

## 2022年6月株主総会議決権行使結果と今後の注目点 ー不祥事とサステナビリティへの高い関心ー

西山 賢吾

### ■ 要 約 ■

1. 2022年6月に開催された株主総会では、全体的には大きな波乱は見られなかったものの、不祥事が発生した企業や、取締役の構成（社外取締役の数や女性取締役の設置）が投資家の要請する基準を満たさない企業の会長や社長など経営トップの取締役選任議案で、賛成率が50%台や60%台に留まる事例が2021年に比べ増加した。
2. 近年注目されている環境関連の株主提案については、その多くで賛成率が20%程度に達しており、概ね一定の賛同が集まったと考えられる。その一方で、ウクライナ情勢やエネルギー価格の高騰などを受け、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する機関投資家との間で意見の相違も見られ、賛成率は伸び悩んだように見受けられる。
3. 個人投資家の議決権行使においては、議決権行使への関心の高まりと、保有先企業へのロイヤルティの高さという近年見られる傾向には大きな変化はなかった。
4. 今後の議決権行使を巡る注目点としては、①取締役の構成（社外取締役の増員、女性取締役の設置）、②政策保有株式に対する数値基準導入拡大の動き、③投資家を中心とした、環境などサステナビリティ関連の開示や説明の拡充への要請、④「ウィズコロナ」や「アフターコロナ」を受けた企業の保有する現預金の使途（キャッシュのアロケーション）に対する投資家の関心の高まり、などを挙げるができるであろう。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・西山賢吾「2021年6月株主総会と議決権行使ーコロナ対応、環境関連の株主提案への対応に特色が見られたー」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年秋号。
- ・西山賢吾「2022年議決権行使の注目点ー『プライム市場』と『サステナビリティ課題』への対応が中心ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2022年春号。

## I 不祥事とサステナビリティが注目された2022年6月の株主総会

### 1. 2022年6月の株主総会主要議案の状況

#### 1) 株主総会電子化関連でほぼ全ての企業で定款変更が上程される

本稿では Russell/Nomura Large Cap インデックス<sup>1</sup>構成企業（300社）のうち3月期決算の企業（6月株主総会実施企業）229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、2022年6月開催の株主総会の主要議案の上程状況である。これを見ると、定款変更議案が229社中227社（99.1%）と、ほぼ全ての企業で上程されたことが分かる。

大部分の企業で定款変更議案が上程された主な要因は、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である。これは、定款に定めれば、株主に対して次のような方法で早期に株主総会資料を提供できる制度である。すなわち、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ことに

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	参考: 2021年6月総会で の上程社数	参考: 2021年6月総会で の上程割合
定款変更	227	99.1%	56	21.1%
取締役選任	223	97.4%	259	97.7%
剰余金処分(配当など)	147	64.2%	176	66.4%
監査役選任	79	34.5%	103	38.9%
役員報酬関係(除く役員賞与支給、役員退職慰労金贈呈)	65	28.4%	92	34.7%
監査等委員選任	40	17.5%	46	17.4%
補欠監査役選任	35	15.3%	43	16.2%
補欠監査等委員選任	17	7.4%	14	5.3%
役員賞与支給	16	7.0%	21	7.9%
株主提案	11	4.8%	10	3.8%
買収防衛策	3	1.3%	3	1.1%
役員退職慰労金の贈呈、打ち切り支給	2	0.9%	4	1.5%
会計監査人選任	1	0.4%	6	2.3%

(注) 対象企業数は、2021年265社、2022年229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

<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1,500（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。

なる。本制度の施行を2022年9月1日に控え、6月の株主総会で大部分の企業が定款の変更を行なった。

その他の議案の上程の傾向は、概ね2021年6月の株主総会と大きな違いがなかった。

## 2) 全体的に見れば昨年と大差がなかった主要会社側提出議案の平均賛成率

2022年6月に開催された株主総会においては、2021年に引き続き環境関連、特に気候変動に関連した株主提案に対して関心が集まったり、不祥事の発生した企業において経営トップの取締役選任議案の賛成率が低水準にとどまったりするなどの事例が見られた。しかし、ここ数年の傾向と同様に、全体的には、企業側と株主との間の意見の相違が表面化して、上程議案の賛成率に影響したと見られる事例は比較的少なく、大きな波乱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、2022年6月の株主総会と2021年6月の株主総会の結果を示したものである。

