

2021年10月11日 全12頁

# 2021年6月株主総会シーズンの総括と示唆

## 気候変動に関する株主提案など機関投資家の賛否が分かれる

経営コンサルティング第一部

主任コンサルタント

吉川 英徳

### [要約]

- 主要企業500社（TOPIX500採用企業）の2021年6月株主総会シーズンの議決権行使結果における、全議案の平均賛成率は95.9%と前年比0.3%ptの改善となった（図表1）。前年に引き続き大手議決権行使助言会社のISSが経営トップ選任の取締役選任議案におけるROE基準の適用を猶予していることに加え、多くの企業がプライム市場向けのCGコード改訂を見据え独立社外取締役3分の1の確保を進めたこと等により、社内取締役の賛成率が改善したことが寄与したと考える。
- 2021年6月株主総会における特徴的な議案としては、①気候変動に関する株主提案、②バーチャルオンリー株主総会の実施に向けた定款変更議案、③有事導入型の買収防衛策の導入及び対抗措置の発動議案、④政策保有株式を過大に保有する企業の経営トップの取締役選任議案等があった。特に気候変動に関する株主提案については昨年の銀行業に提案された議案ほどは海外機関投資家を中心に支持が広がらなかったものの、国内機関投資家の賛否やその判断理由は分かれており、機関投資家の関心の高さがうかがえる。
- 2022年6月株主総会シーズンに向けた示唆としては、①ISSのROE基準の適用猶予が続くかどうか、②独立社外取締役比率1/3の確保、③気候変動・サステナビリティに関する対応、④バーチャルオンリー株主総会、⑤有事導入型買収防衛策、等がポイントとして考えられる。

## 1. 2021年6月株主総会シーズンの総括

コロナ禍での2年目の株主総会となった2021年6月株主総会シーズンが終わった。2021年6月株主総会シーズンにおける論点としては、(1) デジタル化等の運営実務の進化、(2) 議決権行使基準等の厳格化及びアクティビスト投資家等の動向、(3) 東証市場再編やコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）を見据えた上場企業側の対応、等が挙げられる。2021年6月株主総会に関する論点の詳細については、拙レポート「2021年6月株主総会に向けた論点整理～デジタル化が意識される株主総会～」<sup>1</sup>を参照されたい。

本稿では、2021年6月株主総会シーズンにおける主要企業の議決権行使結果や、特徴的な議案に対する各機関投資家の議決権行使行動について分析を行う。

## 2. 2021年6月株主総会シーズンにおける主要企業の議決権行使結果

### (1) 総括

主要企業500社（TOPIX500採用企業）の2021年6月株主総会シーズン<sup>2</sup>における全議案の平均賛成率は95.9%であり、前年比0.3%ptの改善となった（図表1）。大手議決権行使助言会社のISSが前年に引き続き経営トップ選任の取締役選任議案に対するROE基準<sup>3</sup>の適用を猶予していることに加え、多くの企業がプライム市場向けのCGコード改訂を見据え独立社外取締役3分の1の確保を進めたこと等により、社内取締役選任議案の賛成率が改善したことが寄与したと考えられる。

経営トップの取締役選任議案を分析すると、ROE5%未満ないしISSのROE基準に抵触する企業の経営トップ選任議案については2020年・2021年と賛成率が大きく改善しており、特に2021年3月株主総会については低ROE企業の経営トップの取締役選任議案の賛成率が大きく改善した。これはISSのROE基準の適用が、新型コロナウイルスによる経済活動の制約を踏まえて、2020年6月以降の株主総会において猶予されたことが寄与したものと考えられる。

<sup>1</sup> [https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20210526\\_022302.html](https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20210526_022302.html)

<sup>2</sup> 2020年7月～2021年6月に開催された定時株主総会の集計。なお、2020年3月期決算企業で新型コロナウイルス感染症の影響により2021年7月以降に株主総会を開催した企業は含まない。

<sup>3</sup> 5年平均かつ直近のROEが5%未満の企業の経営トップの取締役選任議案に反対するという基準。新型コロナウイルス禍の影響を踏まえ、2020年6月以降の株主総会について同基準の適用を猶予している。

