

2022年株主総会の総括

～東証市場区分の見直しとコーポレート・ガバナンス～

SBI大学院大学 教授
日本投資環境研究所 主任研究員

上田 亮子



1. はじめに

2022年6月の株主総会シーズンは、4月の東京証券取引所市場区分見直しの直後に到来し、特にプライム市場上場会社にとっては、2021年のコーポレートガバナンス・コード改訂への対応の仕上げとなるタイミングであった。上場会社に対してはサステナビリティへの取組みの強化も求められるようになり、ディスクロージャーの高度化とともに、株主との対話も重要となっている。

このような背景から、本稿では、2022年6

月の株主総会を踏まえて、東証プライム市場上場会社におけるコーポレート・ガバナンスの現状を分析し、課題について考察を行う。

なお、本稿の調査は、特段の説明がある場合を除き、東京証券取引所プライム市場上場会社（3月期決算）を対象とする。時系列データについては、2021年までは東証一部上場企業（3月期決算）を対象としていた。

2. 株主総会の運営

(1) 株主総会の日程

2022年6月に開催された株主総会の集中日は、6月29日（水）（288社、23.2%）である（図表1）。これに続く6月24日（金）（260社、20.9%）、6月28日（火）（220社、17.7%）の3日間で、プライム市場全体の61.8%の会社が株主総会を開催している。以前に比べると株主総会の集中率は低下傾向にあり、分散化が進んでいる（図表2）が、実務上必要な

〈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. 株主との対話に関する課題
5. おわりに

(図表1) 2022年6月の株主総会の日程

	招集通知日付																				総計 (社)	比率 (%)		
	5/13	5/19	5/22	5/23	5/24	5/25	5/26	5/27	5/30	5/31	6/1	6/2	6/3	6/6	6/7	6/8	6/9	6/10	6/13	6/14			6/15	
株主総会開催日	6/10		1		1		1															3	0.2	
	6/13								1													1	0.1	
	6/14					2	2		5	4												13	1.0	
	6/15						1	1	1	3												6	0.5	
	6/16						1	2	1	4	10											18	1.4	
	6/17					1		9	14	7	6	13	10									60	4.8	
	6/18								4				1									5	0.4	
	6/20								1	4	3	2	2									12	1.0	
	6/21					1	1	1		17	7	2	5	15	14	1						64	5.1	
	6/22									2	3	27	21	8	11	14	5					91	7.3	
	6/23									2		7	40	26	24	14	23	16				152	12.2	
	6/24	1		1					1	1	2	5	12	67	63	27	26	36	18			260	20.9	
	6/25										1			1	6	1	1		2			12	1.0	
	6/26																		1	1	2	4	0.3	
	6/27									1				2	8	7	3	4	1	6		32	2.6	
	6/28									1	2	4	3	11	63	40	31	14	38	13		220	17.7	
	6/29									1	1	3	5	4	15	16	90	53	19	41	19	21	288	23.2
	6/30																			1		2	3	0.2
総計	1	1	1	1	4	6	14	33	48	70	99	129	153	156	189	141	55	87	33	21	2	1,244	100.0	

