

2023 年 6 月株主総会議決権行使結果と 2024 年以降の注目点 —投資家の意思が経営トップ取締役選任議案と株主提案に明示—

西山 賢吾

Ⅰ 要 約 Ⅰ

1. 2023 年 6 月の株主総会においては、社内取締役の平均賛成率が前年を下回った。経営トップ（会長、社長）の取締役選任議案賛成率が 60% 台や 70% 台になった事例をみると、不祥事や政策保有株式を過大に保有している企業が相対的に多かった。その一方、女性役員（ないしは取締役）の不存在や独立社外取締役の人数不足を理由としたものは相対的に少なく、企業側での対応が進んだことがうかがわれる。
2. 株主提案においては、環境関連団体や、彼らと機関投資家の共同提案による環境関連の株主提案に対する賛成率は伸び悩んだように見える。その一方、アクティビストからの資本政策やコーポレートアクションを求める株主提案の中には、これまでの同種の提案に比べ高い賛成率を得たものも見られた。
3. 野村證券のアンケート調査による個人投資家の議決権行使動向をみると、議決権を行使した割合が上昇した一方、株主総会（会社側提案）議案の「全てに賛成」した割合は低下した。個人投資家の企業経営や企業価値に対する関心が高まってきた可能性が考えられる。
4. 機関投資家による 2024 年以降の議決権行使基準における注目点としては、①女性役員（ないしは取締役）の増員（最低 1 人から複数、取締役員数の 10% 以上など）、②社外取締役の増員（3 分の 1 以上から過半へ）、③「エンゲージメントとエスカレーション」に対応するための議決権行使基準の見直しや考え方の整理、④有事導入型買収防衛策に対する議決権行使の考え方の整理、などが挙げられるであろう。それとともに、議決権行使を活かしながら、持続的な企業価値向上に向けた企業と株主との対話が一段と深化することにも期待したい。

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「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—」『野村サステナビリティクォーターリー』2023 年春号。

I 2023 年 6 月総会は経営トップの取締役選任と株主提案に特色

本章では Russell/Nomura 日本株 Large インデックス¹ 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）231 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。

1. 2023 年 6 月株主総会主要議案の状況

1) 主要議案の上程状況

図表 1 は、2023 年 6 月開催の株主総会の主要議案の上程状況である。2022 年 6 月の状況と比較すると、ほぼ全ての企業（対象企業中 99.1%）で上程されていた定款変更議案が 18.6%に減少している。これは、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伴う定款変更が一巡したためである。2021 年 6 月総会においては定款変更議案の上程割合は 21.1%であったから、通常の水準に戻ったと考えられる。

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: 2022年6月総 会での上程 社数(社)	参考: 2022年6月総 会での上程 割合(%)
取締役選任	229	99.1	223	97.4
剰余金処分(配当など)	150	64.9	147	64.2
監査役選任	100	43.3	79	34.5
定款変更	43	18.6	227	99.1
役員報酬関係(除く役員賞与支給、役員退職慰労金贈呈)	39	16.9	65	28.4
監査等委員選任	39	16.9	40	17.5
補欠監査役選任	34	14.7	35	15.3
株主提案	20	8.7	11	4.8
補欠監査等委員選任	15	6.5	17	7.4
役員賞与支給	12	5.2	16	7.0
役員退職慰労金の贈呈、打ち切り支給	2	0.9	2	0.9
買収防衛策	1	0.4	3	1.3
会計監査人選任	1	0.4	1	0.4

(注) 対象企業数は、2022 年 229 社、2023 年 231 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

¹ 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。

一方、監査役選任議案の上程割合が2022年の34.5%から43.3%に上昇している。監査役の任期は4年であり、通常改選数の多い年と少ない年が存在するが、2023年は相対的に改選期に該当する監査役の数が多かったと考えられる。また、役員報酬関連議案の上程割合が28.4%から16.9%に低下している。ここ数年、株式報酬型制度の導入や報酬制度の改定などにより同議案の上程が比較的多くの企業で見られたが、それらが一定程度普及、浸透したことが同議案の上程割合低下の要因と推察される。なお、株主提案の増加に関しては後述する。

2) 数字上では大きな違いが見られないものの経営トップの取締役選任議案に特色

図表2は分析対象企業の会社側主要上程議案の賛成率と、賛成率のばらつきを示す標準偏差について、2023年6月株主総会と2022年6月株主総会の結果を示したものである。

図表2 株主総会主要議案賛成率の状況

議案	2023年6月総会		2022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)	94.5	5.9	95.5	5.2
取締役(社外)	96.1	5.7	95.8	6.4
取締役合計	95.2	5.9	95.6	5.8
監査役(社内)	95.8	7.2	96.4	3.5
監査役(社外)	96.0	5.6	96.1	8.0
監査役合計	95.9	6.4	96.2	6.7
監査等委員(社内)	93.2	2.9	94.2	2.4
監査等委員(社外)	97.3	4.6	96.1	5.5
監査等委員合計	96.1	4.6	95.7	5.1
補欠監査役合計	98.7	2.0	99.0	2.2
補欠監査等委員合計	97.9	3.9	98.7	1.2
定款変更	97.8	3.9	98.1	4.0
剰余金処分	98.6	2.2	98.3	3.4
役員賞与支給	99.1	0.5	95.7	6.6
役員報酬関連(除く役員報酬、退職慰労金関連)	97.5	3.1	96.9	6.4
会計監査人選任	99.7	–	99.3	–
役員退職慰労金贈呈	78.3	10.0	83.3	9.8
買収防衛策	61.1	–	56.1	0.8
主要議案賛成率単純平均	93.8	4.7	93.7	4.9

