

2025年6月議決権行使の注目点

－ROE基準の引き上げやPBRに関連した基準設定に注目－

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 2024年6月、そして2025年3月に開催された株主総会における主要上程議案の割合や平均賛成率を2024年3月開催の株主総会と比較すると大きな変化は見られず、全体的に株主の議決権行使に対する考え方に大きな変化はなかったと推察される。取締役選任議案、特に経営トップの取締役選任議案においては不祥事に対し引き続き厳しい眼が注がれた。一方、株主提案ではファンドからのものに一定の賛成が見られたものの、平均賛成率の低下が見られた。
2. 議決権行使助言会社の2025年以降の助言方針改定では、ISS、グラスルイスともに独立役員の在任期間に関する基準を導入するが、その適用範囲は限定的である。また、グラスルイスでは女性取締役の増員、政策保有株式における自己資本利益率（ROE）基準の厳格化、人工知能リスクに対する取締役の対応等に関する助言方針が導入される。
3. 一方、国内機関投資家の議決権行使基準の改定では、ROE基準の引き上げ（5%から8%）、「株価純資産倍率（PBR）1倍割れ」の議決権行使基準への取り入れ、女性取締役の増員（1名以上から取締役会の員数の10%以上など）、法定・任意を問わない指名・報酬委員会の設置、社外取締役の増員（取締役員数の3分の1以上から過半）などが注目される。
4. 企業と株主・投資家との間で「緊張感のある信頼関係」の構築が重要であることや、エンゲージメントの拡充は議決権行使の重要性を一段と高める事などについては、これまでも繰り返し指摘してきたが、機関投資家を中心に2025年以降も議決権行使基準の厳格化が想定される中、それらの重要性は今後さらに高まると考える。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 西山賢吾「株式保有構造の変化が促す『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年秋号。
- ・ 西山賢吾「コーポレートガバナンス改革『来し方行く末』－改革に不可欠な『緊張感を孕んだ相互信頼関係』－」『野村サステナビリティクォーターリー』2024年秋号。

I 2024年6月、2025年3月株主総会のポイント

1. 上程議案や平均賛成率の傾向には大きな変化はなかった

2024年6月、及び2025年3月に開催された株主総会における主要会社側議案、及び株主提案について、Russell/Nomura 日本株 Large インデックス 構成企業を対象に図表1にまとめた。

図表1を見ると、2025年3月株主総会において監査役選任議案の上程割合は26.3%と、2024年6月の34.6%、及び2024年3月総会の46.7%に比べて少なかった。監査役の任期は4年であり、これまでも上程割合が相対的に多い年と相対的に少ない年があった。監査役に関連した法制度については特段の改定は行われていないことから、2025年3月における上程割合の低下は特別な理由は見当たらず周期的と考えられる。補欠監査役や補欠監査等委員についても上程割合が低下しているが、そもそも上程割合が少ないこともあり、特段の理由は見当たらない。また、2025年3月株主総会における主要上程議案の平均賛成率についても2024年6月や2024年3月と比べ大きな変化はなく、全体的に機関投資家など株主の議決権行使に対する基本的な考え方は従来と大きく変わらなかったと推察される。

図表1 主要会社側議案及び株主提案の状況 (Russell/Nomura 日本株 Large インデックス構成企業)

議案	2025年3月総会			2024年6月総会			2024年3月総会		
	上程社数(社)	議案上程割合(%)	平均賛成率(%)	上程社数(社)	議案上程割合(%)	平均賛成率(%)	上程社数(社)	議案上程割合(%)	平均賛成率(%)
剰余金処分	27	71.1	99.2	147	63.6	98.4	33	73.3	98.9
定款変更	10	26.3	95.5	39	16.9	98.3	7	15.6	97.8
取締役選任			96.0			95.4			95.6
取締役選任(社内)	37	97.4	95.4	228	98.7	94.7	43	95.6	95.4
取締役選任(社外)			96.6			96.3			95.9
監査等委員			97.2			95.5			91.9
監査等委員(社内)	5	13.2	93.7	55	23.8	93.6	7	15.6	93.1
監査等委員(社外)			97.9			96.1			91.6
監査役			97.6			94.1			94.8
監査役(社内)	10	26.3	96.5	80	34.6	94.0	21	46.7	91.7
監査役(社外)			98.6			94.2			95.8
補欠監査役選任	1	2.6	99.6	32	13.9	98.1	5	11.1	99.0
補欠監査等委員選任	1	2.6	98.1	18	7.8	98.3	5	11.1	97.4
役員賞与支給	1	2.6	97.8	12	5.0	96.0	1	2.2	98.1
役員退職慰労金贈呈	1	2.6	83.2	1	0.4	68.5	1	2.2	85.1
役員報酬関係(除く役員賞与支給、役員退職慰労金贈呈)	11	28.9	94.4	61	26.4	97.7	16	35.6	95.2
買収防衛策関連	0	0.0	-	1	0.4	58.6	0	0.0	-
会計監査人選任	0	0.0	-	0	0.0	-	0	0.0	-
株主提案	1	2.6	23.3	18	7.8	9.2	0	0.0	-

