

# 2023年株主総会の総括

## ～グローバル水準でのコーポレート・ガバナンスの高度化～

SBI大学院大学教授  
京都大学経営管理大学院客員教授

上田 亮子



### 1. はじめに

プライム市場の上場会社は、グローバル市場という特質を満たすべく、グローバル水準でのコーポレート・ガバナンス体制の整備、財務戦略の構築と実効性の確保が求められる(注1)。さらには、サステナビリティへの対応や非財務情報の開示等の新しい課題への取り組みも、重要な経営課題となっている。株主との対話においても、財務のみならず非財務に関連する課題が議論されることが増加している。上場会社には、企業自身のサステナブ

ルな企業価値について、説明責任の向上と丁寧な対話が求められるようになっており、その基盤としてコーポレート・ガバナンスの確立がより重要となっている。

本稿では、2023年の株主総会を通じて、コーポレート・ガバナンスの現状と株主と上場会社との対話について考察を行う。なお、本稿における分析は、特段の注記がある場合を除き、プライム市場上場会社を対象としている。

### 2. 株主総会の運営

#### (1) 株主総会のスケジュール

2023年の株主総会シーズンは、株主が会場で参加することを前提に総会運営を行う会社がほとんどであった。他方、会場に足を運ぶ株主数はパンデミック以前よりも減少した会社も多い。

2023年6月に開催された株主総会の集中日

#### 〈目次〉

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

(図表1) 2023年6月株主総会のスケジュール

	招集通知日付																								総計	比率 (%)		
	5/5	5/7	5/12	5/13	5/18	5/19	5/23	5/24	5/25	5/26	5/29	5/30	5/31	6/1	6/2	6/3	6/5	6/6	6/7	6/8	6/9	6/12	6/13	6/14			6/15	
株主総会開催日	6/9				1	1		1																		3	0.2	
	6/10																									0	0.0	
	6/11																									0	0.0	
	6/12																									0	0.0	
	6/13							1	1	1	2	2														7	0.5	
	6/14							1	1	1		3														6	0.4	
	6/15							1	2	1		6	5													15	1.0	
	6/16								4	7	4	3	10	6												34	2.4	
	6/17									3				1												4	0.3	
	6/18																									0	0.0	
	6/19									1	4	1	1	3												10	0.7	
	6/20	1						1	1		12	10	5	6	13	1	13									63	4.4	
	6/21	1								2	1	14	14	10	9		15	6								72	5.0	
	6/22				1				1			4	23	32	13		10	19	11							114	7.9	
	6/23		1							2	1	3	9	60	67		28	30	39	28						268	18.7	
	6/24											1		1	7					2	2	1				14	1.0	
	6/25																			1	2					3	0.2	
	6/26											1		5	9		7	2	2	2	5					33	2.3	
	6/27	1	1							1	3	6	8	6			58	48	19	15	36	21				223	15.5	
	6/28	1		1						1	1	1	4	11			6	60	45	25	32	28	15			231	16.1	
	6/29									1			2	6	10		9	17	102	61	57	21	25	21		332	23.1	
	6/30																				1					2	3	0.2
	総計	4	2	1	1	1	1	1	5	10	20	26	50	76	142	145	1	146	182	221	136	131	70	40	21	2	1,435	100

