

## 2023年6月株主総会の注目点

### －「資本効率性向上」への関心回帰とガバナンス改革の実質化－

西山 賢吾

#### ■ 要 約 ■

1. 機関投資家の議決権行使基準の改定内容などから考えると、2023年6月を中心とした今後開催の株主総会においては、取締役会の監督機能を高めるための社外取締役の増員と、取締役会の多様性の観点からの女性役員の設置が注目される。最近の株主総会の結果から見ると、これらへの対応は経営トップの取締役選任議案賛成率にも影響を与えている。
2. 2023年6月開催の株主総会でも上程が見込まれる環境関連の株主提案については、地政学リスクや資源価格の高騰などを背景に、投資収益の獲得を相対的に重視する投資家、株主と、環境保護の重要性を強く意識する環境関連団体（株主提案者）との見解の違いが現れてきた印象もあるため、どの程度の賛同を集めるかが注目される。
3. 新型コロナウイルス感染症拡大の企業活動への影響が小さくなるとともに、投資家の関心は企業の資本効率性や収益性の改善、向上へ回帰してきた。こうした中で、金融庁はコーポレートガバナンス改革実質化への課題、それらへの対応、施策をまとめたアクションプログラムの策定を打ち出した。また、日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの改訂の検討も、今後は改革の進捗状況を踏まえて適時実施される方向である。
4. 東京証券取引所「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」は、特にPBR（株価純資産倍率）の継続的1倍割れ企業に対して状況改善に向けた対応を促すと見られ、コーポレートガバナンス改革の実質化を促す施策の1つとして注目される。
5. 株主総会での会社側議案の否決が「異例」ではなくなる中で、企業は気候関連リスクへの取り組みとともに、中長期的、持続的な企業価値向上へも積極的に取り組み、それらに対する開示や説明を拡充させて投資家、株主との相互理解を深めることがさらに重要となる。

#### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 西山賢吾「2022年6月株主総会議決権行使結果と今後の注目点－不祥事とサステナビリティへの高い関心－」『野村サステナビリティクォーターリー』2023年冬号。
- ・ 西山賢吾「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－」『野村サステナビリティクォーターリー』2022年春号。

## I 今後開催の株主総会での議決権行使における注目点

機関投資家の議決権行使基準の改定内容や議決権行使助言会社 ISS（インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシス）やグラス・ルイスの助言方針改定<sup>1</sup>の内容（図表1）などから考えると、2023年6月を中心に今後開催の株主総会での議決権行使方針においては、以下の点が注目される。

図表1 ISS、グラス・ルイスの助言方針改定の概要

<p>○ISS</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・全上場企業に対し、女性取締役を最低1人置くことを要請</li> <li>・Climate Acton 100+に該当する企業に対し、気候変動リスクに対する対応（温室効果ガス削減目標の設定及び開示など）を要請</li> </ul>
<p>○グラス・ルイス</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ガバナンスの問題を理由とする反対助言の対象者を、会長から取締役会議長（議長不在または不明の場合はCEO）に変更</li> <li>・プライム市場上場企業に対し、取締役の3分の1以上を独立社外取締役とすることを要請（支配株主が存在する企業に対しては過半）</li> <li>・プライム市場上場企業に対し、役員10%以上を女性とすることを要請</li> <li>・自社の事業に起因する重大な気候リスクを有する企業に対し、気候関連情報の詳細な開示と、該当企業の取締役会による気候関連問題に対する監督責任の所在明確化を要請</li> <li>・過度な政策保有株式の保有に関する方針に関し適用している例外規定の一部変更（政策保有株式の保有比率が対連結純資産の10%以上20%未満の場合には、当該企業の過去5年間の自己資本利益率（ROE）の平均値が5%以上である場合、反対助言を控えるなど）</li> </ul>

（出所）ISS「2023年度版 日本向け議決権行使助言基準」、グラス・ルイス「2023 Policy Guidelines Japan（日本語版）」より野村資本市場研究所作成

### 1. 独立社外取締役の増員

#### 1) 「独立社外取締役3分の1以上、支配株主存在企業は過半」の選任を求める

2021年改訂のコーポレートガバナンス・コードの原則4-8において、「プライム市場上場会社は独立社外取締役を少なくとも3分の1（その他市場の上場会社においては2名）以上」を選任すること、そして、同補充原則4-8③において、「支配株主を有する上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも3分の1以上（プライム市場上場会社においては過半数）」を選任すること<sup>2</sup>が求められた。

取締役会の構成において独立社外取締役を増やすことを求める動きは、従来より議決権行使助言会社や機関投資家で進められてきたが、2021年のコーポレートガバナンス・コードの改訂を受け、2023年までに多数の機関投資家の議決権行使基準において「独立社外取締役3分の1以上、支配株主が存在する企業は過半」を求めるよう

