■論 文———■

2021年株主総会の総括
～コーポレートガバナンス・コード改訂を踏まえて～

SBI大学院大学 准教授
上田　亮子

1．はじめに

2021年の株主総会シーズンは、6月に改訂版コーポレートガバナンス・コードが公表されたことを受けて、コードで求められるコーポレート・ガバナンスやサステナビリティを意識したものとなった。また、アクティビストの活動も活発で、機関投資家・株主との対話を重視する会社も増加している。そのため、従来以上の高い水準でのコーポレート・ガバナンスの取組み、投資家と企業との対話が求められるようになっている。

〈目　次〉

1．はじめに
2．株主総会の運営
3．コーポレート・ガバナンス体制
4．買収防衛策の状況
5．おわりに

本稿では、東京証券取引所一部上場会社のうち3月期決算会社（1,472社）を対象に、2021年6月開催の株主総会の状況について分析し、コーポレート・ガバナンスの観点からの課題を考察する。

2．株主総会の運営

⑴　株主総会の日程

2021年6月株主総会は、集中日が6月25日（金）と6月29日（火）とに分散した。通常、集中日は、事故防止の観点から最終営業日を残した日程で開催され、最終週の前週の後半、最終営業日の前日に設定されることが多い。今年は、カレンダーの関係で、二週にわたって株主総会の開催が多かったものと考えられる。

⑵　株主総会の集中

2021年6月の株主総会の集中日開催率（集

（図表１）2021年６月株主総会の日程

		招集通知日付																								総計	比率
		5/13	5/18	5/19	5/20	5/21	5/23	5/24	5/25	5/26	5/27	5/28	5/31	6/1	6/2	6/3	6/4	6/5	6/7	6/8	6/9	6/10	6/11	6/14	6/15	（社）	（%）
株主総会開催日	6/8			1	1																					2	0.1
	6/10			1	1				1																	3	0.2
	6/11							1		1																2	0.1
	6/14											1														1	0.1
	6/15							1	2	4		4	5													16	1.1
	6/16								3	2	2	3	6	2												18	1.3
	6/17									3	4	3	4	13	6											33	2.3
	6/18		1		1	1					10	29	11	5	18	16										92	6.5
	6/19											4				1	1									6	0.4
	6/20															1										1	0.1
	6/21							1				1	5	2		3	6									18	1.3
	6/22							1		2		6	27	17	9	10	26		13							111	7.8
	6/23										1	1	6	41	21	7	24		24	15						140	9.8
	6/24	1					1			1		2	4	8	53	42	31		22	36	28					229	16.1
	6/25										1	3	7	4	13	87	92	1	50	45	47	40				390	27.4
	6/26											1				1	4			1		2	3			12	0.8
	6/27																				1		1			2	0.1
	6/28														2		9		7	3	2	3	8			34	2.4
	6/29											2	2	4	4	8	25		108	75	26	21	48	36		359	25.2
	6/30															1								1	1	3	0.2
	総計	1	1	2	3	1	1	4	6	13	18	60	77	96	126	177	218	1	224	175	104	66	60	37	1	1,472	100/0

（出所）日本投資環境研究所

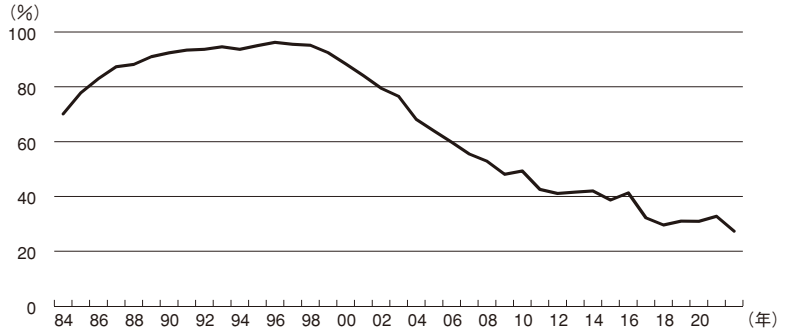
中率）は27.3%であった。2019年までは毎年集中率は低下しており、株主総会開催の分散化が進んでいたことがうかがえる。ところが、2020年には集中率32.8%となり、2019年の30.9%を上回った。