(図表 1) 主要企業の2021年6月株主総会シーズンの総括表

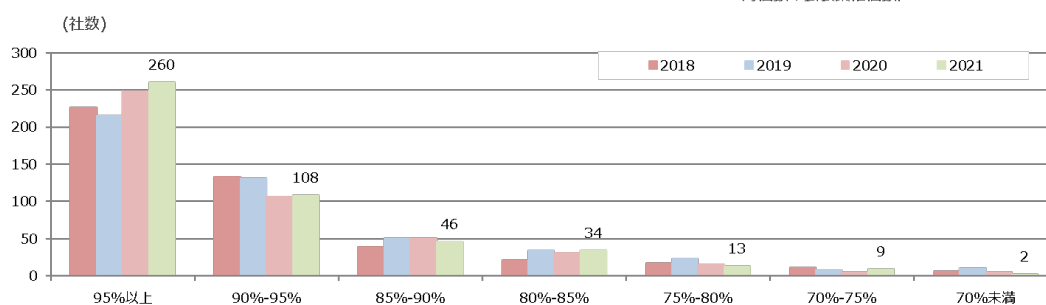
	2018年	2019年	2020年	2021年				公表賛成率	公表賛成率	最小値の業種
	賛成率	賛成率	賛成率	社数	議案数	賛成率	差引	最大値(%)	最小値(%)	
定款一部変更	98.2%	98.3%	98.9%	91	94	97.4%	-1.5p	100.0%	71.7%	情報・通信A社
剰余金処分	97.5%	97.5%	98.6%	329	329	98.9%	+0.3p	100.0%	84.0%	情報・通信B社
取締役選任	94.9%	94.4%	95.4%	484	4,355	95.7%	+0.3p	100.0%	25.3%	
経営トップ	91.9%	91.1%	92.9%	472	472	93.1%	+0.2p	99.6%	55.4%	不動産業C社
社内	95.4%	94.9%	95.7%	474	2,233	96.2%	+0.5p	99.9%	66.3%	電気機器D社
社外	84.3%	78.8%	84.9%	43	65	84.6%	-0.3p	99.8%	64.7%	電気機器E社
社外(独立)	95.6%	95.4%	96.4%	450	1,585	96.3%	-0.1p	100.0%	25.3%	電気機器D社
取締役選任(監査等委員)	94.0%	93.8%	94.0%	89	283	95.0%	+1.0p	99.9%	61.8%	
社内	94.8%	93.8%	92.6%	63	75	95.0%	+2.4p	99.3%	81.6%	卸売業F社
社外	91.1%	78.1%	79.8%	5	6	76.1%	-3.7p	99.5%	61.8%	食料品G社
社外(独立)	93.8%	94.3%	95.1%	79	202	95.5%	+0.4p	99.9%	73.2%	卸売業H社
監査役選任	93.8%	94.3%	94.7%	193	311	95.1%	+0.3p	100.0%	58.6%	
社内	95.2%	95.7%	95.8%	106	115	96.7%	+0.9p	99.6%	84.6%	不動産業C社
社外	74.1%	76.7%	76.3%	8	8	77.9%	+1.6p	98.4%	58.6%	食料品I社
社外(独立)	94.8%	94.2%	94.7%	138	188	94.8%	+0.0p	100.0%	59.7%	卸売業J社
補欠監査役選任	94.6%	95.6%	97.8%	75	78	98.8%	+1.0p	100.0%	87.7%	輸送用機器K社
補欠取締役選任(監査等委員)	95.9%	95.8%	94.9%	28	30	99.1%	+4.2p	100.0%	90.5%	化学L社
役員賞与	94.4%	95.3%	97.2%	38	38	96.6%	-0.5p	99.9%	76.0%	医薬品M社
役員報酬	95.9%	96.9%	98.4%	59	83	98.7%	+0.3p	100.0%	86.5%	保険業N社
退職慰労金等	81.2%	81.2%	74.7%	9	11	74.5%	-0.2p	85.0%	59.2%	情報・通信O社
株式報酬	92.9%	94.2%	95.5%	131	147	95.2%	-0.3p	99.9%	69.0%	情報・通信P社
買取防衛策	66.5%	63.3%	66.1%	6	6	67.2%	+1.1p	77.4%	61.3%	陸運業Q社
株式併合	98.7%	98.8%	98.6%	1	1	98.9%	+0.2p	98.9%	98.9%	卸売業R社
会計監査人選任	99.1%	99.0%	99.4%	10	10	99.0%	-0.4p	99.8%	98.0%	小売業S社
その他	93.2%	98.5%	95.9%	17	19	98.9%	+3.1p	100.0%	91.8%	建設業T社
全体	94.9%	94.6%	95.5%	495社	5,795	95.9%	+0.3p	100.0%	25.3%	

(出所) 各社臨時報告書等より大和総研作成

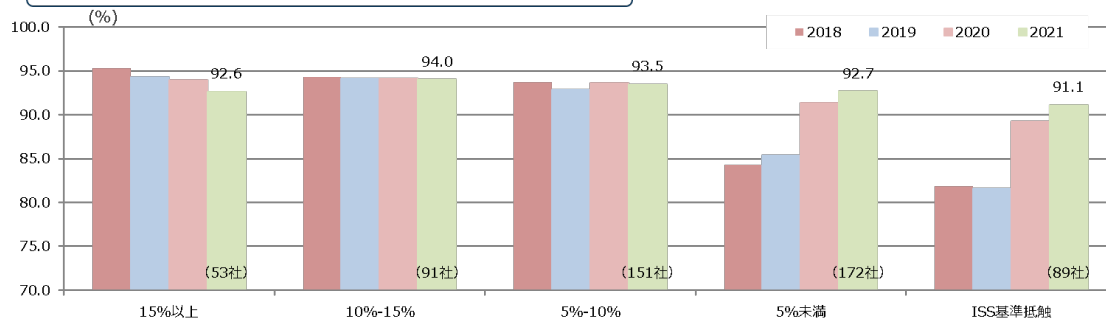
(図表 2) 経営トップの取締役選任議案の賛成率の推移

## 取締役選任議案(経営トップ修正賛成率)の分布

(注) 修正賛成率 = 公表賛成個数 ÷ (公表賛成個数 + 公表反対個数 + 公表棄権個数)



