

## 2022 年議決権行使の注目点

### —「プライム市場」と「サステナビリティ課題」への対応が中心—

西山 賢吾

#### ■ 要 約 ■

1. 2022 年以降の議決権行使における主な注目点は、2022 年 4 月に開設された東京証券取引所のプライム市場上場企業に対する高水準のコーポレートガバナンスへの要請と、環境や社会を中心とした「サステナビリティ課題」に対する議決権行使上の対応と考えられる。
2. プライム市場上場企業への対応としては、「社外取締役の数を全取締役の 3 分の 1 以上、支配株主の存在する場合は過半」とする助言方針や基準改定があるが、さらなるガバナンス水準の底上げを意図し、その対象範囲を全ての上場企業とする事例も一定数ある。
3. サステナビリティ課題への対応については、パリ協定や、TCFD（気候変動財務情報開示タスクフォース）提言、温室効果ガス排出量といった、国際的なイニシアティブに沿った活動の履行を求め、それらが不十分である場合には社長等経営トップの取締役選任議案に反対する、という基準を採用する動きも進んでいる。
4. その他、ジェンダー関連や政策保有株式の保有量に関する議決権行使基準の設定も見られている。サステナビリティ課題も含め、従来これらは議決権行使にはなじみにくい「エンゲージメントの重要テーマ」であった。これを議決権行使基準に取り入れて、「エンゲージメントの場で対応を促し、取り組みが不十分であったり、改善が見られない場合は議決権行使に反映」させることで双方の利点を効果的に活かし、企業に対し機関投資家の意思を明確に示すとともに、相互理解を深める狙いがあると考えられる。
5. 2022 年 6 月開催の総会では、株主総会資料の電子提供制度創設に関する定款変更議案が多くの企業で出されるであろう。また、「バーチャル株主総会」を可能する定款変更議案も一定数上程されようが、開催条件が限定されていない場合には反対が多くなる可能性がある。

#### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・板津直孝「プライム市場で求められる気候関連情報開示—TCFD の提言に基づく開示と現状の課題—」『野村サステナビリティクォーターリー』2022 年冬号。
- ・西山賢吾「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—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年秋号。

## I 議決権行使助言会社助言方針の改定

2022年以降の株主総会における議決権行使、特に機関投資家の議決権行使に対する姿勢を見る上で参考になるのが議決権行使助言方針の改定である。一般的に議決権行使助言会社は機関投資家の意見を参考にしながら助言方針を策定するため、そこには機関投資家の議決権行使の方向性が表れていると考えられるからである。

### 1. ISSの議決権行使助言方針の改定

ISS（インスティテューショナル・シェアホルダー・サービスズ）の助言方針の改定は以下の3点である（図表1）。

図表1 ISSの議決権行使助言方針改定の概要

<p>・2022年2月より          全上場企業に対し、全取締役の3分の1以上の社外取締役とすることを要請          全上場企業に対し、政策保有株式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の選任議案に反対を推奨</p> <p>・2023年2月より          全上場企業に対し、最低1名の女性取締役の設置を要請</p>
---

（出所）ISS「2022年度版日本向け議決権行使助言基準（日本語版）」より野村資本市場研究所作成

#### 1) 社外取締役の増員

2022年2月以降に開催される株主総会より、全ての取締役の中で社外取締役が3分の1未満である場合、経営トップ（通常は会長、社長、以下同じ）である取締役の役員選任議案に反対を推奨する。対象は上場市場に拘わらず全ての企業である。

#### 2) 政策保有株式の保有額に対する基準の設定

2022年2月以降に開催される株主総会より、政策保有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を推奨する。ここで、政策保有株式とは、「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及び「みなし保有株式」の合計額である。政策保有株式に関する情報は前年度の有価証券報告書の数値を用いる点では、後述のグラス・ルイスの有する基準と同じであるが<sup>1</sup>、グラス・ルイスとは異なり、明確な削減計画の開示などについては基本的に考慮しない。

<sup>1</sup> グラス・ルイスは2021年より、原則として、「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」が連結純資産と比較して10%以上の場合会長（会長職が無い場合、社長等の経営トップ）に反対助言を行っている。ただし、基準値を超える政策保有株式を保有していると確認できる場合でも、明確な削減計画を開示し、さらに政策保有株式が減少していると確認できる場合や、株式の政策保有が事業戦略上、必要である旨の明確な開示があり、グラス・ルイスが合理的だと判断した場合は、反対助言を見送る。