2020年は新型コロナウイルス感染症による非常事態宣言が発出されるなか株主総会の準備が行われ、初めての状況下で実務的な負荷が大きかったことから、株主総会の開催の早期化が難しかった会社が多かったものと推察できる。これに対して、2021年６月は、ポストコロナにおける実務も定着しつつあり、すでにコロナ前のスケジュールに戻っている。また前述のように集中日が事実上２日に分かれていることから、集中日の開催比率は低下しているものと考えられる。

株主総会の開催日の分散化は、前述のようにある程度進展している。個人株主については、新型コロナウイルス感染症対策の観点から会場に出席できる株主数を制限し、今後完全にオンライン株主総会に移行することを計画している会社も少なくない。他方、機関投資家については、実際の株主総会への参加はほとんどないことから、事前の情報提供の充実が重要となる。そのため、株主総会招集通知の発送の早期化が進展している。

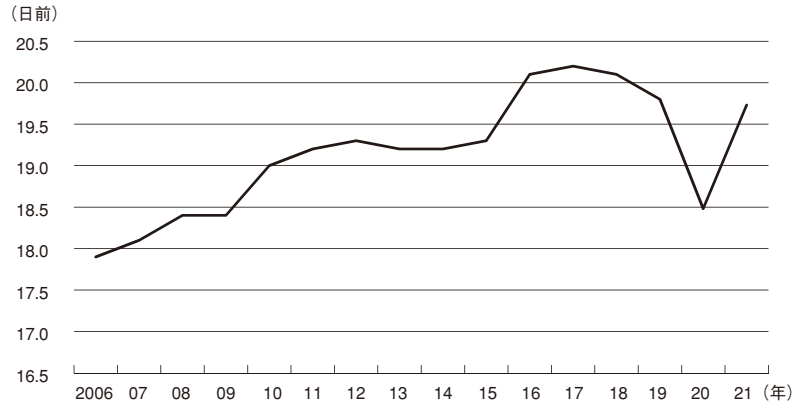
2020年６月の株主総会は、新型コロナウイルス感染症の影響もあり、招集通知の発送も例年よりも遅れる会社もあった。これに対して、2021年６月はほぼ実務がコロナ以前に戻っていると推察され、2019年と同程度の開催日より平均19.7日前の発送となった（図表

（図表２）株主総会の集中率



（出所）日本投資環境研究所

（図表３）招集通知の発送日



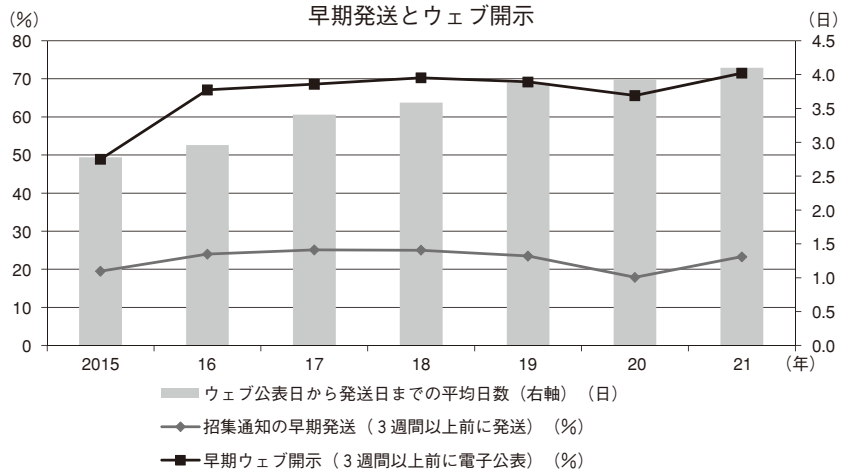
（出所）日本投資環境研究所

３）。

このように招集通知の早期発送が進むなか、総会開催日の３週間以上前に発送する会社も増加している（図表４）。また、株主や投資家に対する情報開示を充実させるため、コーポレートガバナンス・コード補充原則１－２②の要請に基づいて、会社ウェブサイトや証券取引所ウェブサイト等における招集通知の公表を総会開催日の３週間以上前という早期に実施する会社も増加している。2020年は新型コロナウイルス感染症の影響もあり少し後退したが、2021年はコロナ以前の状況に戻り、招集通知等の発送の早期化が進展している。