(注) 対象企業数は、2022年229社、2023年231社。

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

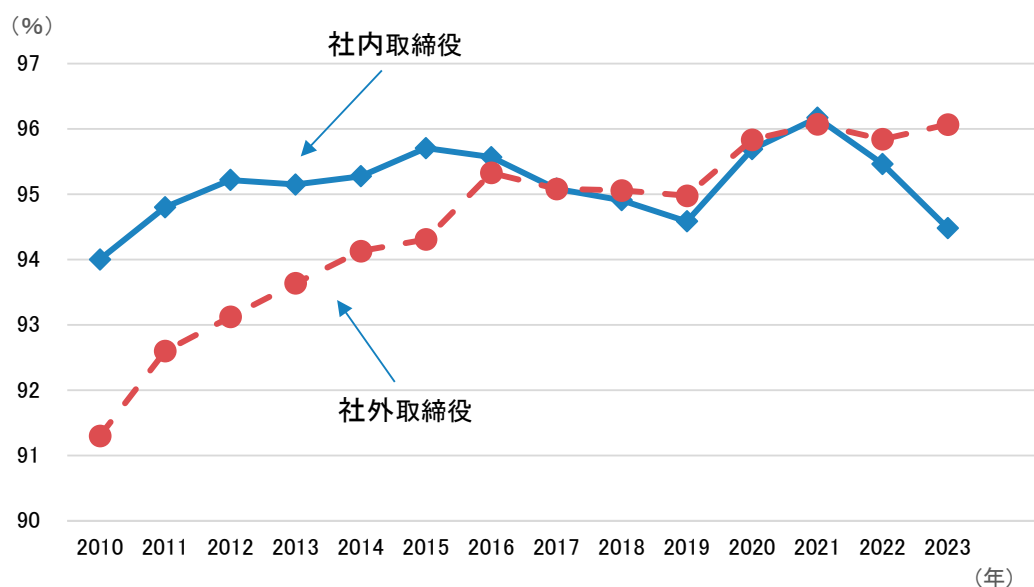
全体的な賛成率の状況は2022年6月と2023年6月ではあまり大きな違いは見られない。しかし、ここ数年議決権行使にも影響を与えていた新型コロナウイルス感染症の感染症法の位置付けが2023年5月より従来の2類から5類に引き下げられるなど、そのインパクトが相対的に小さくなる中、日本企業の持続的な成長や、長期的な課題である資本効率性の問題に対する投資家の関心が再び高まってきた。そうした状況下で行われた2023年6月の株主総会においては、取締役選任議案（特に会長や社長等の経営トップ）や株主提案に特色があった。

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前年に比べ1%ポイント低下

2023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94.5%、社外取締役が96.1%であった。2022年と比較すると、社外取締役は0.3%ポイント上昇したが、社内取締役は1.0%ポイントの低下となった。社内取締役の平均賛成率低下は2年連続である。2022年に社内取締役の平均賛成率が社外取締役を0.3%ポイント下回ったが、2023年はこの差が1.6%ポイントに拡大した（図表3）。

図表3 社内取締役の平均賛成率は低下、社外取締役は上昇



（出所）各社開示資料より野村資本市場研究所作成

2) 賛成率が低いとみられる理由として不祥事や政策保有株式関連が相対的に多い

社内取締役の取締役選任議案賛成率をみると、賛成率70%未満が14件（2022年は9件）、70%以上80%未満が31件（同16件）であった。特に、会長や社長といった経営トップの取締役選任議案に対する反対が増えており、賛成率70%未満が12件（2022年は6件）、70%以上80%未満が22件（同13件）となっている。

図表4は経営トップの取締役選任議案で賛成率が80%未満であった事例である。

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

役職	該当企業所属業種 (東証33業種)	賛成率 (%)	賛成率が低いと考えられる理由
取締役会長	銀行業	64.9	不祥事
代表取締役会長	陸運業	65.2	不祥事
代表取締役会長	その他製品	65.4	政策保有
代表取締役会長	電気機器	66.0	政策保有
代表取締役社長	建設業	66.0	政策保有、不祥事
代表取締役社長	電気・ガス業	66.2	不祥事
代表取締役会長	電気・ガス業	67.1	不祥事
取締役代表執行役社長グループCEO	銀行業	67.3	不祥事
代表取締役社長	電気・ガス業	68.6	不祥事
代表取締役会長	建設業	68.7	政策保有、不祥事
代表取締役社長	その他製品	69.2	政策保有
代表取締役会長	電気・ガス業	69.7	不祥事
代表取締役会長	情報・通信業	70.3	社外取締役不足
代表取締役社長	陸運業	71.1	不祥事
代表取締役社長	電気・ガス業	71.5	不祥事
代表取締役社長	情報・通信業	74.0	社外取締役不足
代表取締役社長CEO	輸送用機器	74.2	政策保有
取締役会長	輸送用機器	74.9	政策保有
代表取締役社長	卸売業	75.2	不祥事
取締役代表執行役社長グループCEO	銀行業	75.9	不祥事
代表取締役会長	建設業	76.0	政策保有
代表取締役社長	情報・通信業	76.2	社外取締役不足
代表取締役会長	非鉄金属	76.3	
代表取締役会長	陸運業	76.3	業績
代表取締役会長	ガラス・土石製品	76.9	社外取締役不足
代表取締役社長	保険業	77.2	政策保有
取締役会長	不動産業	77.4	政策保有
代表取締役社長CEO	サービス業	77.9	不祥事、政策保有
代表取締役社長	ガラス・土石製品	77.9	社外取締役不足
代表取締役社長	建設業	78.0	政策保有
代表取締役会長CEO	食料品	78.4	政策保有
取締役会長	電気機器	78.6	
取締役社長	電気・ガス業	78.8	不祥事
代表取締役会長	サービス業	79.2	不祥事、政策保有
代表取締役社長COO	食料品	79.4	政策保有、不祥事
代表取締役社長	卸売業	79.5	政策保有、不祥事