(出所) 日本投資環境研究所

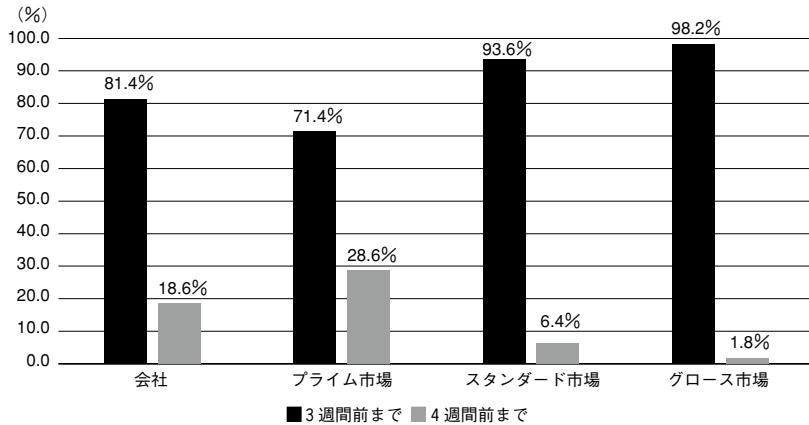
は、図表1によれば第1位が6月29日(木)(23.1%)、第2位が6月23日(金)(18.7%)であり、第3位が6月28日(水)(16.1%)と続く。特定日に株主総会の集中していた時代と比べると相当に分散化しているが、2023年6月においても上位3日に開催する会社が57.9%である。現状では決算期末以降の株主総会までの実務スケジュールはタイトであり、さらなる分散化は実務的に困難であると考えられる。そのため、より多くの株主の出席、参加を可能とする手段として、オンラインを活用した総会運営を検討するなどの工夫が広がっている。

## (2) 株主総会資料の提供

### ① 株主総会資料の電子提供

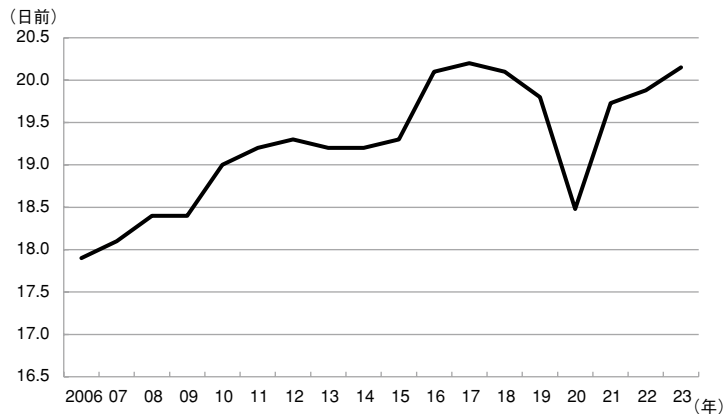
2019年会社法改正により、2023年3月1日以降に開催される株主総会において、株主総会資料の電子提供措置に関する制度の適用が開始された。原則として、株主総会の3週間前までに、株主総会資料が電子的に提供されることとなった。株主総会資料には、株主総会参考書類、計算書類、事業報告等が含まれる。対象となるのは、電子提供措置について定款で定めを置く会社であるが(会社法325条の2)、振替株式を発行している会社はこのような定款の定めを置かなければならないとされている(社債、株式等の振替に関する法律159条の2第1項)。そのため、原則すべ

(図表 2) 株主総会資料の電子提供措置開始予定日



(出所) 東京証券取引所「2023年3月期決算会社の定時株主総会の動向について」(2023年4月23日)

(図表 3) 株主総会資料の発送



(出所) 日本投資環境研究所

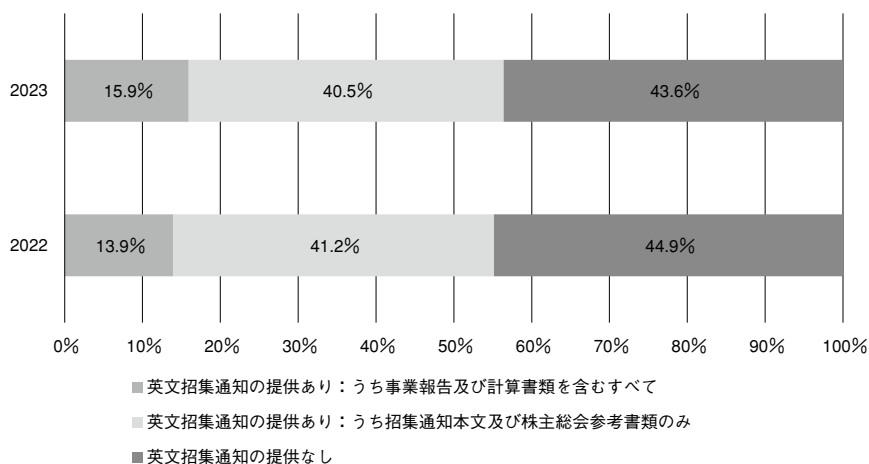
でのこれに該当する上場会社には、電子提供制度が実質的に強制適用されることとなる。