(出所) 日本投資環境研究所

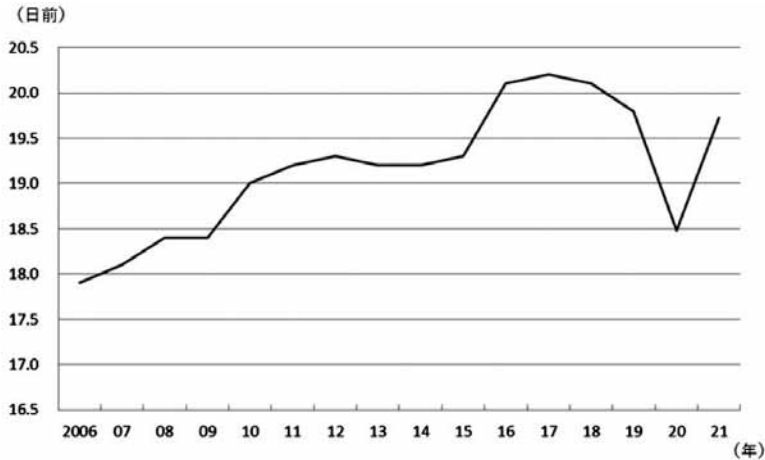
(図表2) 定時株主総会の集中率



(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」

準備や運営のスケジュール等を勘案すると、
物理的にはさらなる分散化は難しい状況にあると考えられる。

(図表3) 株主総会の何日前に招集通知を発送したか



(出所) 日本投資環境研究所

(2) 株主総会の情報提供の早期化

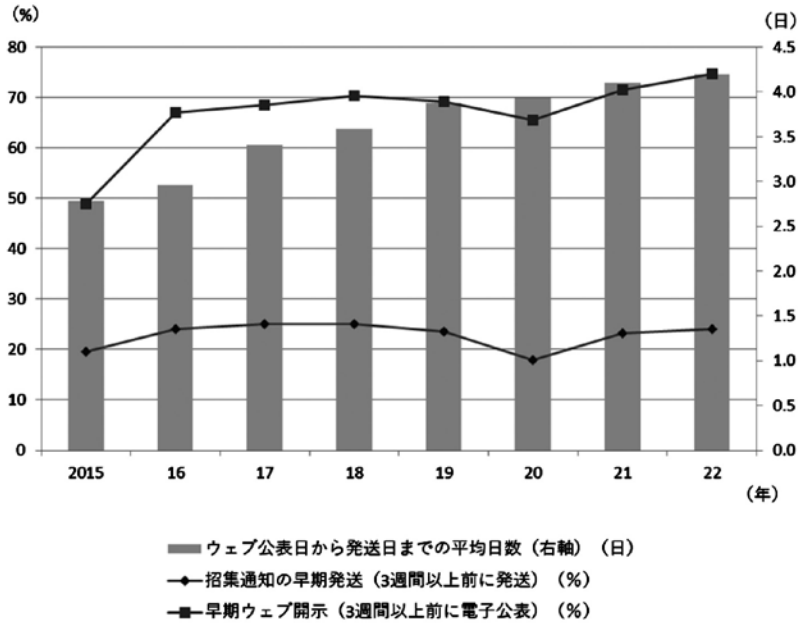
株主総会開催の分散化の目的は、株主による出席と準備の機会の確保である。株主総会への実際の参加が困難な機関投資家の存在感が高まっていること、また株主総会の開催については分散化の限界に近付いている状況を踏まえると、株主が議決権行使の判断において十分な情報に基づいて時間をかけて検討するためには、招集通知の早期発送も有効な手段である。また、郵送の場合には物理的な時間等がかかることから、より早期の段階でウェブサイト等を通じた招集通知情報の公表が期待される。

コーポレートガバナンス・コードによれば、会社は、株主が総会議案の十分な検討期間を確保することができるよう、招集通知に記載する情報の正確性を担保しつつその早期発送に努めるべきであるとする。また、招集通知

に記載する情報は、株主総会の招集に係る取締役会決議から招集通知を発送するまでの間に、TDnet や自社のウェブサイトにより電子的に公表すべきであると定める（コード補助原則1-2②）。特に機関投資家の場合には、株主総会に実際に出席することはほとんどなく、事前の議決権行使が重要であることから、ウェブサイト等を通じた招集通知の公表は有効性が高い。

招集通知の発送は、新型コロナウイルス感染症のパンデミックによる外出制限措置が取られた時期を除いて、早期化が継続している（図表3）。また、早期に招集通知をウェブ開示する会社も増加しており、招集通知の郵送日以前にウェブ開示を行う会社も多い（図表4）。

