

2024 年 6 月議決権行使の注目点アップデート ー「PBR1 倍割れ」に関連する議決権行使基準導入が進むー

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 2024 年以降の株主総会に向け改定された機関投資家の議決権行使基準においては、多くの機関投資家で東京証券取引所が上場企業に要請する「資本コストや株価を意識した経営」や「PBR（株価純資産倍率）1 倍割れ企業に対する対応」に関連した基準をとり入れたことが注目される。PBR は株価水準でも変動することを考慮し、「PBR が 1 倍を割り、かつ ROE（自己資本利益率）が低位に留まる状況が一定期間継続した場合、取締役選任議案に反対」など、企業側が一時的な株価対策に終始しないよう基準設定に工夫が凝らされている。
2. 取締役のうち 3 分の 1 以上を（独立）社外取締役とすることを要請する基準や最低 1 名以上の女性取締役（ないしは女性役員）の選任を求める基準、政策保有株式に関する数値基準の導入も進んでいる。さらに、次のステップとして、基準を適用する市場の拡大、社外取締役や女性取締役の増員、政策保有株式に関する数値基準の厳格化等の動きも進み始めた。
3. 環境やサステナビリティ（持続可能性）関連の課題、そして「資本コストを意識した経営」等をテーマとした「エンゲージメントとエスカレーション」を遂行する上での議決権行使における考え方を整理するとともに、環境、サステナビリティ関連における国際的なイニシアティブに沿った情報開示要請などに関する議決権行使基準への取り込みも進められている。
4. これまでは、会社側議案が否決されないことを前提とした「批判票」的な性格を帯びた議案への反対も見られた。しかし、持ち合い解消や政策保有株式削減が進み、会社側提案の否決が特別なことではなくなる中、日本の株主権の強さに対する再認識が必要な時期に来ている。特に機関投資家には、会社側議案否決時に想定される企業経営やステークホルダー（利害関係者）への影響などについて、従来以上に意識した議決権行使が期待される。

野村資本市場研究所 関連論文等

・西山賢吾「2023 年 6 月株主総会議決権行使結果と 2024 年以降の注目点ー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ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年冬号。

I 2024 年 6 月株主総会での注目点を探る

2023 年 6 月に開催された株主総会においては、引き続き環境を中心としたサステナビリティ（持続可能性）に対する関心は高かったものの、その一方で、新型コロナウイルス感染症による影響が限定的になる中、株主（投資家）の関心が、ROE（自己資本利益率）に代表される資本効率性や収益性、現預金の保有（キャッシュリッチ）といった、従来から日本企業の課題と考えられる論点へ回帰してきた印象を受けた。こうした流れを踏まえ、本稿では、6 月開催を中心とした 2024 年の株主総会ではどのような論点が注目されるかについて、機関投資家の議決権行使基準や議決権行使助言会社の助言方針の改定動向を概観しながら述べる。

II 議決権行使助言会社の助言方針の改定点

1. ISS は「ROE5%ルール再開」、「買収防衛策ポリシー厳格化」

図表 1 は代表的な議決権行使助言会社の 1 つである ISS による 2024 年 2 月以降開催の株主総会における助言方針の改定点である。

1 点目はいわゆる「ROE5%ルール」の適用再開である。ISS は取締役選任議案の助言において資本生産性の水準を考慮するため「ROE ポリシー」を採用していたが、新型コロナウイルス感染症による企業業績への影響を考慮し、その運用を一時的に停止していた。しかし、影響が限定的になってきたことを受け、同ポリシーの運用を再開し、過去 5 期平均の ROE が 5% を下回り、かつ改善傾向にない場合に、経営トップである取締役選任議案に反対助言を行う。

図表 1 ISS 助言方針改定の概要

項目	概要	適用開始時期
ROEポリシーの再開	過去5期平均の自己資本利益率(ROE)が5%を下回り、かつ改善傾向(過去5期の平均ROEが5%未満でも直近の会計年度のROEが5%以上)にない場合、経営トップである取締役選任議案に反対助言	2024年2月 開催株主総会
買収防衛策ポリシーの厳格化	経営権の争いのない場合の買収防衛策導入、更新に賛成推奨をする形式要件の一つである「総会後の取締役会に占める出席率に問題のない(75%以上)独立社外取締役」を、「2名以上かつ3分の1以上」から「過半数」に引き上げ	