株主総会資料の電子提供制度により、上場会社は、株主総会資料の印刷や郵送等にかかる費用や時間を削減することができ、より早いタイミングでウェブサイト等を通じて株主総会資料を株主に提供することが可能とな

る。より早期に株主総会資料を入手することができるようになるため、個人株主、機関投資家にとっても、有用性が高い。

図表 2 によれば、プライム上場会社の71.4%が3週間前までに、28.6%が4週間前までに電子提供を開始している。4週間前までに提供を行う会社は、スタンダード市場やグロ

(図表 4) 英文招集通知の提供



(出所) 東京証券取引所「2023年3月期決算会社の定時株主総会の動向について」(2023年4月23日)

ース市場よりもプライム市場が多い。他方、株主総会参考書類等を含むすべての書類（フルセットデリバリー）の郵送を予定する会社は、プライム市場よりもスタンダード市場やグロース市場が多い。プライム市場では、株主数と機関投資家比率が高く、株主総会資料も大量で充実している会社が多いことから、電子提供制度の有効性が高いと考えられる。

## ② 株主総会資料の発送

株主総会資料の発送には、印刷や郵送の時間的余裕が必要である。図表3によれば、2015年以降コロナウイルス感染症による行動制限が取られていた時期を除き、株主総会資料は約20日前に発送されている。実務的には、これ以上の早期発送は困難であろうと考えられ、株主に対するより早いタイミングでの株主総会関連情報を提供する観点からは、電子

提供制度の意義は大きい。

## ③ 英文招集通知

英文招集通知の提供は、コーポレートガバナンス・コードによって求められるが、外国人株主比率が高くない等の理由から対応が遅れている会社もある。また、英文招集通知提供を行う場合であっても、「事業報告及び計算書類を含むすべて」の資料を提供する会社は15.9%で、「招集通知本文及び株主総会参考書類のみ」とする会社は40.5%となっている（図表4）。招集通知本文と株主総会参考書類は最低限の情報に過ぎず、事業報告や計算書類には議決権行使に必要な情報が掲載されているため、グローバル投資家からは全資料の英訳が期待される。

## (3) 株主総会の開催方法

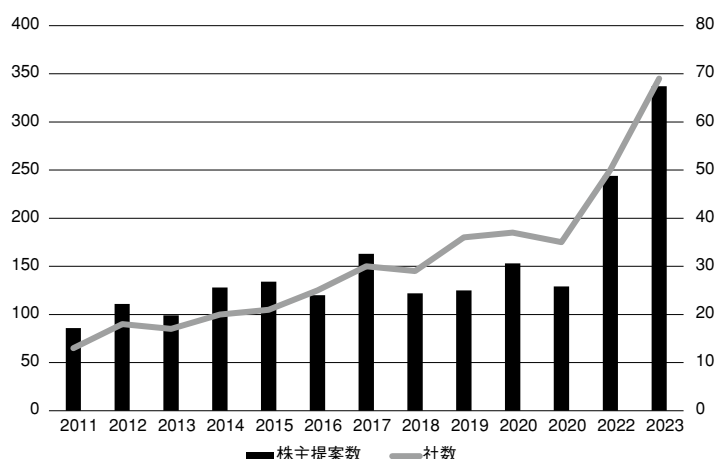
株主総会の開催方法については、会場にお

(図表 5) 株主総会の開催方法

総会形式	割合 (社数)
実出席のみ	81.2% (1,552社)
バーチャル総会を実施予定	18.8% (360社)
内、ハイブリッド参加型	17.5% (334社)
内、ハイブリッド出席型	0.8% (15社)
内、バーチャルオンリー型	0.6% (11社)