<sup>1</sup> 助言方針や改定内容の詳細はISS「2023年度版 日本向け議決権行使助言基準」、グラス・ルイス「2023 Policy Guidelines Japan（日本語版）」を参照。

<sup>2</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」とされた。

に変更されている。

独立社外取締役の員数に関する議決権行使基準で機関投資家の対応が分かれるところとしては、上記の基準をコーポレートガバナンス・コードの通りにプライム市場上場企業に求めるか、全ての上場企業に求めるかがある<sup>3</sup>。また、独立性の考え方についても、独自の判断基準を有する機関投資家や、東京証券取引所（以下東証）に「独立役員」として届け出ている（新任の場合には届け出の予定）かどうかで判断する機関投資家もあるなど、対応が異なっている。

## 2) 「更なる独立社外取締役の増員」の要請はまだ時間を要する模様

今後の方向性として考えられるのは、支配株主が存在しない企業に対しても取締役における過半の独立社外取締役を要請するかどうかである。外資系の機関投資家の議決権行使基準では既に取り入れているところもある模様である。ただ、これについては今しばらく時間を要するのではないかと考えられる。

2023年4月19日に開催された「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第28回）」（以下、FU会議）に提出された東証の資料「コーポレート・ガバナンスを巡る東証の最近の取組み」によれば、2023年3月時点でプライム市場に上場する企業の内、独立社外取締役の選任比率が3分の1以上となっている企業は93.7%に達しているのに対し、過半の独立社外取締役を選任する企業は13.0%に留まっている。独立社外取締役の増員は取締役会の執行に対する監督機能を高めることを期待するものであるが、独立社外取締役の選任比率を高めることが必ずしもコーポレートガバナンスの向上に結びつくとは限らないという意見も一定の割合であるなど、意見の集約が進んでいるとは言い難い。

さらに、Ⅲ章で述べるように、これまで概ね3年に1度の間隔で実施されていた2つのコードの改訂は、今後はコーポレートガバナンス改革の進捗状況を踏まえて適時に検討する方向であることも併せて考えると、コーポレートガバナンス・コードにおいてさらなる独立社外取締役の増員が求められるようになるのは時期尚早と考えられる。

## 2. ダイバーシティ（特に女性役員関連）の議決権行使基準への取り込み

### 1) 「女性役員最低1名選任」の要請は議決権行使基準に概ね取り入れられる

役員構成の多様化と女性の活躍推進を主な目的に進められてきた女性役員の選任に関し、「女性取締役、または監査役も含めた女性役員の最低1名選任」を求めることについては、多くの機関投資家の議決権行使基準において2023年までに取り入れられると見られる。

<sup>3</sup> 詳細は西山賢吾「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－」『野村サステナビリティクォーターリー』2022春号を参照。

## 2) 要請対象企業は拡大

女性役員ないしは取締役の最低1人選任を要請する企業の範囲も拡大している。例えば、当初は TOPIX100 構成企業のような時価総額規模（≒企業規模）の相対的に大きな企業からスタートし、TOPX1000 やプライム市場上場企業、さらには全上場企業へと対象を拡大していく機関投資家が比較的多い。将来的には全ての企業に対し要請する機関投資家が多くなると想定される。

## 3) 最低1人の女性選任を「役員」に求めるか、それとも「取締役」に求めるか

最低1人の女性選任を要請する対象を、監査役まで含めた「役員」とするか、「取締役」とするかについては機関投資家によって対応が分かれている。

対象を「女性役員」とする主な理由としては、日本ではまだ女性役員そのものが少ないことから、その数の増加を促進することを基準設定の目的としていると考えられる。一方、対象を女性取締役とする主な理由としては、現在日本の課題の一つである、マネジメント層（管理職）における女性の割合を高めることを目的に、ロールモデルとなる女性の社内取締役の登用を促すためと考えられる。

## 4) 女性役員の増員を要請する動き

今後は、現在「最低1人」である女性役員ないしは取締役の人数の増員が要請されることが考えられ、その先駆的な動きも見えてきた。

前掲図表1に示したように、議決権行使助言会社のグラス・ルイスでは2023年2月開催の株主総会より、プライム市場上場企業に対し役員10%以上を女性とすること、すなわち役員総数が10人を超える企業では事実上複数の女性役員選任を要請している。ただし、2024年1月までは「上記基準を満たさない場合でも、ダイバーシティ促進に関する企業の開示情報を精査し、現状の不十分なダイバーシティに関する十分な説明、今後の改善計画や取組みなどが開示情報において確認できる場合」は反対助言を控えることもある。