### 3) ジェンダー・ダイバーシティに関する基準の設定

2023年2月以降に開催される株主総会より、取締役会に女性が一人もいない場合は、経営トップである取締役の取締役選任議案に対し反対を推奨する。対象となるのがグラス・ルイスでは監査役を含む「女性役員」であるのに対し、ISSは「女性取締役」である点に留意が必要である。

## 2. グラス・ルイスの議決権行使助言方針の改定

グラス・ルイスの助言方針の改定は以下の6点である（図表2）。

図表2 グラス・ルイスの議決権行使助言方針改訂の概要

<p>・2022年2月より 全上場企業に対し、最低1名の女性役員の設置を要請（従来の対象は東証1,2部） 監査役会設置会社に対し、2名以上の独立社外取締役の設置を要請</p>
<p>・2023年2月より プライム市場上場企業に対し、全役員中の10%以上を女性役員とすることを要請 プライム市場上場企業に対し、全取締役の3分の1以上の社外取締役とすることを要請 支配株主の存在するプライム市場上場企業に対し、全取締役中過半を独立性を有する社外取締役とすることを要請 支配株主の存在するプライム市場以外の上場企業に対し、全取締役の3分の1以上を独立性を有する社外取締役とすることを要請</p>

（出所）グラス・ルイス「2022 GUIDELINES AN OVERVIEW OF THE GLASS LEWIS APPROACH TO PROXY ADVICE JAPAN（日本語版）」より野村資本市場研究所作成

### 1) ジェンダー・ダイバーシティ基準の対象範囲の拡大

グラス・ルイスの持つジェンダー・ダイバーシティの基準は、「多様な性別の役員が不在の場合、原則として、経営トップ<sup>2</sup>の取締役選任議案に対して反対助言を行う」というものである。

ここで、経営トップとは、監査役会設置会社または監査等委員会設置会社は会長（会長職が無い場合は最上級役員）、指名委員会等設置会社では指名委員会委員長であり、役員とは、取締役・監査役、及び指名委員会等設置会社における執行役のことである。また、多様な性別の役員とは、男性と女性以外の性別の役員も含まれるが、日本においては性別に関する開示が乏しいため、実質的には、女性役員のことである。また、グラス・ルイスのジェンダー・ダイバーシティ基準においては、女性監査役も対象に含まれる。この基準を、従来は東京証券取引所（以下東証）市場第1部、市場第2部に上場する企業に適用していたが、2022年2月開催の株主総会より全ての上場企業に拡大する。

<sup>2</sup> グラス・ルイスは「経営トップ」という用語は用いていないが、本稿ではわかり易さを優先し、便宜的に用いている。

## 2) 監査役会設置会社に対する独立社外取締役の増員

グラス・ルイスの監査役会設置会社における独立性基準は、「取締役会と監査役会の独立役員合計人数の割合が3分の1以上」である。2022年2月開催の株主総会からは、この方針に加え、監査役会設置会社に対し独立社外取締役を2名以上置くことを求め、1人以下の場合は経営トップの取締役選任議案に対して反対助言を行う。さらに、その他の非独立と判断する候補者に対しても、グラス・ルイスの独立性基準を満たす人数に達するまで反対助言を行う。

## 3) プライム市場上場企業に対する女性役員の増員

東証の上場市場改革によって2022年4月4日に開設されたプライム市場の上場企業に対し、グラス・ルイスでは2023年2月開催の株主総会から、他の市場（スタンダード、グロース）よりも高いガバナンスの水準を求める。まず、ジェンダー・ダイバーシティ基準に関し、少なくとも10%以上のグラス・ルイスの基準に基づく性別の多様性（日本の場合には実質的に女性役員の存在）がない取締役会の場合、原則として経営トップの取締役選任議案に反対助言を行う。ただし、ダイバーシティに関する企業の情報開示を精査し、ダイバーシティの欠如に対する十分な説明やそれに対処する計画を提示している場合には、反対助言を控えることもある。