## 取締役選任議案(経営トップ修正賛成率)のROE別分布



(出所) 各社臨時報告書等より大和総研作成

## (2) 経営トップ選任議案の賛成率下位 20 社の状況

主要企業の経営トップの取締役選任議案の修正賛成率の下位 20 社を整理した(図表 3)。低賛成率の要因としては、独立社外取締役の不足、低 ROE 等の業績低迷、不祥事等に加え、アクティビスト投資家が大株主である企業や買収防衛策を取締役会決議で継続していることが挙げられる。

下位 20 社について、主要機関投資家の個別の賛否状況を整理したのが図表 4 である。同一の議案であっても主要機関投資家毎に賛否が分かれた。例えば、医薬品 V 社の経営トップの取締役選任議案については多くの機関投資家が「買収防衛策の取締役会決議による継続」を理由に反対したが、アセットマネジメント One は「買収防衛策についてエンゲージメントを通じて恣意的な運営を防ぐ体制が確認できたため」を理由に賛成した。

経営トップの取締役選任議案に対して多くの機関投資家が反対票を投じる理由は概ね共通しているが、一部で独自の観点で反対票を投じる機関投資家もある。例えば、ブラックロックはガラス・土石製品 AB 社の経営トップの取締役選任議案に対して気候変動やサステナビリティに関する開示が不十分であることを理由<sup>4</sup>に反対票を投じた。ここ 1 年・2 年、機関投資家は議決権行使基準に ESG 基準(サステナビリティ基準)を導入しており、具体的に適用された事例といえる。

(図表 3) 経営トップ選任議案の低賛成率の 20 社の状況

業種名	2021年 賛成率(%)	2021年 修正賛成率 (%)	FY2020 ROE	3年平均 ROE	5年平均 ROE	ISSの ROE基準 (※)	修正 賛成率 (2020年)	備考
不動産業U社	55.4	56.4	10.1	8.6	9.7	×	-	創業者との対立、社外取締役比率2/12
医薬品V社	67.3	66.2	6.1	11.7	10.1	×	70.9	買収防衛策の取締役会決議による継続
食料品W社	69.9	70.2	7.6	12.5	12.3	×	94.6	監査等委員会設置会社で独立社外取締役比率の1/3未満(2/7)
情報・通信X社	71.2	71.2	19.6	▲ 2.6	6.0	×	75.7	監査等委員会設置会社で独立社外取締役比率の1/3未満(3/21) 買収防衛策の取締役会決議による継続、取締役総数21名
倉庫・運輸関連業Y社	72.4	72.8	5.2	5.5	5.5	×	83.9	独立社外取締役比率が2/10 シルチェスターが大量保有(5%) (4月8日に大量保有提出)
ガラス・土石製品Z社	74.3	74.3	5.9	5.1	6.3	×	71.9	シルチェスターが18.4%保有
情報・通信AA社	74.4	74.5	3.1	4.2	5.0	○	74.8	低ROE
ガラス・土石製品AB社	74.6	74.6	3.2	▲ 0.2	1.1	○	76.2	低ROE
化学AC社	74.6	74.6	5.8	6.3	6.9	×	82.7	シルチェスターが16.8%保有
情報・通信AD社	74.4	74.8	16.1	18.5	20.0	×	78.2	監査等委員会設置会社で独立社外取締役比率1/3未満(2/8)
建設業AE社	75.6	75.7	8.5	9.3	9.9	×	96.6	村上氏が20.0%保有
情報・通信AF社	76.2	76.2	26.2	22.0	20.7	×	77.6	上場子会社で独立社外取締役1/3未満(2/11)
銀行業AG社	76.6	76.6	4.9	5.3	5.7	×	99.0	大株主(16.5%保有)が反対した可能性
小売業AH社	76.7	76.8	▲ 17.2	▲ 9.0	▲ 4.4	○	76.7	低ROE
情報・通信AI社	77.2	77.3	4.1	4.5	4.0	○	78.9	低ROE、買収防衛策の取締役会決議による継続
電気機器AJ社	77.4	77.4	10.8	30.6	197.6	×	58.0	不祥事、大株主であるアクティビスト投資家との対立など
卸売業AK社	77.7	77.7	1.9	5.4	5.3	×	86.7	不祥事(独占禁止法違反)、シルチェスターが9.2%保有
電気・ガス業AL社	77.9	78.1	14.1	12.2	10.0	×	88.8	独立社外取締役比率が2/11
金属製品AM社	78.3	78.3	3.4	2.5	4.8	○	83.4	低ROE
建設業AN社	78.8	78.8	6.8	8.8	11.7	×	82.8	シルチェスターが13.1%保有

(出所) 臨時報告書等より大和総研作成

<sup>4</sup> ブラックロックは同社の経営トップの取締役選任議案について「気候変動やサステナビリティ関連のリスクや機会についての情報開示が不十分であることへの責任を有すると考える。」との理由で反対した。6月総会においても同様の理由で金属製品 A0 社について反対した。