これを見ると、上程議案数の最も多い取締役選任議案や、役員賞与支給議案では2022年6月の方が平均賛成率は低くなった。一方、監査等委員選任議案や監査役選任議案、定款変更議案などでは2022年6月の方が平均賛成率は高かった。ただし、全体的に見れば主要議案の平均賛成率の変化は小幅であった。さらに、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による主要な会社側上程議案に対する判断は、例年と大きく変わら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	2022年6月総会		2021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)	95.5	5.2	96.2	4.1
取締役(社外)	95.8	6.4	96.1	6.7
取締役合計	95.6	5.8	96.1	5.3
監査役(社内)	96.4	3.5	96.4	2.8
監査役(社外)	96.1	8.0	95.4	8.0
監査役合計	96.2	6.7	95.8	6.5
監査等委員(社内)	94.2	2.4	95.2	2.7
監査等委員(社外)	96.1	5.5	95.1	7.7
監査等委員合計	95.7	5.1	95.1	6.6
補欠監査役合計	99.0	2.2	99.4	0.8
補欠監査等委員合計	98.7	1.2	99.0	2.2
定款変更	98.1	4.0	97.0	5.1
剰余金処分	98.3	3.4	98.7	2.3
役員賞与支給	95.7	6.6	97.3	3.9
役員報酬関連(除く役員報酬、退職慰労金関連)	96.9	6.4	97.0	5.5
会計監査人選任	99.3	-	98.9	0.7
役員退職慰労金贈呈	83.3	9.8	76.8	6.9
買収防衛策	56.1	0.8	66.9	9.1
主要議案単純平均	93.7	4.9	94.0	4.8

(注) 対象企業数は、2021年265社、2022年229社。

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

## 2. 取締役選任議案の状況

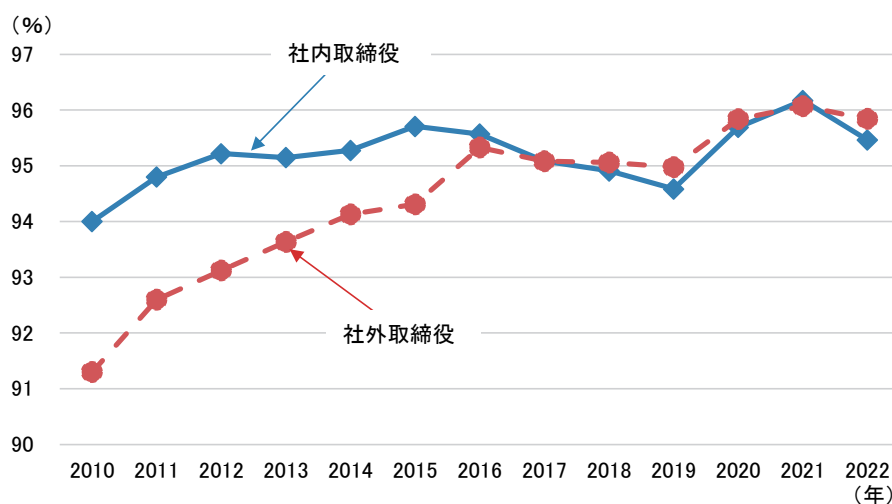
### 1) 社内取締役選任議案の平均賛成率が2年ぶりに社外取締役を下回る

2022年6月の株主総会における取締役選任議案の平均賛成率を見ると、社外取締役以外の取締役（以下、社内取締役）が95.5%、社外取締役が95.8%であった。2021年と比較すると、社内取締役は0.7%ポイントの低下、社外取締役は0.3%ポイントの低下となった。平均賛成率が前年を下回ったのはともに3年ぶりである。

社内取締役に關しては、経営トップの取締役選任への反対が増えた一方、社外取締役では以前に比べ独立性の高い候補者が増えて、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2017年以降続いていた。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大（以下、コロナ）により、2020年以降ROE（自己資本純利益率）などの業績基準<sup>2</sup>の適用を停止した機関投資家が見られたことなどによって、ここ2年間は平均賛成率が上昇していた。