(注) 対象企業数は2025年3月が38社、2024年3月が45社、2024年6月は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

2. 引き続き不祥事に対し厳しい目が注がれた

図表1で示した主要議案のうち、注目度の高い議案として経営トップの取締役選任議案と株主提案を取り上げる。まずは経営トップの取締役選任議案である。図表2には今回の分析対象企業のうち、2024年6月開催の株主総会において会長や社長など経営トップの取締役選任議案の賛成率が70%以下の事例、及び賛成率が低くなったと考えられる要因を併せて掲げた（なお、2025年3月株主総会においては分析対象企業の中で賛成率70%以下の事例はなかった）。

賛成率の低い事例では、不祥事に関連していると推定されるものが目立つ。併せて、政策保有株式を相対的に多く保有している事例や、ROE（自己資本利益率）が機関投資家等の設定している閾値より低い事例が見られた。

不祥事は個別要因が強く、ケースバイケースでの判断になるが、ここ1~2年において、責任の所在を明確にするという観点から、経営トップの他に、不祥事との関係の深い部署の担当取締役、不祥事後の対応が不十分であれば取締役全員の取締役選任議案に反対するなどの動きも見られている。この点については改めてII章でも言及する。

図表2 賛成率70%以下の経営トップ取締役選任議案（2024年6月株主総会）

該当企業所属業種 (東証33業種)	役職	賛成率 (%)	賛成率が低いと考えられる要因
陸運業	代表取締役会長グループCEO	57.5	不祥事
証券、商品先物取引業	代表取締役副社長	60.4	不祥事
証券、商品先物取引業	代表取締役会長兼社長	61.1	不祥事
保険業	代表執行役グループCEO	61.5	不祥事、政策保有
銀行業	取締役代表執行役社長グループCEO	64.6	不祥事
保険業	代表取締役社長グループCEO	65.1	不祥事、政策保有
電気機器	代表取締役会長	65.9	業績、不祥事
電気機器	代表取締役社長執行役員	66.2	業績、不祥事
保険業	代表取締役社長グループCEO	66.9	不祥事
銀行業	取締役執行役会長	67.2	不祥事
機械	代表取締役社長CEO	69.1	業績
銀行業	取締役代表執行役社長	70.0	不祥事