(出所) ISS 「2024 年版 ISS 議決権行使助言（ポリシー）に関するコメント募集」、及び「2024 年版日本向け議決権行使助言基準」より野村資本市場研究所作成

2 点目は「買収防衛策ポリシーの厳格化」である。これは、経営権の争いのない中で事前警告型の買収防衛策を導入、または更新する際に賛成推奨となる要件の 1 つである「取締役会出席率に問題のない独立社外取締役」の数を、従来の「2 名以上、かつ取締役会構成者の 3 分の 1 以上」から、「取締役会構成者の過半数」に引き上げるものである。なお、ISS は 2023 年開催の株主総会において買収防衛策議案の 99.1% に反対を推奨しており、従来から買収防衛策の導入や更新に対する姿勢は非常に厳しい。

2. 今後 3 年間の助言方針改定を示したグラスルイス

ISS と並ぶ代表的な議決権行使助言会社であるグラスルイスは、2024 年から 2026 年にかけて実施する議決権行使助言方針の改定を公表している（図表 2）。

2024 年 2 月以降に開催する株主総会においては、ジェンダー・ダイバーシティ、サイバーリスク、気候関連に関する助言方針改定が実施された。

図表 2 グラスルイス助言方針改定の概要

項目	概要	適用開始時期
ジェンダー・ダイバーシティ	プライム市場上場企業は、取締役会の性別多様性要件を満たさない場合に反対助言を控える例外条項適用の対象から除外（取締役に 10% 以上の多様な性別の取締役を要請）	2024 年 2 月 開催株主総会
	プライム市場上場企業の取締役に 20% 以上の多様な性別の取締役がいない場合、監査役会設置会社または監査等委員会設置会社では取締役会議長、指名委員会等設置会社では指名委員会委員長に対して反対助言	2026 年以降 開催株主総会
政策保有株式保有基準の厳格化	政策保有株式の保有比率を今後 5 年以内に対連結純資産の 20% 以下にするための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ない場合に反対助言	2025 年以降 開催株主総会
	政策保有株式の保有比率が対連結純資産の 10% 以上 20% 未満の企業において、過去 5 事業年度の自己資本利益率 (ROE) の平均値が 8% 未満、あるいは直近事業年度の ROE が 8% 未満である場合反対助言	
役員の在任期間	社外役員（取締役、監査役）全員の在任期間が 12 年以上の場合、監査役会設置会社または監査等委員会設置会社では取締役会議長、指名委員会等設置会社では指名委員会委員長に対して反対助言	2025 年以降 開催株主総会
サイバーリスクの監督	サイバー攻撃によって株主に重大な損害が生じた場合、情報開示を精査し、開示内容や監督が不十分であると考えられる場合には、しかるべき取締役に對して反対助言を行う場合がある	2024 年 2 月 開催株主総会
気候関連問題に対する取締役会の説明責任	温室効果ガス排出が財務上重大なリスクであるとサステナビリティ会計基準審議会 (SASB) が判断した業種に属する日経平均株価指数構成企業、及び排出量や気候変動への影響、あるいはステークホルダーの関心が高く、財務上重大なリスクであると考えられる企業において、気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) の提言に沿った開示、及び気候関連問題に対する取締役会レベルの監督責任を明確に定義した開示がない場合、または、開示が著しく不十分であると判断した場合には、その責任があると思われる取締役に反対助言を行う場合がある	

（出所）グラスルイス「2024 Benchmark Policy Guidelines JAPAN（日本語版）」より野村資本市場研究所作成

ジェンダー・ダイバーシティでは、2023 年 2 月よりプライム市場上場企業に対し、取締役会構成者の最低 10%以上を女性取締役（グラスルイスでは「多様な性別の取締役」という）とする基準を定めたが、例外条項として「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り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あるとしていた。この例外条項を 2024 年より除外し、プライム市場上場企業には例外なく女性取締役の複数選任を求める¹。