2022年は、コロナの業績に与える影響が相対的に小さくなる中で企業のキャッシュアロケーションへの注目度が再び高まってきた。これに加え、後述するように不祥事の発生した企業や取締役会の構成で機関投資家の基準を満たしていない企業に対する反対が増えたことが、取締役選任議案の平均賛成率が3年ぶりに低下した要因と考えられる。また、2021年は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ていたが、2022年は社外取締役の平均賛成率が社内取締役を上回った（図表3）。

図表3 2年ぶりに社外取締役の賛成比率が社内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

<sup>2</sup> ROEなどが一定の水準を下回った場合、経営トップの取締役選任議案に反対するもの。

2) 不祥事関連、取締役会の構成が要因で賛成率の相対的に低い経営トップの数が増加  
 会長や社長など経営トップの取締役選任議案は、機関投資家を始めとした株主の当該企業に対する信認が現れる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%未満であった事例であるが、その数は19例と、2021年6月の株主総会の10例に比べ増加した。

賛成率が低くなった理由として考えられるのは、まず不祥事の影響である。不祥事の発生した企業に対する経営トップ等の取締役選任議案に関しては、信頼の失墜などによりその企業価値にどの程度影響が生じるかによって判断されることが多いが、最近では長期にわたって隠蔽されていた不祥事が明るみに出ることもしばしばある。このため、一般に機関投資家の不祥事に対する姿勢は厳格化しており、2022年6月の株主総会では賛成率50%台から60%台に留まる事例が見られた。

不祥事に次いで相対的に低い賛成率が目立つのは取締役会の構成に関連するもので、社外取締役の員数不足と女性役員の不在が主に該当する。社外取締役の員数については、機関投資家の求める水準が、従来の複数、支配株主の存在など一定の場合には3

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

該当企業所属業種 (東証33業種)	役職	賛成率 (%)	備考
電気機器	取締役代表執行役社長CEO	58.5	不祥事
銀行業	取締役代表執行役社長グループCEO	61.6	不祥事
繊維製品	代表取締役社長	63.7	不祥事
化学	代表取締役会長	64.2	女性役員不在
銀行業	取締役会長	65.0	不祥事
輸送用機器	取締役社長	69.6	不祥事
機械	取締役会長	71.6	業績
機械	代表取締役社長CEO	73.8	業績
保険業	取締役会長	74.7	政策保有株式
電気機器	代表取締役会長兼CEO	74.7	女性役員不在
情報・通信業	代表取締役会長	74.7	社外取締役比率
機械	代表取締役会長	74.7	女性役員不在
電気機器	代表取締役社長CEO	75.6	業績
保険業	代表取締役社長グループCEO	75.9	政策保有株式
機械	代表取締役会長	76.2	社外取締役比率・女性役員不在
電気機器	取締役会長	76.9	社外取締役比率
化学	代表取締役社長	77.3	女性役員不在
情報・通信業	代表取締役社長	77.7	社外取締役比率
銀行業	取締役会長	79.0	不祥事

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

分の1以上の選任から、2021年6月に行われたコーポレートガバナンス・コードの改訂もあり、3分の1以上、支配株主の存在など一定の場合には過半数の選任へと厳しくなってきた。

さらに、女性役員を最低1人以上選任することを求める機関投資家も増えている。そのため、それらを満たさない企業の経営トップの取締役選任議案の賛成率が低くなった。

その他には、ROEが一定水準（例えば5%）を下回るなど業績が低迷している企業や、政策保有株式の保有水準が相対的に高い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た。

### 3) バーチャルオンリー株主総会の開催関連の定款変更議案では賛成率の低い事例も

上述のように、2022年6月の株主総会においては、株主総会資料の電子提供制度に関連した定款変更議案がほぼ全ての企業で上程された。これに関しては特段株主からの異論は見られなかった。さらに、これと併せて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総会」の開催を可能にする定款変更を行う企業も見られた。

図表5は、定款変更議案の中で賛成率の低かった事例であるが、5例のうち4例がバーチャルオンリー総会に関係するものであった。

2021年の会社法改正で、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で、バーチャルオンリー総会の開催が可能になった<sup>3</sup>。