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

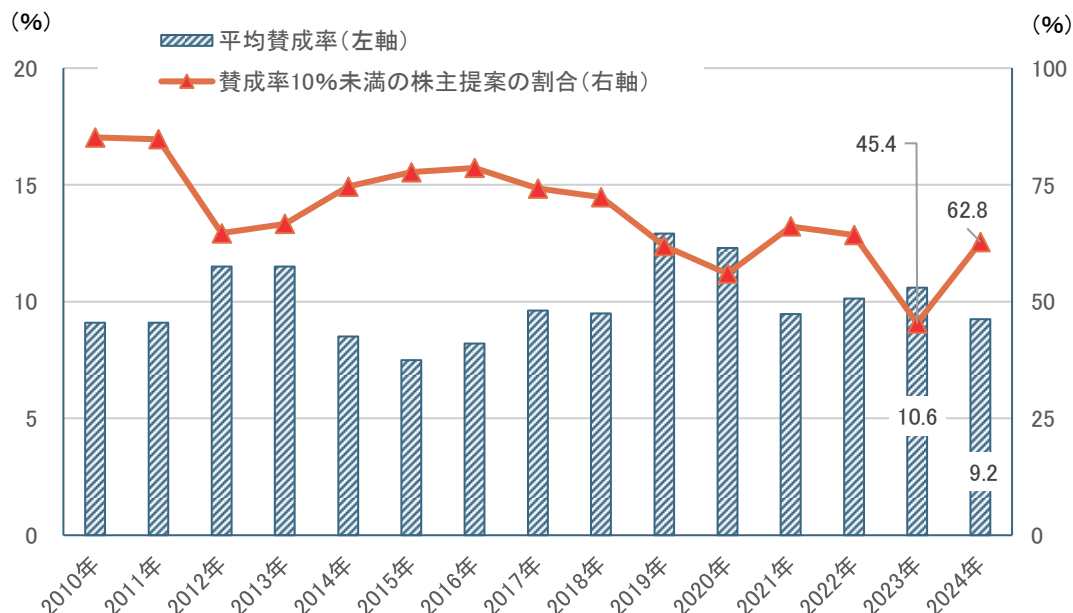
3. 株主提案の「質」は低下

次に株主提案を取り上げる。気候関連の株主提案やファンドからの株主提案の中では、一定の賛成を得る議案も見られている。しかし、分析対象企業の中で 2024 年 6 月株主総会において上程された株主提案の平均賛成率は、2023 年 6 月の 10.6%から 9.2%に低下した。さらに、株主提案全体に占める賛成率が 10%に満たない議案の割合も、2023 年 6 月の 45.4%から 62.8%に上昇するなど、多くの株主から賛同を得られた株主提案が減り、全体として株主提案の「質」が低下したように見える。様々な動機に基づく個人株主からの株主提案が増加したものの、それらの中で必ずしも多くの株主から集めることが容易ではないと思われるものが増えたことが要因の一つと考えられる（図表 3）。

なお、2025 年 3 月の株主提案も 2024 年 6 月と同様な傾向が見られた¹。図表 4 には主なファンドからの株主提案の賛成率を示したが、概ね 2 桁の賛成率になっており、一定の賛成を集めたことが分かる。

株主提案については、東京証券取引所（以下東証）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」を 2023 年 3 月に公表して以降、キャッシュリッチ企業に対する増配や自己株式取得の提案だけではなく、企業価値を高めるために必要とされる体制整備や取り組みに関する提案も見られており、その内容が多彩になってきている。2025 年 6 月開催の株主総会において、こうした傾向がさらに強まるかどうか注目される。

図表 3 株主提案の平均賛成率と賛成率 10%未満の議案の割合（各年 6 月株主総会）



（出所） 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

¹ 2025 年 3 月に開催された株主総会において、株主提案が出された 14 社（対象は全上場企業）における 2025 年 3 月総会の株主提案の賛成比率の平均値は 18.1%と、2024 年 3 月の 20.6%と比べ低下している。個人株主が化学セクターの企業に提案した 7 つの議案の賛成比率が 3~5%程度にとどまったことが要因の一つと考えられる。

図表4 ファンドから上程された主な株主提案と賛成率（2025年3月株主総会）

業種	株主提案の内容	賛成率
A社(化学)	社外取締役5名選任の件	11.3～ 27.3%
	社外取締役に対する報酬額改訂の件	29.0%
	社外取締役に対する事後交付型株式報酬付与の件	29.2%
	社外取締役を除く取締役に対する株式報酬制度承認の件	24.2%
B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定款変更の件	18.1%
	譲渡制限付株式報酬制度に関する報酬額承認の件	15.6%
C社(食料品)	監査等委員である取締役1名の選任の件	29.4%
	取締役(監査等委員である取締役を除く)1名選任の件	25.4%
D社(化学)	定款一部変更の件(関連当事者取引の報告及び監視に関する規定の新設)	22.5%
E社(金属製品)	譲渡制限付株式報酬制度に係る報酬額改定の件	7.9%
	自己株式取得の件	16.3%
	社外取締役の員数に関する定款変更の件	10.9%

(注) A社を除き Russell/Nomura 日本株 Large インデックス 構成企業以外の企業である。

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

一方、環境関連団体や、環境関連団体と機関投資家との共同提案という形で上程される環境関連の株主提案については、主に提案者らが求める温室効果ガスの削減目標といった国際的なイニシアティブへの対応はすでに一定数の企業で進められており、関心は実際の取り組み、進捗状況に移ってきていると考えられる。さらには、最近の米国を中心とした反 ESG（環境・社会・ガバナンス）の動きもあり、株主提案が積極化するよりも、気候、社会課題に対する取り組みについて企業と機関投資家を中心とした株主との間でのエンゲージメントで確認しつつ、企業側の対応が確認できない、あるいは対応が不十分と判断した場合には取締役選任議案に反映させるというエスカレーションに重心が移っていくものとする。