## 4) 支配株主を持たないプライム市場上場企業に対する独立社外取締役の増員

2023年2月以降に開催される株主総会において、原則としてプライム市場に上場している会社の取締役会が3分の1以上の独立社外取締役で構成されていない場合、経営トップの取締役選任議案に反対助言を行う。

## 5) 支配株主を持つプライム市場上場企業に対する独立社外取締役の増員

2023年2月以降に開催される株主総会において、原則として、プライム市場に上場している支配株主を有する会社の取締役会が、少なくとも過半数の独立性を保持していない場合には、経営トップの取締役選任議案に反対助言を行う。

## 6) 支配株主を持つプライム市場以外の上場企業に対する独立社外取締役の増員

2023年2月以降に開催される株主総会において、原則として、プライム市場以外の市場に上場している支配株主を有する会社の取締役会が、少なくとも3分の1の独立性を保持していない場合には、経営トップの取締役選任議案に反対助言を行う。

グラス・ルイスの助言方針改定点のうち、4)～6)に関しては、2021年に改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおける要請項目と実質的に同じである。

## II 機関投資家の議決権行使基準改定の注目点

既に公表されている機関投資家の議決権行使基準の改定を見ると、2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードで要請された「プライム市場上場企業に対するより高いガバナンス水準」と、「サステナビリティ課題への取り組み」を促すことが改定の主眼である点はほぼ同じである。しかし、改定された基準を細かく見ていくと、図表3に示したような差異がある。

図表3 機関投資家の議決権行使基準における主な相違点

○取締役のうち3分の1以上を社外取締役に	
プライム市場上場企業を対象	ニッセイアセットマネジメント、三井住友DSアセットマネジメント、東京海上アセットマネジメント、三井住友トラストアセットマネジメントなど
全ての市場企業対象	三菱UFJ信託銀行、野村アセットマネジメント、りそなアセットマネジメントなど
○ダイバーシティ関連	
女性役員の選任義務付け	大和アセットマネジメント、りそなアセットマネジメントなど
女性取締役の選任義務付け	アセットマネジメントOne、ニッセイアセットマネジメント、日興アセットマネジメントなど
○政策保有株式の保有量に関する基準	
閾値を明示	三井住友DSアセットマネジメント、アセットマネジメントOneなど
閾値を明示せず	大和アセットマネジメントなど

(注) 2023年以降に改訂予定のものを含む。

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

### 1. 社外取締役増員の対象：プライム市場上場企業か全市場企業か

まず、社外取締役の増員については、コーポレートガバナンス・コードでは、プライム市場に上場する企業に対し独立社外取締役を「取締役のうち3分の1以上」、「支配株主が存在する企業は取締役会の過半」置くことを要請している<sup>3</sup>。これに対し、機関投資家の議決権行使基準を見ると、図表3に示したように、取締役のうち3分の1以上を社外取締役とすることに関し、プライム市場上場企業に対し要請している機関投資家と、全ての市場企業に対し要請している機関投資家に分かれている。

プライム市場上場企業に要請する理由としては、コーポレートガバナンス・コードでそのように要請されていることに加え、スタンダード市場やグロース市場への上場を選択した企業は、社外取締役を増員することが容易ではないことがその動機の一つになっていることが考えられるため、そうした企業まで3分の1以上の社外取締役の設置を求める必要

<sup>3</sup> または、「支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきである」とされている。

性は高くない、等の考えがあると見られる。実際に、プライム市場上場企業を対象とする機関投資家の方が多いと見られる。

一方、全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要請する理由としては次のような点が挙げられる。そもそも社外取締役の増員は、主に取締役会の業務執行（経営陣）に対する監督機能の充実をも目的とするものである。そして企業が適切に業務執行を行うことにより企業価値、及び国際競争力を高めることが期待されているが、この目的はプライム市場の上場企業のみには当てはまるものではないため、全ての上場企業に要請することが適切と考える。さらに、スタンダード市場やグロース市場に上場している企業でも、プライム市場には及ばないものの一定割合の企業で既に3分の1以上の社外取締役を選任しているため、全ての上場企業に適用する方が適切であると判断したことも考えられる<sup>4</sup>。