図表5に挙げた賛成率の低かった4つの事例はいずれも、その開催を感染症の拡大や天災地変の発生に限定する場合という文言が定款に記載されていなかった。バー

図表5 賛成率の低かった定款変更議案

該当企業所属業種 (東証33業種分類)	賛成比率 (%)	内容
電気・ガス業	79.4	剰余金配当の決定機関
電気機器	81.5	変更内容に制限のないバーチャルオンリー総会を開催可能にするものを含む
サービス業	81.5	変更内容に制限のないバーチャルオンリー総会を開催可能にするものを含む
精密機器	83.4	変更内容に制限のないバーチャルオンリー総会を開催可能にするものを含む
建設業	83.4	変更内容に制限のないバーチャルオンリー総会を開催可能にするものを含む

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> バーチャルオンリー株主総会は、2021年6月16日の会社法改正の施行日から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、通常の株主総会において決議を行う必要がある。

チャルオンリー総会に関しては、その運用いかんによっては株主の権利が侵害されるという意見がある。しかし、最近では上述のような懸念に配慮してバーチャルオンリー総会を実施する企業や、バーチャルオンリー総会の実務に関する研究も進められており、株主の権利が侵害される懸念は低くなっている。

それでも、議決権行使助言会社のISSは、バーチャルオンリー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、開催を感染症の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うというスタンスをとるなど、懸念は完全に払拭されたわけではないため、一部の機関投資家は反対票を投じたと考えられる。

#### 4) 会社側の取り組みが判断ポイントとなる環境関連の株主提案

3月決算のRussell/Nomura Large Cap インデックス構成企業のうち、2022年6月の株主総会で株主提案のあった企業は11社、84議案、平均賛成率は10.1%だった。2021年6月は11社、62議案、平均賛成率は9.5%であったことから、議案数及び平均賛成率は昨年に比べ上昇した。図表6は、株主提案のうち賛成率が20%以上であった議案である。

図表6の中でハイライトをしたものが、ここ数年株主提案で注目を集めている環境関連の株主提案である。環境関連の株主提案に関し賛否を判断するポイントは3つあったと考えられる。1点目は会社側の対応である。このように株主提案への賛成率が20%を超えるケースもあったものの、パリ協定のような国際的なイニシアティ

図表6 賛成率が20%以上であった株主提案

該当企業所属業種(東証33業種分類)	内容	賛成比率(%)
電気・ガス業	脱炭素社会の実現に向けた事業形態の革新(気候関連のリスクと機会の開示)	35.6
電気・ガス業	役員報酬個別開示	33.8
電気・ガス業	個別報酬開示	33.5
電気・ガス業	役員報酬個別開示	29.5
銀行業	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開示	27.1
電気・ガス業	役員報酬個別開示	27.0
電気・ガス業	脱炭素社会の実現に向けた事業形態の革新(ESG要素に連動する役員報酬制度の導入)	26.9
電気・ガス業	相談役及び顧問等の廃止	25.6
電気・ガス業	株主総会(議事録への正確な記載)	22.4
電気・ガス業	役員報酬個別開示	21.5
電気・ガス業	経営の透明性の確保	20.7
電気・ガス業	持続可能な社会の実現への貢献(再生可能エネルギーを主力電源にした発電事業をはじめとする事業活動に伴うCO2排出を2050年までに全体としてゼロ)	20.7
電気・ガス業	代替電源の確保(再生可能エネルギー)	20.3
卸売業	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開示	20.2

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

ブに対し独自の対応方針を積極的に公表し、説明を行った企業に対しては、相応の機関投資家はその姿勢に対し一定の評価を行い、株主提案に反対したと考えられる。

2点目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。機関投資家の定款変更議案に対するスタンスはこれまで、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ところが多かった。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姿勢をとる機関投資家が増えてきた<sup>4</sup>。

すなわち、会社側が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を実施していればその姿勢を評価し、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するが、それらが出ていなかったり、出ていても不十分な内容と考えられる場合には株主提案に賛成の姿勢を示す機関投資家が増えていると見られる。