サイバーリスクについては、サイバー攻撃によって株主に重大な損害が生じた場合に、この点に関する「開示内容や監督が不十分である場合には、しかるべき取締役に対して反対助言を行う場合がある」とする。

気候関連については、2023 年に最大かつ主要な温室効果ガス排出企業に対して適用を始めた「気候関連問題に対する取締役会の説明責任」を、2024 年より「企業の温室効果ガス排出が、財務上重大なリスクであるとサステナビリティ会計基準審議会（SASB）が判断した業種に属する日経平均株価指数構成企業、及び排出量や気候変動への影響、あるいはステークホルダーの関心が高く、財務上重大なリスクであると考えられる企業」に拡大する。

2025 年からは、政策保有株式保有基準の厳格化と役員在任期間の厳格化を行う。政策保有株式について、グラスルイスでは原則として「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、取締役会議長に反対助言を行う」が、この基準に該当しても反対助言を控える例外条項を有している²。これを厳格化し、2025 年以降、①政策保有株式の保有比率を今後 5 年以内に対連結純資産の 20%以下にするための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と、②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 事業年度の ROE の平均値が 8%以上、あるいは直近事業年度の ROE が 8%以上である場合に反対助言を控えるとした。

役員の在任期間については、社外取締役全員または社外監査役全員の在任期間について「12 年未満」という上限を定める。

さらに、2026 年にはジェンダー・ダイバーシティの基準を改定し、プライム市場上場企業には取締役会構成者の最低 20%以上の女性取締役選任を求める。

¹ プライム市場上場以外の上場企業には「多様な性別の役員（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）を最低 1 名求める」という助言方針を継続して適用する。

² 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企業、または、政策保有株式の保有比率が対連結純資産の 10%以上 20%未満の企業で、当該企業の過去 5 年間の ROE 平均値が 5%以上である場合には反対助言を控える、という内容である。

Ⅲ 機関投資家の議決権行使基準改定からみた注目点

本章では、機関投資家が公表した議決権行使基準の改定点のうち、特に注目される論点について述べる。

1. 「資本コストや株価を意識した経営」の要請、「PBR1 倍割れ」の議決権行使への反映

東京証券取引所（以下、東証）は 2023 年 3 月 31 日に公表した「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、東証上場企業に対し、資本コストや株価を意識した経営の積極的な実現、そして PBR（株価純資産倍率）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。これを受けて、機関投資家の議決権行使基準にこれらが反映されたことが第 1 の注目点である。特に PBR1 倍割れ企業に対する対応の要請については、機関投資家からも、これを議決権行使基準に盛り込むことで「短期的な株価対策の助長」につながることを懸念する声が聞かれていた。そのため、実際に導入する機関投資家はある程度限定され、エンゲージメントのテーマとして取り上げられることが中心となるのではないかと考えていた。

しかし、実際には図表 3 に示したように、想像以上に多くの機関投資家が基準を取り入れた。ただし、PBR は株価の水準次第で変動することも勘案して、「PBR が 1 倍を割り、かつ ROE が低位に留まる状況が一定期間継続した場合に取締役選任議案に反対する」など、企業側が一時的な株価対策に終始しないよう工夫を凝らした基準が多く見られている。

図表 3 「PBR1 倍割れ」企業を対象とした議決権行使基準の改定事例

・ 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） ・ 上記PBR基準に該当し、「直近3期のROEがすべて同一業種内下位33%水準を下回る」場合、直近3期以上在任した再任取締役（除く社外）候補者に反対[大和アセットマネジメント]
・ ROE基準（3年間のROEが8%未満かつ上場企業平均以下）に抵触する可能性がある企業と、過去3年間のPBRが概ね1倍を下回る企業に対し、対話を通じ資本コストや株価・PBRを意識した経営の実現に向けた対応状況を確認し、議決権行使へ反映（原則取締役候補者全員に反対）[三井住友DSアセットマネジメント]
・ 2027年4月より、TOPIX500構成企業に対し、3期連続ROE8%未満 かつ PBR1倍未満の場合代表取締役の再任に反対の予定[三菱UFJ信託銀行]
・ 2025年6月より、PBRが1倍未満の企業において、東京証券取引所の「資本コストや株価を意識した経営の実現」への対応がない場合、代表取締役選任に反対[ニッセイ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