また、ウェブ公表日から発送日までの平均日数も短くなり、ウェブ公表の早期化も進んでいる。実務的には、招集通知の発送には原稿作成ののち、印刷、封入作業等を経て発送

（図表４）招集通知の早期発送とウェブ開示



（出所）日本証券取引所グループウェブサイト「３月決算会社株主総会情報」

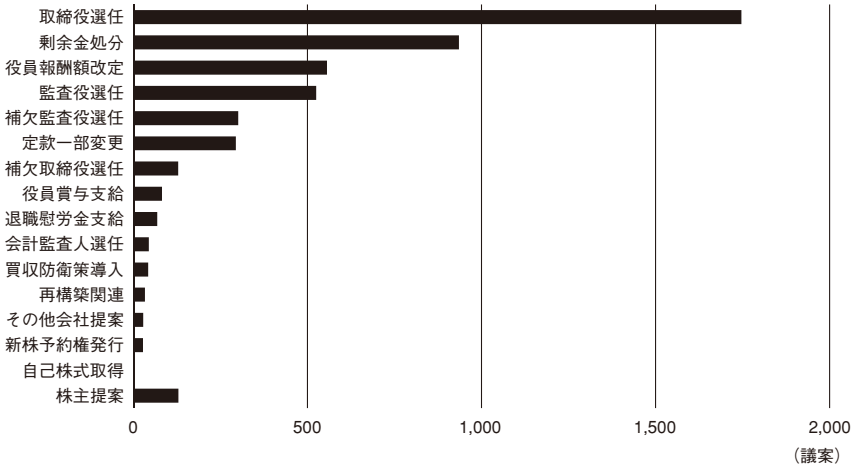
されるため、物理的な時間がかかる。この点、ウェブサイト等における電子公表の場合には招集通知の原稿データが完成した時点で公表が可能となることから、より早期の情報発信につながっている。新型コロナウイルス感染症により株主側の議決権行使もリモート化が進んでいるため、招集通知情報の電子的提供はDXの観点からも期待がより高まる。

⑶　株主総会の議案

2021年３月期決算会社（1,472社）を対象とした調査によれば、会社提案でもっとも多かった議案は取締役選任議案で、1,747議案が提出されていた。監査等委員会設置会社が増加するなかで、取締役選任議案については、監査等委員である者、それ以外の者とを分けて議案が提出されることから、社数よりも議案数が多くなっている。また、取締役任期を一年とする会社が増加しているため、取締役選任議案が増加する傾向が続く。剰余金処分議案については、取締役会決議で剰余金処分を決定できる会社が増加したこともあり935議案となっている。また、役員報酬額改定議案が556議案提出された。役員報酬額改定議案を提出する背景としては、会社法改正に対応するため役員報酬の手続きを見直す場合（実質的に報酬額が変更されない場合も多い）と、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社への移行など機関設計を変更したことに伴う報酬制度の見直しが含まれている。

スチュワードシップ・コードによって機関投資家のエンゲージメントの手段として、議決権行使が積極的になっている。投資先企業の業績だけではなく、コーポレート・ガバナンスへの取組み、不祥事対応等の様々な課題に対する評価として、取締役選任議案の重要

（図表５）2021年６月の株主総会議案



（出所）日本投資環境研究所

性が高まっている。

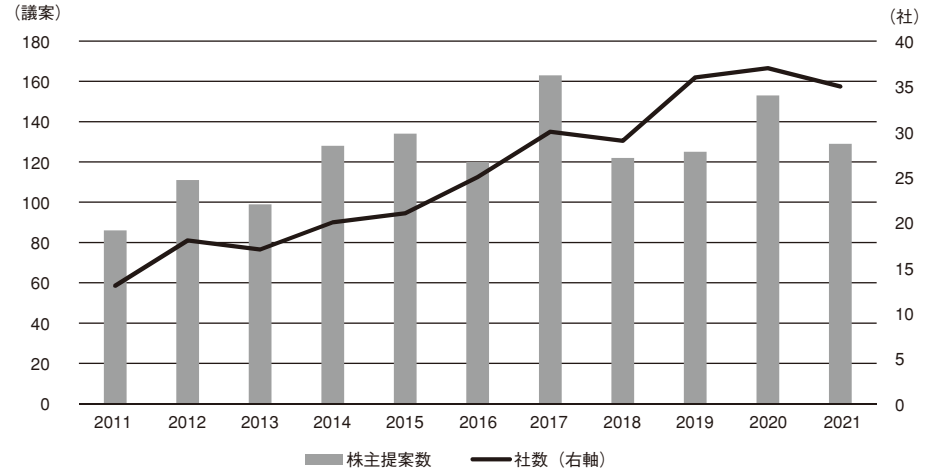
近年、株主からの会社に対する働きかけが増加しており、株主総会における株主提案の増加という形で表れている。個人株主の場合には、会社に対する様々な感情や関係、社会的責任の追及、機関投資家の場合には業績向上への対応など、会社と株主との関係性に課題がある場合に、株主提案が提出される。