(図表 4) 経営トップ選任議案の低賛成率の 20 社の状況

業種名	2021年 賛成率 (%)	2021年 修正 賛成率 (%)	三菱 UFJ 信託	三井 住友 TAM	AM- ONE	りそな AM	野村 AM	大和 AM	日興 AM	ニッセイ AM	農林 中金 全共連 AM	NB IM	Cal PERS	LG IM	ブラック ロック
不動産業U社	55.4	56.4	× (社外)	○	○ (注2) ○	○ (注2)	× (社外)	○	○	○	○	○	×	×	○
医薬品V社	67.3	66.2	○	× (防衛策)	○ (注3)	○	× (防衛策)	× (防衛策)	× (防衛策)	× (防衛策)	×	○	○	×	○
食料品W社	69.9	70.2	× (社外)	○	○	× (社外)	× (社外)	○	○	× (役員構成)	×	○	×	×	× (社外)
情報・通信X社	71.2	71.2	× (社外等)	× (防衛策)	× (防衛策)	× (防衛策)	× (社外)	× (防衛策)	× (防衛策)	× (防衛策)	×	○	×	×	× (防衛策)
倉庫・運輸関連業Y社	72.4	72.8	× (社外)	○	○	× (社外)	○	○	○	○	○	○	×	×	○
ガラス・土石製品Z社	74.3	74.3	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
情報・通信AA社	74.4	74.5	○	○	× (業績)	× (社外)	○*	× (業績)	× (業績)	× (ISS基準)	×	×	○	×	○
ガラス・土石製品AB社	74.6	74.6	○ (注1)	× (業績)	× (業績)	× (ROE)	○	× (業績)	× (業績)	○	○	○	○	×	× (気候等)
化学AC社	74.6	74.6	○	○	○	× (社外)	○	○	○	○	○	○	○	×	○
情報・通信AD社	74.4	74.8	× (社外)	○	○	× (社外)	× (社外)	○	○	× (役員構成)	×	○	×	×	× (社外)
建設業AE社	75.6	75.7	○	○	○	○	○	○	○	○ (ISS基準)	○	○	○	○	○
情報・通信AF社	76.2	76.2	× (社外)	× (親会社)	× (社外)	× (親会社)	× (社外)	× (社外)	× (社外)	○	×	○	×	×	○
銀行業AG社	76.6	76.6	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	×	○
小売業AH社	76.7	76.8	× (ROE)	× (業績)	× (業績)	× (ROE)	○	○	× (業績)	× (業績)	○	○	○	○	× (業績)
情報・通信AI社	77.2	77.3	○	× (防衛策)	× (防衛策)	× (防衛策)	× (防衛策)	× (防衛策)	× (防衛策)	○	×	○	×	×	× (防衛策)
電気機器AJ社	77.4	77.4	○	○	○	× (不祥事)	○	× (不祥事)	○	○	○	○	○	○	○
卸売業AK社	77.7	77.7	× (不祥事)	○	○	× (不祥事)	× (価値毀損)	× (不祥事)	○	× (不祥事)	○	○	○	×	○
電気・ガス業AL社	77.9	78.1	× (社外)	○	× (社外)	× (社外)	○	○	○	○	○	-	×	×	○
金属製品AM社	78.3	78.3	○	○	× (業績)	× (ROE)	○	○	× (業績)	○	○	○	○	○	○
建設業AN社	78.8	78.8	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	×	×	○

(注 1) ROE 基準に抵触するが改善への取組みを評価

(注 2) 賛成率を集計した経営トップとは別の経営トップ候補者に社外取比率を理由に反対

(注 3) 買収防衛策についてエンゲージメントを通じて恣意的な運営を防ぐ体制が確認できたため

(出所) 臨時報告書、各社公表資料より大和総研作成

### 3. 2021年6月株主総会における特徴的な議案の分析

#### (1) 気候変動に対する株主提案

昨年の銀行業 AT 社に引き続き、2021年の6月株主総会においても4社に対し気候変動対応に関連した開示を行う旨を定款に記載することを求める株主提案が実施された(図表5)。背景としては、2020年10月に日本政府が「2050年カーボンニュートラル宣言」を公表し、産業界においても脱炭素への意識が急速に高まったことがある。昨年の銀行業 AT 社への株主提案については、大手議決権行使助言会社2社(ISS、グラスルイス)が共に賛成推奨しており、海外機関投資家を中心に多くの賛成票を集め、34.5%の賛成率を獲得したが、本年については昨年ほどの賛成の広がりにはなかったと見られる。その一因として、株主提案の実施後になるが、銀行業 AP 社は「カーボンニュートラル宣言」を公表しており、また金属製品 AR 社も7月にはTCFD賛同表明する旨を6月株主総会前に公表している。こうした企業側の取組みを議決権行使助言会社や機関投資家が評価した結果、昨年の銀行業 AT 社ほど海外機関投資家を中心に各機関投資家の株主提案への賛成票が広がらなかったと考えられる。なお、当該議案については機関投資家の関心も高