また、今回の東証の市場改革により、パッシブ投資家の多くがベンチマークとしているTOPIXの構成銘柄はプライム市場だけではなくなった<sup>5</sup>ことから、ベンチマーク構成企業によって議決権行使基準が異なることは必ずしも適切ではないと考えたことも、全上場企業を対象とした理由の一つとして考えられるであろう。

## 2. ジェンダー・ダイバーシティに関する基準：対象は女性役員か女性取締役か

ジェンダー・ダイバーシティを議決権行使基準に取り入れる機関投資家が見られるようになってきたが、その内容について、「女性役員」の最低1人選任か、「女性取締役」の最低1人選任かに分かれている。対象に監査役を含んだ「女性役員」とする機関投資家は、日本ではまだ女性役員そのものが少ないことから、その数を増やすことを促進することを意図していると考えられる。一方、対象を女性取締役とするところは、現在の日本の課題である管理職における女性の割合を高めることを目的に、将来の取締役候補となるミドルマネジメントにおける女性比率の向上を企業に対し促す狙いがあると考えられる。

## 3. 政策保有株式の保有量に関する基準：閾値を設定するか否か

2021年6月のコーポレートガバナンス・コード改訂では、政策保有株式関連の改訂はなかったが、コードでは政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有株式に関する開示や個別の政策保有株式の保有合理性に関する検証などが求められている。

一方、政策保有を含めた保有株式に関する情報は有価証券報告書に記載されるが、上場

<sup>4</sup> 東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況（2021年8月2日）」によれば、同年7月14日時点において、3分の1以上の独立社外取締役を選任している企業割合は、銘柄構成が概ねプライム市場に相当する市場第1部が72.8%なのに対し、スタンダード市場に相当する第2部が41.2%、JASDAQが28.6%、グロース市場に相当するマザーズが48.9%であった。

<sup>5</sup> 東証の市場改革に伴い、指数と市場区分は分離した。さらに、現在は移行措置として、2022年4月1日時点でTOPIXに採用されている銘柄は選択市場に拘わらず（すなわち、スタンダード市場やグロース市場であっても）TOPIXに継続採用されている。

企業の大部分は株主総会の後有価証券報告書を提出する。このため、議決権を行使する時点では前年度のデータで判断することになるが、これは必ずしも適切ではないとして、政策保有株式の保有量を議決権行使基準に入れる動きは進まず、建設的な対話（エンゲージメント）の重要なテーマとして取り上げられることがこれまでは一般的であった。しかし、2021年にはグラス・ルイスが、2022年にはISSがそれぞれ、政策保有株式の対純資産比をベースとした保有量に関する基準を助言方針に採用したこともあり、徐々に議決権行使基準に取り入れる機関投資家が見られ始めた。

同基準を取り入れた機関投資家を見ると、その閾値を設定する機関投資家（三井住友DSアセットマネジメントやアセットマネジメント One など）と、閾値を明確にしていない機関投資家（大和アセットマネジメント）に分かれている。さらに、閾値を設定している機関投資家の中でも、ISSやグラス・ルイスのように政策保有株式の対純資産比を基準にしている機関投資家（三井住友DSアセットマネジメント）と、純資産と総資産を併用している機関投資家（アセットマネジメント One）がある。

#### 4. サステナビリティ課題への対応

サステナビリティ課題の議決権行使への取り入れに関しても、従来は抽象的で基準に落とし込むのは難しく、政策保有株式と同様にエンゲージメントの重要テーマとして取り上げられることが一般的であった。しかし、気候変動への関心の高まりとそれに対する企業の対応が注目され、パリ協定順守への取り組みやTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）による提言など、国際的なイニシアティブへの取り組みがある程度可視化されるようになって来たこともあり、議決権行使基準へ取り入れる動きが機関投資家の中で見られるようになってきた。

例えば、三井住友トラスト・アセットマネジメントでは2022年1月より、「気候変動への対応について、温室効果ガス排出量が相対的に上位の企業において、①TCFDまたは同等の枠組みに基づく情報開示が不十分、②パリ協定に沿った中期・長期の目標設定やその実現に向けた具体的な方策の開示がない、③温室効果ガス排出量の削減に進展がみられない、のいずれかに該当し、かつその理由について合理的な説明がなされない場合は、原則として取締役選任議案に反対する」方針を打ち出した。