以前は、電力会社に対して原発問題に反対する株主からの株主提案が継続的に提出されていたが、このように提出株主の信条や利益に強く関連する株主提案に対しては、株主全体の利益とは合致しないことを理由に、機関投資家の議決権行使においては反対票が投じられることが多かった。

これに対して、近年では、アクティビストと呼ばれる会社に対して強くエンゲージメントを行うことで投資パフォーマンスの向上を目指す機関投資家による、事業戦略の変更やサステナビリティへの取組みを強化するための定款変更、自社株買いや配当増額等の株主還元の向上、コーポレート・ガバナンス欠如を問題とする取締役選任に関連する株主議案の提出が増加している。これらの議案は、特定のアクティビストの利益に関連するのではなく、会社全体の企業価値向上に対するアプローチの違いであり、提案株主以外の機関投資家においても精査に基づく実行的な議決権行使が求められる。安定株主に対するコーポレートガバナンス・コード等による規律が強まるなかで、機関投資家や議決権行使助言会社が株主提案にパッシブ運用が増加するなか、パッシブ投資家においても企業価値分析が求められるようになっている。

資本市場におけるパッシブ運用の比率が増加し、企業価値に基づく投資判断を行ってい

（図表６）株主提案の状況

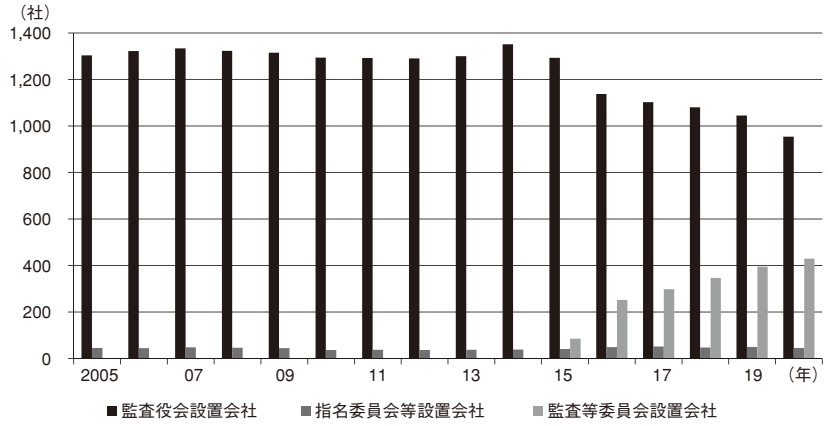


（出所）日本投資環境研究所

たアクティブ運用の比率が相対的に下がる傾向にある。従来はアクティビストが求める企業価値向上策に対しては、運用機関におけるアクティブ運用を担当するアナリストやファンドマネジャーがその適切性を判断していた。ところが、最近では、運用機関においては、パッシブ運用を含むサステナビリティや責任投資を担当する部署が議決権行使を取りまとめることが多く、必ずしも投資先企業の資本政策や事業戦略に基づく企業価値の分析に基づいた議決権行使や投資先企業との対話が十分に実施されない場合もある。株主総会の運営上問題があると考える場合には、SR活動の一環として機関投資家に対する議案説明などの対話の機会を設けようとする会社もある。しかしながら、機関投資家においては、スチュワードシップ・コードに基づいた要請やアセットオーナーに対する説明責任強化の観点から、実質的な定性的判断を行いにくい環境となっている。さらに、スチュワードシップ活動はパッシブ運用に基づくサステナビリティや責任投資が目的とされる場合も多く、投資先企業の企業価値向上策についてはアクティビストの意見が目立ちやすくなっている。

アクティビストに対する会社側の懸念は強いが、他方では、アクティビストの関係者を社外取締役として採用する等、アクティビストのリソースを活用する会社も出現している。アクティビストとの関係は、良好な関係を構築した場合とそうではない場合とで、大きく対応が分かれることとなっている。株主提案が提出される場合は、対話に失敗した場合が多いが、アクティビスト側にも、企業が求める情報を十分に提供できていないという問題がある場合も少なくない。会社と投資家