(注 9) 当社の取組みには一定の評価が与えられるべきものと考えているが、中長期的な株主価値を考えるうえで気候変動に関する方針を開示することの重要性は高く、本提案の表現も穏健で経営陣に実施にあたっての裁量の余地を与えるものであることを勘案すると、本提案は中長期的な株主価値向上に資すると考え賛成

(注 10) TCFD 賛同はない中、取組みの確認はできたが、中長期的な株主価値を考えるうえで気候変動に関する方針を開示することの重要性は高く、本提案の表現も穏健で経営陣に実施にあたっての裁量の余地を与えるものであることを勘案すると、本提案は中長期的な株主価値向上に資すると考え賛成

(注 11) 個別の業務執行の内容を含むことから反対

(注 12) 株主提案はパリ協定の目標に沿った事業戦略を促すものであり、長期的な気候変動リスクに適応する戦略設定及び開示は企業価値向上に資すると判断し、賛成

(注 13) TCFD を踏まえた経営戦略及びその実施状況の開示は企業価値向上に資すると判断し、賛成

(注 14) 脱炭素社会の実現に向けた事業形態の革新は、エネルギー供給事業者が取り組むべき重要な課題であり賛成

(注 15) 気候変動に対する会社の取組みを評価

(注 16) 会社側の情報開示方針を支持

(注 17) 気候変動への対応に関して、エンゲージメントを通して確認したが、会社側の対応に大きい進捗が見られたことに鑑み、今回は会社提案を支持し、継続して会社側の対応状況を確認していく。

(注 18) 今後の取締役会の効率的かつ公正な意思決定という観点から、取締役会（会社側）の反対意見に対し異議を唱えるべき点は見当たらないと判断する。

(出所) 各社臨時報告書、公表資料、報道等より大和総研作成

## (2) バーチャルオンリー株主総会の実施に向けた定款変更議案

コロナ禍の影響により非対面の株主総会が注目される一方で、日本においては物理的な会場を設けずに株主がインターネットなどの手段により出席するバーチャルオンリー株主総会の開催は物理的な「場所」の定めを求める会社法の解釈において不可能とされていた。そこで、産業競争力強化法が改正され、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は、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の定款の定めることができることとし、日本においてもバーチャルオンリー株主総会が実施できるようになった（2021年6月9日可決、同16日施行）。

そうした制度改正を受けて、2021年6月株主総会においても下記の図表6の6社を含む10社がバーチャルオンリー株主総会の実施に向けた定款変更議案を株主総会に上程した。ただ、バーチャルオンリー株主総会に関しては、株主の権利侵害となるような濫用的な運用が懸念されており、ISSはバーチャルオンリー株主総会の開催を災害時に限定している医薬品AU社5を除く各社の定款変更議案に

<sup>5</sup> 医薬品AU社は定款変更議案において定款に「当社は、感染症拡大または天災地変の発生等により、場所の定めのある株主総会を開催することが、株主の利益にも照らして適切でないと取締役会が決定したときには、株主総会を場所のない定めのない株主総会とすることができる。」の条文を追加している。

対して反対推奨した。多くの機関投資家は同議案については賛成したが、ISS の推奨等を参考にしている一部の機関投資家は反対したと見られる。

(図表 6) パーチャルオンリー株主総会の実施に向けた定款変更議案の個別賛否状況

会社名	賛成率	NBIM (ルクセー銀行)	Cal PERS	LGIM	BNP パリバ AM	ブラック ロック	農林中金 全共進 AM	三菱 UFJ 信託	三井 住友 TAM	AM- ONE	りそな AM	大和 AM	野村 AM	日興 AM	ニッセイ AM
医薬品 AU社	96.5%	○	○	○	-	○	○	○	○	○	○	○	○	○ (注1)	○ (注2)
銀行業 AV社	81.6%	○	○	×	×	○	×	○	○	○	○	○	○	○ (注1)	×
サービス業 AW社	83.8%	○	○	×	×	○	×	○	○	○	○	○	○	○ (注1)	○
サービス業 AX社	89.5%	-	○	×	-	○	×	○	○	○	○	○	○	○ (注1)	○ (注2)
金属製品 AY社	77.1%	-	○	×	×	○	×	○	○	○	○	○	○	○ (注1)	○ (注2)
情報・通信 AZ社	91.1%	-	○	×	×	○	×	○	○	○	○	○	○	○ (注1)	○

(注 1) パーチャルオンリー総会が適切に運営されることを前提に、企業の新たな取組みを支持する立場から賛成

(注 2) 株主の権利確保が最優先となるが、政府での確認があるため、賛成

(注 3) 利益相反管理のため ISS の判断に従う

(出所) 各社臨時報告、公表資料、報道等より大和総研作成

### (3) 有事導入型買収防衛策の導入及び対抗措置の発動議案

近年、アクティビスト投資家や事業会社による敵対的 TOB 等の買収提案が増加傾向にある中、昨年以降、一部の企業において、買収防衛策の有事導入を検討・実施し、対抗措置を発動する事例も出てきている。