また、野村アセットマネジメントでは、投資対象企業の取締役会が経営執行の監督機能を働かせる「モニタリング・ボード型」となることを期待しているが、そのための要件の一つとして「女性の取締役が取締役の人数の10%」を挙げている。

さらに、FU 会議で示されたコーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム（案）における具体的な取り組み内容の1つとして、「女性役員比率の向上（2030年までに30%以上を目標）等、取締役会や中核人材の多様性向上に向けて、企業の取組状況に応じて追加的な施策の検討を進める」とあることから、今後複数の女性役員、ないしは取締役の選任が要請されることになる可能性は高いと考えられる。

### 5) 議決権行使基準で「マイノリティ」の役員選任の要請に進む可能性は当面低い

世界的に見ると、「ボードダイバーシティ（取締役構成の多様化）」といった場合、その形式面での構成は、性別だけではなく、性的少数者や国籍、民族など多岐にわたる事例が多く見られる。

一方、日本においては女性役員、取締役の最低1人選任を議決権行使基準で要請する動きが途に就いたばかりである。このため、少なくとも議決権行使基準においては当面女性以外のマイノリティの選任を要請する動きが進む可能性は低いと考えられる。その一方で、時価総額の大きな企業や海外に積極的に展開している企業などに対しては、エンゲージメントのテーマの一つとしてボードダイバーシティが取り上げられることは十分に想定できるであろう。

## 3. 政策保有株式の議決権行使基準への取り込み

政策保有株式については、企業の保有する量が「過大」なものであるかを判断するための「数値基準」、すなわち「閾値」を設ける機関投資家がここ2~3年で急激に増加した。図表2は機関投資家の議決権行使基準における政策保有株式に関する基準の例である。

これを見ると、「閾値」としては「純資産の20%」が多いが、他には、純資産比と総資産比との併用や、投下資本（純資産+有利子負債）比を使用する機関投資家も見られている。

また、政策保有株式に関する情報が掲載されている有価証券報告書を株主総会前に公表する企業が非常に少ないこともあり、保有額は前の年度の有価証券報告書を用いるのが一般的である。ただし、保有が閾値を超えている場合でも、政策保有株式に対する縮減目標値や縮減計画、実際の縮減状況などが開示されている場合には、その内容を考慮して判断するという機関投資家が多い<sup>4</sup>。

野村資本市場研究所の調べによれば、政策保有投資家（いわゆる安定株主）の株式保有比率は、時価総額ベースで、1990年度末の69.8%から2021年度末には31.7%まで低下してきた<sup>5</sup>。しかし、個別企業のベースで見ればなお縮減の余地のある株式を保有していると思われる企業もあるため、政策保有株式に対する考えやその保有合理性の検証などが、引き続きエンゲージメントの重要なテーマの一つである点は変わらないと考えられる。

<sup>4</sup> ISSは政策株式保有額が過大かどうかについては有価証券報告書記載の保有額のみで判断し、原則として縮減目標値の開示などは考慮の対象にしていない模様である。

<sup>5</sup> 西山賢吾「株式保有構造の変化が示す「企業と株主・投資家との新しい関係」構築」『野村サステナビリティクォーターリー』2022秋号を参照。

図表 2 政策保有株式に関する主な「数値基準」

2022年2月より、政策保有株式の過度な保有が認められる場合(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選任議案に反対推奨する。(ISS)
2021年2月より、前年度の有価証券報告書で開示された「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、原則、取締役会議長に反対助言。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あっても、明確な縮減目標値と期日を含む縮減計画が開示されている場合には、反対を控える。 ・2023年2月より、反対を控える基準に「保有比率が対連結純資産の10%以上20%未満の場合には、当該企業の過去5年間のROEの平均値が5%以上である場合」を付加する。(グラス・ルイス)
2022年4月より政策保有株式の保有額が純資産の20%以上の場合、代表取締役の再任(指名委員会等設置会社においては指名委員である取締役の再任、該当者の再任議案がない場合は取締役の再任)に反対。(朝日ライフアセットマネジメント)
2022年4月より、資本効率や経営規律の面から、一定以上の政策保有株式を過剰保有している(純資産比率で50%以上、または総資産比率20%以上)の場合、代表取締役に原則反対。(アセットマネジメントOne)
2022年11月より政策保有株式(みなし保有株式を含む)の保有額が純資産の20%以上保有している企業で、政策保有株式の縮減に向けた取り組みが十分に行われていると判断できない企業の代表取締役(または代表執行役)である取締役再任候補者に反対。ただし、純資産で20%未満であっても、縮減の取り組み等で特に問題があると判断する場合には反対することがある。 ・2021年11月との変更点:①具体的な数値基準を導入、②「経営成績または株主資本の有効活用に問題」の文言を削除。(大和アセットマネジメント)
2023年6月より、政策保有株式の保有額が純資産の20%以上で、①長期的な資本収益性が市場平均以下の場合、②有価証券報告書で基準を満たすと判断できる「保有株式の縮減の方針」と「進捗状況」の十分な開示がない場合、代表取締役に反対する基準を設定。(将来的には、対純資産の保有比率の水準引き下げ) ・保有額は前年度の有価証券報告書で判断。保有比率の算定において、有価証券報告書で開示されている「個別銘柄の保有理由」が合理的と判断された場合、これを勧案。(ニッセイアセットマネジメント)
2022年11月より政策保有株式が金融機関については純資産の50%、その他の会社については投下資本(純資産と有利子負債の和)の20%を上回る場合、会長・社長等の取締役再任に反対。(野村アセットマネジメント)
2022年1月より政策保有株式を純資産の20%程度以上保有している場合には各候補者の選任議案に原則反対。(三井住友DSアセットマネジメント)
2023年1月より政策保有株式の保有額が連結純資産の20%以上ある企業で一定以上の資本効率(ROE8%以上)がない場合、政策保有株式の縮減に関する方針について合理的かつ納得性ある説明と実績がなければ、代表取締役の選任に反対。(りそなアセットマネジメント)

