

2022 年 9 月 1 日 全 15 頁

2022 年 6 月株主総会シーズンの総括と示唆

過大な政策保有株式保有企業の経営トップ選任に反対が大幅増

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]

- 2022 年 6 月株主総会シーズンの特徴としては、①株主総会の運営実務のデジタル化の進展、②機関投資家の議決権行使基準等の厳格化、③過去最高の株主提案実施とアクティビスト投資家等による株主提案の大幅な増加、が挙げられる。
- 2022 年 6 月株主総会シーズンの議決権行使結果は、主要企業 500 社（TOPIX500 採用企業）において、①経営トップ選任議案の平均賛成率が前年比 1.8pt の大幅低下、②買収防衛策継続議案の平均賛成率が前年比 6.1pt の大幅低下となった（なお買収防衛策については上程社数も前年比 2 社減の 4 社に留まる）。
- 経営トップ選任議案で機関投資家の反対票が多く集まったのは、不祥事企業、政策保有株式を純資産対比 20%以上有する企業、低 ROE 企業、取締役会の構成で課題のある企業（独立社外取締役 1/3 未満、女性役員・取締役が不在）である。特に政策保有株式を純資産対比 20%以上有する企業の経営トップ選任議案は前年から 8.1pt の大幅な低下となった。
- 2023 年 6 月株主総会シーズンに向けては、①経営トップ選任議案に係る ISS 等の ROE5%の基準の適用猶予が見直される可能性があるため、現時点で ROE5%未満の企業は ROE 改善に向けて準備する必要がある。②株主総会資料の電子提供制度が開始されるが、年齢層の高い個人株主の多い企業においては紙媒体での郵送を継続するか検討する必要がある。③株主提案のすそ野がいわゆるアクティビスト投資家だけでなく大手運用会社にも広がっており、従来以上に資本市場との対話に留意する必要がある。④議決権行使助言会社の助言方針・機関投資家の議決権行使方針における、女性取締役の人数基準や政策保有株式の定量基準への対応も求められる。

1. 2022 年 6 月株主総会シーズンの総括

コロナ禍での 3 年目の株主総会となった 2022 年 6 月株主総会シーズンの特徴として、(1) 株主総会の運営実務のデジタル化の進展、(2) 機関投資家の議決権行使基準等の厳格化、(3) 過去最高の株主提案実施とアクティビスト投資家等による株主提案の大幅な増加が挙げられる。

(1) 株主総会の運営実務のデジタル化の進展

2022 年 6 月株主総会シーズンにおける議決権行使の電子化及びハイブリッドを中心としたバーチャル株主総会の普及状況は図表 1 のとおりである。

① 議決権行使の電子化

2021 年改訂後のコーポレートガバナンス・コード(以下「改訂 CG コード」という。)において、プライム市場上場企業には補充原則 1-2-④で議決権行使プラットフォームの活用などが求められていることから、2022 年 6 月株主総会では、時価総額で中堅クラスの企業における議決権行使プラットフォームの利用率が上昇している。また、東証の市場再編に伴い、ジャスダック市場上場企業は、スタンダード市場に組み入れられるとともに、改訂 CG コードの全原則の対応が求められたため、時価総額下位の企業において、補充原則 1-2-④の遵守に向けて、個人投資家向けのインターネット議決権行使の対応が進んだ。

② バーチャル株主総会の普及

2022 年 6 月株主総会シーズンにおけるバーチャル株主総会の実施状況は、バーチャルオンリー型が 6 社(前年は 3 社)、ハイブリッド参加型が 369 社(同 296 社)、ハイブリッド出席型が 26 社(同 19 社)であった。いずれも前年比増であり普及傾向にある。ハイブリッドバーチャル株主総会については、時価総額が 1 兆円以上の企業の 61.9%が実施しているのに対し、時価総額 100 億円未満の場合は 4.9%に留まっている。時価総額下位の企業においては、株主総会の出席株主数も比較的少なく、コストの観点から、ハイブリッドバーチャル株主総会の開催を見送るケースも多い。

(図表 1) 3 月決算期企業の株主総会の運営実務のデジタル化状況

時価総額 (2022年4月末時点)	全体 社数	議決権電子プラットフォーム利用状況	インターネット議決権 行使利用状況	株主総会 ハイブリッド参加型	株主総会 ハイブリッド出席型	株主総会 バーチャルオンリー型
1兆円以上	105	97.1% (98.1%)	97.1% (98.1%)	61.9% (57.9%)	2.0% (2.8%)	1.0% (0.0%)
3,000億円～1兆円	145	96.6% (96.1%)	97.3% (98.7%)	42.5% (34.2%)	2.1% (1.3%)	0.0% (0.0%)
1,000億円～3,000億円	243	94.7% (85.1%)	96.7% (94.0%)	29.6% (22.6%)	1.2% (0.0%)	0.0% (0.0%)
300億円～1,000億円	393	86.5% (61.2%)	92.0% (82.0%)	19.0% (14.9%)	1.8% (1.0%)	0.3% (0.2%)
100億円～300億円	527	55.8% (29.5%)	78.9% (62.9%)	9.9% (6.7%)	0.6% (0.6%)	0.2% (0.2%)
100億円未満	703	8.6% (4.0%)	50.0% (34.4%)	4.9% (3.6%)	0.9% (0.9%)	0.4% (0.1%)
全規模における社数 (2021年の社数)	2116 (2144)	1213 (910)	1678 (1424)	369 (296)	26 (19)	6 (3)
全規模における割合 (2021年の割合)	-	57.3% (42.4%)	79.3% (66.4%)	17.4% (13.8%)	1.2% (0.9%)	0.3% (0.1%)