(出所) 東京証券取引所「2023年3月期決算会社の定時株主総会の動向について」(2023年4月23日)

(図表 6) 株主提案の状況



(出所) 日本投資環境研究所

ける対面での「実出席のみ」とする会社が81.2%となっている。他方、「バーチャル総会を実施予定」の会社のうち、「ハイブリッド参加型」が17.5%と多く、権利行使まで可能とする「ハイブリッド出席型」は0.8%、「バーチャルオンリー型」は0.6%と極めて少ない。

株主は、実出席以外にもライブ配信、アーカイブ視聴も選択肢として利用が拡大している。株主総会は、対話、情報提供の場として

重要性が再確認されよう。

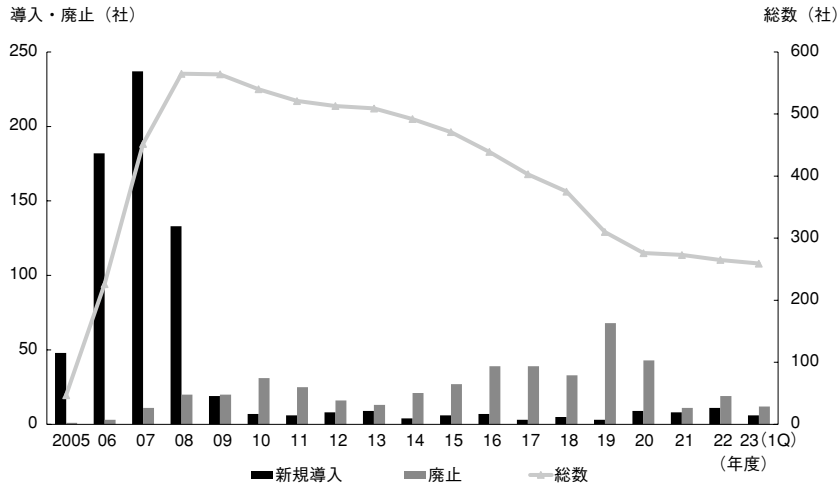
### 3. 株主提案と買収防衛策

#### (1) 株主提案の状況

近年、株主提案を提出された会社数、議案数ともに増加傾向にある。2023年6月総会では、69社において337議案が提出された。

PBRの低さが注目されるなかで日本株式の割安感から、アクティビストによる財務体質

(図表 7) 買収防衛策の状況



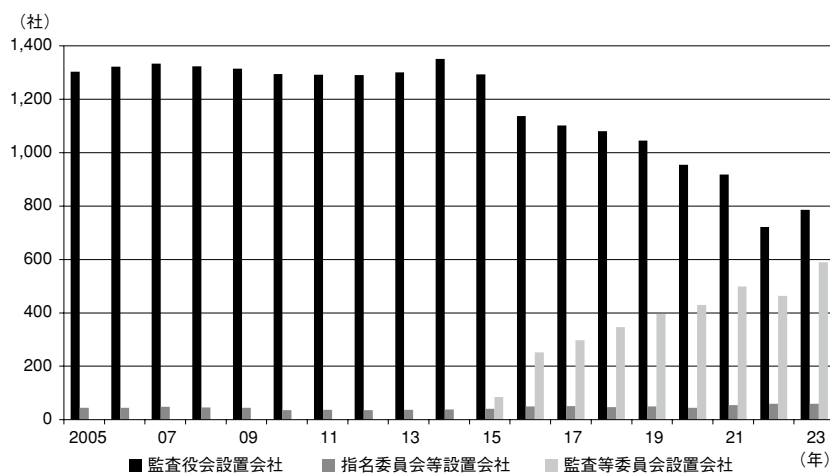
(注) 全上場会社対象  
(出所) 日本投資環境研究所

や経営体制の改善・変更の要求を求める株主提案の提出が続く。また、ESG投資の定着、サステナビリティを巡るグローバルでの関心の高まりを背景として、環境保護団体等のNGO、NPO等グループが、上場会社の株式を保有して、気候変動に関連する対話を強化し、関連する株主提案を提出している。このような環境保護団体による提案と歩調を合わせるように、欧州系の年金基金や運用機関等のグローバル投資家の一部からも、気候変動に関連する事業ポートフォリオの見直し、ディスクロージャーの強化、ガバナンス体制の強化等を要求する行動が見られる。気候変動、ネット・ゼロへの対応については、NGO・NPO等と機関投資家とが同調する場面も見られるようになった。

日本企業に株主から提出される株主提案の