(注) 賛成率が低いと考えられる理由が空欄のところは、各機関投資家の議決権行使結果の開示等から理由が判明しなかったもの。

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

図表 4 を見ると、経営トップの取締役選任議案賛成率の低い理由として考えられる事例は不祥事や過大な政策株式保有が相対的に多く、一方、社外取締役の数（ないしは取締役全体に占める比率）が理由と考えられる事例は相対的に少なく、女性役員（ないしは取締役）の不存在が要因となる事例は、図表 4 の中には見られなかった。

経営トップの賛成率が低い理由として不祥事が挙げられる理由としては、不祥事は「過去の事象で取り返しがつかない」からではないかと推察する。不祥事を起こしたという事実を変えること自体はできないが、企業側はその経緯や改善策等を投資家、株主をはじめとしたステークホルダーへ説明する。それに対し株主、投資家側は、不祥事の重大性や改善策の内容等を勘案しながら各自の議決権行使基準等に照らし、経営トップをはじめとした取締役選任議案に彼らの意思を表明する。不祥事に関する機関投資家の目は厳しくなっていることから、不祥事を起こした企業の経営トップを中心に取締役選任議案への賛成率が低くなったと考えられる。

「過大な政策保有株式の保有」が理由と考えられる事例も比較的多くみられている。政策保有株式については、ここ 1～2 年で機関投資家の議決権行使基準に保有量に関する数値基準が設定されるようになった²。この数値基準を大きく超えて政策保有株式を持っている企業にとっては直ぐに数値基準を満たすことは困難であるため、経営トップの取締役選任議案の賛成率が低くなったと考えられる。利用できる政策保有株式のデータが前年のもの（2023 年 3 月期決算であれば 2022 年 3 月期）であるため、今期に数値基準を満たしてもその前年に満た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票が投じられる可能性も考えられる³。

その一方、独立社外取締役に関する数値基準や女性役員（ないしは取締役）の最低 1 名設置という議決権行使基準もここ 1～2 年で急速に導入が進んだ。しかし、これらの基準については、比較的多くの機関投資家が当該基準の運用に 1 年の猶予期間を置いたことで、企業にとっては行使基準が出てからの対応が可能であった。そのことが、当該基準を理由とする経営トップの取締役選任議案の賛成率の低い事例があまり見られなかった要因として考えられる。

3) 賛成率が極端に低い事例が減少した株主提案

株主提案の賛否結果も興味深いものとなった。主に株主提案は、①国内外環境関連団体、機関投資家からの環境に関連した提案、②ファンド（アクティビスト等）からの企業経営（含む役員選解任）、コーポレートアクション（増配、自社株買いなど）に関する提案、③その他個人株主等からの多様な提案、の 3 つに分類できる。特に 2023 年 6 月の株主総会においては、コーポレートガバナンス・コードでの要請（政策

² 西山賢吾「2023 年 6 月株主総会の注目点ー『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ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2023 年春号を参照。

³ 議決権行使助言会社の ISS のように前年の数値のみで判断するところもあるが、保有が閾値を超えている場合であっても、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国内系を中心に比較的多い。

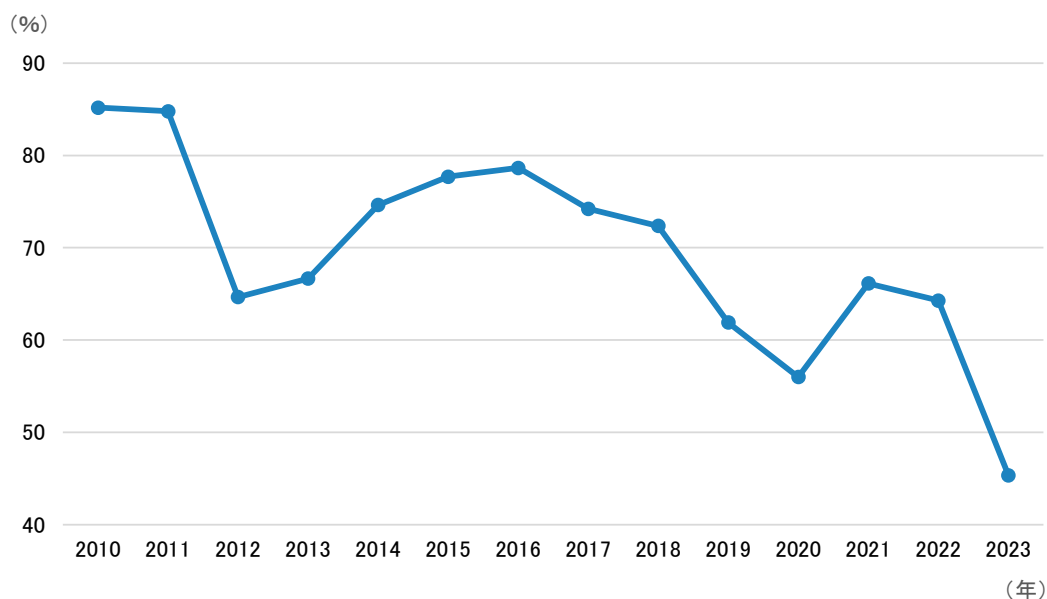
保有株縮減など）や、東京証券取引所（以下東証）による株価純資産倍率（PBR）1 倍割れ企業に対する対応の要請などを反映して、アクティビストからの株主提案が増えた。

株主提案に関しては、機関投資家は「誰が提案したか」ではなく「提案内容が当該企業の企業価値向上に資するかどうか」で判断することが一般的となったが、日本の株主提案はその多くが定款変更議案となり、その可決要件（3 分の 2 以上）も厳しく、そもそも「会社の憲法」ともいわれる定款の変更に賛成するハードルも高い状況である。しかし、環境関連の株主提案などでは、「国際的なイニシアティブに沿った行動や開示要請で、過度に企業の活動を縛らない内容」であれば、定款変更議案であっても賛成する動きも見られている。