(注1) 時価総額は2022年4月末時点を基準に2021年6月総会及び2022年6月総会の対応状況を集計。分母はJPXのアンケートに回答している3月期決算企業。

(注2) 赤色でのハイライトは前年より10pt以上上昇した箇所、黄色のハイライトは前年より5pt以上上昇した箇所

(出所) JPX公表資料等を基に大和総研集計

なお、2023年3月以降の株主総会から、株主総会資料の電子提供制度が開始される。同制度においては、原則として上場企業は招集通知等を郵送することなく、自社のウェブサイト等で開示し、株主にはそのアクセスURLを通知すればよいということになる。2022年6月株主総会シーズンにおいては、電子提供制度の開始に備えて、多くの会社が定款一部変更を実施し、定款一部変更を上程した企業は480社（前年は91社）と大幅に増加した。

(2) 機関投資家の議決権行使基準等の厳格化

機関投資家の議決権行使基準・議決権行使助言会社の助言基準の厳格化のポイントは図表2から図表4のとおりである。まず、東証の市場再編に伴う改訂CGコードの内容を反映し、一部機関投資家は2022年6月株主総会より、プライム市場上場企業のうち支配株主を有さない場合は独立社外取締役1/3以上、支配株主を有する場合は過半数とすることを求めている（なお、改訂CGコードと異なり、機関投資家の議決権行使基準では、特別委員会の設置は考慮しない）。また、ESG投資の拡大を受け、ESGに関する基準（ESG全般に関する基準や、女性役員・取締役に関する基準、気候変動に関する基準）の導入も進んでいる。政策保有株式については、2022年2月以降の株主総会において議決権行使助言会社のISSが純資産20%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していることに加え、国内の一部機関投資家においても政策保有株式の保有に関する基準を導入している。その結果、後述するように上記基準に抵触した一部企業においては経営トップ賛成率等が大幅に低下した。

(図表 2) 2022 年 6 月株主総会における議決権行使基準の厳格化のポイント

背景	主な基準の変更点
CGコード2021年改訂・東証市場再編（プライム市場の創設）	✓ 市場別の議決権行使基準の策定 ✓ プライム市場については、支配株主なしの場合は独立社外取締役比率で1/3以上を求める。支配株主有りの場合は、独立社外取締役過半数を求める
ESG投資の拡大	✓ ESG（サステナビリティ）に関する基準の導入 ✓ 女性取締役（女性役員）基準の導入 ✓ 気候変動対応に関する基準の導入
政策保有株に対する縮減を求める動きの広がり（CGコード2018年改訂・有価証券報告書での開示等）	✓ 政策保有株式を過大に保有する企業に対する基準（定量基準）の導入
その他	✓ 有事導入型買収防衛策の基準の導入 ✓ 独立性基準（在任期間）の基準の見直し

(出所) 大和総研作成

(図表 3) 主要な議決権行使助言会社の社内取締役選任議案の基準

	ISS	グラスルイス
取締役数	明記なし	●5人～20人の枠から外れる場合
社外取締役数	●監査役会設置会社は社外取締役が2名未満または1/3未満の場合 ●監査等委員会設置会社もしくは指名委員会等設置会社の場合は社外取締役比率が1/3未満の場合 ●親会社等を有する企業の場合は、独立社外取締役が2名未満もしくは1/3未満の場合	●独立役員（独立取締役+独立監査役の合計）が1/3未満または独立社外取締役が2名未満の場合 ●プライム上場企業については独立社外取締役1/3未満、支配株主がいる場合は過半数未満の場合（プライム上場企業以外で支配株主を有する場合は独立社外取締役1/3未満の場合）
業績・財務・配当基準	●5期平均かつ直近ROEが5%未満の場合（コロナ感染症の影響で2020年6月より一時適用猶予） ●政策保有株式（「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20%以上の場合（みなし保有を含む）	●政策保有株式（「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
ESG基準	● 女性取締役が未選任の場合（2023年以降）	●女性役員が未選任の場合 ●プライム上場企業は女性取締役比率が10%未満の場合（2023年以降）
その他	ガバナンス、受託者としての責任、リスク管理などに重大な問題が認められる場合 ■ 経営陣の入れ替えが必要とされるにもかかわらず、それを怠った場合 ■ 他社での取締役や監査役としての行動に重大な懸念があるなど、当会社の取締役としての適性に大きな懸念がある場合 ● 少数株主にとって望ましいと判断される株主提案が過半数の支持を得たにもかかわらず、その提案内容を実行しない、あるいは類似の内容を翌年の株主総会で会社側提案として提案しない場合	● 過年度決算の修正の必要性が発覚し、その決算を承認した場合 ○ 当該企業の業績が、類似会社に比べ、継続的な業績不振で、かつ、取締役会が合理的な措置を講じていない場合