3点目は国際的な政治、経済の情勢変化である。ここ数年は、気候変動など環境関連に対する見方は、機関投資家と株主提案を行う環境団体等との間で概ね一致していたと考えられる。しかし、ウクライナ情勢やエネルギー価格の上昇などを受け、投資家が企業価値や自らの投資パフォーマンスへの影響への意識を強めた結果、さらなる環境対応の強化を求める環境関連団体の考え方とは必ずしも一致しない状況も見られるようになってきた。

基本的に気候変動を始めとした環境関連に対する基本的なスタンスは変わっていないと考えられるが、会社側の取り組み姿勢の評価と、昨今の政治経済の情勢を踏まえ、機関投資家は環境関連の株主提案への判断を行った結果、環境関連の株主提案は一定の支持を集めているものの、賛成率は昨年や一昨年と比べ伸び悩んだのではないかと考えられる。

## 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が続く

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>5</sup>」から見ていく。

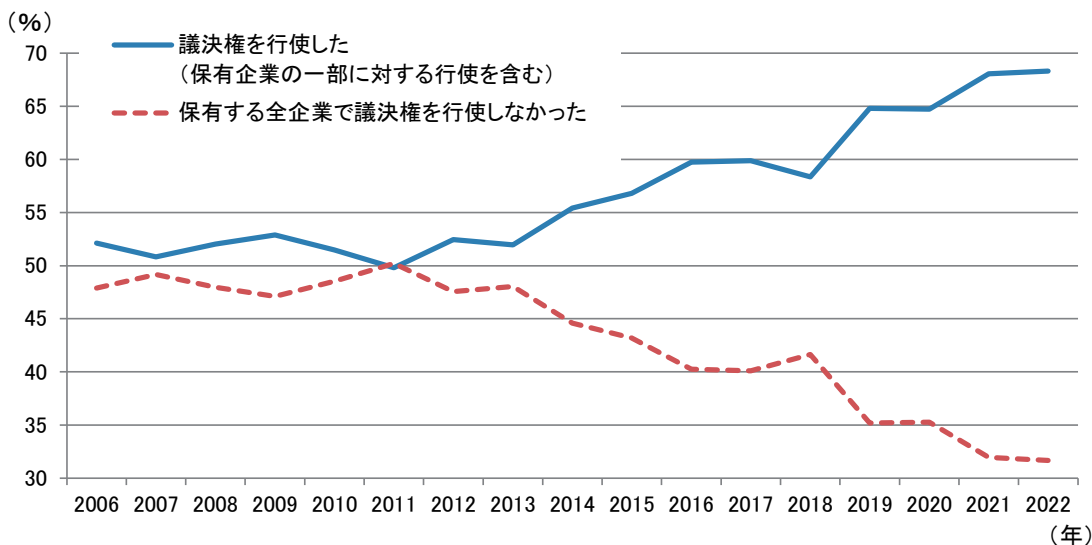
まず、個人投資家の議決権行使割合についてである。議決権を行使した（保有する企業

<sup>4</sup> 例えばニッセイアセットマネジメントは2022年6月の株主総会より、株主提案において、①気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）などの気候変動に関する開示を求める提案で、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行われていない場合、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ない場合、原則賛成の姿勢をとっている。

<sup>5</sup> 調査結果の詳細や調査手法については、野村証券「ノムラ個人投資家サーベイ」2022年9月15日を参照。  
<<https://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/nsc/20220915/20220915.pdf>>



図表7 議決権を行使する個人の増加傾向が続く



(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

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、2022年調査では68.3%となり、2021年調査から若干上昇した。個人投資家の議決権行使割合は2011年調査以降「議決権を行使した」との回答割合がほぼ継続的に上昇しており、個人投資家の議決権行使への関心の高まりが分かる(図表7)。