II 2025年以降の議決権行使基準の注目点

1. 議決権行使助言会社の方針改定

1) 2026年に社外役員の在任期間に関する基準を導入する ISS

代表的な議決権行使助言会社の一つである ISS は、2025年については日本向けの議決権行使助言方針の内容変更はない。2026年2月からは社外役員の独立性基準に在任期間に関する基準を導入する。具体的には在任期間が12年以上の社外役員の選任議案に対し反対の助言を行う。取締役選任直前まで監査役であった場合には監査役の任期も合算する。

ただし、当該独立性基準を採用するのは監査に関与する社外取締役のみで、監査役会設置会社の社外取締役や、監査等委員会設置会社の監査等委員ではない社外取締役は対象外である。

2) AI リスクに関する基準の導入や女性取締役の増員を求めるグラスルイス

もう一つの代表的な議決権行使助言会社であるグラスルイスは 2025 年、2026 年に図表 5 に掲げた日本向け助言方針の変更を行う。

改定は 4 項目にわたる。1 つ目はジェンダー・ダイバーシティについてである。論点は 3 つあるが、この中では 2026 年からプライム上場企業に対し 20%以上の多様な性別の取締役の選任を求める点が特に注目される。現在は全上場企業に対し 10%以上の多様な性別の取締役の選任を求めている。国内の機関投資家でも女性取締役の増員を求める動きが出始めているが、そのような動きをさらに推し進めることにつながる可能性が考えられる。

2 つ目は政策保有株式についてである。改定点は 3 点あるが、中でも「政策保有株式の保有比率が対連結純資産の 10%以上 20%の範囲内にある場合、従来は ROE の平均値が 5%未満、あるいは直近事業年度の ROE が 5%未満である場合取締役会議長に反対助言」であったが、2025 年開催の株主総会より ROE の水準を 5%未満から 8%未満に引き上げる。ROE 基準は業績基準だけではなく、剰余金処分議案や、グラスル

図表 5 グラスルイスの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	プライム市場以外の上場企業に対する例外措置（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など）を撤廃	2025年1月以降 開催株主総会
	プライム市場上場企業の取締役会に20%以上の多様な性別の取締役がない場合、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
	プライム市場以外の上場企業の取締役会に少なくとも1名の多様な性別の取締役を選任していない場合、監査役会設置会社または監査等委員会設置会社においては取締役会議長、指名委員会等設置会社においては指名委員会委員長に対して反対助言	
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2030年終了の事業年度末までに対連結純資産の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、取締役会議長に反対助言	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%から20%の範囲内にある場合、政策保有株式の規模をさらに縮小するための具体的な目標値を含む明確な縮減計画が開示されていない場合、取締役会議長に反対助言	
	政策保有株式の保有比率が対連結純資産の10%以上20%の範囲内にある場合、過去5事業年度の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、取締役会議長に反対助言	
社外役員の在任期間	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1月以降 開催株主総会
取締役会による人工知能(AI)の監督	AI技術の監督や管理が不十分であった結果、株主に重大な損害を与えたということが明白である場合、企業のガバナンス慣行全般を精査し、AI関連リスクの監督を担当している取締役または取締役会レベルの委員会を特定。また、この問題に対する取締役会の対応及び管理、並びに関連する開示を詳細に検討し、AI関連問題に関する取締役会の監督、対応または開示が不十分であると判断した場合、しかるべき取締役に対して反対助言を行うことがある	2025年以降 開催株主総会

- (注) 1. 取締役会議長不在または不明の場合は CEO が対象。
2. 政策保有株式に関する基準の原則は、「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」である。

(出所) グラスルイス「2025 Benchmark Policy Guidelines Japan」より野村資本市場研究所作成

イスのように政策保有株式基準に使われる。この ROE 基準の閾値を 5%から 8%に引き上げる事例が機関投資家の議決権行使基準においても増えている。

3 つ目は社外役員の在任期間である。「社外役員全員の在任期間が 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を行う」という基準を導入する。独立役員一人一人ではなく、全員の在任期間が 12 年以上であることがポイントである。