(注 1) 赤太字は 2022 年以降の変更点

(注 2) ●は経営トップの取締役選任議案に反対、○は取締役選任議案に反対

(出所) 各社資料より大和総研作成

(図表 4) 主要な国内機関投資家の社内取締役選任議案の基準

	三菱UFJ信託	三井住友TAM	アセットマネジメントONE	りそなAM
取締役数	○増員かつ21名以上	○20名超、合理的な説明なしに著しく増加する場合（10名未満50%超、10名以上30%超）	●20名以上	●20名超
社外取締役数	○社外取締役が2名未満もしくは取締役総数の1/3未満の場合（上場子会社の場合は、独立社外取締役が2名未満もしくは取締役総数の1/3未満の場合） ○独立社外取締役が2名未満もしくは取締役総数の1/3未満の場合（上場子会社の場合は、過半数出ない場合）（2023年4月以降）	○独立社外取締役が複数名かつ取締役総数の1/3以上選任されていない場合 ○親会社等を有する企業において、独立社外取締役が取締役総数の過半数でない場合	●総会後に社外取締役が2名以上在任していない場合、または取締役会において1/3以上占めていない場合 ●「親会社」「支配株主」「大株主（議決権所有割合40%以上）」が存在する企業において、取締役会の過半数を任していない場合	●監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社の場合は、独立社外取締役が1/3未満の場合（合理的かつ納得性ある説明がある場合は除く） ●親会社等を有さない監査役会設置会社は独立社外取締役が複数名かつ25%以上選任されていない場合 ●親会社または支配株主がいる会社については独立社外取締役で過半数を求める
業績・財務・配当基準	○3期連続ROEが5%未満 ○3期連続赤字 (該当期間中に在任の取締役が対象)	○3期連続営業赤字の場合、3年以上在任の取締役選任に原則反対 ○3期連続で業績基準（ROEが上位75%）を満たさない場合、3年以上在任の取締役選任に原則反対 ○3年連続で株価基準（株価パフォーマンスが上位75%）を満たさない場合、3年以上在任の取締役選任に原則反対 ○政策保有株式を過大に保有している企業について、改善が見られない場合	●政策保有株式が純資産比率で50%以上、または総資産比率20%以上を占める場合 業績1エックで3年以上の在任取締役に対し原則反対 ○3期連続赤字かつ3期連続無配 ○資本の額が前期比で50%未満 ○債務超過 ○3期連続で東証1部上場企業のROE下位1/3未満（但し、3期平均ROEが5%以上の企業を除く） ○3期連続でネットキャッシュ比率が25%以上、東証1部上場企業のROEが1/2分以上未満、決算期末のPBRが1倍未満	●以下の基準を満たす企業の3年以上在任の経営トップ ・3年連続ROEが5%未満 ・内部留保が過大（株主資本比率70%以上またはネットキャッシュが総資産の25%以上）または業種別でROEが3年連続下位25% ○3期連続経常赤字、3期連続最終赤字あるいは3期連続無配（3期連続ROEが5%以上の場合を除く）、債務超過で合理的な回復プランのない在任3年以上の社内取締役 ●政策保有株式を過大に保有（純資産20%以上かつ8%未満）しており、合理的かつ納得性ある説明がない場合（2023年以降）
ESG基準	—	○気候変動への対応について、GHG排出量上位企業において、TCFD等の開示が不十分、パリ協定に沿った目標設定が設定されていない、GHG排出量の削減が進んでいない場合 ○女性取締役が未選任で改善しない場合（TOPIX100対象） ○ESGに重大な課題があるが改善していない場合	●ESG課題への対応が不十分 ●女性の取締役が未選任の場合、対象はTOPIX100（将来的には対象企業を東証プライム市場上場銘柄へ拡大を明記）	●女性役員が未選任の場合（2023年以降）
その他	○対話等で改善が見られない場合 ●不祥事が発生し経営に重大な影響がある場合（○取締役会の責任がある場合、△責任ある取締役がいる場合）	○監査役人数が8人超 ○監査役総数が2人以上減員または社外監査役が2人以上減員 ○不祥事等	●3期連続赤字かつ3期連続無配企業の取締役増員 ●監査役総数または社外監査役が1名以上の減員 ○法令違反、不祥事等	○対話等で改善が見られない場合 ○反社会的行為に関する基準（環境問題への不適切な対応を含む）

(注 1) 三井住友 TAM：三井住友トラストアセットマネジメント

(注 2) 赤太字は 2022 年以降の変更点

(注 3) ●は経営トップの取締役選任議案に反対、○は取締役選任議案に反対

(出所) 各公表資料より大和総研作成

(3) 過去最高の株主提案実施・アクティビスト投資家等による株主提案の大幅な増加

2022 年 6 月株主総会シーズンにおいては 97 社・330 議案（前年は 65 社・187 議案）の株主提案が実施された。株主提案の実施社数は過去最高であり、特にアクティビスト投資家を含む機関投資家からの株主提案が大幅に増加した。一部のアクティビスト投資家が今年に入り、複数社に対し積極的に株主提案¹したことに加え、いわゆるアクティビスト投資家だけでなく、国内の著名ヘッジファンドや外資系大手運用会社、大手年金基金等も、日本企業に対し株主提案を実施した。それらの背景には、コロナ禍による反動や、親子上場や政策保有株式、ESG 等に対する資本市場における問題意識の高まり、投資先の株価がピークアウトしていることへのテコ入れ等が考えられる。

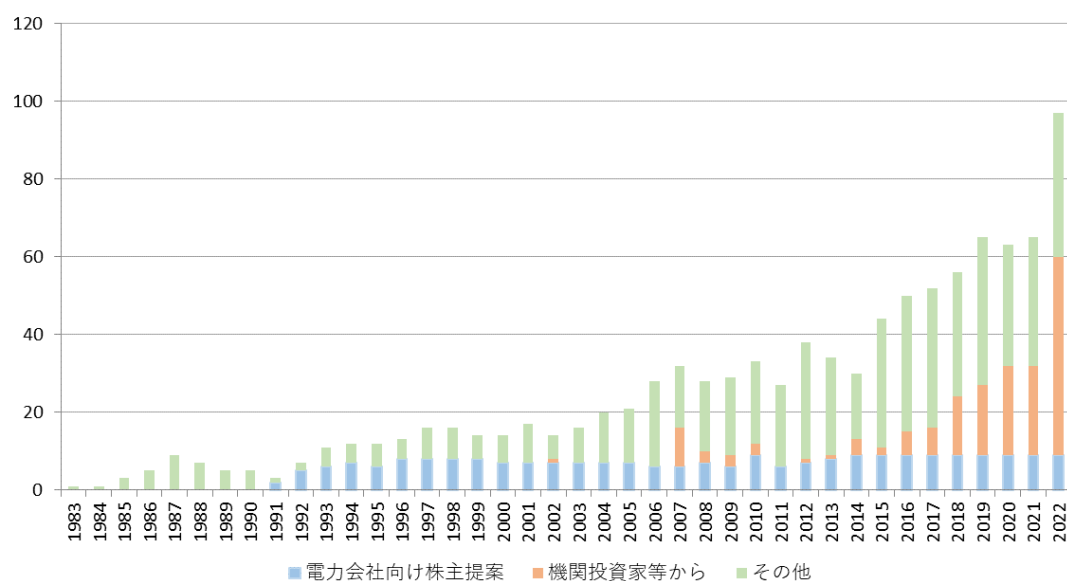
2022 年 6 月株主総会において、いわゆるアクティビスト投資家が株主総会に上程した株主提案で可決されたものはなかった。また、会社側が一定の対応（例えば、買収防衛策の廃止等）をすることで、アクティビスト投資家が事前に株主提案を取下げたケースが見られた。2022 年 6 月株主総会においてはアクティビスト投資家が株主提案を実施した企業 44 社（全

