.1%	49.3%	52.0%

(注) 試算方法については、西山賢吾「3分の2を超えた日本の純投資家保有比率」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年夏号を参照。

(出所) 全国証券取引所「株式分布状況調査」、各社有価証券報告書、及び野村証券「ノムラ個人投資家サーベイ」等より野村資本市場研究所作成

このような状況下で企業がその活動、経営を適切かつ円滑に行うには、ガバナンス体制を強化させることや、アカウントビリティ(説明責任)、ディスクロージャー(情報開示)を充実させて、株主(投資家)との相互信頼関係を構築することが非常に重要である。そして、これらをベースに行われる株主(投資家)と企業との建設的な対話を進めることにより、両者間での相互理解を深めることが肝要である。

## 【参考：野村アセットマネジメントの議決権行使基準改定】

参考事例として、2021年11月1日に議決権行使基準を改定し、2022年に向けての議決権行使の姿勢をいち早く明確にした野村アセットマネジメントの基準改定について概要を記述する。

### 1. エンゲージメント結果を取締役選任議案に反映する項目を新設

まず、エンゲージメントにおいて望ましい経営の実現に向けた取組みが不十分であると指摘し対応を促したにもかかわらず、投資先企業が対応を行わない場合で、それが企業価値の向上、持続的な成長を妨げている、あるいは中長期的に妨げになる可能性が高いと判断した場合には、その責任を有する取締役の選任議案に原則として反対することとした。これにより、企業とのエンゲージメント活動の成果を議決権行使に反映させることを明確に示した。

### 2. ROE 基準の一部改定

経営トップの取締役選任議案に反対する要件の一つである ROE 基準について、これまでの、「3 期連続 ROE5%未満、かつ業界中央値未満で、経営改善への努力が見られない場合」を、「3 期連続 ROE5%未満、かつ業界の下位 4 分の 1 未満の場合。ただし、取締役会がモニタリング・ボードであり、かつ経営改善努力が認められる場合を除く」こととした。

### 3. 社外取締役数の最低水準引き上げ

企業に求める社外取締役数の最低水準に関しては、改定前の「2 名または人数の 3 分の 1 の多い方。支配株主がない監査役会設置会社については 2 名または取締役の人数の 20%の多い方」から、「2 名または取締役の人数の 3 分の 1 の多い方。ただし、支配株主がいる場合は過半数」とした。また、この基準は東証の新しい上場区分に拘わらず全ての上場企業に適用する。

### 4. 剰余金処分に関する基準の一部変更

剰余金処分議案に関する基準で用いている「ネット金融資産（現預金+長短保有有価証券-有利子負債）」に預け金を加えた。この変更は、投資先企業、特に上場子会社が親会社等に資金を預ける慣行を考慮したためと説明されている。ネット金融資産の総資産・売

上が 30%を上回り、かつ、株主資本比率や ROE、株主還元率が一定水準を下回った場合には剰余金処分に反対する点は変わっていない。

## 5. 会社提案・株主提案とも賛成する定款変更議案の類型を追加

会社提案・株主提案とも賛成する定款変更議案の類型として、①ESG 課題を巡る基本的な方針の策定・開示に関わるもの、②上場子会社を有する企業において、上場子会社のガバナンス体制の実効性確保の取り組みに関するもの、③バーチャル（オンリー）総会の開催を可能とするもの、の 3 類型が追加された。