多くは、定款一部変更を求める議案である。その理由として、わが国の会社法においては、保有株式数による株主提案権が行使しやすく、また、定款に様々な内容を記載できるような制度となっていることが考えられる。ところが、定款がいったん変更されると、将来状況が変わった場合には再度の定款変更が必要となる。グローバル投資家のなかには「臨機応変に定款変更すればよい」という意見もあるが、特別決議への対応は株主総会の準備等で経営リソースが割かれることに注意が必要である。スチュワードシップ・コードを採用する機関投資家は、株主提案に対して各自の議決権行使基準に基づいて個別に判断を行う場合が多いが、定款変更を求める株主提案については、将来の再変更の可能性も見越して慎重な判断を行う場合も少なくない。特に、

(図表 8) 機関設計の推移



(出所) 日本投資環境研究所

気候変動やネット・ゼロに関しては、技術、国際的な制度の枠組み、事業環境等の状況変化のスピードが速いため、企業の事業活動を制約する可能性があることが懸念されている。

## (2) 買収防衛策

一般的には、買収防衛策の導入は、機関投資家からは否定的に判断されることが多い。他方では、敵対的買収提案やアクティビストによる株主提案を受けている会社においては、有事型の買収防衛策の導入が株主総会で可決され、発動される場合も出ている。

近年アクティビストとの対立が深刻化するケースが増加していること等の背景から、買収防衛策を採用している会社数は以前ほど大きく減少はしておらず、廃止と新規導入とを鑑みると、2020年以降は微減の状況である(図

表 7)。

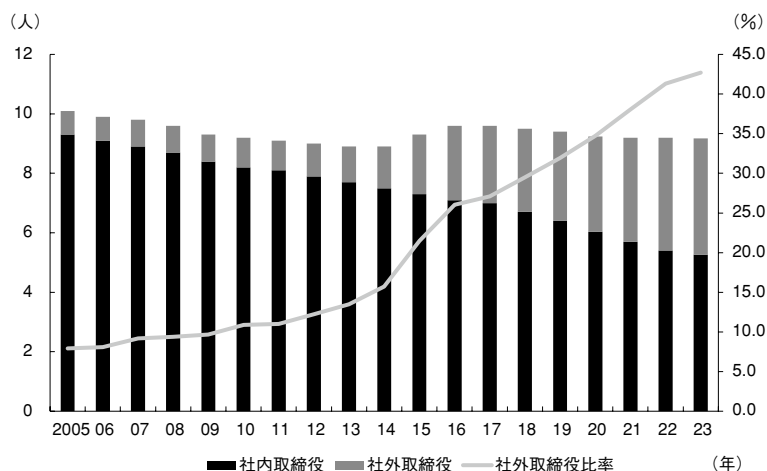
## 4. コーポレート・ガバナンス体制

### (1) 機関設計の推移

不確実な経営環境においては、堅固なマネジメント体制とモニタリング体制の整備の重要性がより高まる。執行と監督の両方の機能を高め、適切なリスク・マネジメントを踏まえた機動的な経営判断を行い、それを適時、適切に監督することが必要である。これは、会社がどのような機関設計を選択していたとしても、取締役会および監査機能(監査役会、監査委員会、監査等委員会)に対して求められる。