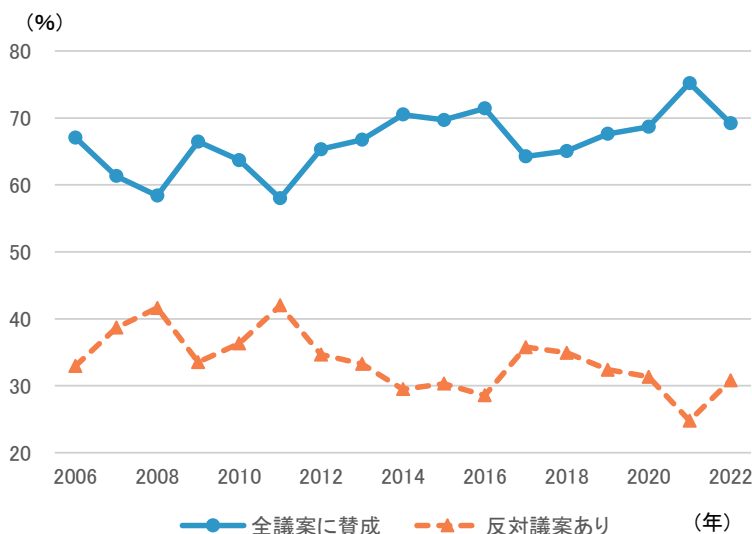
## 2. 「上程全議案に賛成」との回答割合は昨年より低下

次に、「議決権を行使した」との回答者に対し、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8に示したが、2022年調査で「全議案に賛成」との回答した割合は、調査開始以来最高を記録した2021年調査の75.2%から6%ポイント低下し69.2%となった。

個人投資家が株主総会において会社側上程議案の全議案に賛成する割合は、図表8を見ても分かるように傾向的に高いことが分かる。基本的に個人投資家は保有先企業へのロイヤルティ(愛着)が高いということが言えるであろう。

また、反対した議案とその回答割合を図表9に示したが、「剰余金の処分(配当)」、「役員報酬の決定」、「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」の順であった。これらの議案はほぼ一貫して反対議案の上位3位内に入っている。その一方、機関投資家が厳しい目を注いでいる買収防衛策関連議案に対する反対は他の議案と比べても低く、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。

図表 8 「全議案に賛成」の個人は昨年より低下したものの傾向的には高い



(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 9 主要議案の反対割合の推移

単位: %

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
全議案に賛成	65.1	67.6	68.7	75.2	69.2
反対議案あり	34.9	32.4	31.3	24.8	30.8
剰余金の処分(配当)	16.3	12.5	13.3	10.3	10.2
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	9.4	11.3	9.7	8.0	9.3
役員報酬の決定	11.8	11.5	10.6	8.5	9.8
買収防衛策	4.6	2.8	2.7	2.1	2.5
ストックオプションの付与	5.4	6.8	4.3	3.0	4.9
役員退職慰労金の決定	10.4	10.1	9.4	7.2	8.5

(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

### Ⅲ 議決権行使を巡る 2023 年以降の注目点

#### 1. 議決権行使助言会社の助言方針

##### 1) ISS

ISSは2022年2月より適用する助言方針の改定時に、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1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方針を既に示している。これに加え、2022年11月7日には「温室効果ガス排出量の多い企業における取締役会の気候アカウンタビリティ」として改定案を公表し、11月16日まで広く意見を求めていた。

具体的な内容は、「Climate Action 100+<sup>6</sup>により選定された企業が気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）などの枠組みに従い気候変動リスク情報が適切に開示されているとは見なせない場合、少なくともスコープ1および2の大部分（95%以上）における、温室効果ガス排出量削減の中期目標または2050年までのネットゼロ目標を持っていない場合、取締役の選任に反対を推奨する」である。これは日本を含む全ての市場に適用する。ISSによれば、この対象になる日本企業は10社（2022年11月4日時点）であり、その意味では直接的な影響のある企業は限定的であるだろう。なお、ISSは2022年から、日本を含む全市場のClimate Action 100+該当企業のレポートに、当該企業の気候変動リスクの開示状況及び温室効果ガス排出量削減目標への評価を掲載しているとのことである。

## 2) グラス・ルイス

グラス・ルイスも2022年2月より適用する助言方針の改定時に、2023年2月より、①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、②プライム市場上場企業に対し、全取締役の3分の1以上を社外取締役とすること、③支配株主の存在するプライム市場上場企業に対し、全取締役の過半を独立性のある社外取締役とすること、④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以上を独立性のある社外取締役とすること、を求めていることを公表している。この他の改定等については本稿作成時点（2022年11月17日）、公表されていない。