4 つ目は、取締役会による人工知能（以下 AI）の監督についてである。AI リスクが顕現化して株主に損害を与えたことが明白である場合、取締役会の対応等に関する開示内容を検討し、対応が不十分な場合はしかるべき取締役の選任議案に反対助言を行うことがある。グラスルイスは 2024 年にサイバーセキュリティ対応に関する議決権行使助言方針を導入しており、今後広がることが想定されるリスクに対し、議決権行使助言方針を導入することで、実質的に企業に対し早期の対応を求めていると考えられることが出来る。

2. 機関投資家の議決権行使方針改定における注目点

ここでは、主な機関投資家の議決権行使基準、及び基準改定点などを概観しつつ、それらの特徴と注目点について言及する。

1) ROE 水準の引き上げ

まず、グラスルイスの議決権行使助言方針改定の所でも触れた ROE 基準（閾値）の引き上げである。機関投資家の議決権行使基準や議決権助言方針において、長らく ROE 基準の閾値を 5%とするところが多かったが、図表 6 に示すように、国内の主な機関投資家の多くが 8%に引き上げる動きが見られる。その理由は、ROE 水準の改善が緩やかながらも進んできたことや企業側での資本コストに対する認識の高まりなどを受け、機関投資家が議決権行使基準に定めることにより企業に最低限達成することを求める ROE 水準を引き上げる動きにつながってきたためと考えられる。

上にも述べたように、議決権行使基準において設定される ROE の閾値は最低限達成することが求められる水準であるから、機関投資家が実際に企業に求める ROE は 2 桁が視野に入ってきたと考えることが出来るであろう。

図表 6 ROEの閾値を8%に設定する機関投資家が増加

機関投資家名	ROE8%以上の基準を採用している主な議案
野村アセットマネジメント	取締役選任議案(8%)
大和アセットマネジメント	取締役選任議案(8%)
日興アセットマネジメント	剰余金処分議案(10%)
	取締役選任議案(8%)
りそなアセットマネジメント	取締役選任議案(8%)
アセットマネジメントOne	剰余金処分議案(8%)
三菱UFJアセットマネジメント	取締役選任議案(8%)
	剰余金処分議案(8%)
三菱UFJ信託銀行	取締役選任議案(8%)
	剰余金処分議案(8%)
第一生命保険	買収防衛策(8%)

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

2) 「PBR1倍割れ」の議決権行使基準への取り入れ

東証による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の公表以降、PBR（株価純資産倍率）1倍割れを議決権行使基準に取り入れる機関投資家が増えている。そのやり方は現在、①東証の要請に対する対応を行っていない企業経営トップ等の取締役選任議案に反対、②PBR1倍割れに加えROEの水準が低い企業の取締役選任議案に反対、の2つのパターンが見られる。

前者では大和アセットマネジメントやニッセイアセットマネジメントが、後者では、3期連続で業績（ROE）基準を満たさないかつPBRが1倍未満の場合、取締役として3年以上在任の現代表取締役選任に反対（三井住友トラストアセットマネジメント）、「過去3期連続ROE8%未満かつ業種（東証17業種区分）内下位50%に該当する場合で、PBR1倍未満の場合経営トップの取締役選任議案に反対（日興アセットマネジメント、2026年4月より）」などが該当する。

3) 女性取締役（ないしは役員）の複数選任

ジェンダー・ダイバーシティに関し、取締役会に最低1名の女性取締役、ないしは女性役員を置くことを求める動きはほぼ浸透した模様であるが、次のステップとして複数選任を求める動きが進んでいる。例えば野村アセットマネジメントは2025年11月より全上場企業を対象に取締役構成比で10%以上の女性取締役の選任を求める。また、三井住友DSアセットマネジメントや日興アセットマネジメントではさらに高い女性取締役の水準を要請することを表明している。政府は2030年までに女性役員比率を3割まで高めるという目標を掲げていることもあり、女性取締役10%以上が定着した後はこの水準がさらに引き上がる動きが進むと考えられる（図表7）。

図表7 女性取締役（ないしは役員）の増員を求める機関投資家が増加

野村アセットマネジメント	2025年11月より全上場企業を対象に女性取締役10%以上の選任を要請
三井住友DSアセットマネジメント	現在はプライム上場企業に女性取締役10%以上の選任を要請。 2026年1月より全上場企業、2027年1月からはプライム上場企業に対し20%以上の選任を要請
りそなアセットマネジメント	2025年1月よりプライム上場企業を対象に女性取締役10%以上の選任を要請
日興アセットマネジメント	現在は全企業に最低1名の女性取締役の選任を求めている。 2026年4月以降、TOPIX500企業は女性取締役2名かつ15%以上に引き上げ