図表 8 によれば、2023年 6 月総会後の機関設計は、監査役会設置会社から監査等委員会

(図表9) 取締役会の構成



(出所) 日本投資環境研究所

設置会社への移行が継続している。その比率も縮まっており、同様の傾向が続く場合には、将来的には監査役会設置会社よりも監査等委員会設置会社が上回る可能性もある。

監査等委員会設置会社においては、指名や報酬に関する任意委員会を設置する会社も増加している。また、実際に監査等委員会設置会社に移行した会社においては、従来の監査役に取締役会の議決権が付与されることで、モニタリング権限が強化される側面もある。監査等委員会設置会社は、指名委員会等設置会社に比べてコーポレート・ガバナンス体制が会社の自主的な取組みに任されている部分が多く、独任制を有する監査役に比べると監査等委員会によるモニタリングのあり方が異なるため、会社自身の高い意識に基づく取組みと説明責任の強化が求められる。

## (2) 取締役会の構成

コーポレート・ガバナンスの観点からは、取締役会のモニタリング機能を強化するためには、独立性を有する取締役の活用が重要とされる。コーポレートガバナンス・コードに対応するため、日本企業においても社外取締役の採用が進展した。

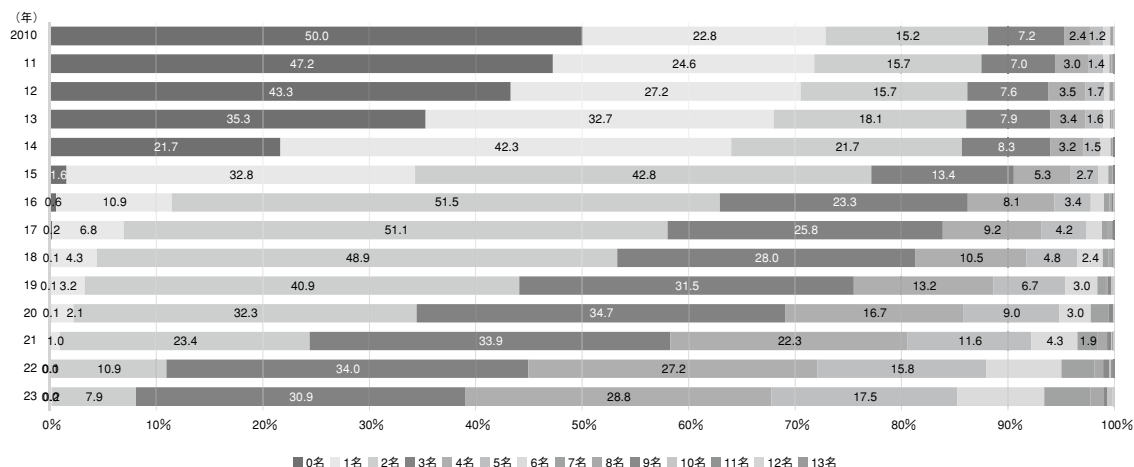
図表9によれば、取締役会における社外取締役の比率は年々増加している。2023年6月時点では42.7%が社外取締役となっている。社内取締役と社外取締役とを合計した取締役数はほぼ一定であることから、社内取締役が減少し、社外取締役が増加している。

## (3) 社外取締役の採用

社外取締役は、2010年には社外取締役の採用会社と非採用会社とが半々であった(図表10)。その後、会社法改正、コーポレートガ



(図表10) 社外取締役の採用



(出所) 日本投資環境研究所

バランス・コードの策定と改訂を経て、2020年以降は3名以上の社外取締役を採用する会社が半数以上となっている。その後も、社外取締役の人数は増加傾向が続いている。監査等委員会設置会社の増加等の背景もあり、2023年6月時点では、60%以上の会社において、4名以上の社外取締役が選任されている。