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

#### 4. 環境関連での開示要請や議決権行使基準への取り込み

##### 1) コーポレートガバナンス・コードでの要請内容が議決権行使基準に取り入れられる

2021年に改訂されたコーポレートガバナンス・コードでは、補充原則3-1③として「上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取り組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである」こと、そして、「特に、プライム市場上場会社は、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデー

タの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みである TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）またはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである」との文言が付加された。

気候変動リスクを始めとした環境問題への関心が高まっていることもあり、機関投資家の議決権行使基準においても、サステナビリティに関する取り組みや TCFD に準拠した開示を求める動きが広がってきた。

## 2) 環境関連の株主提案に対する機関投資家の対応のポイント

地球環境に対する関心が日を追うごとに高まっていることを受け、日本でも環境関連団体や海外の機関投資家の一部から環境関連の株主提案が見られるようになった。2023年6月の株主総会においても、既に一部の企業に対し環境関連の株主提案が提出されることが明らかになっている。

2023年4月11日、国内外の環境 NGO（国際環境 NGO マーケット・フォース、国際環境 NGO FoE Japan、特定非営利活動法人気候ネットワーク、レインフォレスト・アクション・ネットワーク [RAN]）とその代表者を含む個人株主が、金融、商社、電力の3業界6企業に対し、気候変動対策の強化を求める株主提案を提出したことを公表した（図表3）。

図表3 2023年6月株主総会に上程される環境関連の株主提案

提出先企業(業種)	議案の内容	提案主
金融 (3社)	定款の一部変更の件(2050年炭素排出実質ゼロを求めるパリ協定1.5度目標と整合する投融資ポートフォリオを含む移行計画の策定開示)	・レインフォレスト・アクション・ネットワーク(RAN) ・国際環境 NGO マーケット・フォース ・特定非営利活動法人気候ネットワーク
電力 (2社)	定款の一部変更の件(2050年炭素排出実質ゼロシナリオと資本配分との整合)	・特定非営利活動法人気候ネットワーク ・国際環境 NGO マーケット・フォース
総合商社 (1社)	議案1 定款の一部変更の件(パリ協定目標と整合する中期及び短期の温室効果ガス削減目標を含む事業計画の策定及び開示) 議案2 定款の一部変更の件(新規の重要な資本的支出と2050年温室効果ガス排出ネットゼロシナリオとの整合性評価の開示)	・国際環境 NGO FoE Japan ・国際環境 NGO マーケット・フォース

(出所) 「国内外の環境 NGO が東証プライム 6 企業に株主提案～メガバンク全 3 社含む日本企業の気候変動対策に問題提起～(2023年4月11日)」より野村資本市場研究所作成

一方、2022年6月の株主総会における環境関連の株主提案の賛成率は20%台が中心であった。一定の賛同を得たと考えられる一方で、環境関連への関心の高まりという観点から見ると、賛成率は伸び悩んだように見える。

現在、環境関連の株主提案に関し機関投資家が賛否を判断するポイントは主に、①環境関連の課題に対する企業側の取り組みや開示、②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、③国際的な政治、経済の情勢の3点と考えられる<sup>6</sup>。

①については、企業側の開示や取り組みに進捗が見られる。②については、株主提案の内容が定款変更であっても、国際的なイニシアチブであり、企業活動の過度に縛らない内容であれば賛成する機関投資家が増えてきたが、一方で企業側が一定の対応策などを示しているのであれば、原則会社側の姿勢を評価すると考えられる。さらに、③については、ウクライナ情勢やエネルギー価格の高騰を受け、さらに一段水準の高い環境への対応を求める環境関連団体等の株主提案側と、企業価値や投資収益への影響を意識する機関投資家との間で意見の相違が見られた。これらが、環境関連の株主提案の賛成率が伸び悩んだように見える主な要因と考えられる。