（図表７）機関設計の推移



（出所）日本投資環境研究所

の双方が、公正・公平な立場で真摯に対話を行うことが望まれる。また、他の機関投資家は、アクティビストによる提案に対しては、アクティブ運用において培われてきた企業価値分析のテクニックをより活用し、パッシブ運用が増加するなかにおいても、中長期のサステナブルな企業価値向上の観点から議決権行使等の判断を行うことが求められよう。

3．コーポレート・ガバナンス体制

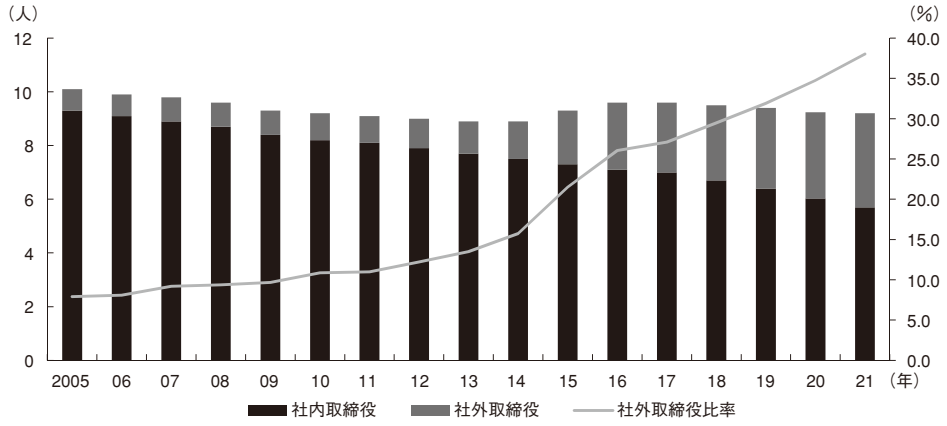
⑴　コーポレート・ガバナンス体制

東証一部上場会社の機関設計は、2015年以降、指名委員会等設置会社がほぼ横ばいから微増であるのに対して、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社へ移行する会社が大きく増加している。背景には、コーポレートガバナンス・コードにおいて独立社外取締役の選任が強く求められたことがある。

2021年のコーポレートガバナンス・コード改訂においては、独立社外取締役の増員が求められた。改訂後コード原則４－８は、プライム市場上場会社では独立社外取締役を少なくとも３分の１、それ以外の市場では２名の選任を求める。さらに、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、会社が必要と考える場合には、プライム市場上場会社においては過半数、それ以外の市場においては３分の１を独立社外取締役とするべきであると定める。

このような背景から、監査役会設置会社が監査等委員会設置会社に移行する場合には、社外監査役を社外取締役として監査等委員に就任させ、コードが求める独立社外取締役の要件を満たす会社も多い。

（図表８）取締役会の構成



（出所）日本投資環境研究所

⑵　取締役会体制

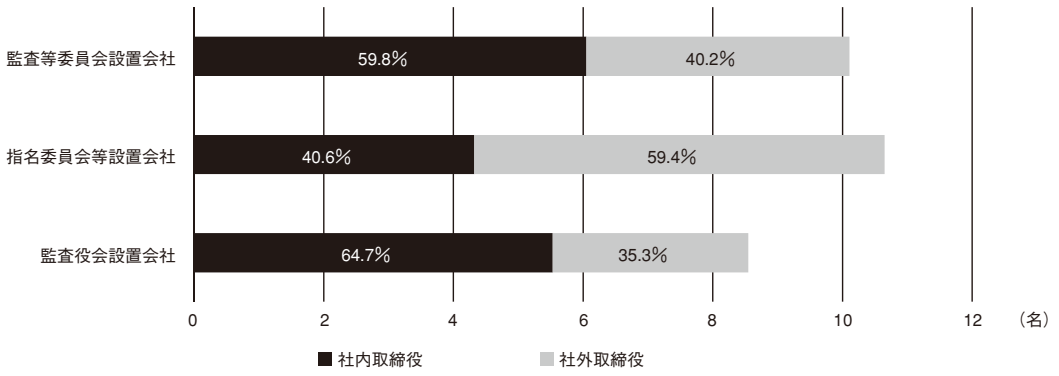
取締役会の構成は、2015年のコーポレートガバナンス・コード策定以降、取締役会全体の人数は10名程度で大きく変化が見られないが、社内取締役の比率が減少し、これに対して社外取締役の比率が増加している（図表８）。2021年６月時点では、取締役会の平均人数は9.2名、そのうち取締役が3.5名、それ以外の取締役が5.7名である。取締役会における社外取締役の比率も毎年増加傾向にあり、2005年には7.9%であったが、2015年には21.5%、2021年には38.0%となっている。2021年コーポレートガバナンス・コード改訂により、さらに社外取締役の水準が高められたことから、今後も社外取締役は増加するものと予想される。