(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」

(注1) 「招集通知の早期発送」とは、招集通知を定時株主総会の3週間(中15営業日以上)以上前に発送する予定の会社の割合

(注2) 「早期ウェブ開示」とは、招集通知を定時株主総会の3週間以上前に自社ウェブサイト等で電子的に公表する予定の会社の割合

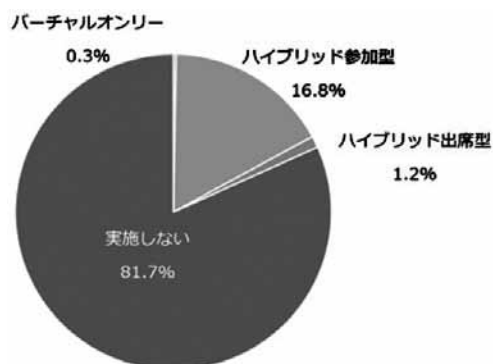
(3) バーチャル株主総会

会社法改正と社会全体のデジタル化の進展による環境や意識が変化するなかで、バーチャル株主総会に対する関心が高まっている。日本取引所グループの調査によれば、2022年6月には6社(0.3%)がバーチャルオンリーの株主総会を開催した。IT企業などの株主のインターネット等のスキル水準が相対的に高く、バーチャル会議出席に対する受容度が比較的高いと想定される会社においては、バーチャル株主総会への親和性も高く、階差に向けた関心も大きいと考えられる。チャット

機能等を活用したオンラインでの対話を円滑に行うための工夫を行うことで、株主にとっても会社にとっても実効的な株主総会の可能となろう。

しかしながら、2022年6月のプライム上場会社全体を見ると(図表5)、従来の対面での株主総会のみを開催する(バーチャル株主総会を実施しない)会社が81.7%と多数を占めている。また、バーチャル株主総会を実施した会社においても、ハイブリッド参加型が16.8%であり、バーチャル出席型は1.2%に過ぎない。バーチャル株主総会における株主の

(図表5) バーチャル株主総会の実施



(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」

権利行使への実務対応に対する懸念と、対面重視の株主から寄せられる期待などがあり、当面は対面を主軸とする株主総会運営を選択する会社が多いと推測される。

3. コーポレート・ガバナンス体制

(1) 機関設計の推移

プライム上場会社における機関設計については、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社への移行を選択する会社が多い状況が続く。これに対して、指名委員会等設置会社については微増しているものの、大きな変化は見られない(図表6)。

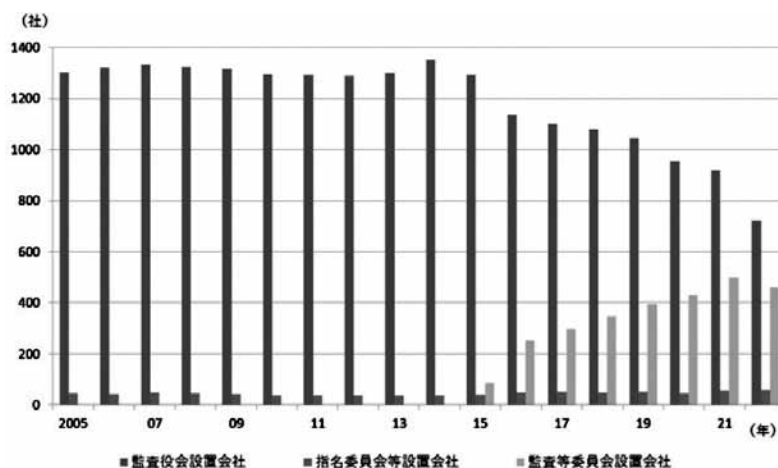
他方では、金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」(以下、フォローアップ会議)においては、企業経営者サイドから監査役設置会社や監査等委員会設置会社か