¹ 例えばシルチェスターナショナルが地銀 4 行に対し株主提案を実施。Nippon Active Value Fund が投資先 9 社（公表ベース、取下げ含む）に対し株主提案を実施など

議案取下げ2社含む)の9社において取下げ(一部議案の取下げ含む)が確認されている。アクティビスト投資家の株主提案に対し反対意見ありきではなく、是々非々で判断した結果ともいえる。

一部のアクティビスト投資家が不祥事(ガバナンス体制の不備)を理由に経営トップ選任議案に対し再任反対キャンペーンを実施し、会社側が当該取締役の株主総会議案を株主総会当日に事前に取下げた事例もあった。資本市場におけるアクティビスト投資家の影響力が拡大している象徴的な事例ともいえる。

(図表5) 株主提案数の推移



(出所) 株主総会白書(商事法務)等より大和総研作成

(図表6) 株主提案の内訳

	2021年6月株主総会 シーズン	2022年6月株主総会 シーズン
全体	65社 (187議案)	97社 (330議案)
アクティビスト投資家を含む 機関投資家による提案	23社	51社
NGO等による提案	2社	5社 (うち1社はアムンディ等の運用機関との 共同提案)

(出所) 各社公表資料等より大和総研集計

2. 2022 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 2022 年 6 月株主総会シーズン²⁾における全議案の平均賛成率は 95.9%であり、前年と同水準であった (図表 7)。しかし、①経営トップ選任議案の平均賛成率は前年比 1.8pt の大幅低下、②買収防衛策継続議案の平均賛成率も前年比 6.1pt の大幅低下となった (なお買収防衛策については上程社数も前年比 2 社減の 4 社に留まる)。経営トップ選任議案は ROE 水準に関わらず全体的に低下傾向にあり、機関投資家の議決権行使基準が厳格化した影響がうかがえる (図表 8)。