## 2. 機関投資家の議決権助言方針

### 1) 野村アセットマネジメント

野村アセットマネジメントは2022年11月1日に国内株式の議決権行使基準を一部改定し、同日より適用した。その主な内容は以下のとおりである。

- ① 女性の取締役がいない場合、会長・社長等の取締役再任に反対する。
- ② 政策保有株式の保有額が、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（連結優先ベースの純資産+有利子負債）の20%を上回る場合、会長、社長等の取締役再任に反対する。なお、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で、前年の有価証券報告書の記載ベースである。また、金融機関とは、東証33業種分類で銀行業、保険業、証券業・商品先物取引業、その他金融業に属している企業である。
- ③ 報酬に関するガバナンスを整備している場合、一定水準以上の役員報酬関連に賛成する。なお、「報酬に関するガバナンスを整備している場合」とは、報酬

<sup>6</sup> 世界で温室効果ガス排出量の多い企業に対し、排出量の削減を求めるエンゲージメントを行う機関投資家の世界的なイニシアティブ。

委員会設置、その委員に2名以上の社外取締役を含み、かつ委員のうち社内取締役の人数が社外取締役の人数より少ない場合である。

- ④ 一定水準以上の役員退職慰労金にかかる議案及び金額が開示されない役員退職慰労金に関する議案については、社外取締役の人数が取締役の半数であり、かつ報酬に関するガバナンスを整備している場合を除き原則として反対する。
- ⑤ 直近3期連続してROEが5%未満かつ業界の33%ile（下位33%）未満の場合、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き、直近3期以上在任した会長・社長等の取締役再任に原則反対する（従来は25%ile）。
- ⑥ 剰余金処分に係る議決権行使基準について、ROEに関する閾値を8%から10%に引き上げる（なお、従来からの、直近2期連続株主還元率50%未満で、a.株主資本比率50%超、b.ネット金融資産/売上高30%超、c.ネット金融資産/総資産30%超の基準は不変）。
- ⑦ 財務健全性が高くネット金融資産を多く保有する（⑥のa～cに該当する）上場子会社について親会社またはそのグループ会社に対する貸付等が認められる場合、財務・資本戦略により株主価値が毀損されていると判断し、責任を有すると認められる取締役（会長、社長等、社外取締役）の選任に原則反対する。
- ⑧ 会社提案での会計監査人の責任減免には反対を、取締役の多様性を向上させるものについては賛成を明記。また、株主提案による定款変更について、1名以上の女性取締役選任を求めるものには賛成する。

野村アセットマネジメントは、上場企業の取締役会がモニタリング・ボードを広く採用することを期待しており、図表10に示した「モニタリング・ボード要件」を満たす企業に対しては報酬関連議案など一部の議案において、議決権行使基準を緩和し、代わりに取締役会のモニタリング機能の発揮に期待を示してしている。

なお、図表10において「政策保有株式を過大に保有していない」とは、金融機関は純資産の25%未満、金融機関以外は投下資本（純資産と有利子負債の合計〔連結優先ベース〕）の10%未満である。

図表10 野村アセットマネジメントの「モニタリング・ボード要件」

- |  |
|--|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>①社外取締役が過半数</li> <li>②社外取締役が過半数を占める指名・報酬委員会（法定・任意を問わない）</li> <li>③指名・報酬委員会の議長は社外取締役</li> <li>④女性の取締役が取締役の人数の10%以上</li> <li>⑤買収防衛策を導入していない</li> <li>⑥政策保有株式を過大に保有していない</li> <li>⑦監査役設置会社の場合、取締役の任期が1年</li> <li>⑧支配株主がいる場合、取締役会議長は社外取締役</li> </ol> |
|--|