2. （独立）社外取締役に関する議決権行使基準改定

（独立）社外取締役に関する議決権行使基準の改定も注目される。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、プライム市場上場企業に対し、独立性の高い取締役の構成比率を、支配株主が存在しない企業では 3 分の 1 以上、支配株主が存在する企業では過半とすることが求められた。これにより同様の基準が多くの機関投資家で取り入れられるようになったが、今回の基準改定においても、当該基準を新たに導入する例がみられる。

さらに、次のステップとして、社外取締役のさらなる増員を求める基準改定を行う機関投資家も見られた。野村アセットマネジメントでは、支配株主が存在しない企業に対しても過半数の社外取締役の選任を求める。ただし、同社の定める「指名に関するガバナンス」が整備されている（法定または任意の指名委員会の設置、指名委員会に 2 名以上の社外取締役を含み、かつ委員のうち社外取締役の方が社内取締役より多い）場合には 3 分の 1 としている（図表 4）。

図表 4 社外取締役の数に関する議決権行使基準の改定事例

- | |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ・ 2025年6月より、支配株主が存在しない場合には3分の1以上の、支配株主（親会社を含む）が存在する場合には過半数の独立社外取締役が存在しない場合、代表取締役の選任に反対[ニッセイアセットマネジメント] |
| <ul style="list-style-type: none"> ・ 社外取締役の人数の最低水準を過半数に（支配株主がいない会社において、同社が要請する「指名に関するガバナンス」が整備されている（法定または人の指名委員会の設置、指名委員会に2名以上の社外取締役を含み、かつ委員のうち社外取締役の方が社内取締役より多い）場合は3分の1以上）[野村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

3. 女性取締役（または女性役員）に関する議決権行使基準改定

女性取締役（または女性役員）に関しては、最低 1 人の選任を要請する基準が多くの機関投資家ですでに導入済みである。今回の改定では、当該基準を適用する対象市場を拡大（例えばプライム市場から全市場）する機関投資家が複数見られている。

さらに、政府がプライム市場上場企業に対し「2030 年までに女性役員比率 30%以上とする」ことを求める方針を出していることもあり、女性取締役の増員を要請する動きも見られ始めた。三井住友 DS アセットマネジメントでは、プライム市場上場企業には女性取締役比率を 10%以上選任することを要請し、女性取締役の複数選任を求める（図表 5）。

図表 5 女性取締役（または女性役員）に関する議決権行使基準の改定事例

・ 女性取締役が不在の場合は経営トップである取締役の選任議案に原則反対する対象を、プライム市場上場企業から全上場企業に拡大[日興アセットマネジメント]
・ 取締役会において、女性不在の場合に経営トップの取締役選任議案に反対する対象を、TOPIX500からプライム市場に拡大[東京海上アセットマネジメント]
・ プライム市場上場企業において、女性取締役比率10%以上を満たさない場合に議決権行使へ反映(原則取締役候補者全員に反対)[三井住友DS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. 政策保有株式に関する議決権行使基準改定

過大な政策保有株式を有する企業に対する議決権行使基準に関しても、例えば「純資産比 20%以上の政策保有株式を過大とみなす」といった数値基準がすでに多くの機関投資家で取り入れられたが、2024 年の議決権行使基準の改定においては、次のステップとして、当該基準を厳格化する動きが見られている。例えば、「数値基準に該当していても、政策保有株式の削減計画が確認できる場合は該当しない」とする例外基準を厳格化して「計画が確認され、かつ実際に削減が確認できる場合」とする動きや、数値基準を厳格化する動きなどが見られている（図表 6）。

図表 6 政策保有株式に関する議決権行使基準の改定事例

・ 「政策保有株式を過大に(保有株式の合計額の純資産比の数値が概ねTOPIX構成銘柄全体の上位10%タイル水準)保有している場合、3年以上在任の取締役選任に反対」の例外基準の一つ「エンゲージメント等を通じて、基準を満たす水準への削減計画等が確認できた場合には賛成」に「計画等が確認でき、かつ削減が進展している場合」を付加[三井住友トラストアセットマネジメント]
・ 代表取締役選任議案に原則反対する「政策保有株式保有要件」を「非金融セクターは純資産比率20%以上、金融セクターは40%以上」に変更(従来は業種を問わず「純資産比率50%以上、または総資産比率20%以上」)[アセットマネジメントOne]