さらに、環境問題の重要性は変わらないものの、一方で、新型コロナウイルス感染症拡大がかなり落ち着き、企業活動に与える影響が小さくなってきたこともあり、Ⅲ章で述べるように、日本企業の課題である中長期的、持続的な成長のための資本効率性、収益性の改善や、適切な資産配分に対する企業の対応を促す動きも見え始め、機関投資家の関心もそちらへ回帰しつつある。これらの点から考えると、環境関連の株主提案は2022年6月株主総会時と同様に一定の支持を集めるであろうが、昨年以上の賛成を集められるかどうかは現在のところ未知数と考えられる。

I章で取り上げたものの他に注目される論点は、Ⅱ章、Ⅲ章で取り上げていく。

## Ⅱ 2023年3月開催株主総会における議決権行使の特徴

### 1. 株主総会資料電子提供制度創設に関する定款変更は一巡

ここでは2023年3月に開催された株主総会における議決権行使の特徴を概観する(図表4)。具体的には、Russell/Nomura Large Cap インデックス構成企業<sup>7</sup>(300社)のうち12月期決算の企業(3月株主総会実施企業)43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。なお、比較対象として2022年6月総会の結果も併せて示した。機関投資家の中には既に2023年の議決権行使基準の改定が反映されているところもあるため、今後の株主総会や議決権行使を見る上で参考になると考えられる。

<sup>6</sup> この点については西山賢吾「2022年6月株主総会議決権行使結果と今後の注目点—不祥事とサステナビリティへの高い関心—」『野村サステナビリティクォーターリー』2023年冬号。

<sup>7</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1,500(2022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。



図表4 株主総会主要議案の上程状況と賛成率の状況

単位：%

議案	2023年3月総会		2022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	69.8	98.8	64.2	98.3
定款変更	18.6	96.8	99.1	99.1
取締役選任		96.3		95.6
取締役選任(社内)	97.7	95.7	97.4	95.5
取締役選任(社外)		96.9		95.8
監査等委員		96.8		95.7
監査等委員(社内)	9.3	94.2	17.5	94.2
監査等委員(社外)		98.0		96.1
監査役		97.4		96.2
監査役(社内)	55.8	96.5	34.5	96.4
監査役(社外)		98.2		96.1
補欠監査役選任	4.7	98.7	17.5	99.0
補欠監査等委員選任	2.3	98.0	7.4	98.7
役員賞与支給	2.3	98.7	7.0	95.7
役員退職慰労金贈呈	4.7	85.9	0.9	83.3
役員報酬関係 (除く役員賞与支給、役員退職慰労金贈呈)	7.0	93.3	28.4	96.9
買収防衛策関連	0.0	-	1.3	56.1
会計監査人選任	7.0	99.2	0.4	99.3

(注) 対象企業数は2023年3月が43社、2022年6月は229社。上程割合は各事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

議案の上程割合（各事案の上程社数を対象企業数で除して算出）を見ると、定款変更議案が大幅に減少したことが分かる（2022年6月株主総会99.1%、2023年3月株主総会18.6%）。2022年6月の株主総会において大部分の企業が定款変更議案を上程したのは2021年施行の会社法改正により創設された株主総会資料の電子提供制度に対応するためであったが、これが一巡したことが、定款変更議案の上程が減少した要因である。その他の議案の上程割合に関しては、概ね2022年6月開催の株主総会と同じ傾向である。

## 2. 引き続き不祥事や取締役会構成関連への関心が高い

主要議案の平均賛成率をみても、2022年6月株主総会と2023年3月株主総会において大きな傾向の違いは見られていない。

主要議案の中でも注目度の高い取締役選任議案を見ると、会長や社長といった経営トップの取締役選任議案において、賛成率50%台が1例、60%台が1例、70%台が5例見られた。要因として考えられるのは不祥事の発生と取締役会の構成、特に女性役員の不在であ

る。これは 2022 年 6 月株主総会においても見られており、機関投資家を中心とした株主の注目度の高さと厳しい判断が現れている。この点については 2023 年 6 月を中心に今後開催される株主総会の議決権行使においても、基本的に変わらないと考えられる。

なお、女性役員の不存在や社外取締役の員数不足を理由に反対票を投じることは形式的に過ぎるという意見もある。その意見にも一理あるが、これらの論点は機関投資家の議決権行使基準に取り入れられる以前から議論になっていたことを考慮すれば、特に時価総額の大きな企業では迅速に対応すべき事項であったにもかかわらず対応しなかった点が問題であったと考えることもできるため、一概に形式的とは言えないのではないかと思われる。