機関設計による取締役会構成は（図表９）、指名委員会等設置会社が、取締役会の規模が10.7名ともっとも大きく、社外取締役の比率は59.4%ともっとも高くなっている。監査役会設置会社と監査等委員会設置会社を比較すると、取締役会の規模は監査等委員会設置会社が大きく、これは取締役会内に監査等委員会を設置しているためと考えられる。社外取締役については、監査等委員会設置会社が40.2%、監査役会設置会社は35.3%となっている。監査役会設置会社においても相当程度の社外取締役の採用が進んでいると考えられ、また監査役会の半数以上が社外監査役であることを踏まえると、監査役会設置会社における社外取締役および社外監査役を含む社外役員全体の人数、比率は大きいと考えられる。

⑶　社外取締役の選任状況

2010年には、社外取締役を選任する会社と選任しない会社とが半々であった（図表10）。その後、2015年のコーポレートガバナンス・

（図表９）機関設計による取締役会の構成



（出所）日本投資環境研究所

コード策定を経て、コードが求める最低２名という水準の社外取締役を選任する会社が増加した。さらに、コーポレート・ガバナンスの進展と実務への定着により、2020年以降は、社外取締役を３名選任する会社がもっとも多くなっている。

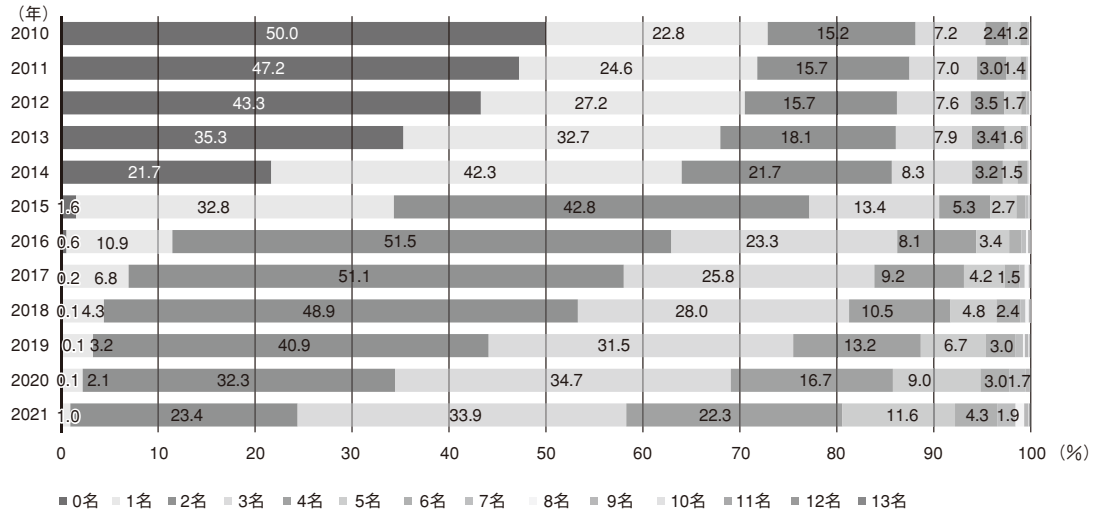
2021年コーポレートガバナンス・コード改訂において、社外取締役についてはより高い水準が求められるようになったことから、今後は社外取締役の採用がさらに進むものと考えられる。他方では、監査役会設置会社のなかには、コード改訂に対応するために監査等委員会設置会社へ移行する会社が増加することが予想される。