卸売業 BA 社においてはシンガポールを拠点とするアスリード・ストラテジック・バリューフンドから敵対的 TOB を実施され、対抗措置として、特定標的型買収防衛策を取締役会決議で有事導入し、2021 年 6 月株主総会において、買収防衛策の導入の承認とアスリード社への対抗措置の発動（株主への新株予約権の割当）に関する議案を上程した。平時に導入する事前警告型買収防衛策の導入に関しては、機関投資家の目線は厳しいが、有事導入型については、その個別状況を踏まえたうえで賛否を判断するため、卸売業 BA 社の事例においても一部機関投資家は有事導入に対して賛成した。その結果、買収防衛策の有事導入及び対抗措置の発動議案については 66%の賛成票を集め可決した。

なお、アスリード社は TOB 期間を定時株主以降に延長してほしいとの卸売業 BA 社の要請を断っており、BA 社は定時株主総会の承認を待たずして対抗措置の発動を決定した。アスリード側は東京地裁に差し止め請求を実施したが却下されてお



り、最終的にアスリード社は TOB を撤回した。本件は敵対的 TOB に対し、買収防衛策の有事導入が機能した事例と評価できる。

(図表 7) 有事導入型買収防衛策の導入・発動に関する個別賛否状況

議案名	賛成率	NBIM (ル ワン銀行)	Cal PERS	LGIM	BNP パリバ AM	ブラック ロック	農林中金 全共運 AM	三菱 UFJ 信託	三井住友 TAM	AM -ONE	りそな AM	大和 AM	野村 AM	日興 AM	ニッセイ AM
アスリード・ストラテジック・バ ンク・ファンド及びアスリー ド・グロース・インパクト・フ ォンドによる当社株式を対象 とする公開買付け等に対す る対応方針の導入に係る 承認の件	66.1%	-	-	-	-	×	×	×	○ (注1)	×	×	○ (株主価値 向上)	○ (注2)	×	×
新株予約権の無償割当て の件 第3号議案が承認可決さ れることを条件に新株予約 権の無償割当てを実施す る。	66.2%	-	-	-	-	×	×	×	○ (注1)	×	×	○ (株主価値 向上)	○ (注2)	×	×

(注 1) 有事導入型として判断

(注 2) 大規模買付行為の過程で買付者から株式の大量保有目的について適正な情報開示が行われなかった可能性があ  
ると判断し、買収防衛策に賛成

(注 3) 株主価値向上に資する取組みと判断できないため

(注 4) 買収防衛策に関する基準に該当

(注 5) 買収防衛策を発動して強制的に持株比率を引き下げる必要性はないと考えられることから、反対

(出所) 各社臨時報告、公表資料、報道等より大和総研作成

#### (4) 政策保有株式を過大に保有する企業の経営トップの取締役選任議案

政策保有株式は機関投資家の課題意識の強い論点であり、図表 8 に示すように  
大手議決権行使助言会社や一部の機関投資家は政策保有株式に関する議決権行使  
基準を導入している。

2021 年株主総会シーズンにおいては、グラスルイスが純資産の 10%以上の政策保  
有株式を保有する企業の経営トップ選任議案に反対推奨する基準を適用しており、  
2022 年株主総会シーズンにおいては、ISS が純資産の 20%基準を適用予定である。

図表 9 は政策保有株式の東証 1 部上場企業の保有状況であり、平均値は 7.8%、  
中央値は 4.0%となっている。グラスルイスの純資産の 10%基準に抵触する企業は  
東証 1 部上場企業の 3 割弱となっている。なお、主要企業 500 社の経営トップの  
取締役選任議案に限って分析したところ、純資産の 10%以上の政策保有株式を保  
有する経営トップの取締役選任議案の平均賛成率は 92.0%だったのに対し、10%未満  
の企業の場合は同 93.5%であり、政策保有株式を純資産対比で過大に保有する企  
業の経営トップの取締役選任議案についてはそうでない企業と比較して機関投資  
家の反対票が多い傾向が読み取れる。前述のとおり、2022 年以降は海外機関投資

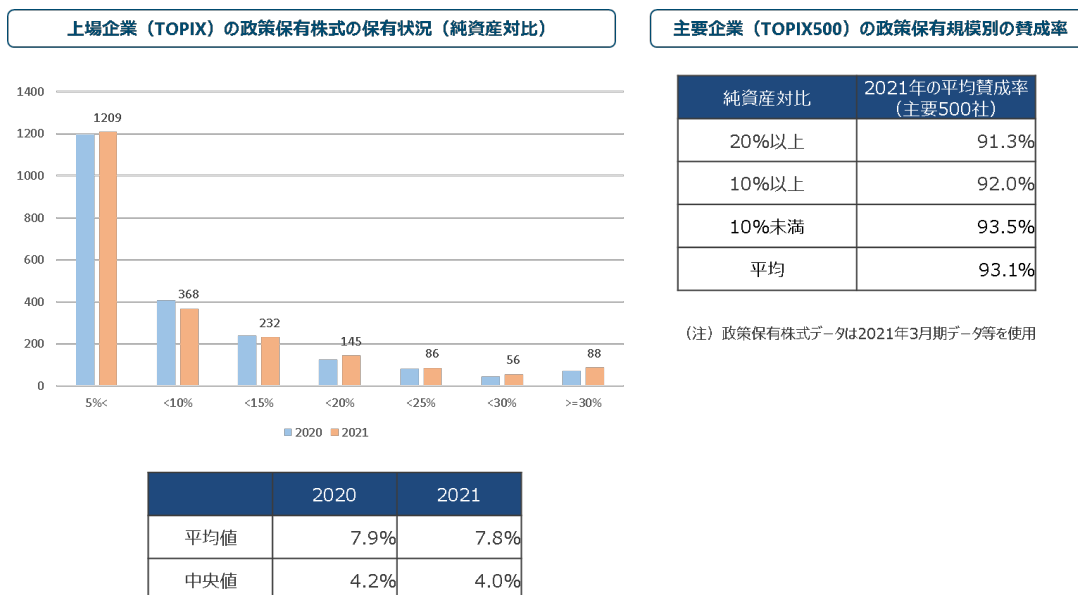
家等に大きな影響力を有する ISS が政策保有株式の保有について純資産 20%基準を適用する予定であり、その場合は、より明確に賛成率に差が出てくると考える。