3 月決算の Russell/Nomura Large Cap 構成企業のうち、2023 年 6 月総会で株主提案のあった企業は 20 社、97 議案で平均賛成率は 10.6%であった。2022 年 6 月総会は 11 社、84 議案、平均賛成率は 10.1%であったから、株主提案のあった企業は前年に比べほぼ倍増した上に、議案数、平均賛成率ともに前年を上回った。そのような状況の中で注目されるのは、賛成率 10%未満の議案の割合の低下である。

図表 5 は株主提案に占める賛成率 10%未満の議案数の割合を時系列で示したものである。会社法上実質的に同じ内容の株主提案を 3 年間株主総会で上程することができなくなる賛成率 10%未満の議案数は 44 件、全体の 45.4%となった。これは 2010 年以降で最も低い水準である。株主提案の内容が従来以上に多くの株主、投資家の賛同を得られるものに変化してきた証左と考えることができるであろう。

図表 5 賛成率 10%未満の株主提案は減少



（出所）各社開示資料より野村資本市場研究所作成

4) 総じて、環境関連の株主提案は「苦戦」、アクティビストの株主提案は「善戦」

図表 6 は、株主提案のうち 20%以上の賛成率を得た議案の内容と実際の賛成率である。

これを見ると、環境関連の株主提案の賛成率は、電気・ガス業に所属する企業の一部を除けば概ね 10%台後半～20%台前半であった。気候変動をはじめとした環境問題に関する金融資本市場における関心は年々高まっているのに対し、議案の内容が異なるため単純な比較はできないものの、2021 年の賛成率は 30%台、2022 年は 20%半ば～後半であったことを考えると、環境関連の株主提案はやや「苦戦」したという印象を受ける。その一方、アクティビスト等ファンドからの増配や政策保有株式の縮減といったコーポレートアクションを求める株主提案の中には 20%台前半～半ばの賛成を集めたものもあり、これまでと比較すると「善戦」したという印象を受ける。

環境関連の株主提案が苦戦した理由としては、温室効果ガス（GHG）排出量の削減といった気候変動関連に関する国際的なイニシアティブに沿った活動目標を企業側で設定、開示する企業が増えていることを挙げることができるだろう。株主、投資家、特に機関投資家は、まずは企業側の対応を評価し、株主提案側の求める定款変更まで行う必要性には乏しいとして、同議案には反対という判断を下していると考えられる。

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
電気・ガス業	定款一部変更(パリ協定の長期目標と制動する2050年までのシナリオ分析の実施、以降計画の開示。気候関連のリスクと機会の開示)
電気・ガス業	定款一部変更(報酬等の開示)
電気・ガス業	定款一部変更(取締役、執行役の報酬個別開示)
電気・ガス業	定款一部変更(役員報酬等の個別開示)
電気・ガス業	定款一部変更(役員報酬の個別公開)
建設業	剰余金の配当(特別配当)
サービス業	取締役保有の株式の取り扱いに関する定款変更
銀行業	剰余金の配当(特別配当)
電気・ガス業	定款一部変更(株主総会議事経過等の議事録への正確な記載)
電気・ガス業	定款一部変更(特別顧問等廃止)
電気・ガス業	定款一部変更(パリ協定の目標に沿った温暖化ガス排出量削減にかかる科学的根拠に基づく短期的及び中期的目標を達成するための事業計画の策定公表、年次報告書での進捗状況報告)
電気・ガス業	定款一部変更(持続可能な社会実現への貢献:ゼロカーボン社会への貢献)
銀行業	投融资ポートフォリオを2050年炭素排出実質ゼロを求めるパリ協定1.5度目標に整合させるための移行計画の策定開示
電気・ガス業	定款一部変更(CSRIに基づく事業経営:職場のジェンダー平等実現)

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

そして、会社側の公表した内容への取り組みや進捗を企業とのエンゲージメントの主要なテーマとし、進捗や取り組みが不十分であればそれを会社側に指摘し、改善を求める。それでも会社側の対応が不十分であれば経営トップ等の取締役選任議案に反対することで彼らの意思を表示するという、「エンゲージメントとエスカレーション」へ対応が移行する流れが今後さらに強くなっていくと考えられる。

一方、アクティビスト等からの株主提案は従前と比べればより多くの株主や機関投資家の賛同を集めやすいものに変化してきている。上述したコーポレートガバナンス・コードや東証からの要請は彼らにとっての「追い風」と考える。

以上から考えると、環境関連の株主提案は今後も上程されるであろうが、関心は「エンゲージメントとエスカレーション」に移っていくものと考えられる。一方、アクティビスト等からの株主提案に関しては、機関投資家を中心とした株主にとっても賛同しやすい内容が増えていることもあり、今後も増加する可能性が考えられる。

Ⅱ 個人投資家の議決権行使動向

株式保有構造が政策保有投資家（安定株主）主体から純投資家主体に変わる中で、個人投資家の議決権行使に対するスタンスも注目される。ここでは、野村證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」から個人投資家の議決権行使状況について見ていく⁴。

1. 「議決権を行使した」との回答割合は継続的に上昇

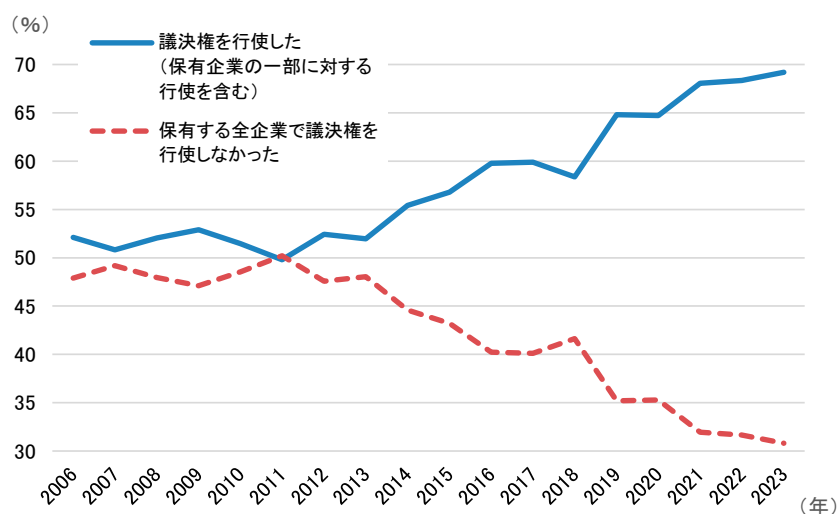
まず、個人投資家の議決権行使割合についてである。議決権を行使した（保有する企業の一部企業に対する議決権行使を含む）個人投資家の割合は、2023年調査では69.2%となり、2022年調査の68.3%から上昇した。さらに、「保有する全企業に議決権を行使した」との回答割合は50.6%となり、2006年の調査の開始後初めて50%を超えた。