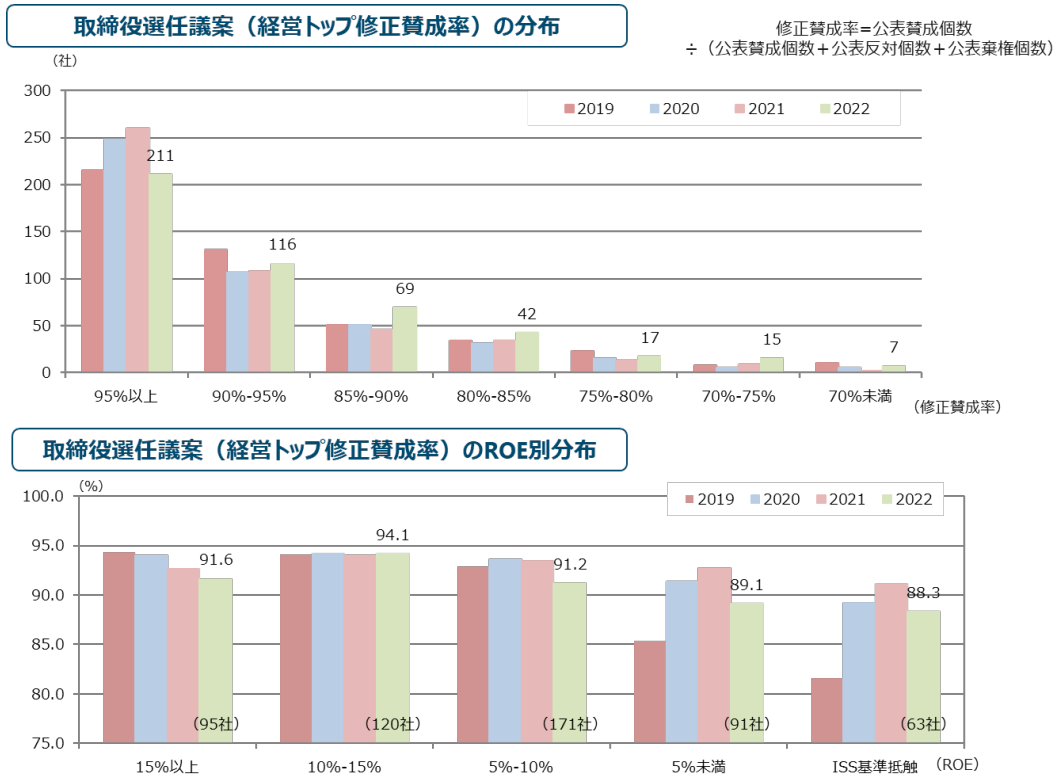
(図表 7) 主要企業の 2021 年 6 月株主総会シーズンの総括表

	2019年	2020年	2021年	2022年				公表賛成率	公表賛成率	最小値の企業 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	98.3%	98.9%	97.4%	480	499	98.1%	+0.8p	100.0%	78.9%	小売業
剰余金処分	97.5%	98.6%	98.9%	336	337	98.4%	-0.5p	100.0%	71.3%	建設業
取締役選任	94.4%	95.4%	95.7%	487	4,368	95.5%	-0.2p	100.0%	58.5%	
経営トップ	91.1%	92.9%	93.1%	477	477	91.2%	-1.8p	99.7%	58.5%	電気機器
社内	94.9%	95.7%	96.2%	482	2,134	96.3%	+0.1p	100.0%	63.0%	銀行業
社外	78.8%	84.9%	84.6%	30	46	83.6%	-0.9p	97.7%	68.6%	サービス業
社外 (独立)	95.4%	96.4%	96.3%	452	1,711	96.1%	-0.2p	100.0%	58.6%	化学
取締役選任 (監査等委員)	93.8%	94.0%	95.0%	101	333	94.4%	-0.6p	100.0%	64.7%	
社内	93.8%	92.6%	95.0%	68	79	94.4%	-0.6p	98.6%	74.8%	陸運業
社外	78.1%	79.8%	76.1%	7	8	82.4%	+6.2p	96.5%	64.8%	情報・通信
社外 (独立)	94.3%	95.1%	95.5%	96	246	94.8%	-0.8p	100.0%	64.7%	建設業
監査役選任	94.3%	94.7%	95.1%	171	251	95.7%	+0.6p	100.0%	61.3%	
社内	95.7%	95.8%	96.7%	88	97	96.2%	-0.5p	99.7%	79.8%	機械
社外	76.7%	76.3%	77.9%	4	7	86.7%	+8.8p	99.2%	67.9%	その他金融業
社外 (独立)	94.2%	94.7%	94.8%	126	147	95.8%	+1.0p	100.0%	61.3%	機械
補欠監査役選任	95.6%	97.8%	98.8%	80	85	98.4%	-0.4p	100.0%	85.8%	卸売業
補欠取締役選任 (監査等委員)	95.8%	94.9%	99.1%	44	47	97.6%	-1.6p	100.0%	57.7%	情報・通信
役員賞与	95.3%	97.2%	96.6%	34	34	96.6%	-0.1p	99.7%	79.7%	食料品
役員報酬	96.9%	98.4%	98.7%	90	121	98.5%	-0.2p	100.0%	69.3%	情報・通信
退職慰労金等	81.2%	74.7%	74.5%	9	9	76.6%	+2.1p	90.2%	68.9%	小売業
株式報酬	94.2%	95.5%	95.2%	105	111	95.6%	+0.5p	99.9%	60.3%	情報・通信
買収防衛策	63.3%	66.1%	67.2%	4	4	61.1%	-6.1p	76.2%	55.3%	食料品
株式併合	98.8%	98.6%	98.9%	0	0	-	-	-	-	-
会計監査人選任	99.0%	99.4%	99.0%	3	3	99.3%	+0.3p	99.8%	99.0%	情報・通信
その他	98.5%	95.9%	98.9%	13	13	93.5%	-5.4p	99.9%	69.8%	小売業
全体	94.6%	95.5%	95.9%	499社	6,215	95.9%	+0.0p	100.0%	55.3%	

(出所) 各社臨時報告書等より大和総研作成

² 2021 年 7 月～2022 年 6 月に開催された定時株主総会の集計。

(図表 8) 経営トップの取締役選任議案の賛成率の推移



(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 社を整理したのが図表 9 である。最も賛成率の低い電気機器 A 社は 58.5%であった。これは品質不正検査に関する不祥事が発覚しており、その責任追及という観点から機関投資家等が反対票を投じたためとみられる。また、次に低い電気機器 B 社（賛成率 61.6%）については 3 期連続赤字であり業績不振に対する責任追及という観点から反対票が集まったと考えられる。銀行業 C 社（賛成率 61.6%）に関しては、子会社で不祥事が発覚していることに加え、政策保有株式が純資産対比で 20%以上有していることから反対票が集まったと考えられる。

なお、経営トップ選任議案における上述した要因以外の低賛成率の要因としては、独立社外取締役の不足（支配株主なしで 1/3 以上、支配株主を有する場合は過半数）、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。経営トップ選任議案の賛成率の平均値は 91.2%であり、賛成率が 80%以下の企業数は 39 社に留まっている（図表 8）。低賛成率の企業においては、賛成率の改善に向けた取組みが期待される。

(図表 9) 経営トップ選任議案の低賛成率の 20 社の状況

業種名	賛成率 (%)	前年比 (pt)	ROE (%)	独立社外取締役比率	女性役員 (取締役)	政策保有株式の純資産比率 (FY2021年)	備考
電気機器A社	58.5	-37.6	7.1	58.3%	1人 (1人)	6.8%	不祥事 (品質不正検査)
電気機器B社	61.6	-33.9	▲4.8	55.6%	1人 (1人)	1.3%	低ROE
銀行業C社	61.6	-31.1	5.9	46.7%	2人 (2人)	29.9%	不祥事 (子会社の相場操縦事件)、政策保有株式
繊維製品D社	63.7	-	6.4	33.3%	0人 (0人)	10.1%	不祥事 (樹脂製品の第三者認証取得における不正)、女性役員不在
化学E社	64.2	-26.5	16.3	45.5%	1人 (0人)	2.0%	女性取締役不在
輸送用機器F社	66.6	-17.9	▲16.7	37.5%	2人 (0人)	13.9%	不祥事 (エンジンの検査不正)、低ROE、上場子会社で独立社外過半数未満等
情報・通信G社	68.7	-2.6	28.2	33.3%	0人 (0人)	0.4%	買収防衛策を役員決議で継続導入
ガラス・土石製品H社	69.9	-4.3	4.8	33.3%	1人 (1人)	26.4%	低ROE、政策保有株式、シルチエスターが21%保有
情報・通信I社	70.2	-4.2	5.7	55.6%	0人 (0人)	24.7%	女性役員不在、政策保有株式
銀行業J社	71.0	-12.0	1.8	37.5%	4人 (3人)	97.3%	政策保有株式、低ROE
サービス業K社	71.2	-	1.3	53.3%	4人 (4人)	0.2%	不祥事 (子会社の不適切会計)、低ROE
情報・通信L社	71.3	-14.2	3.2	33.3%	0人 (0人)	29.3%	低ROE、女性役員不在、政策保有株式
機械M社	71.6	-26.3	2.8	55.6%	1人 (1人)	7.9%	低ROE、政策保有 (みなし保有で大手輸送用機器を約1000億円保有)
情報・通信N社	71.7	-5.6	3.9	33.3%	1人 (0人)	73.8%	低ROE、買収防衛策の役員決議、政策保有株式、女性取締役不在
パルプ・紙O社	72.1	-21.3	8.6	33.3%	1人 (1人)	18.0%	政策保有株式 (FY2020は20%超)
サービス業P社	72.5	-10.0	33.6	25.0%	0人 (0人)	0.5%	独立社外取締役1/3未満、女性役員不在
化学Q社	73.7	-19.0	7.7	30.0%	4人 (3人)	4.0%	独立社外取締役1/3未満
食料品R社	73.8	-25.8	▲0.5	55.6%	2人 (2人)	2.7%	低ROE
パルプ・紙S社	74.1	-	9.5	36.4%	2人 (1人)	5.3%	不祥事
電気機器T社	74.7	-	17.9	33.3%	0人 (0人)	8.1%	女性役員不在、低配当性向 (21%)