### 3. 上場子会社関連の株主提案が見られた

分析対象とした 2023 年 3 月に株主総会を開催した企業の中で、株主提案が上程された企業が 1 社あった。これは、株主である投資ファンドから、同社の上場子会社に関する対応を求めるものであった。

結果を見ると、子会社上場を維持することの合理的理由や、企業グループ全体の実効性あるガバナンス体制の確保に関する施策などについて、東証に提出するコーポレートガバナンスに関する報告書で擬態的に説明、開示を求める「子会社の管理」の賛成率は 19%であったが、「上場子会社への天下りの禁止」、「上場会社の間における CMS（キャッシュ・マネージメント・システム）による資金貸借の禁止」、「自己株式の取得」はいずれも 7%の賛成率に留まった。

いわゆる「親子上場」に対しては、親子上場の合理性や、完全子会社化時の TOB（株式公開買付）制度に関する課題などが指摘されている。投資家の関心も高いと見られ、今後も同様の株主提案が見られる可能性が考えられる。なお、環境関連の株主提案は分析対象の企業では見られなかった。

### 4. 有事導入型の買収防衛策

また、今回の分析対象企業では見られなかったが、いわゆる「有事導入型」の買収防衛策に対する関心も高まっている。これは、買収者が存在しない時に導入する「事前警告型」とは異なり、実際に買収者が現れてから導入するものである。

現在の機関投資家の議決権行使基準では、「事前警告型」に対しては原則反対のスタンスをとるところが多い。しかし、有事導入型については、一律の判断ではなく、防衛策のスキームの精査や、買収提案者と企業側の中長期的な価値向上の実現性などを総合的に判断するという「ケースバイケース」で対応することが多いと見られる。企業買収に関するニュースフローや裁判例が増えている中、買収に対する脅威や懸念を高めている企業が有事導入型買収防衛策の検討を進められることも考えられるため、投資家がどのように判断するかが注目される。

### Ⅲ 改めて投資家の関心は「資本効率性向上」に向かう

#### 1. 東証が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」を公表

2013年6月に公表された、わが国の成長戦略である日本再興戦略において、コーポレートガバナンス改革が重要施策の一つとして取り上げられてからおよそ10年が経過した。この間、「日本版スチュワードシップ・コード」（2014年）、「コーポレートガバナンス・コード」（2015年）の制定を始めとして、様々な施策がとられてきた。

この10年を振り返ると、日本のコーポレートガバナンス改革は一定の成果はあったものの、ROEの伸び悩みや保有現預金の増加といった資本効率性や収益性などに関する課題は残っている。よって、成長戦略が目標とする、日本企業の生産性、国際競争力の回復を通じて収益性を高め、それを日本経済の中長期的、持続的な成長につなげるという点では未だ十分に機能しているとは言い難い。

さらに、ここ数年ではESG（環境、社会、企業統治）のうち、環境や社会課題に対する関心が高まったり、新型コロナウイルス感染症拡大の日本社会及び経済に与えるネガティブインパクトなどに注目が集まったりした。確かに「サステナビリティ（持続的成長）」は謳われたものの、上述した日本企業の中期的な課題への対応という面の関心はやや低くなっていた印象がある。

しかし、新型コロナウイルス感染症拡大の企業活動に与える悪影響が徐々に小さくなっていく中、環境、社会問題への関心は引き続き高いものの、コーポレートガバナンス改革の実効性を高めて日本企業の資本効率性や収益性の向上を図ることに対する機関投資家の関心が、戻りつつあるという印象がある。

2023年3月31日に東証は「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」を公表した。内容は、①プライム市場、スタンダード市場上場企業に対し、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その内容や市場評価に関し取締役会で現状を分析・評価すること（現状分析）、②（自社の資本コストや資本収益性の）改善に向けた方針や目標・計画期間、具体的な取組みを取締役会で検討・策定し、その内容について、現状評価とあわせて投資者にわかりやすく開示すること（計画策定・開示）、③計画に基づく資本コストや株価を意識した経営を推進し、開示をベースとして投資者との積極的な対話を実施すること（取組みの実施）である。

加えて、④毎年（年1回以上）、進捗状況に関する分析を行って開示をアップデートし、⑤資本コストを上回る資本収益性を達成できていない場合には、その要因の分析、評価を行い、⑥資本コストを上回る資本収益性を達成できていても、例えばPBR（株価純資産倍率）が1倍を割れているなど、十分な市場評価を得られていない場合には、その要因の分析、評価が求められている点が特徴である。