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

5. 「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や議決権行使基準への反映

特定の項目を企業との対話（エンゲージメント）のテーマとし、企業の対応が不十分の場合には対応の改善を求め、それでも改善しない場合には経営トップの取締役選任議案への反対などで議決権行使に投資家の意思を反映させる「エンゲージメントとエスカレーション」について、考え方を整理したり、実施を議決権行使基準に明確に示したりする動きが進められている（図表 7）。

具体的な対話のテーマは TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）に準拠した情報開示や、温室効果ガスの削減目標の設置とその進捗状況など、サステナビリティに関連したものが多いが、人権に関するものや「資本コストや株価を意識した経営」に関するものも見られている。

図表7 「エンゲージメントとエスカレーション」関連の議決権行使基準改定の事例

・ エンゲージメントにより対応を促しても改善が見込めず、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(「エスカレーション」を明示)[野村アセットマネジメント]
・ ESG課題に関する重点課題としてGHG(温室効果ガス)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[大和アセットマネジメント]
・ 気候変動リスク面で特に課題のある企業とClimateAction100+の対話先企業において、「最低限の対策」の開示(スコープ1・2の排出量開示、中間削減目標、2050年までのネットゼロを目指した妥当な目標設定)がされていない場合、代表取締役選任に反対[ニッセイアセットマネジメント]
・ 人権に関する負の影響を与えるリスクが高いと評価する企業に対し、総会前対話を通じてリスク軽減等の対応を確認し、議決権行使に反映させる(原則全候補者の取締役選任議案に反対、以下同じ)方針を明確化[三井住友DSアセットマネジメント]
・ ROE基準(3年間のROEが8%未満かつ上場企業平均以下)に抵触する可能性がある企業と、過去3年間のPBRが概ね1倍を下回っている企業に対し、対話を通じ資本コストや株価・PBRを意識した経営の実現に向けた対応の状況を確認し、議決権行使へ反映[三井住友DS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

6. 議決権行使における株主提案に対する対応の整理

株主提案に対する対応について、賛成する要件の明確化や議案の対象を拡大する動きが見られている。中でも、三菱UFJ信託銀行による株主還元の拡大を要請する株主提案と会社提案の配当(剰余金処分)議案に関連した基準の見直しは興味深い。内容は「株主還元を求める議案については、過剰な資本を有し、株主提案の配当や自己株式取得を実施しても財務の健全性上問題なく、資本効率性が向上することで企業価値向上に資すると考えられる場合は原則賛成」するというものである。

株主還元に関する株主提案に関しては、会社側の剰余金処分議案と比較検討されて、会社側の議案が配当性向など機関投資家の議決権行使基準を満たしている場合にはこれに賛成し、株主提案には反対することが多いと考えられる。しかし、今回の三菱UFJ信託銀行の基準改定は、会社側議案が議決権行使基準を満たしていても、株主提案の内容を実施する方が企業価値向などの観点などから検討し、望ましいと判断される場合には株主提案に賛成するというものである。このような考え方が広まると、株主還元に関する提案の増加や賛成率の上昇などが考えられるため、議決権行使基準に採用する機関投資家が今後増えるかどうか注目される(図表8)。

図表 8 株主提案に対する対応に関する議決権行使基準改定事例

・ 株主還元を求める議案については、過剰な資本を有し、株主提案の配当や自己株式取得を実施しても財務の健全性上問題なく、資本効率性が向上することで企業価値向上に資すると思われる場合は原則賛成[三菱UFJ信託銀行]
・ 株主提案に関しては、同社が企業に求めるガバナンス体制や財務面での行使基準の水準等を満たしているかどうかを考慮して賛否を判断するが、同水準等を満たしていてもコーポレートガバナンスの改善に資する、財務面の改善等が期待できると判断した場合は賛成[りそなアセットマネジメント]
・ 株主提案において、気候変動、自然資本、人権その他重要なサステナビリティ課題に関する定款変更については、現在及び将来にわたり国際的な社会規範や社会的な要請として企業に求められているものであると認められる場合は原則賛成[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