ら指名委員会等設置会社への移行を推進すべとの意見も出された(注1)。コーポレートガバナンス・コードを通じて、社外取締役が増加し、指名委員会と報酬委員会とが事実上設置が求められていること、監査役と監査委員との事実上の機能に大きな違いが見られないことが認識されてきたこと(注2)など、コーポレート・ガバナンス体制に対する考え方に変化が見られる。

(2) 取締役会の構成

コーポレートガバナンス・コードによれば、プライム市場上場会社は独立社外取締役を少なくとも3分の1を選任すべきであると定める(コード原則4-8)。そのため、取締役会における社外取締役比率は継続的に増加しており、2022年6月時点では40%を超えている(図表7)。2015年のコーポレートガバナンス・コードの策定後に社外取締役の採用が増加しているため、コードを契機として我が

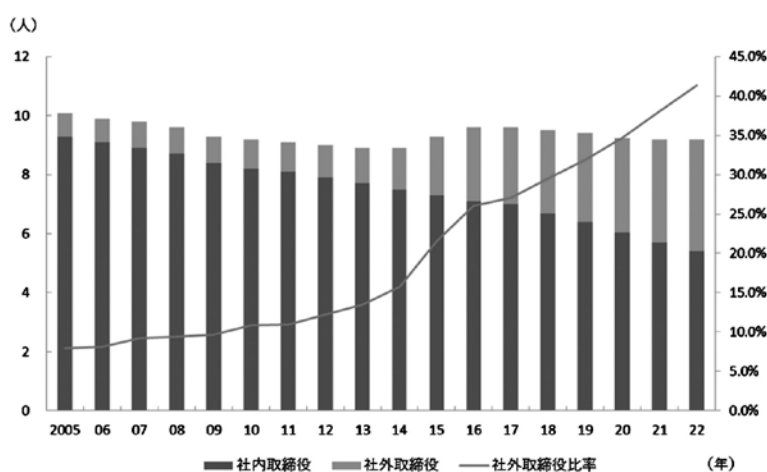
(図表6) 機関設計の推移



(出所) 日本投資環境研究所

(注) 2022年の社数が減少しているのは、調査対象が東証一部上場会社からプライム上場会社に変更され、母数が減少したことを理由とする。ただし、このような状況を踏まえても、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社への移行傾向が継続している。