東証が同資料を公表した背景には、現在は「プライム市場の約半数、スタンダード市場

の約6割の上場会社がROE8%未満、PBR1倍割れと、資本収益性や成長性といった観点で課題がある状況」であり、「企業価値向上の実現に向けて、経営者の資本コストや株価に対する意識改革が必要」という問題意識がある。さらに、「PBR1倍割れは、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは、成長性が投資者から十分評価されていないことが示唆される1つの目安」として、特に、継続的にPBRが1倍を下回る企業での対応がより強く意識されている点が注目される。

東証が特に株価（指標）に焦点を置き、上場企業に対応を求めることはこれまでほとんど行われていなかったことを考えると、これは現状に対する東証の強い問題意識の表れであるとともに、コーポレートガバナンス改革の実効性を高める諸施策の一環と位置付けられるであろう。

機関投資家の議決権行使基準に継続的なPBR1倍割れ企業に対する施策が取り込まれる可能性は、現状では高くないと考えられるが、中期的な企業価値向上をテーマとしたエンゲージメントの中で言及される可能性は高いと考えられる。さらに、アクティビストなどが該当する企業に働きかけを強めることは想定されるであろう。

## 2. コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクションプログラムの策定

### 1) 今後2つのコードの改訂時期は「適時の検討」に

2023年4月19日に行われたFU会議では、コーポレートガバナンス改革に対する現状での評価と今後の取り組みが主に議論された。議論の中でまず注目されることとしては、これまで3年ごとに実施された日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの改訂について「必ずしも従前の見直しサイクルにとらわれることなく、コーポレートガバナンス改革の実質化という観点から、その進捗状況を踏まえて適時に検討することが適切である」として、今後は適時改訂がされるという点が挙げられる。

従来の改訂サイクルであれば、2023年にスチュワードシップ・コードの、2024年にコーポレートガバナンス・コードの改訂を想定していたが、定期的な改訂ではなく適時の検討になる方向であれば、少なくとも2023年のスチュワードシップ・コード改訂は行われない可能性が高い。また、これまでスチュワードシップ・コードの1年後に実施されてきたコーポレートガバナンス・コードの改訂も実施されない可能性が高いと考えられるであろう。

### 2) ガバナンス改革の実質化に向けたアクションプログラムを策定へ

また、同会議ではガバナンス改革の実質化に向け、図表5に掲げた施策・検討を順次実施していくアクションプログラムの策定案が提言された。FU会議はその実施状況について随時検証し、追加的な施策等の適否を検討していくこととなる。

図表5 ガバナンス改革の実質化に向けたアクションプログラムの策定（案）

## 1. 企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けた課題

項目	施策・検討の内容
A)収益性と成長性を意識した経営	資本コストの的確な把握やそれを踏まえた収益性・成長性を意識した経営(事業ポートフォリオの見直しや、人的資本や知的財産への投資・設備投資等、適切なりスクテイクに基づく経営資源の配分等を含む。)を促進する。【2023年春から順次実施】
B)サステナビリティを意識した経営	有価証券報告書に新設された人的資本・知的財産・多様性を含むサステナビリティに関する情報開示の枠組みの活用(好事例集の公表)等を通じてサステナビリティに関する取り組みを促進する。【2023～2025年に順次実施】
C)独立社外取締役の機能発揮(取締役会、指名委員会・報酬委員会の実効性向上)	有価証券報告書における取締役会や指名委員会・報酬委員会等の活動状況に関する情報開示の拡充を踏まえ、その実態調査・事例の取りまとめ・公表等を通じて、取締役会等の実効性評価等によるPDCAサイクルの確立を促進し、更なる機能発揮を図る。【2023年秋】
	独立社外取締役に対して期待される役割の理解促進のための啓発活動(研修を通じたスキルアップ等)の実施を進める。【2023年春】