社外取締役の選任が増加するのに伴って、実効性確保の観点から独立性や多様性が求められるようになった。図表11は、社外取締役と社外監査役の属性について分析している。大株主出身、取引関係者、借入先、会計監査人や顧問弁護士等の顧問契約先、銀行や保険会社等、会社との間で取引・資本等の関係があり、通常は親密な関係先であると考えられる。このような属性を有する社外役員は、社外監査役のほうが高い傾向にある。また、弁護士や公認会計士等については、コンプライアンスや監査の観点から監査役に就任する場合が多いと考えられる。独立性に関しては、東証独立役員として登録されている比率は、社外監査役よりも社外取締役のほうが高い。社外取締役については、コーポレートガバナンス・コードにおいて独立性が求められていることから、全体的に見て、社外監査役よりも社外取締役のほうが会社との利害関係が少なく、独立性のある立場の人が多いと考えることができる。

４．買収防衛策の状況

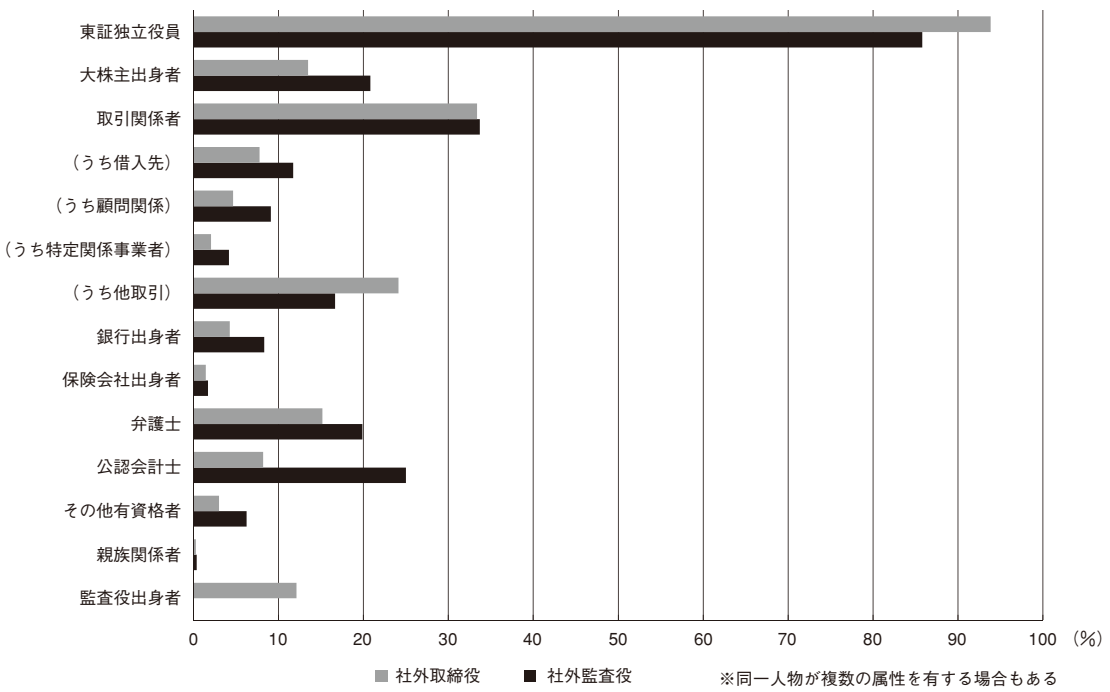
買収防衛策は、2008年をピークに減少傾向にあり、2021年６月時点では272社が採用し

（図表10）機関設計別の取締役会の構成



（出所）日本投資環境研究所

（図表11）社外役員の出身母体等



（出所）日本投資環境研究所

ている。近年、新規導入は毎年数社にとどまり、廃止する会社が多い状況が続いていた。ところが、2021年を見ると、減少傾向が鈍化している。買収防衛策を廃止する会社はこれまでよりも少なく、また新規導入する会社のほとんどは平時導入であったが、2021年には敵対的TOBを受けたのちの有事の買収防衛策を導入し、株主総会に議案として提出した会社も見られた。

買収防衛策については、アセットオーナーや運用機関を含む多くの機関投資家が、株主の権利を害し、経営者の保身と経営権の保持を目的とするものであるとして、反対している。他方では、2010年代後半以降、アクティビストの活動が活発化し、企業価値向上を求めるエンゲージメントが積極的に展開されるようになっている。そのため、すでに買収防衛策を採用している会社のなかで株主構成上安定株主の比率が高い場合等、株主総会における議決権行使をコントロールしやすい会社の場合には、買収防衛策を廃止することなく更新あるいは再導入を検討する会社も見られる。