(注) ROE については ROE5%未満を赤でハイライト、独立社外取締役にについては支配株主ありで半数以下、支配株主なしで 1/3 未満の箇所をハイライトしている。女性役員 (取締役) については、女性役員未選任が赤でハイライト、女性役員は選任しているが女性取締役未選任は黄色でハイライト。政策保有株式の純資産比率は 20%以上を赤でハイライト、10%以上を黄色でハイライトしている。

(出所) 臨時報告書等より大和総研作成

3. 2022 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

昨年に引き続き、2022 年の 6 月株主総会においても 7 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 10)。本年の特徴としては、例年の環境 NGO・アクティビスト投資家・地方公共団体による株主提案に加え、アムンディアセットマネジメント、HSBC アセットマネジメント、マン・グループといった一般の機関投資家が共同で電気・ガス業 A 社に対し株主提案を実施した。

また、上記に加え、デンマークの年金基金 AP が大手の輸送用機器メーカーの 2022 年 6 月定時株主総会において、同社の気候変動ロビー活動に深刻な懸念を持つことから、株主提案を実施したものの、株主提案権の行使期限を越えており株主総会に上程されなかったと一部メディアで報じられている。

図表 10 のとおり、株主提案の各議案の賛成率は 9.6%~35.6%となっている。なお、パリ協定目標と整合する科学的根拠に基づく事業計画の策定・公表を求める定款変更議案 (電気・ガス業 A 社、銀行業 C 社、卸売業 D 社) に関しては、20.2%から 27.1%と比較的高めの賛成率となっている。

機関投資家の判断も分かれており、例えば、野村 AM は定款変更の内容が具体的な業務執行を制約する可能性がある点を考慮し、全ての気候変動に関する株主提案に反対した一方で、三井住友 TAM は気候変動に関する基準を理由に一部議案に賛成した。当該議案に対し賛否判断の理由を詳細に開示している機関投資家もあり、判断に苦慮したことがうかがえる。

(図表 10) 2022 年 6 月株主総会における気候変動に関する株主提案

会社名	株主提案者	議案名（賛成率）赤字は20%以上の賛成率を確保した株主提案
電気・ガス業 A社	仏アムディ、英マン・グループ、 HSBCアセットマネジメント、ACCR (オーストラリア企業責任セン ター)	①定款の一部変更の件（パリ協定目標と整合する科学的根拠に基づく短期的及び中期的目標を明 記した事業計画の策定・公表）（25.8%） ②定款の一部変更の件（設備投資のGHG排出量削減目標との整合性の開示）（18.1%） ③定款の一部変更の件（報酬方針とGHG排出量削減目標）（18.9%）
化学 B社	Asset Value Investors	①定款の一部変更の件（温室効果ガス排出量の開示）（16.4%）
銀行業 C社	NGOマーケット・フォース（豪）、 気候ネットワーク（日）他個人	①定款の一部変更の件（パリ協定目標と整合する中期およ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%） ②定款の一部変更の件（IEA によるネットゼロ排出シナリオとの一貫性ある貸付等）（9.6%）
卸売業 D社	マーケット・フォース、気候ネット ワーク、他個人	①定款の一部変更の件（パリ協定目標と整合する中期およ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%） ②定款の一部変更の件（新規の重要な資本的支出と 2050 年温室効果ガス排出実質ゼロ達成目標 との整合性評価の開示）（16.2%）
電気・ガス業 E社	NGOマーケット・フォース（豪）、 気候ネットワーク（日）	①定款の一部変更の件（2050 年炭素排出実質ゼロへの移行における資産の耐性の評価報告の開 示）（9.6%）
電気・ガス業 F社	NGOマーケット・フォース（豪）、 気候ネットワーク（日）	①定款の一部変更の件（2050 年炭素排出実質ゼロへの移行における資産の耐性の評価報告の開 示）（19.9%）
電気・ガス業 G社	京都市・神戸市	①定款一部変更の件（移行計画及び気候関連のリスクと機会の開示）（35.6%） ②定款一部変更の件（ESG要素に連動する役員報酬制度の導入）（26.9%）

（出所）各公表資料等より大和総研作成

(2) 支配株主を有する上場企業の経営トップ賛成率

前述したように改訂 CG コードを踏まえ、多くの機関投資家は、支配株主を有するプライム市場上場企業については独立社外取締役で過半数を求めている（なお、改訂 CG コードと異なり、機関投資家の議決権行使基準では、特別委員会の設置は考慮しない）。支配株主を有するプライム市場上場企業のうち、少数株主賛成率（簡易試算）が低位である 20 社を整理したのが図表 11 である。一部企業においては、アクティビスト投資家が大株主に存在することや、不祥事等の別の要因もあるが、多くの企業においては、独立社外取締役が過半数いないことを理由に機関投資家の反対票が集まったと考えられる。

その結果、図表 12 に示すように、支配株主を有するプライム市場上場企業のうち、独立社外取締役が取締役会の半数以下の企業の経営トップ賛成率は 88.8%（少数株主賛成率の簡易試算では 76.3%）に留まるのに対して、過半数を確保している企業の経営トップ賛成率は 98.4%（同 96.3%）となっている。