(図表7) 取締役会の構成

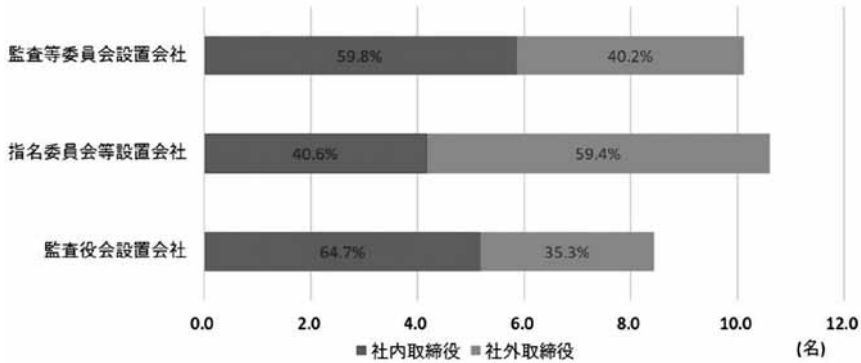


(出所) 日本投資環境研究所

国企業の取締役会がモニタリング・ボードとしての性質が高まっていることがうかがえる。

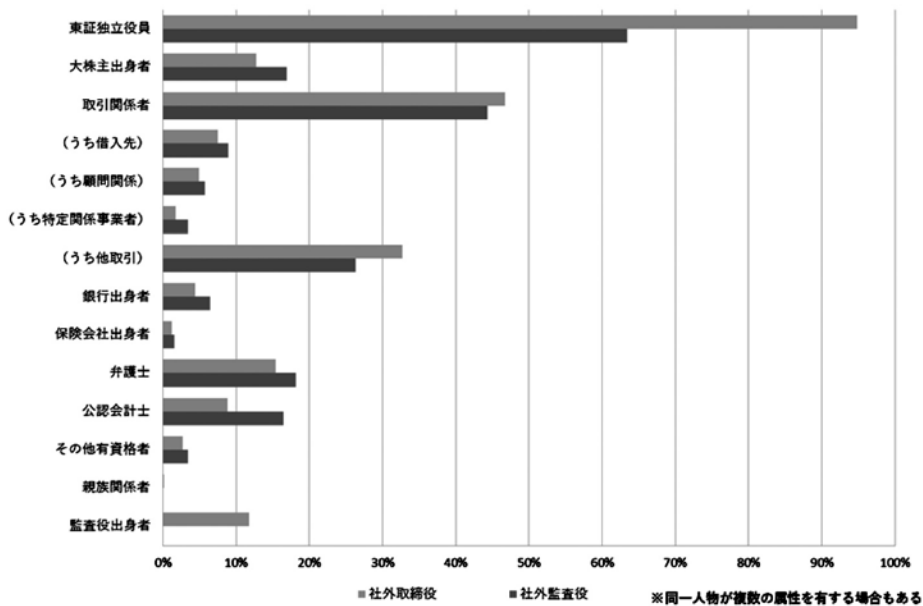
機関設計別で見ると、社外取締役比率は、指名委員会等設置会社においては59.4%であり、社外監査役が義務付けられる監査等委員

(図表 8) 機関設計別の取締役会構成



(出所) 日本投資環境研究所

(図表 9) 取締役会の独立性



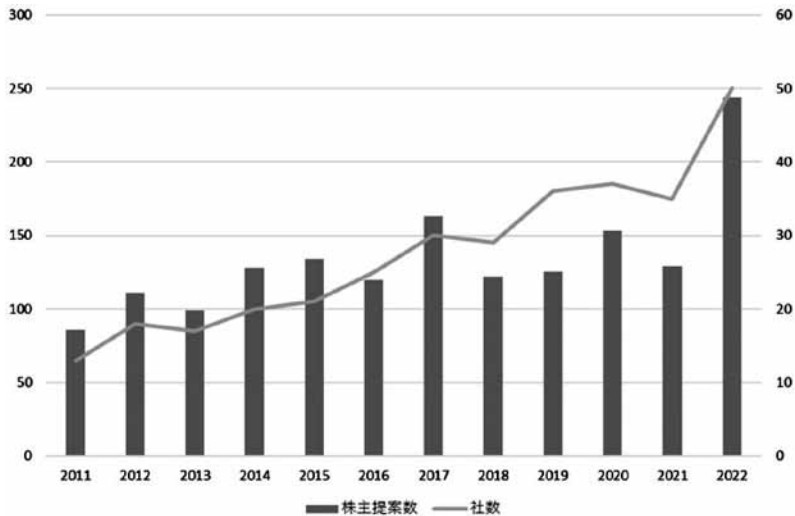
(出所) 日本投資環境研究所

会設置会社においても35.3%となり、プライム上場会社に対してコードが定める水準を上回っている(図表8)。

(3) 取締役・監査役の独立性

取締役会における社外取締役比率が高まるとともに、形式面だけではなく実質面での機能強化が求められる。社外取締役には客観的

(図表10) 株主提案の状況



(出所) 日本投資環境研究所

な立場からの監督機能が期待されることから、独立性の確保はもっとも重要な要素となる。そのうえで、コーポレートガバナンス・コードに基づいてスキルマトリックスを作成し、それぞれの会社の事業、置かれている環境、企業文化により、適切なスキル・ミックスを検討することが期待される。

図表9によれば、社外取締役のうち90%以上が独立役員として東京証券取引所に登録されている。ところが、その属性を分析すると、社外取締役の40%以上は取引先関係者であり、10%以上は大株主出身者である。出身母体と会社との関係が直ちに独立性の否定にはつながらないが、機関投資家等の議決権行使基準によれば形式的な独立性が疑問視されて反対票が投じられる場合もあることから、形式的で疑義のある社外取締役候補者について