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が継続的に高まっていることが分かる（図表7）。

⁴ 2023年の調査内容の詳細、及び「ノムラ個人投資家サーベイ」の概要に関しては「ノムラ個人投資家サーベイ（2023年9月）」を参照。

<<https://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/nsc/20230914/20230914.pdf>>

図表 7 議決権を行使する個人の増加がさらに進む



(注) 回答者数は1,000人。

(出所) 野村證券「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

2. 「上程全議案に賛成」との回答割合は昨年より低下

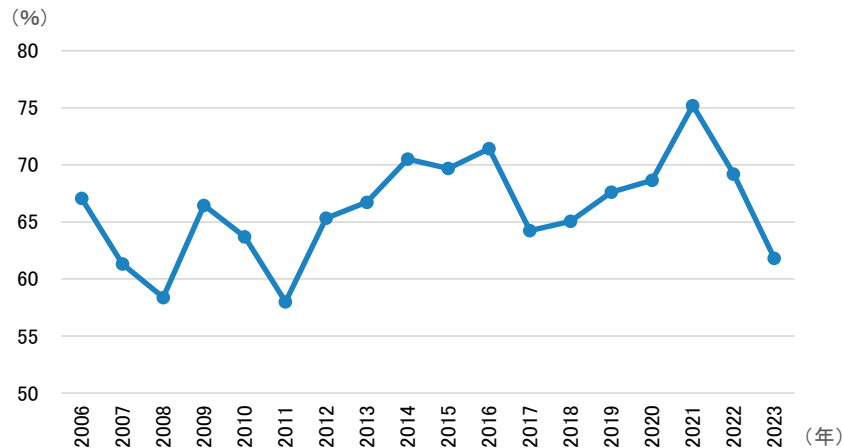
次に、「議決権を行使した」との回答者に対し、主要議案への賛否状況について尋ねた。その結果については図表8に示したが、2023年調査で「全議案に賛成」と回答した割合は2022年の69.2%から61.8%に低下した。

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、2016年の調査開始以来50%を超えており、傾向的に高い(図表8)。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。「全議案に賛成」という回答割合は、2021年には75%まで達したが、2022年調査、2023年調査では低下している。一方で、図表7に示した通り個人投資家の議決権行使割合は継続して上昇していることを考慮すれば、個人投資家は保有先企業に対する高いロイヤルティは変わらないものの、保有先企業の企業経営や企業価値への関心が高まり、自らが議決権行使を行うことでそれらに積極的に関与していこうとする姿勢が強まってきているのではないかと推察される。

回答者が反対した議案とその回答割合を図表9に示した。最も反対が多かったのは「剰余金の処分(配当)(13.9%)」で、以下「役員退職慰労金の決定(10.6%)」、「役員報酬の決定(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(10.3%)」の順であった。これらの議案は過去の調査からほぼ継続的に反対議案の上位に入っている。

一方、機関投資家は原則的に反対している買収防衛策関連議案の反対は1.2%であり、他の議案と比べて低い。この傾向も調査開始以来ほぼ変わっておらず、個人投資家の買収防衛策の導入や更新に対する比較的寛容な姿勢を示している。

図表8 「全議案に賛成」の個人は2年連続して低下



(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

図表9 主要議案の反対割合の推移

	単位: %				
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
全議案に賛成	67.6	68.7	75.2	69.2	61.8
反対議案あり	32.4	31.3	24.8	30.8	38.2
剰余金の処分(配当)	12.5	13.3	10.3	10.2	13.9
役員報酬の決定	11.5	10.6	8.5	9.8	10.3
役員退職慰労金の決定	10.1	9.4	7.2	8.5	10.9
ストックオプション、株式報酬型制度の導入や改定	6.8	4.3	3.0	4.9	3.6
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	11.3	9.7	8.0	9.3	10.3
買収防衛策	2.8	2.7	2.1	2.5	1.2
取締役の員数変更(増員、削減、上限設定など)	3.8	3.6	3.4	2.2	1.2
自己株式の取得	3.2	3.1	4.1	4.4	3.0

(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

3. 個人投資家保有比率の高い企業の議決権行使比率は低い傾向

株主総会における議決権行使比率は各企業によって異なるが、これが株主構成と関係しているのを見えるために、ここでは、本稿で分析対象とした Russell/Nomura 日本株 Large インデックス構成企業(300社)のうち3月期決算の企業(6月株主総会実施企業)231社の機関投資家保有比率、安定株主(政策保有投資家)比率、そして個人投資家比率と議決権行使比率の関係を見てみる⁵。