(図表 8) 政策保有株式に関する主要助言会社・機関投資家の議決権行使基準

機関投資家名 (助言会社)	議決権行使基準等 (取締役選任議案における反対基準)	定量基準の有無など
ISS	「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が純資産の20%以上の場合、経営トップである取締役に対して反対を推奨 (2022年以降)	純資産20%以上
グラスリス	「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	純資産10%以上
三井住友TAM	政策保有株式を過大に保有している企業について、エンゲージメントの申し入れに応じていただけない場合や、継続的にエンゲージメントを実施したにもかかわらず状況に改善がみられない場合	エンゲージメント基準
SOMPO-AM	過大な政策保有株式の保有 (自己資本に対する其他有価証券の保有比率が30%以上) など、株主価値を毀損する、あるいは著しく不安定にする経営戦略・資本政策等を採用した企業の代表取締役等に反対	自己資本に対する其他有価証券 (株式) の保有比率が30%以上となっていることを指します。同比率が50%以上となる場合には特に厳しく精査。
日興AM	政策保有株式の保有により株主価値が毀損している懸念が強いと判断される場合	-
三井住友DS-AM	銀行等金融セクターを除き、投資有価証券を純資産の10%程度以上保有し、かつ低水準のROEを漫然と放置している場合	純資産の10%程度以上の投資有価証券の保有
アムンディAM	連結基準で保有株式の額が純資産の相当部分を占める場合、原則として金融関連企業を除き、代表取締役の選任に反対します。	明記無し
(ご参考) 野村AM	モニタリングボード基準の1つに、「政策保有株式を過大に保有していない (投下資本 (有利子負債+純資産) の10%未満)」を明記。モニタリングボード基準に該当する場合は役員報酬に関する一部基準で会社提案に賛成する要件を緩和。	投下資本の10%

(出所) 各社公表資料より大和総研作成

(図表 9) 上場企業の政策保有株式の保有状況及び経営トップ選任議案の平均賛成率



(注) 政策保有株式の保有状況はデータ取得可能な企業に限る

(出所) 各社の臨時報告書、Quick データベースより大和総研作成

## 4. 2022年6月株主総会シーズンに向けた示唆

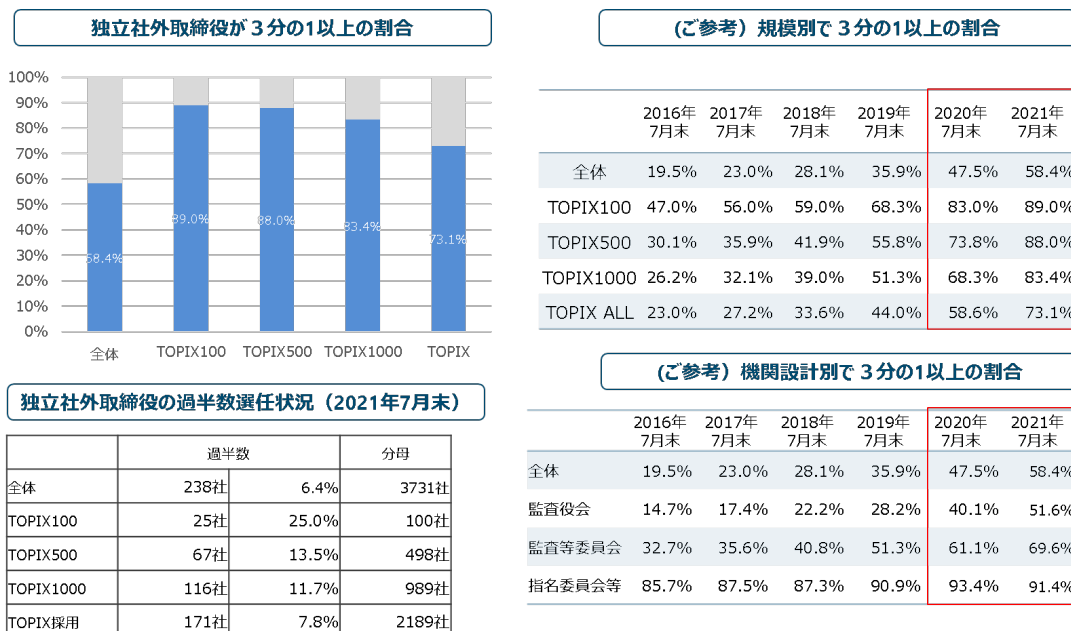
2021年6月株主総会シーズンの議決権行使結果を踏まえた2022年6月株主総会シーズンに向けた示唆としては、以下の5つのポイントがある。