また、株主提案に対する対応を議決権行使基準に取り入れる機関投資家も見られるようになった。2020年6月の株主総会において、環境保護関連の団体から初めて環境に関連する株主提案が出され、否決はされたものの一定の賛成を集めた。2021年の株主総会でも同様な議案が出され、さらに、2022年6月の株主総会においても、オーストラリアの非政府組織が日本の気候関連の非営利団体と共同で日本企業4社に対し株主提案を提出した模様である<sup>6</sup>。

<sup>6</sup> 「豪NGO、4社に株主提案 三井住友FGや三菱商事にLNG念頭 気候変動、対応求める」『日本経済新聞』2022年4月13日朝刊。

一般的に株主提案は定款変更議案になる。定款変更の株主提案に対する機関投資家の姿勢は、総論としては受け入れられる内容であっても、それを個別企業の定款に記載することは、企業の活動を過度に縛るものになる懸念があるために反対という判断が一般的であった。しかし、気候関連の株主提案に対しては、定款変更であっても賛成票を投じる機関投資家も見られていた。

そうした、気候関連の株主提案に対する姿勢を明確にしたのがニッセイアセットマネジメントである。同社は2022年6月開催の株主総会から、気候変動に関する株主議案に関し、①TCFDなどの気候変動に関する開示を求める議案で、企業価値の観点で気候変動要因が重要であるにもかかわらず適切な内容の開示がないと判断される場合、②気候変動に関し、事業再編などの企業行動の変革を求める議案で、企業価値向上に資すると判断できない個別具体的な行動までを一義的に指定する内容ではない場合には賛成する方針とした。

## 5. 「コロナ禍」の対応

新型コロナウイルス（コロナ禍）の感染拡大については、2021年度中も収束せず、企業活動にも一定の影響を与えた。機関投資家の議決権行使においては一昨年、昨年とこの影響を考慮し、業績基準など一部の基準の適用を行わない機関投資家が見られた。ISSでも自己資本利益率（ROE）基準の適用を一時的に停止しているが、今年も停止を継続する。また、野村アセットマネジメントでは、適用を中止していた業績基準を2022年1月以降再開しているが、コロナ禍の影響が特に大きく、業績基準の適用が適当ではないと考えられる企業・業種については個別に検討し、柔軟に対応する、としている。

こうしたことから考えると、2022年においてもコロナ禍の影響を勘案した、「緩和的」な議決権行使スタンスをとる機関投資家が相当数あると考えられる。しかし、その一方で、いわゆる「キャッシュリッチ」企業や構造的に資本効率性が問題とされる企業に対しては、資産の有効活用を促すような姿勢に戻る方向と考えられる。

## 6. エンゲージメントの議決権行使への反映

野村アセットマネジメントでは2021年11月開催の株主総会より、「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。また、大和アセットマネジメントも、2021年11月開催の株主総会より「ESG（環境・社会・ガバナンス）に関する基準において、継続的エンゲージメントを通じて改善が見られない場合、代表取締役（または代表執行役）の再任に反対」する方針を打ち出した。

一般的に機関投資家は、要請する基準を達成できない場合、通常は社長や会長など、企



業の経営トップの取締役選任議案に反対して彼らの意思を示す。しかし、経営トップの取締役選任への反対は、業績不振や不祥事など様々な理由があるため、企業に対し投資家の問題意識が明確に伝わらない懸念がある。

このため、問題意識を明確にするために企業と建設的な対話（エンゲージメント）を行って対応や取り組みを求め、それでも対応が進まない場合には取締役選任議案に反対する方針を打ち出す事例が見られるようになってきた。すなわち、議決権行使とエンゲージメントの双方を効果的に使いながら、機関投資家と企業との相互理解を深めることを機関投資家が強く意識するようになってきたと考えられる。

### Ⅲ 2022年3月株主総会からの示唆

#### 1. 大部分の企業が定款変更議案を上程

最後に、2022年3月に開催された株主総会における議決権行使結果から、6月の株主総会へのインプリケーションについて述べる。

図表4はRussell/Nomura日本株Largeインデックス構成企業のうち、2022年3月に株主総会を開催した企業における主要議案の上程割合と賛成比率を2021年6月に株主総会を開催した企業と比較したものである。