## 2. 企業と投資家との対話に係る課題

項目	施策・検討の内容
A)ステュワードシップ活動の実質化	・ステュワードシップ活動の実質化に向けた課題(運用機関における十分なリソースの確保、エンゲージメント手法の工夫、インセンティブの付与、年金等のアセットオーナーにおける体制の拡充等)の解決に向けて、運用機関・アセットオーナー等の取り組みを促進する。【2023年春から順次実施】
B)対話の基礎となる情報開示の充実	・プライム市場上場会社について、投資家との対話の実施状況やその内容等の開示を要請する。【2023年春】 ・コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨を改めて周知するとともに、エクスプレインの好事例や不十分な事例の明示に取り組む。【2023年春】 ・有価証券報告書と事業報告等の重複開示に関する開示の効率化を含め、投資家が必要とする情報を株主総会前に効果的・効率的に提供するための方策について、継続的に検討を進める。 ・投資家との対話の基礎となるよう企業のタイムリーな情報開示を促進する方策について検討を進める。
C)グローバル投資家との対話促進	・グローバル投資家の期待(独立社外取締役の比率、多様性、英文開示等)に自律的、積極的に応える企業群の「見える化」を通じて、企業と投資家の対話を促進する。【2023年夏から順次実施】 ・特に、プライム市場における英文開示の義務化を含め、英文開示の更なる拡充を図る。【2023年秋】
D)法制度上の課題の解決	・大量保有報告制度における「重要提案行為等」「共同保有者」の範囲の明確化について検討を進める。 ・実質株主の透明性のあり方について検討を進める。 ・部分買付け(上限を付した公開買付け)に伴う少数株主の保護のあり方について検討を進める。
E)市場環境上の課題の解決	・従属上場会社に関する情報開示・ガバナンスのあり方について検討を進める。 ・政策保有株式の縮減については、有価証券報告書における情報開示の規律の強化や、東証市場区分見直しに伴う上場維持基準の変更及びその経過措置を踏まえた進捗を今後継続的にフォローアップし、必要に応じて更なる施策の検討を進める。【2023～2025年に順次実施】

(出所) コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム（案）より野村資本市場研究所作成

### 3. 企業と投資家・株主間の「相互理解」を深めることの重要性

2023年2月に開催された機械業に属する企業の臨時株主総会において、会社側の取締役候補が否決されたり、ファンドからの株主提案のうちいくつかの議案が賛成多数で可決されるという事例が見られた（図表6）。

このような事態が生じることについては特に驚きはない。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。各株式保有主体の議決権行使割合や議案に対する反対可能性を考慮した株主総会議案の潜在的な反対比率を試算すると50%を超えており、取締役選任議案などの普通決議議案が否決される水準に達している<sup>8</sup>。

このような状況変化の中で企業活動、経営を適切かつ円滑に行うには、カバナンス体制の強化や、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）の充実等により、投資家・株主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、相

図表6 臨時株主総会の結果

議案	賛成率 (%)	可決/ 否決
【第1号提案(会社提案)】(取締役2名選任の件) ・A(元事業会社専務執行役員) ・B(コンサルティング会社経営)	46.0 45.1	否決 否決
【第2号議案(株主提案)】(取締役5名解任の件) ・C(大学特別任用教授) ・D(元事業会社副会長) ・E(元事業会社監査役) ・F(大学教授) ・G(弁護士)	57.2 57.2 49.8 46.8 50.6	可決 可決 否決 否決 可決
【第3号議案(株主提案)】(取締役6名選任の件) ・H(証券会社出身) ・I(業界出身:外国人) ・J(元銀行幹部:外国人) ・K(米国弁護士) ・L(業界出身:外国人) ・M(米国弁護士)	46.6 56.8 51.8 58.7 48.8 51.1	否決 可決 可決 可決 否決 可決
【第4号議案(株主提案)】 ・社外取締役の基本報酬額決定の件	51.2	可決
【第5号議案(株主提案)】 ・社外取締役に対する事後公布型株式報酬付与の件	51.0	可決
【第6号議案(株主提案)】 ・社外取締役に対する株価条件付事後公布型株式報酬付与の件	47.6	否決
【第7号議案(株主提案)】 ・取締役(社外取締役を除く)に対する株価条件付事後公布型株式報酬付与の件	47.9	否決

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

<sup>8</sup> 詳細は西山賢吾「株式保有構造の変化が示す『企業と株主・投資家との新しい関係』構築」『野村サステナビリティクォーターリー』2022秋号を参照。

互信頼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が肝要である。相互理解が進まない場合は、経営トップの取締役選任議案賛成比率の低下などにつながる可能性が考えられる。

加えて、エンゲージメントの重要性が高まることは議決権行使の重要性の低下を意味するわけではないことも改めて指摘しておきたい。エンゲージメントを経てもなお企業との認識ギャップが解消しない場合に議決権行使において反対票を投じることになるが、それは、従来以上に議案の反対票を投じる投資家の意思を強く反映したもの、すなわち、反対票を投じることで議案が否決になることをいとわない強い意志を持った判断になると考えられる。このように考えると、最終的に議決権行使という手段があるからこそエンゲージメントを積極化する意味があるということであり、エンゲージメントの積極化は議決権行使の重要性をさらに高めることにつながると思われるべきであろう。

投資家の関心が中長期的、持続的な企業価値の向上に向かい、日本企業の課題である資本効率性や収益性、キャッシュアロケーションなどへの関心を改めて高めていくと考えると、上場企業に求められるのは、中長期的な企業価値向上に対する取り組みをこれまで以上に積極化してその内容を分かり易く開示すること、さらに、投資家との建設的な対話を通じ相互理解を深めるとともに、随時取り組みの見直しや更なる推進などにより、企業価値の向上を実現していくことである。