7. その他の改定ポイント

上述の点以外では、「不祥事企業に対し、その責任を明確化するために当該不祥事に関係した役員の選任議案に反対すること」を目的とした議決権行使基準の改定や、株式報酬型制度に関し、社外者への付与に一律反対するのではなく、一定の要件を満たせば肯定的に判断する基準改定などがみられている。また、議決権行使基準には直接盛り込まないものの、「資本コストや株価を意識した経営」を企業に求めることを原則として明示する動きなども散見される（図表 9）。

図表 9 その他の議決権行使基準等の改定事例

・ 監査役選任議案において、企業不祥事が発生した場合に「関与もしくは責任がある」と判断される候補者については原則反対[日興アセットマネジメント]
・ 株式報酬型制度において、対象者に社外取締役（監査等委員である取締役を除く）が含まれている場合でも、業績連動型ではなく、売却が可能となる時期が退職後であるものについては、肯定的に判断[東京海上アセットマネジメント]
・ 財団等の設立・支援を目的とした第三者割当による自己株式処分もしくは株式発行は原則反対（一定の条件を満たせば賛成）[りそなアセットマネジメント]
・ 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、当該議案への反対だけでなく、代表取締役の選任議案にも反対[大和アセットマネジメント]
・ 「責任投資の基本方針」において、「投資先企業の望ましい経営のありかた」における、ESG課題への取組みに関する内容を拡充、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[野村アセットマネジメント]
・ 「資本効率や株価を意識した経営」として、ROE8%以上を目標水準として取組みを進めることが望ましいことを明記[アセットマネジメントOne]

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

IV 2024年3月開催の株主総会の状況と6月総会へのインプリケーション

1. 役員報酬関連議案が増加

図表10は、2024年3月開催株主総会における主要上程議案と賛成比率である。前章で述べた議決権行使基準改定の適用時期は機関投資家によりまちまちであるが、野村アセットマネジメント（2023年11月より）や大和アセットマネジメント（2023年12月より）、三井住友トラストアセットマネジメントやりそなアセットマネジメント（ともに2024年1月より）などでは2024年3月開催の株主総会においてすでに改定後の基準が適用されている。このため、2024年3月の株主総会の動向は同年6月の株主総会を考える上での参考になると考えられる。

図表10をみると、主要会社側議案については、役員報酬関連（除く役員賞与支給、役員退職慰労金贈呈）の上程割合が35.6%と、2023年3月（18.6%）や2023年6月（16.9%）に比べ高くなっている。2023年は2021年や2022年に比べても上程割合が低くなっていたこともあり、2024年6月開催の株主総会においても同議案を上程する企業の割合が上昇する可能性が考えられるであろう。その他の議案の上程割合は大きく変わっておらず、2024年6月総会でも同様の動きになることが想定される。

図表10 2024年3月開催株主総会における主要上程議案と賛成比率

議案	2024年3月総会			2023年3月総会			2023年6月総会	
	上程 社数	議案上程 割合(%)	平均 賛成率 (%)	上程 社数	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	33	73.3	98.9	30	69.8	98.8	64.9	98.6
定款変更	7	15.6	97.8	8	18.6	96.8	18.6	97.8
取締役選任			95.6			96.3		95.2
取締役選任(社内)	43	95.6	95.4	42	97.7	95.7	99.1	94.5
取締役選任(社外)			95.9			96.9		96.1
監査等委員			91.9			96.8		96.1
監査等委員(社内)	7	15.6	93.1	4	9.3	94.2	16.9	93.2
監査等委員(社外)			91.6			98.0		97.3
監査役			94.8			97.4		95.9
監査役(社内)	21	46.7	91.7	24	55.8	96.5	43.3	95.8
監査役(社外)			95.8			98.2		96.0
補欠監査役選任	5	11.1	99.0	2	4.7	98.7	14.7	98.7
補欠監査等委員選任	5	11.1	97.4	1	2.3	98.0	6.5	97.8
役員賞与支給	1	2.2	98.1	1	2.3	98.7	5.2	99.1
役員退職慰労金贈呈	1	2.2	85.1	2	4.7	85.9	0.9	78.3
役員報酬関係(除く役員賞与支給、役員退職慰労金贈呈)	16	35.6	95.2	8	18.6	93.3	16.9	97.5
買収防衛策関連	0	0.0	-	0	0.0	-	0.4	61.1
会計監査人選任	0	0.0	-	3	7.0	99.2	0.4	99.7