図表4 2022年3月株主総会における主要議案の上程割合と賛成比率

単位:%

議案	2022年3月総会		2021年6月総会	
	議案上程割合	平均賛成率	議案上程割合	平均賛成率
剰余金処分	71.4	98.7	66.4	98.7
定款変更	97.6	97.7	21.1	97.0
取締役選任	90.5	97.2	97.7	96.1
取締役選任(社内)		96.8		96.2
取締役選任(社外)		97.7		96.1
監査等委員	14.3	92.4	17.4	95.1
監査等委員(社内)		96.8		95.2
監査等委員(社外)		97.7		95.1
監査役	35.7	96.2	38.9	95.8
監査役(社内)		94.6		96.4
監査役(社外)		97.0		95.4
役員賞与支給	11.9	97.3	7.9	97.3
役員退職慰労金贈呈	4.8	76.7	1.5	76.8
役員報酬関係(除く役員賞与支給、役員退職慰労金贈呈)	35.7	92.4	34.7	97.3

(注) 対象企業数は2022年3月総会が42社、2021年6月総会が265社。上程割合は各議案の上程社数を対象企業数で除して求めた。

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

これを見ると、主要議案の平均賛成率には大きな変化はない。一方で、議案の上程割合を見ると、定款変更議案が 97.6%の企業（42 社中 41 社）で上程されていることが目を引く。会社法の改正が 2021 年に施行され、株主総会資料の電子提供制度の創設（定款に定めれば、株主に対して早期に株主総会資料を提供し、株主による議案等の検討期間を十分に確保するため、株主総会資料を自社のホームページ等のウェブサイトに掲載し株主に対し当該ウェブサイトのアドレス等を書面で通知する方法により、株主に対して株主総会資料を提供することができる制度）が創設され、2022 年 9 月 1 日から施行されることとなった。このため、大部分の企業でその手当を行うために定款変更が行われた。2022 年 3 月の株主総会において定款変更議案の平均賛成率は 97.7%と非常に高く、これに対する反対はほとんどなかったと考えられる。

## 2. バーチャルオンリー株主総会の開催を可能にする定款変更議案

さらに、上場会社は、経済産業大臣及び法務大臣の確認を受けた場合に限り、株主総会を「場所の定めのない株主総会」とすることができる旨を定款に定めることができるようになった。そのため、場所の定めのない株主総会、いわゆる「バーチャルオンリー株主総会」開催を可能にする定款変更も 10 社で見られた。

バーチャルオンリー株主総会は、2021 年 6 月 16 日の改正会社法の施行日から 2 年間については、経済産業大臣及び法務大臣の確認を受ければ定款の定めなしに開催が可能である。ただし、当該バーチャルオンリー株主総会では、バーチャルオンリー株主総会を開催可能とする定款変更はできず、通常株主総会において決議を行う必要がある。

バーチャルオンリー株主総会を可能とする定款変更に関しては、「場所を定めない」ことなどにより株主の権利が侵害される懸念もある。そうした中、ISS はバーチャルオンリー型株主総会の開催を目的に「場所の定めのない株主総会」の開催を可能とする定款変更は、開催を感染症拡大や天災地変の発生に限定する場合のみ賛成推奨を行なうというスタンスをとっている。実際に、場所の定めのない株主総会の開催を定款に記載する際に、その開催を感染症拡大や天災地変の発生に限定する場合に限定した定款変更を行った 3 社の平均賛成率は 97.1%だったのに対し、そのような条件を記載しなかった企業（7 社）の平均賛成率は 90.6%に留まった（図表 5）。

図表 5 2022 年 3 月株主総会における主要議案の上程割合と賛成比率

開催条件限定の 定款記載	社数	平均賛成率 (%)
あり	3社	97.1
なし	7社	90.6

（出所）各社開示資料より野村資本市場研究所作成

2022年6月開催の株主総会では、「株主総会参考書類等の内容について電子提供措置をとる」定款変更は多くの企業で上程されるであろう。さらには、バーチャルオンリーの株主総会の開催を可能にする定款変更議案も一定数上程されることが見込まれる。その際、その開催を感染症の感染拡大や天変地異等に制限する内容のものであれば機関投資家は概ね賛成すると見られるが、制限しないものについては一定の反対票が集まる可能性があると考えられる。