なお、支配株主を有するプライム市場上場企業のうち、独立社外取締役が取締役会で過半数を占める企業は 15 社に止まっている。改訂 CG コード上は支配株主

を有するプライム市場上場企業には、独立社外取締役の過半数の確保か、独立社外役員を主体とする特別委員会の設置が求められており、後者を選択した企業が多数派であるとみられる。

(図表 11) 支配株主を有するプライム市場上場企業の経営トップ賛成率

業種	支配株主 保有比率 (%)	取締役 数	独立 社外 取締役数	独立社外 取締役 比率	経営トップ 選任議案 の賛成率	(ご参考) 前年 賛成率	少数株主 賛成率 (簡易試算)
輸送用機器H社	50.14	8	3	37.5%	67.0%	84.5%	33.8%
サービス業I社	63.42	13	5	38.5%	78.4%	96.0%	41.1%
建設業J社	50.37	7	3	42.9%	74.3%	84.9%	48.1%
卸売業K社	58.63	9	3	33.3%	81.0%	84.1%	54.5%
医薬品L社	51.76	9	4	44.4%	80.0%	97.1%	58.5%
電気機器M社	61.16	9	2	22.2%	85.1%	85.9%	61.5%
不動産業N社	46.62	5	2	40.0%	79.6%	69.0%	61.8%
鉄鋼O社	52.97	11	4	36.4%	82.3%	91.6%	62.3%
電気機器P社	50.03	8	3	37.5%	81.5%	94.2%	63.0%
卸売業Q社	58.38	7	3	42.9%	85.1%	91.2%	64.3%
電気機器R社	49.72	11	4	36.4%	82.1%	95.2%	64.3%
ガラス・土石製品S社	46.4	9	3	33.3%	80.7%	88.3%	65.4%
小売業T社	55.03	10	5	50.0%	84.5%	88.5%	65.5%
情報・通信U社	50.11	5	2	40.0%	83.6%	95.3%	67.3%
機械V社	50.83	10	4	40.0%	84.6%	91.9%	69.1%
機械W社	42.81	9	3	33.3%	80.0%	84.7%	69.4%
情報・通信X社	64.78	10	4	40.0%	89.2%	95.7%	69.7%
小売業Y社	51.02	12	4	33.3%	85.1%	86.6%	69.7%
サービス業Z社	58.72	6	2	33.3%	85.8%	95.4%	70.8%
水産・農林業AA社	50.07	8	4	50.0%	83.7%	83.4%	71.0%

(注 1) 少数株主賛成率＝(賛成率－支配株主保有比率)÷(1－支配株主保有比率)

(注 2) 黄色でハイライトは少数株主賛成率が 50%未満の企業

(出所) 各社の臨時報告書、コーポレートガバナンス報告書等より大和総研作成

(図表 12) 支配株主を有するプライム市場上場企業の経営トップ賛成率

	社数	経営トップ 賛成率	経営トップ賛成率 少数株主賛成率 (簡易試算)
独立社外取締役半数以下	84社	88.8%	76.3%
独立社外取締役過半数	15社	98.4%	96.3%

(注) 分母はプライム上場企業のうち支配株主を有する 108 社のうち 2022 年 6 月株主総会シーズンに経営トップ選任議案を上程した 99 社

(出所) 各社の臨時報告書、コーポレートガバナンス報告書等より大和総研作成

(3) 政策保有株式を過大に保有する企業の経営トップ賛成率

主要企業 500 社のうち、純資産対比で政策保有株式を過大に保有する企業上位 20 社の経営トップ選任議案の賛成率を整理したのが図表 13 である。政策保有株式を過大に保有している企業の上位には、金融業（銀行業・保険業）が目立つ。前述したように 2022 年株主総会より ISS が純資産の 20%以上保有する企業の経営トップ選任議案に対し反対推奨していることに加え、一部国内機関投資家も政策保有株式を過大に保有する企業の経営トップ選任議案に対し反対票を投じる方針を適用していることが要因と考えられる。その結果、図表 14 に示すように政策保有株式を純資産のうち 20%以上を有している企業の経営トップ選任議案は前年より 8.1pt 低下している。

(図表 13) 政策保有株式を過大に保有する企業の経営トップ選任議案

業種名	金融業 フラグ	政策保有 銘柄数	政策 保有金額 百万円	純資産に占める 政策保有 比率 (FY2021)	2022年 賛成率 (%)	前年比 (賛成率,pt)	2021年 賛成率 (%)
銀行業AB	○	257	1,060,767	97.3%	71.0	-12.0	83.0
保険業AC	○	2,559	3,062,318	92.7%	87.7	-8.8	96.6
情報・通信AD		82	652,054	73.8%	71.7	-5.6	77.2
保険業AE	○	1,693	1,429,296	70.0%	83.9	-15.3	99.2
保険業AF	○	1,870	2,571,279	63.1%	83.5	-11.7	95.2
建設業AG		161	164,061	51.4%	81.4	2.5	78.8
銀行業AH	○	1,172	1,284,864	46.8%	82.7	-15.1	97.8
情報・通信AJ		54	111,584	45.6%	83.8	-5.6	89.4
銀行業AK	○	308	318,398	43.5%	91.0	-1.7	92.7
情報・通信AL		67	29,889	37.0%	82.8	-0.9	83.7
銀行業AM	○	277	391,095	35.9%	91.3	-4.6	95.9
倉庫・運輸関連業AN		129	120,703	34.7%	79.9	-17.8	97.7
建設業AO		299	299,353	34.2%	91.6	-6.9	98.5
建設業AP		265	293,644	33.6%	83.2	-7.3	90.5
保険業AQ	○	173	461,760	33.2%	84.3	-13.0	97.3
建設業AR		247	316,987	32.1%	81.0	-13.0	94.0
銀行業AS	○	782	755,806	30.7%	86.7	-12.1	98.9
銀行業AT	○	1,866	2,792,131	30.3%	79.0	-11.0	90.0
銀行業AU	○	1,909	3,651,077	29.9%	61.6	-31.1	92.7
その他製造AV		240	341,442	29.7%	88.2	-7.0	95.2