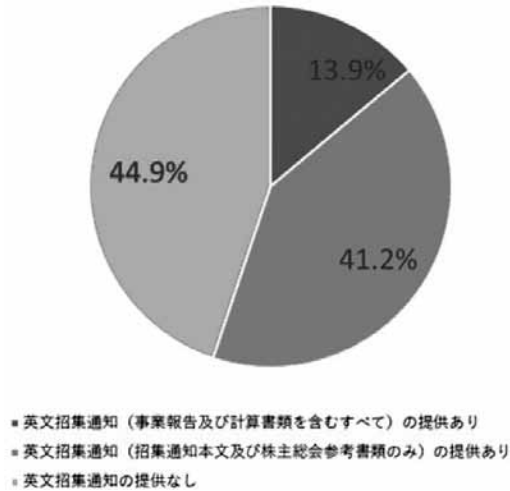
は実効性および実質的な客観性が確保されていることについて、十分な説明を行うことが必要である。

4. 株主との対話に関する課題

(1) 株主提案

コーポレートガバナンス・コードやステュワードシップ・コードの定着により、会社と投資家との対話が活発化するなかで、株主総会における株主提案数および提案を受ける会社数ともに増加している(図表10)。従来のいわゆるアクティビストによる経営戦略や資本戦略の変更を求める議案のほか、近年ではサステナビリティ問題の重要性の高まりを背景として、アクティビスト以外の例えば海外の大手金融機関グループに所属する運用機関

(図表11) 英文招集通知の作成



(出所) 日本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」

(注) 東京証券取引所上場会社対象

といった投資家から気候変動問題への対応を求める提案が提出される場合もある。提案株主には環境NPOも含まれ、海外の運用機関が同調する動きも活発である。

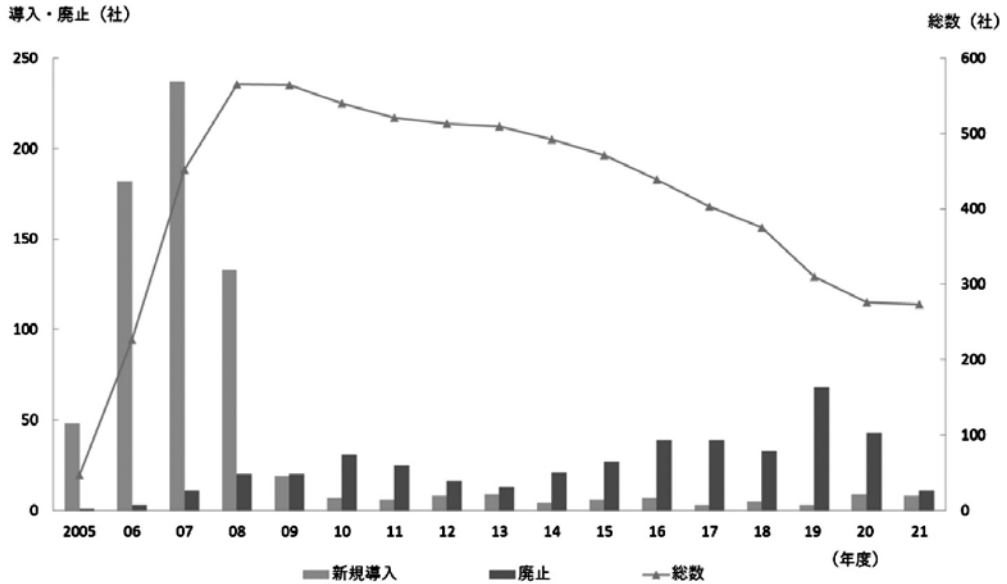
他方では、2022年2月に勃発したロシアによるウクライナ侵攻および世界的な金利上昇等の要因を背景として、エネルギー等の調達価格の高騰が世界的な問題となっている。そのような環境下においては、機関投資家には気候変動という地球規模でのサステナビリティ課題への取組みが求められる一方で、現下の経済情勢において生活者の安全で健康的な生活を守る観点からのエネルギーの安定供給という社会インフラをどのように維持していくかという課題との間で難しい判断を迫られている。