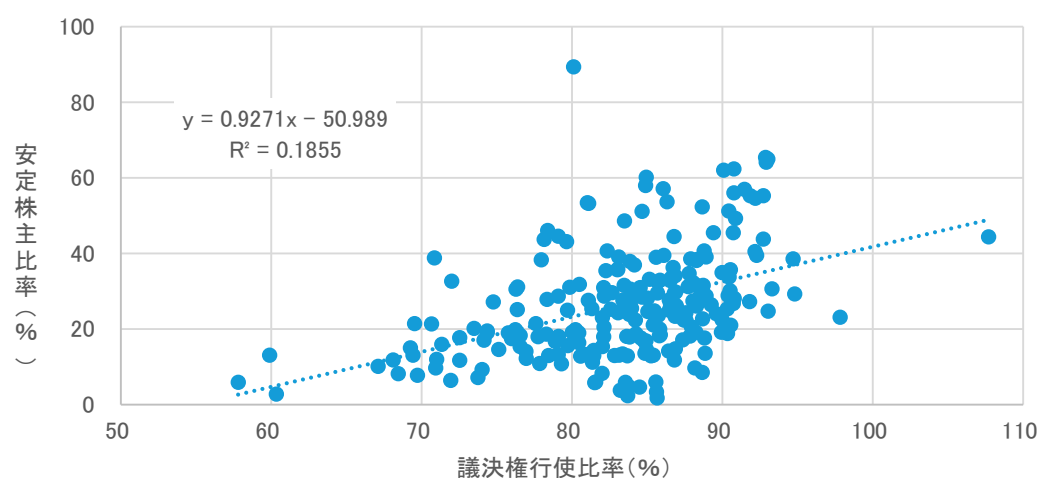
⁵ ここで、議決権行使比率は各企業の第1号議案(臨時報告書記載)の「(賛成の数+反対の数+棄権の数)」を、有価証券報告書記載の「総株主の議決権数」で除して求め、安定株主比率は Russell/Nomura 日本株 Large インデックス構成銘柄を選定する際に用いる「安定持株比率」を利用した。また機関投資家比率は、(外国人持株数+投資信託持株数+年金信託餅株数)÷発行済み株式数で求めた。

図表 10 は安定株主比率、図表 11 は機関投資家比率、そして図表 12 は個人投資家比率を分析対象とした企業の議決権行使比率との関係を示したものである。

まず、安定株主比率と議決権行使比率との関係である。これを見ると、安定株主比率と議決権行使比率との間には正の関係があるが、決定係数 (R^2) は0.1855であり、両者の間の相関は強いものとはまでは言えず、緩やかなものと言えるであろう (図表 10)。

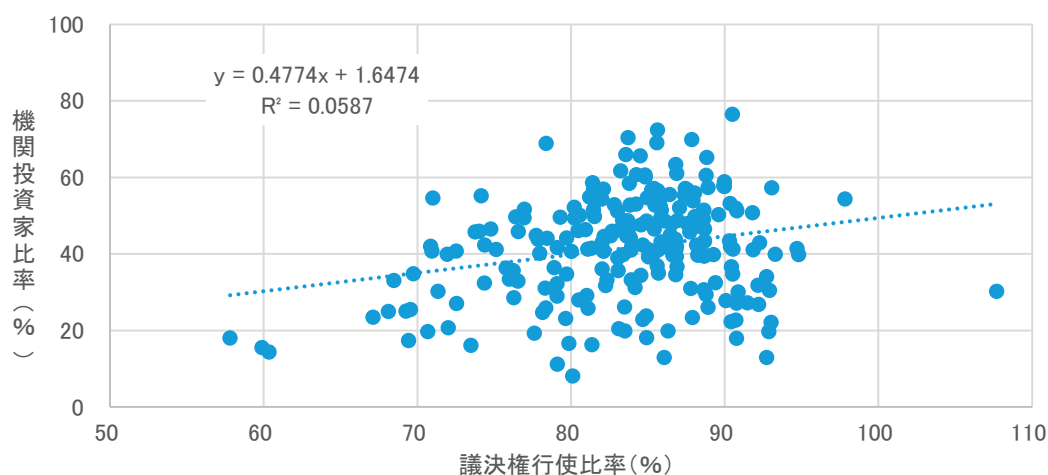
図表 11 は、機関投資家保有比率と議決権行使比率との関係である。これを見ると、安定株主比率と同様に両者の間には正の関係がある。しかし、決定係数 (R^2) は0.0587であり、両者の間の相関は安定株主よりも低く、むしろ無相関に近いものとなっている。

図表 10 安定株主比率と議決権行使比率との関係



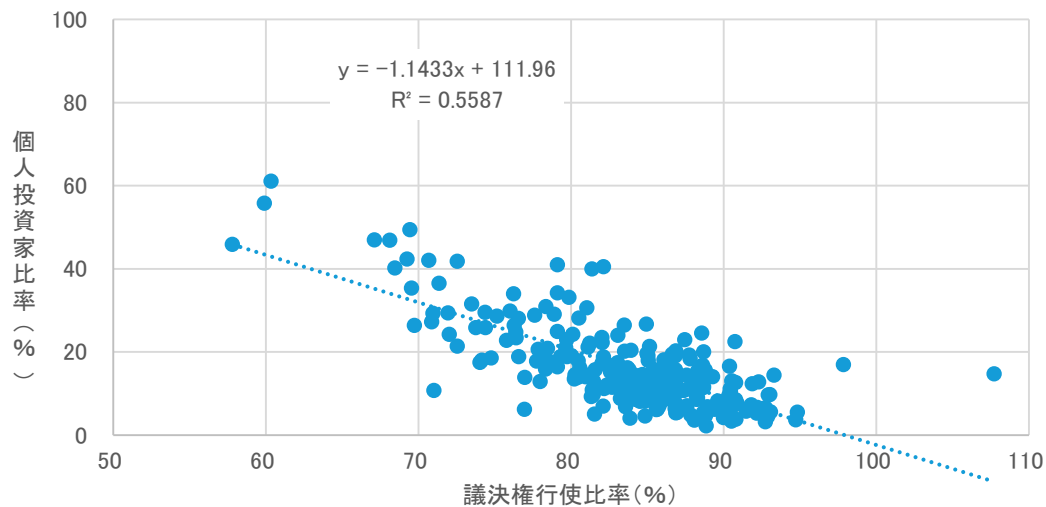
(出所) 各社有価証券報告書、臨時報告書、「大株主データ (東洋経済新報社)」、及び野村証券資料より野村資本市場研究所作成