(注) 対象は Russell/Nomura Large Cap インデックス構成企業で、企業数は2024年3月45社、2023年3月43社、2023年6月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

一方、会社側上程議案の賛成比率は 2023 年 3 月や 2023 年 6 月と大きな違いはなく、2024 年 6 月総会においてもこの傾向は大きくは変わらないと推測される。

2. ファンドからの株主提案は一定の賛成を集めた

株主提案については、Russell/Nomura Large Cap インデックス構成企業で 2024 年 3 月株主総会においては提出されていないため、プライム市場上場企業のうち、会社側開示資料などで株主提案が提出されたことが確認できた企業について図表 11 に示した。

これらにおいて、気候変動等に関する株主提案は見られないが、投資ファンドからの増配や株主還元の拡大を求める株主提案が複数の企業に対して出されているが、賛成比率は 10% 台前半～20% 弱となっており、可決要件である過半には及ばないものの一定の賛成を集めていることが分かる。なお、E 社については、会社側が株主提案者側と同額の配当を実施することとしたため、提案が取り下げられた。

図表 11 2024 年 3 月開催株主総会における主な株主提案

社名 業種(東証33業種)	提案内容[賛成比率]	提案者	会社側意見
A社(化学)	・自己株式取得(153.864億円)[19.89%]	NORTHERN TRUST CO.(AVFC) RE NVI01(代理人 日本バリュー・インベスターズ)	反対
B社(情報・通信業)	・監査役1名選任[40.26%] ・自己株式取得(750億円)[39.55%]	3D OPPORTUNITY MASTER FUND	反対
C社(電気機器)	・自己株式取得(220億円)[18.40%]	NORTHERN TRUST CO. (AVFC) RE NVI01 (代理人 日本バリュー・インベスターズ)	反対
D社(食料品)	・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関する開示に係る定款変更[30.1%] ・自己株式取得(270億円)[剰余金配当等の決定機関に関する株主提案が否決されたことにより不適格議案として取り上げず(事前行使の賛成率は14.9%)] ・剰余金の配当等の決定機関に関する定款変更(取締役会だけではなく総会でも承認可能に)[42.9%] ・譲渡制限付株式報酬制度に関する報酬額承認(対象となる取締役と執行役員に対し、年額600百万円以内、付与株式数の上限150,000株の譲渡制限付株式付与のための金銭報酬債権を付与)[11.4%]	ロンシャン・SICAV(代理人 ダルトン・インベストメンツ・インク)	反対
E社(医薬品)	・剰余金の処分(年間配当120円) ・自己株式の取得(60億円)[13.40%] ・定款一部変更(代表権を有する取締役の個別報酬開示)[22.16%] ・定款一部変更(CMSを通じた資金運用の検討結果開示)[12.82%]	LIM Japan Event Master Fund	反対(ただし、配当は120円に増配するため、剰余金の処分の株主提案は取り下げ)
F社(サービス業)	・自己株式の取得(57億円)[18.81%] ・定款一部変更(取締役報酬個別開示)[27.72%]	LIM Japan Event Master Fund	反対

(注) 対象は東証プライム市場上場企業。

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

また、D 社に出された「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関する開示に係る定款変更」の賛成比率が 30.1%、「剰余金の配当等の決定について、取締役会だけではなく株主総会でも承認可能とする定款変更」の賛成比率が 42.9%に達した点も注目される。前者については東証の要請に沿う内容であり、後者については剰余金処分の決定機関が取締役会のみであると事実上、配当に関する株主提案を出すことができないため、株主総会での承認も可能とすることを求めるものである。これらは定款変更議案であり、可決には 3 分の 2 以上の賛成が必要となるため可決へのハードルは高い。しかし、一定数の賛成を集めたことは、株主、投資家からの関心が高いことを示すと考えられる。