#### (4) 社外役員の独立性

前述のように社外取締役数は増加しているが(図表10)、コーポレート・ガバナンスの実効性を確保するためには、その独立性の確保も重要となっている。

社外取締役と社外監査役の独立性については、東京証券取引所の独立役員として登録されている者が90%を超えている(図表11)。大株主出身者、取引関係、銀行や保険会社等の金融機関出身者等の利害関係者の比率は、

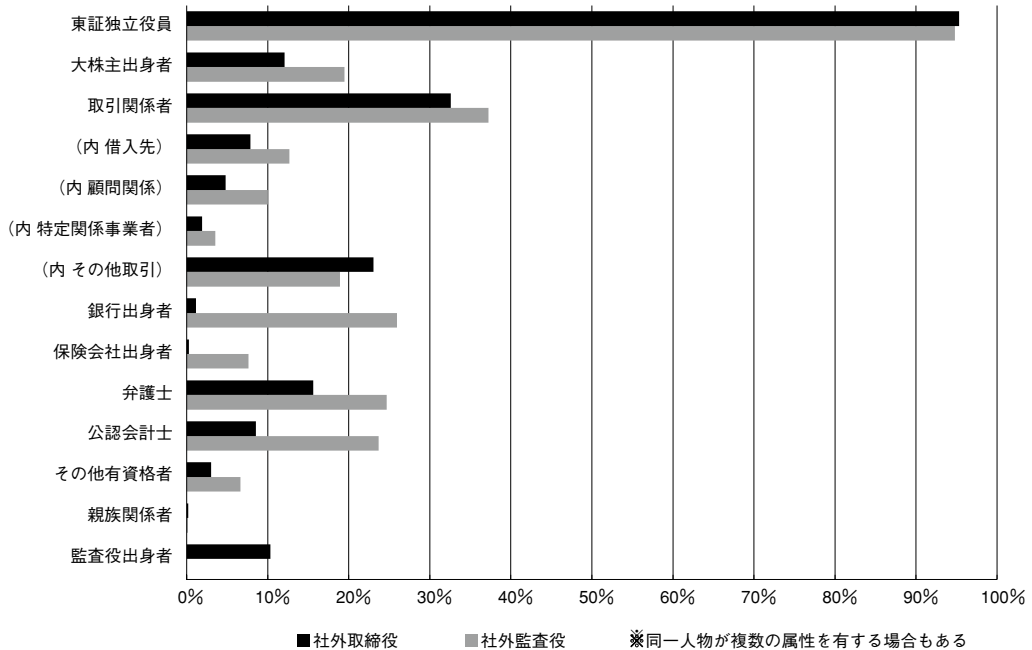
社外取締役よりも社外監査役のほうが高い。社外取締役については、コーポレートガバナンス・コード等でその独立性が強調されていることから、取引関係や出資関係等の利害関係者以外からの採用が進んでいるものと考えられる。これに対して、社外監査役については、従来からの慣習が残っており、関係先等からの出身者が引き続き存在していると推察される。

監査機能を担う監査役には、コンプライアンスやリスク・マネジメントの専門的な知見が求められる。そのため、社外監査役には、弁護士、公認会計士等が就任する場合も多い。

#### (5) 取締役会のダイバーシティ

変化の激しい経営環境において柔軟な事業運営を行う観点からは、取締役会の多様性の強化が求められている。ダイバーシティの要

(図表11) 社外役員独立性



(出所) 日本投資環境研究所

素には、ジェンダーのほか、ジェネレーション（年齢）、エスニック（人種・民族）の多様性などがある。バックグラウンドの多様性として、海外ではエスニック等の民族的多様性が求められることが多いが、わが国では国際性や外国人等の要素として対応されることが多い。