- ① 本稿執筆時点では緊急事態宣言が解除となり、新型コロナウイルスによる経済活動の制約についても緩和する方向で政府の検討が進められていることから、経営トップ選任の取締役選任議案に対するISSのROE基準についても、適用猶予がいつまで継続されるか注視が必要である。
- ② 独立社外取締役3分の1の確保については2021年7月末時点でTOPIX500企業の約9割（図表10）が達成している。機関投資家の議決権行使基準は少なくともプライム市場上場企業については独立社外取締役3分の1の確保を求める方向にあり、現時点で達成できていない企業については早急な対応が求められると考える。
- ③ 気候変動・サステナビリティに対する対応については、NGO等による株主提案だけでなく、一部機関投資家において経営トップ選任議案に対する議決権行使において考慮する事例も出てきている。また、プライム市場上場企業については2021年改正後のCGコードで気候変動のリスク・機会のTCFD開示が求められており、「カーボンニュートラル」に向けた自社の取組みの開示が求められる。
- ④ バーチャルオンリー株主総会については本年6月株主総会で10社が定款変更の議案を上程したが、実際に2022年6月株主総会でバーチャルオンリー株主総会を実施するかは新型コロナウイルスの感染拡大の状況次第と考える。なお、2021年8月株主総会においてユーグレナが日本で初めてバーチャルオンリー株主総会を実施している。
- ⑤ 敵対的TOBが資本市場を騒がす中で、上場会社において買収防衛策の関心が再び高まっている。ただ、平時導入の事前警告型買収防衛策については機関投資家の見方が厳しく、株主構成において機関投資家比率が高い企業を中心に引き続き買収防衛策の廃止・非継続を選択する企業が多い。買収防衛策の導入企業数は引き続き減少傾向が続くと考える。一方で、最近、敵対的TOBを仕掛けられた企業が有事導入した特定標的型買収防衛策については、上場企業の関心が高まっている。事前警告型の買収防衛策を廃止・非継続する一方で、有事に備えて、有事導入型の買収防衛策の導入を検討する企業が広がっていくと考える。

その他の論点としては、女性役員（女性取締役）の選任を求めるダイバーシティ基準の導入がある。既に、グラスルイスやステートストリート、GSAM、ブラックロック等の外資系AMを中心に議決権行使基準にダイバーシティ基準の導入が行われており、大和AMも2021年から導入している。国内の他の運用会社においても導入を検討している旨を公表していることに加え、図表11に示すように主要企業の多くは女性役員（女性取締役）を確保していることから、女性役員（女性取締役）が未選任の企業においては早急な対応が

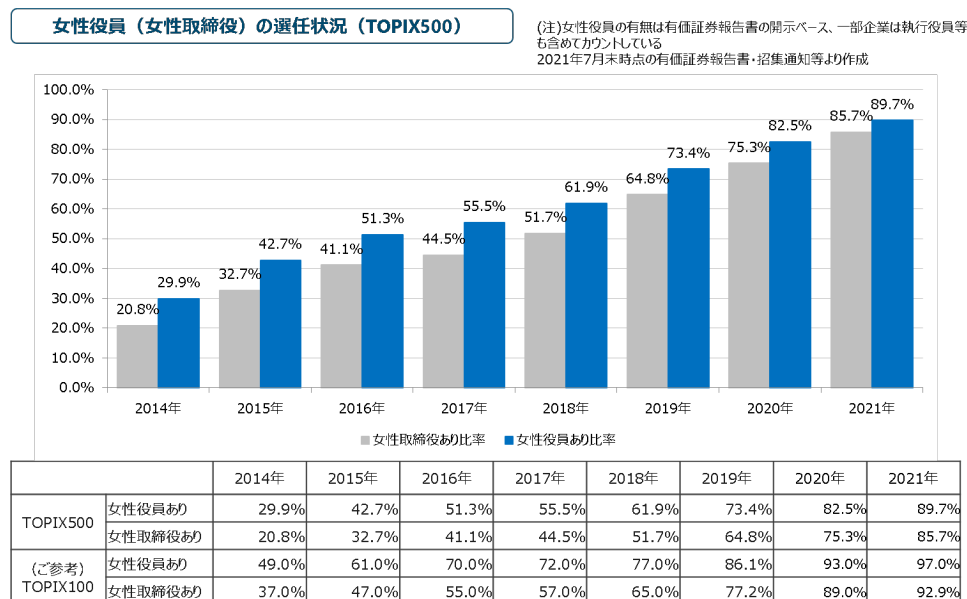
求められることとなるを考える。

(図表 10) 独立社外取締役の選任状況



(出所) 大和総研作成

(図表 11) 主要企業の女性取締役の選任状況



(出所) 有価証券報告書・招集通知より大和総研作成

—以上—