3. 株主提案の上程状況と並んで賛成比率にも注目が集まろう

2024 年 3 月株主総会における株主提案の提出状況や議案への賛成比率などからは、2024 年 6 月開催の株主総会においても、特に 1 倍割れなど PBR の低い企業や ROE、配当性向（ないしは総還元性向）の低い企業、さらには剰余金処分において株主総会での承認を排除している（取締役会のみで決定する）企業などにおいて、2024 年 3 月株主総会と同様の株主提案が出される可能性が考えられる。また、併せて環境やサステナビリティに関する株主提案が 2024 年 6 月株主総会では出されるかについても注目される。

さらに、2023 年 6 月の株主総会においては、環境関連の株主提案の賛成比率が過去と比較してやや低下する一方、株主還元に関する株主提案については、従来に比べ賛成を集めるものが増えた。こうした流れを受け、2024 年 6 月の株主総会ではどのような状況になるかについて関心が集まることが考えられる。

V 株主権の「強さ」と議決権行使の「重み」を再認識する必要

従来より日本の会社法下において株主権は強いといわれてきた。例えば、米国では、株主提案の多くは例え可決されても拘束力を持たない「勧告的決議」として扱われ、その場合企業は決議内容に必ずしも従う必要はない。一方、日本では株主提案が可決された場合、企業はその決議内容に従うことになる。

しかし、このような「株主権の強さ」が顕現化するケースは、これまではあまり見られなかった。その理由の一つとして、日本の株式保有構造を特徴づけていた持ち合いや政策保有（安定株主）の存在により、実際に会社側議案が否決されたり、株主提案が可決されたりすることはほとんど生じなかったことが挙げられる。しかし、持ち合いの解消や、政策保有株式の削減が進行し、政策保有投資家に代わり企業経営やその価値向上への意識の高い国内外の機関投資家や個人の投資家などの純投資家が増えたことにより、会社側提案の否決が特別なことではなくなってきた³。加えて、新型コロナウイルス感染症による影

³ この点については西山賢吾「さらなる削減が進む政策保有株式—『過大な政策株式保有』に対する投資家の厳しい『眼』を反映—」『野村サステナビリティクォーターリー』2023 年夏号を参照。

響がほぼなくなってきたことや、東証が上場企業に対し「資本コストを意識した経営」への取り組みを進めることを要請するようになってきたことなどにより、株主や投資家の関心が中長期的、持続的な企業価値の持続的な向上へ向かい、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る。さらには、本稿で紹介したように、機関投資家においては「エンゲージメントとエスカレーション」を進める動きも見られている。エンゲージメントとエスカレーションが積極的に行われるようになると、議決権行使の重要性は今後さらに高まることになる。

このように株主総会での議決権行使を巡る環境が大きく変化する中、日本における「株主権の強さ」、そして「議決権行使の重み」を改めて意識し、認識すべき時期に来ていると考えられる。例えば、これまでは、会社側議案が否決されないことを前提とした「批判票」的な性格を帯びた議案への反対も見られた。しかし、株主、特に機関投資家には、会社側議案否決（あるいは株主提案可決）時に想定される企業経営やステークホルダー（利害関係者）などへの影響、例えば経営トップの取締役選任議案に反対して実際に同議案が否決された場合にどのような影響が想定されるかなどについて、これまで以上に意識し、検討を重ねた上で議決権を行使することが今後は期待される。

もちろん、純投資家の投資目的は投資収益の獲得であるため、一部で言われることのある「会社側議案に反対するのであれば対案を出すべき」という主張には与しない。それでも、会社側議案への反対、株主提案への賛成は単なる投資家の意見表明に留まるものではなく、自分たちの議決権行使によって会社側議案が否決される、あるいは株主提案が可決されることが当該企業、そしてステークホルダーに資するという強い意志を持った上で議案の内容を吟味し、賛否について判断することがこれまで以上に求められるということができるであろう。