また、2021年６月総会においては、会社が保有する自己株式を経営者が関係する団体等に寄付する等、機関投資家を含む一般株主からは否定的に判断される可能性の高い事案も見られた。このような、会社が関連する団体に対して有利な条件で株式を付与する行為は、安定株主工作として認識され、反対票が増加するリスクがある。

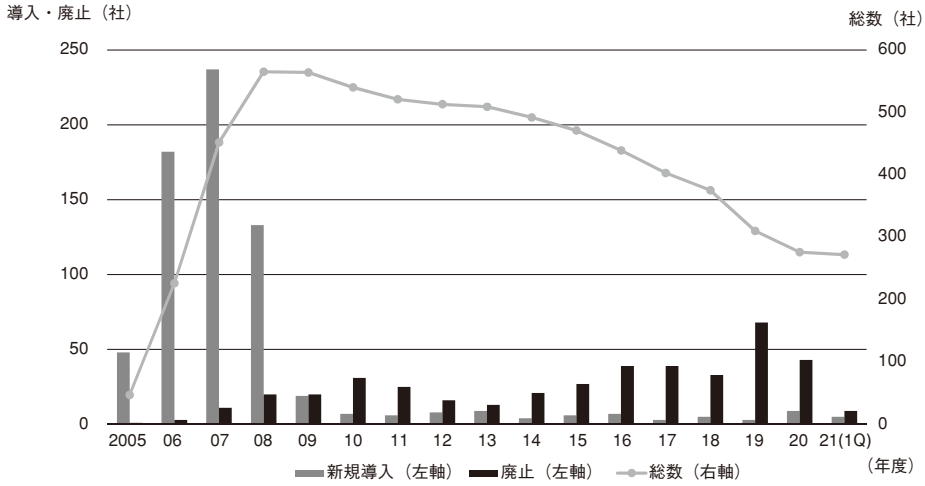
５．おわりに

過去10年以上にわたる株主総会分析に基づけば、特にコーポレートガバナンス・コード策定以降、顕著に株主総会における会社からの情報発信の強化、コーポレート・ガバナンスを意識した取締役会体制の整備が進展している。他方、機関投資家に対するスチュワードシップ・コードの策定によって、機関投資家サイドも、中長期のサステナブルな企業価値の向上を後押しするような投資先企業との対話の重視、丁寧な議決権行使と情報開示が行われるようになった。

ところが、近年では資本市場におけるパッシブ投資家の存在感が増したことにより、アクティブ投資家の存在感が相対的に薄れた。アクティブ投資家は、パッシブ投資家とアクティビストとの間の緩衝材として機能していた面もあり、市場のパッシブ化が進んだ結果としてアクティビストの影響力が強まるという状況になっている。

アクティビストへの懸念を強める会社が多いが、上場会社としてはアクティビストを含む機関投資家、少数株主との間で良好な関係を構築し、アクティビストが集中的にエンゲージメントを行うターゲット企業とならないように資本市場と向き合い、市場参加者の意見に耳を傾けることが重要である。また、機関投資家においても、アクティビストが求める企業価値向上策について実質的な判断が行

（図表12）買収防衛策の状況



（注）対象は全上場会社
（出所）日本投資環境研究所

えるように、パッシブ運用においてもアクティブ運用のような企業価値分析のスキルを高めることが求められる。従来は、パッシブ投資家とは低コストの運用手法で、企業価値分析やエンゲージメント等は行わないことが前提であった。しかしながら、市場におけるパッシブ運用の比率が高まり、他方では機関投資家には中長期のサステナブルな企業価値への関与が求められるようになるなど、資本市場における投資環境は大きく変化している。そのため、パッシブ投資家の役割や機能にも変革が期待されよう。サステナビリティを含む経営課題についても、中長期的な企業価値を向上する観点が不可欠であり、会社と機関投資家の双方においてこのような企業価値を意識した経営判断あるいは投資判断が行われることが求められる。

2021年6月にはコーポレートガバナンス・コードが改訂され、2022年4月からは東京証券取引所の新市場区分に移行する。日本市場全体の価値向上の観点から、上場会社と投資家のさらなる取組みが期待される。