(2) 英文招集通知の作成

コーポレートガバナンス・コードは、招集通知の英訳を進めるべきであると定める（コード補充原則1-2④）。2022年4月の市場区分の見直しにより新設されたプライム市場については、日本を代表するグローバル市場として位置づけられており、海外投資家も多く参加することから、招集通知をはじめとするディスクロージャーの英訳が強く求められる。

このような背景から、2022年6月の株主総会においては、過半数の会社が英文招集通知を作成している（図表11）。しかしながら、事業報告書等を含むすべての書類を英文化する会社は少数であり、多くの会社では招集通知本体や参考書類の英訳にとどまっている。株主が議決権行使を適切に判断するために

(図表12) 買収防衛策の状況



(出所) 日本投資環境研究所
(注) 全上場会社対象

は、財務情報のほか非財務情報も必要である。事業報告書は特に重要な情報媒体であることから、株主総会に関連する資料の英訳が一層進展することが強く期待される。

(3) 買収防衛策

上場会社の株主構成を見ると、コーポレートガバナンス・コードの影響による政策保有株式の縮減に伴い、安定株主の比率が低下しつつある。また、アクティビストの活動に加えて、スチュワードシップ・コードを受け入れたアクティビスト以外の機関投資家のスチュワードシップ活動も活発になり、投資先企業へのエンゲージメントの実施や株主提案の提出が増加している。このような背景から、

多くの会社では、株主からのアプローチに対して緊張感をもって対応している。そのため、上場会社においては企業防衛に対する関心は低くはないと推測できる。しかしながら、買収防衛策については、平常時の導入に対して株主・機関投資家の賛同を得られる場合は極めて限定的であるとの共通認識が定着し、新規に買収防衛策を導入する会社は毎年10社以内にとどまる(図表12)。

機関投資家による見方は、すでに買収防衛策というコーポレート・ガバナンス上の論点は過去の議決権行使におけるテーマとの認識が強く、基本的には反対票を投じる場合がほとんどである。買収防衛策関連議案については、会社から機関投資家に対して対話を通じ

た説得の余地も少ないと考えられる。

本投資環境研究所『資本市場アップデート第7号』
(2022年6月)

■ 5. おわりに

不透明な世界情勢が続くなかで、国内外の機関投資家の多くにとっては、投資環境が急速に悪化し、厳しい運用パフォーマンスとなっている。他方では、機関投資家にとっては、サステナビリティへの取組みも強く圧力がかかっている状況であり、パフォーマンスとサステナビリティの両方についてのリターンを追求することが求められている。そのため、機関投資家による企業分析や評価は一層厳格かつ精緻に行われることとなっている。このような背景において、企業はさらなるディスクロージャーに努めるとともに、株主や投資家との対話をより実効的に行うことが求められる。

株主総会は、企業と投資家との間の一連の対話における重要な区切りではあるがゴールではなく、株主総会後も対話は継続する。また、近年では、対話の範囲が財務に加えて非財務分野にまで拡大し複雑化、高度化するなかで、議決権行使の効率化の観点から開示情報に基づいて形式的に判断される議案（取締役選任議案等）も見られる。上場会社は株主・投資家の特性を認識し、説明責任と対話を重視して、株主総会に臨むことが期待される。

(注1) 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会（第27回）議事録」（2022年5月16日）

(注2) むしろ、監査委員は取締役会構成員として取締役会決議に参加する権限があることから、監査役よりも強力なモニタリング機能を有すると見ることもできる。



〔参考資料〕

・上田亮子「2022年株主総会の総括」みずほ証券・日