(注 1) 分母は TOPIX500 採用銘柄のうち 2022 年 6 月株主総会シーズンで経営トップ選任議案が上程されている企業。

(注 2) 色付きは前年比 10pt 以上賛成率が低下した企業

(出所) 各社臨時報告書、有価証券報告書より大和総研作成

(図表 14) 政策保有株式を過大に保有する企業の経営トップ選任議案

FY2021の 純資産に占める 政策保有株比率	社数	経営トップ 平均賛成率 (2022) %	(ご参考) 平均賛成率 (2021) %	前年比 pt
10%未満	336	92.4	93.7	▲ 1.3
10%～20%	101	90.4	92.6	▲ 2.3
20%以上	40	83.3	91.3	▲ 8.1

(出所) 各社臨時報告書、有価証券報告書、SPEEDA データより大和総研作成

4. 2023 年 6 月株主総会に向けての準備

2023 年 6 月株主総会シーズンに向けて準備が必要な事項としては、以下の 4 つのポイントがある。

① 経営トップ選任議案に係る ISS 等の議決権行使助言会社・機関投資家の ROE 基準

本稿執筆時時点では新型コロナウイルスのオミクロン株による第 7 波が猛威を振るっており、感染者数は連日過去最高を記録している。一方で、緊急事態宣言やまん延防止等重点措置といった経済活動の制約につながるような措置は 2022 年 3 月が最後となっている。2023 年 3 月期は、政府による経済活動の制約がない事業年度となる可能性があり、その結果、ISS や機関投資家が議決権行使基準における ROE 基準³等の業績基準の適用猶予を見直す可能性があると考えられる。現時点で ISS の ROE 基準の目線である ROE5%未満の企業においては、ROE 改善に向けて準備することが求められる。

② 電子提供制度の適用範囲（事業報告・株主総会参考書類）をどうするか

前記 1. (1) のとおり、2022 年 3 月株主総会から株主総会資料の電子提供制度が開始される。ただ、電子化に馴染みのない年齢層の高い個人株主の多い企業においては、(a) 当面の間は従来どおり事業報告及び株主参考書類を紙媒体で郵送（いわゆる「フルセット・デリバリー」）、(b) 事業報告のみ電子化し、株主総会参考書類は議決権行使を促す観点から紙媒体で郵送、(c) 事業報告の要約版を作成し当該書面と株主総会参考書類を紙媒体で郵送、等の対応策を検討している。自

³ISS は 2020 年 5 月株主総会まで 5 年平均かつ直近の ROE が 5%未満の場合、経営トップ選任議案に反対推奨を行っていたが、2020 年 6 月 1 日以降は当該基準の適用を猶予している。

社の株主構成やそのうち個人株主の特性等を踏まえた検討が必要となる。

③ すそ野が広がる機関投資家等の株主提案活動への対応

前述したように、いわゆるアクティビスト投資家に加えて、大手の運用会社も株主提案を実施するなど株主提案活動のすそ野が広がっており、従来以上に資本市場との対話に留意する必要がある。

(a) アクティビスト投資家動向

2023年6月株主総会においても引き続き活発な活動が予想される。2022年8月には村上世彰氏等の株主グループが大手VCの株式を大量保有したことが市場の話題になったが、それ以外においても、既に2023年6月株主総会に向けて、一部のアクティビスト投資家は地銀セクターや創業家を有する上場企業、キャッシュリッチ企業等に対してIR取材等や、投資先に対し社外取締役への面談要望等を含む書簡を送付するなど積極的な活動が確認されている。PBR1倍を割れており市場からの評価が低い一方で、豊富なキャッシュ資産（投資有価証券・現預金・賃貸用不動産等）を有している企業は、アクティビスト投資家のターゲット候補とされやすい。株主提案を未然に防ぐという観点から、市場価値向上に向けた財務資本政策の見直しなどを検討するのも一案である。

(b) ESGに関する株主提案・キャンペーン

2023年株主総会においてもESG等に関する株主提案・キャンペーンが想定される。既に、前述したデンマーク年金基金APが株主提案を実施しようとした大手の輸送用機器メーカーに対し、海外の著名環境NGOであるグリーンピースが株式を取得していると一部メディアで報じられている。加えて、国内大手運用会社も海外で気候関連に関連した株主提案を実施する方向で検討している旨が一部メディアで報じられるなど、株主提案がエンゲージメント手段の1つとして広がりを見せている。上場企業においては、気候変動対応を含むESG課題に関して、従来以上に資本市場との対話に留意する必要があると考える。

④ 議決権行使助言会社の助言方針・機関投資家の議決権行使方針への対応

2023年株主総会における議決権助言方針・議決権行使基準の主な変更点としては、(a) 女性取締役（女性役員）基準の導入・厳格化、(b) 政策保有株式の定量基準の適用拡大がある。

(a) **女性取締役（女性役員）基準の導入・厳格化**

ISS 及び日興アセットマネジメントが女性取締役基準を導入する予定であり、また、グラスルイスは女性役員基準を全市場に拡大にすると同時に、プライム市場上場企業には取締役会人数の 10%以上の女性取締役を求める基準を導入する予定である。また、ブラックロックは TOPIX100 に対する女性役員基準を 1 名から 2 名に引き上げる予定である。取締役会の多様性の確保という観点では、最低女性取締役を 1 名、規模の大きな企業においては、2 名以上の確保が求められ、対応が必要となる。

(b) **政策保有株式の保有に関する定量基準の導入拡大**

2021 年にグラスルイス、2022 年に ISS が政策保有株式の保有に関して定量基準の導入をしているが、2023 年については既にりそなアセットマネジメントが基準導入を公表している。国内の機関投資家において同基準の導入拡大が続くと見込まれ、政策保有株式を純資産対比で 20%以上保有するなど過大に保有する上場企業においては、従来以上により積極的な政策保有株式の縮減が必要となると考える。

－以上－