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

その一方で、社内、社外を問わず女性の取締役の人材が不足しているという意見や、男性、女性を問わず社外取締役の実効性に関する注目度も高くなっていることから、急速な増員に対する懐疑的な見解が聞かれることもある点には留意が必要である。

4) 指名委員会、報酬委員会の設置の要請

社外取締役の員数増の要請は、事実上取締役会のモニタリング・ボード化の要請につながる。日本の会社の機関設計において完全なモニタリング・ボードは指名委員会等設置会社であるが、現在のところ指名委員会設置会社は東証上場企業の2.5%（2024年）に過ぎない。このため、法定ではなく任意も含め指名委員会や報酬委員会の設置を要請することで、モニタリング・ボードへの移行を促進しようという動きが見られる。

5) 社外取締役の増員

社外取締役に関しては、コーポレートガバナンス・コードに示される支配株主が存在しない会社には3分の1以上、支配株主が存在する企業には過半の選任²を求めている。同基準も多くの機関投資家で取り入れられてきたが、この次のステップは「支配株主が存在しない企業にも過半の社外取締役選任の要請」である。これについては野村アセットマネジメントが2024年11月から議決権行使基準に導入した。ただし、指名に関するガバナンスを整備している場合は、これまで通り3分の1以上の選任を求める。ここで、指名に関するガバナンスを整備している場合とは、「法定又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」場合とされている。

現時点では野村アセットマネジメントの他に社外取締役の過半の設置を要請する国

² コーポレートガバナンス・コードではこの基準をプライム上場企業に対し求めているが、機関投資家の中には同基準を全ての上場企業に求めているところも見られる。

内系機関投資家は見られていない。今後、社外取締役を過半設置する企業がさらに増えてくれば総基準の導入を検討するところが増えると考えられる。

6) その他

その他議決権行使基準の改正等で注目される興味深い動きとしては、不祥事を起こした企業に対し、不祥事に関与した、あるいは不祥事の対応に積極的に貢献していなかった取締役の選任議案に反対するという不祥事企業の責任諸所在の明確化（日興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、T&D アセットマネジメントなど）や、株主提案で原則賛成する議案の明示（ニッセイアセットマネジメント、三井住友アセットマネジメントなど）、気候変動問題などでエンゲージメントとエスカレーションを明示化（温室効果ガス排出量が相対的に上位の企業において、気候変動対応への取り組みが不十分と判断される場合に経営トップに反対する対象とする取り組みに気候変動ガバナンス体制の整備を追加〔日興アセットマネジメント〕）などが挙げられる。

また、見た目上は縮減したように見えても実体は変わっていない、いわゆる「政策保有株式ウォッシュ」への対応（実質的に政策保有株式の継続保有であると判断される場合は、純投資に振り替えられた株式を政策保有株式とみなして判断〔三井住友 DS アセットマネジメント〕）なども注目される。

III 「緊張感を孕んだ信頼関係」の構築がさらに重要になる

株式保有構造が政策保有株式などの安定株主中心から、値上がり益や配当の獲得を目的に株式を保有する純投資家主体に変化し、スチュワードシップ・コードの導入などで日本の株式市場における株主が「物言わぬ株主」から「物言う株主」に変わり、企業価値向上の後押しをする役割をも期待されるようになってきた。

2025 年以降における機関投資家の議決権行使基準の改定を見ると、その基準厳格化の動きは今後さらに続くと考えられる。こうした状況下では、これまで何回か述べてきた³ように、①企業と株主・投資家とは「緊張感のある信頼関係」の構築が重要であること、そして、②緊張感のある信頼関係の構築には建設的な対話、すなわちエンゲージメントを積極化につながること、③エンゲージメントを積極化した結果投じられる会社側議案への反対は、議案が否決になることを厭わない強い意志を持った判断であること、④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り、それ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考えるべきであるということを改めて強調しておきたい。

³ 例えば、西山賢吾「株式保有構造の変化が促す『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 年秋号、同「コーポレートガバナンス改革『来し方行く末』—改革に不可欠な『緊張感を孕んだ相互信頼関係』—」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年秋号などで同様の議論を行っている。