図表 11 機関投資家保有比率と議決権行使比率との関係



(出所) 各社有価証券報告書、臨時報告書、「大株主データ (東洋経済新報社)」、及び野村証券資料より野村資本市場研究所作成

図表 12 個人投資家保有比率と議決権行使比率との関係



(出所) 各社有価証券報告書、臨時報告書、「大株主データ（東洋経済新報社）」、及び野村証券資料より野村資本市場研究所作成

図表 12 は、個人投資家保有比率と議決権行使比率との関係である。これを見ると、個人投資家保有比率と議決権行使比率の間には負の関係、すなわち、個人投資家の保有比率の高い企業の方が議決権行使比率は低いという傾向があり、決定係数 (R^2) も 0.5587 と高くなっている。一般的に個人投資家の議決権行使比率が他の株式保有主体と比べ低いことがその理由と考えられる⁶。

Ⅲ 2024 年以降の注目点

1. 議決権行使基準改定で今後注目されるポイント

2024 年以降に向けて機関投資家の議決権行使基準改定が行われる際に、現時点で注目されるポイントとしては、以下のものが挙げられるであろう。

1) 女性役員（ないしは取締役）の増員

2023 年の段階ではほぼすべて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 人置くことが求められるようになった。ここからさらなる増員を求めていくのが注目される。2023 年 6 月に政府は東証プライム市場上場企業を対象に、「2025 年を目途に女性役員を 1 名以上選出、2030 年までに女性役員比率を 30%以上にする」ことを求める方針⁷を打ち出したことから、最終的にはこの数字が長

⁶ 一般社団法人信託協会「上場企業の株主総会における個人株主等の議決権行使状況について」（2023 年 11 月 1 日）によれば、2022 年 7 月から 2023 年 6 月までに開催された株主総会における個人株主等の議決権行使比率は、議決権数ベースで 43.7%となっている。

⁷ 内閣府男女共同参画室「女性活躍・男女共同参画の重点方針 2023（女性版骨太の方針 2023）」を参照。

期的な目途になると考えられるが、そのためのステップとして、例えば複数化や取締役会全体に占める女性役員の比率を 10%以上にする⁸、などが考えられる。

ただ、多くの機関投資家では女性役員（ないしは取締役）最低 1 人という基準を設定したばかりであるので、増員に関しては 2024 年よりも中期的な検討課題とするところが多いのではないかと考えられる。

2) 女性以外の「ダイバーシティ」要件の設定

本来「ダイバーシティ（多様性）」といった場合、男女といった性差だけではなく国籍や民族（マイノリティ）など様々な要因がある。このため、「（ボード）ダイバーシティ」の観点から、女性役員（ないしは取締役）の他に何らかの基準を設定する必要があるかどうか検討対象の一つである。しかし、これについても即時にというよりは中長期的な課題と考えられるであろう。

3) 社外取締役の増員

社外取締役の数についても、コーポレートガバナンス・コードで要請される「東証プライム市場上場企業に対し、独立性の高い社外取締役を、支配株主が存在しない企業には取締役の 3 分の 1 以上、支配株主が存在する場合は過半数選任」を求める議決権行使基準がほぼすべての機関投資家で導入された（対象については、東証プライム市場上場企業に求めるところと、全上場企業に求めるところがある）。

社外取締役をさらに増員することを求めるかについても機関投資家の議決権行使基準改定における検討対象の一つであろう。実際に、後述するように野村アセットマネジメントでは 2023 年 11 月に改定された議決権行使基準において、社外取締役を過半数選任することを求めている。

これについて、機関投資家が同基準を設定してからまだ日が浅いことや、社外取締役の「数」だけ増やすことはコーポレートガバナンスの観点から必ずしも望ましくないのではないかという見解もあり、女性役員と同様、2024 年よりも今後の課題と考える機関投資家が多いのではないかと考えられる。

4) PBR1 倍割れ企業への対応

2023 年 3 月 31 日に東証が出した「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」の中で、PBR が 1 倍を割っている企業に対し、その要因の分析、評価をはじめとした 1 倍割れを解消するための対応を求めた。これを踏まえて、議決権行使基準においても、例えば「PBR1 倍割れ企業の経営トップの取締役選任（再任）に反対する」などの基準を設定して議決権行使基準へ反映させることを検討課題とすることも考えられる。実際に大和アセットマネジメントでは、後述のとおり、2023 年 12 月より取締役選任議案に反対する要件の 1 つとして「直近決算期末の PBR が 1

⁸ 例えば議決権行使助言会社のグラス・ルイスでは「女性役員 10%以上」を助言方針において求めている。

倍を下回る企業」を加える。

一方で、このような基準は「短期的な株価対策の助長につながるのではないかと」という見解もあることから、実際に導入する機関投資家はある程度限定され、むしろエンゲージメントのテーマとして取り上げられることの方が多いのではないかと考えられる。

5) 有事導入型買収防衛策に対する議決権行使の考え方の整理

買収防衛策について、いわゆる事前警告型について機関投資家の議決権行使基準では「原則反対」というスタンスがとられている。その一方で、最近買収者が現れてから買収防衛策を導入する、いわゆる「有事導入型買収防衛策」はその内容が多様であるため、ケースバイケースでの対応となっていることが多い。しかし、これについても議決権行使における考え方を整理してある程度ベースとなる考え方（例えば第三者委員会の独立性など）を設定する必要があるとの見解もある。

6) 「エンゲージメントとエスカレーション」に関する考え方の整理

建設的な対話、いわゆるエンゲージメントの重要性が高まる中で、対話をより実効的なものとするためには議決権行使との関連が非常に重要になる。エンゲージメントを行い、投資家が企業に対し改善点や対応を要請し、それでも企業側がそれらを実行しない、あるいは不十分な対応しか行わない場合、経営トップの取締役選任議案に反対するなどによって議決権行使に反映させる「エスカレーション」の重要性が高まっている。特に、気候問題に対する国際的なイニシアティブ（例えば温室効果ガスの削減目標）やサステナビリティ関連においてエンゲージメントが盛んになっているため、議決権行使基準においてエンゲージメントとエスカレーションに関する項目を明記するかどうかも検討課題と考えられる。