（出所）野村アセットマネジメント資料より野村資本市場研究所作成

## 2) 大和アセットマネジメント

大和アセットマネジメントでは2022年11月1日に国内株式の議決権行使方針を一部改定したが、その主な内容は以下のとおりである。

- ① 企業の社会的信頼を損なわせる重大な事象（違法行為、反社会行為、不祥事等）があったと判断した場合、責任があると判断する再任候補者に反対する（従来は全役員への再任に反対）。
- ② 同社の「キャッシュリッチ基準」を見直して、a.自己資本比率50%以上、かつネットキャッシュ／総資産30%以上（従来は自己資本比率50%以上、かつ手元流動性／総資産50%以上かつ手元流動性／売上高が2/3以上）、b.自己資本配当率3%未満（従来2%未満）、c.直近3期のうち2期以上のROEが同一業種（TOPIX17業種）内で上位33%水準、かつ8%を上回らない企業とした。そして、従来通り、これらに該当する場合は原則として在任期間3期以上の代表取締役（または代表執行役）再任候補者に反対する。
- ③ 政策保有株式（含むみなし保有株式）の保有額が純資産の20%以上で、政策保有株式に向けた取り組みが十分に行われていると判断出来ない企業の代表取締役（または代表執行役）再任候補者に反対する。ただし、20%未満で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もある。
- ④ 役員報酬等第三者割当に関する基準を厳格化した。株式報酬制度の導入・改定に伴う希薄化基準を発行済み株式総数の5%以上とし、これに該当する場合には同議案に反対する。なお、従来は発行済み株式総数の10%以上であった。また、財団に対する第三者割当による自己株式処分における希薄化の判断についても同様の考え方を採用する。
- ⑤ 買収防衛策の導入・継続に関する考え方を明記した。事前導入型には反対。有事導入型の場合、内容を精査し、スキームや買収先と投資先双方の企業価値向上プラン等を考慮した上で個別に検討する。

## 3. 議決権行使を巡り今後注目されるポイント

既に公表されている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の改定などを踏まえ、今後の議決権行使の注目点について述べる。

まず、社外取締役の員数については、「取締役会全体の3分の1、支配株主が存在する場合には過半」がほぼ定着すると思われる。ただし、この基準をコーポレートガバナンス・コードと同様にプライム上場企業に求める機関投資家と、全ての上場企業に求める機関投資家が併存すると考えられる。

次に、ダイバーシティに関し、かなり多くの機関投資家の議決権行使基準において女性役員、ないしは取締役を最低1人置くことを求める方向が進んでいるが、対象とする企業の範囲も、例えばTOPIX100からTOPIX500、さらには全ての上場企業へと拡大していく

と考えられる。女性の活躍推進の一環で女性管理職比率の向上が社会的にも要請されるようになってきていることもあり、女性「取締役」の選任を進める動きがさらに活発になるであろう。

一方、政策保有株式については、保有が過大かどうかを判断するための数値基準を置く動きは2021年頃から広がりだしたが、2023年はさらに拡大が見込まれる。なおこの際に用いられる過大な政策保有株式の判断基準については対純資産比が使われることが多いであろうが、機関投資家によっては対総資産比、対投下資本比など異なる基準が利用されることもあるだろう。

また、買収防衛策について、発動対象を限定したタイプやいわゆる「有事導入型」が見られるようになってきたため、機関投資家では判断基準を明確にする動きが進むと考えられる。

さらに、パリ協定順守とその実現への対応や温室効果ガス削減目標といった、環境に関するイニシアチブに沿った活動を行っているかについては、投資家から企業に対する開示や説明の要請がさらに強まるとともに、議決権行使基準でそれらを求める動きもさらに進むと考えられる。機関投資家は環境関連への取り組みをエンゲージメント（対話）の主要テーマと位置づけ、未対応であったり対応が不十分な企業に対しては改善を求め、それでもなお改善しない場合には議決権行使において経営トップの取締役選任議案に反対するなど、エンゲージメントの結果を議決権行使に反映させる動きが強まるであろう。

最後に、「ウィズコロナ」や「アフターコロナ」を意識して、企業のキャッシュフローへの関心が再度高まってきている中で、株主還元はもちろんのこと、企業が設備投資や研究開発投資、人的資本投資などにより企業価値をいかに高めようとしているかが投資家の注目するポイントとなるだろう。よって、余剰キャッシュを有している企業に対しては株主還元等の拡充も改めて求められ、不十分であれば経営トップの取締役選任議案への反対などで彼らの意思を示す動きが見られるであろう。