7) その他

上記1)～6)以外では、例えば不祥事を起こした企業に対し、現状では経営トップや取締役全員の取締役選任議案に反対することが多いが、責任の所在を明らかにするため、「誰に」反対するのかを改めて検討することが挙げられるであろう。

また、株主提案における配当（剰余金処分）に対する考え方について、剰余金処分に関する議決権行使基準においては会社側提案に対する基準が設定されているが、これをベースとすると会社側提案に賛成、株主提案には反対となることが多い。しかし、当該企業やそのステークホルダー（利害関係者）にとってメリットがあり、かつ必要性も高い場合には企業側の議案が剰余金処分の議決権行使基準を満たしていても株主提案に賛成することを明示するかどうか、なども検討課題として考えられる。

このように、議決権行使を活かしながらエンゲージメントを実施することで、持続的な企業価値向上に向けた企業と株主との対話が一段と深化することに期待したい。

2. 野村アセットマネジメントの議決権行使基準改定 (2023年11月より)

野村アセットマネジメントは2023年11月1日に議決権行使基準を一部改定した。主な改定点は以下のとおりである。特に、社外取締役の過半数選任と議決権行使基準における「エスカレーション」の明示が注目される。

- ① エンゲージメントにおいて望ましい経営⁹の実現に向けた取り組みが不十分であると指摘し対応を促しても十分な取り組みが行われず改善が見込めない場合であり、かつそれが企業価値向上を妨げている、あるいは妨げる可能性が高い場合に、議決権行使にエスカレーションし、会長、社長等の取締役再任に原則反対する。
- ② 2024年11月より、TOPIX100構成企業を対象に、日本企業のロールモデルとなることを期待する基準（ロールモデル基準）を新設。特に、以下の ESG 課題への取り組みが明らかに不十分と判断した場合には取締役選任議案へ反映させる。
 - a. ESG課題を統合した情報開示：統合報告書を含む適切な媒体により、国際的に同意された基準に則って情報を開示し、数値データに基づいて可能な限り第三者の保証を得る。
 - b. 気候変動：中長期的な GHG 排出量ネットゼロ目標を設定し SBT（Science Based Target）の認定を取得すること及び気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の最終報告書に基づいた情報開示により、気候変動によるリスクとビジネス機会を明らかにする。
 - c. 実効的なスキルを有する社外取締役：株主総会資料においてスキル・マトリックスを開示し、社外取締役が経営・財務・ESG を含む能力と経験を有することを示す。
- ③ 社外取締役の人数の最低水準を過半数、支配株主がいない会社で指名に関するガバナンスを整備している場合は3分の1以上とする。指名に関するガバナンスを整備している場合とは、法定または任意の指名委員会を設置し、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をいう。
ただし、支配株主のいない会社においては2024年10月までに開催される株主総会については、取締役の3分の1とする。
- ④ 報酬に関するガバナンスが整備されていない場合、役員報酬に係るすべての議案に反対する。報酬に関するガバナンスが整備されている場合とは、法定または任意の指名・報酬委員会を設置し、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をいう。

⁹ 詳細は野村アセットマネジメント「グローバルな議決権行使の基本方針」、「日本企業に対する議決権行使基準」（2023年11月1日）の別紙「投資先企業の望ましい経営のあり方」を参照。

- ⑤ モニタリング・ボード要件¹⁰に取締役の人数基準を追加（5 名以上 20 名以内）。これを満たさない場合には会長・社長等の取締役選任議案に原則反対する。

また、同社の定める「運用における責任投資の基本方針」に記載されている「投資先企業の望ましい経営のあり方」において ESG 課題への取組みに関する内容を拡充するとともに、資本の効率的活用による企業価値創造において、資本コストや株価を意識した経営を求める姿勢を明記した。

3. 大和アセットマネジメントの議決権行使基準改定 (2023 年 12 月より)

大和アセットマネジメントは 2023 年 12 月 1 日付で議決権行使基準を一部改定する。主な改定点は以下の通りであるが、PBR1 倍割れを取締役選任議案の反対要件に加えたことや、社外役員の兼任企業数に上限を設けたことが注目される。

- ① 取締役選任議案（除く社外取締役）の反対要件のうち「自己資本利益率（ROE）が直近 2 期低下傾向にあり、かつ直近決算期の ROE が同一業種内下位 33%水準を下回っている企業のうち、問題があると判断した企業」を削除（「直近 3 期の ROE がすべて同一業種内下位 33%水準を下回っている企業」は継続）する。
- ② 取締役選任議案（除く社外取締役）の反対要件のうち、「直近決算期末の PBR が同一業種内下位 33%にある企業」から「直近決算期末の PBR が 1 倍を下回る企業」に変更（PBR が 1 倍以上でも過小資本によるものと判断される場合には反対）する。
- ③ ESG 課題に関する重点課題として GHG 排出量等を重点テーマとし、ESG リスクが高いと判断した企業に対してより積極的にエンゲージメントを実施、取り組みが十分ではないと判断される場合には代表取締役の再任に反対も検討する。
- ④ 社外役員の独立性要件において、a 大株主の範囲にその関連会社を含める、b 在任期間 12 年は取締役と監査役の在任期間を通算する。
- ⑤ 5 社以上の兼任となる社外役員に反対する。
- ⑥ 事前導入買収防衛策の導入・継続に関する議案が上程された場合は当該議案への反対だけではなく、代表取締役の反対にも反対する。

¹⁰ 詳細は野村アセットマネジメント「グローバルな議決権行使の基本方針」、「日本企業に対する議決権行使基準」（2023 年 11 月 1 日）を参照。