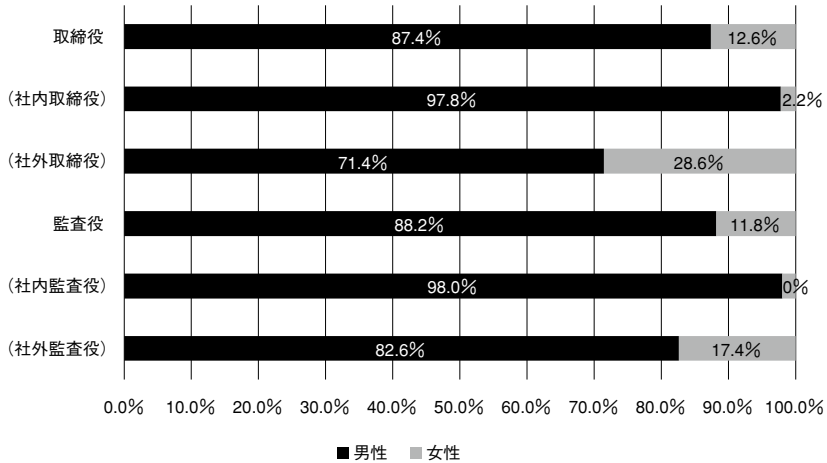
### ① ジェンダー・ダイバーシティ（性別の多様性）

ジェンダー・ダイバーシティは、現在の人的資本経営、ダイバーシティ問題における最重要の課題となっている。女性役員については、政策目標が設定され<sup>(注2)</sup>、議決権行使助言会社や機関投資家において複数の女性取

締役を選任されていない場合にはネガティブな判断が行われることがある。そのため、会社は教育、訓練を含めて、女性役員の増加に取り組んでいる。

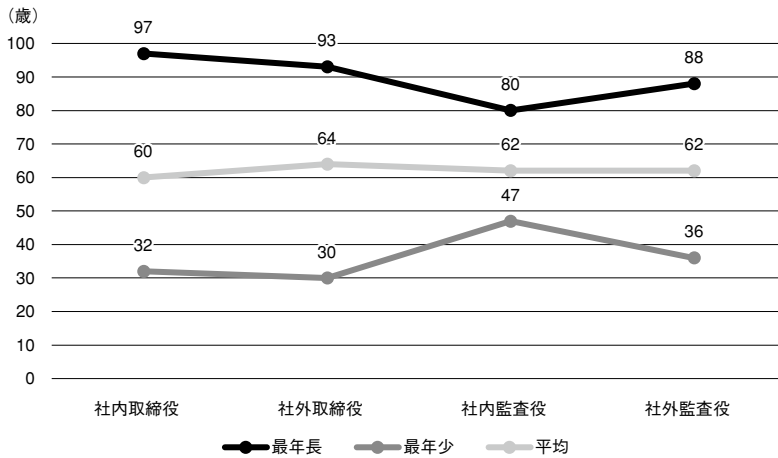
図表12によれば、社外取締役のうち28.6%は女性であるが、社内取締役についてはわずか2.2%である。業務執行を担当する社内取締役については、育成に時間がかかることから、社外取締役として外部から女性を採用する動きが進んでいる。監査役についても同様であるが、コーポレートガバナンス・コードや議決権行使助言会社や機関投資家からの要請が取締役よりも弱いことから、女性監査役の比率は女性取締役よりも低くなっている。

(図表12) 取締役会のジェンダー・ダイバーシティ (性別の多様性)



(出所) 日本投資環境研究所

(図表13) 取締役会のジェネレーション・ダイバーシティ (年齢の多様性)



(出所) 日本投資環境研究所

## ② ジェネレーション・ダイバーシティ (年齢の多様性)

日本企業においては、長年にわたって年功序列の実務が定着してきたため、取締役を含むシニアマネジメント層は、年齢が高いメン

バーを中心に構成されることが多い。図表13によれば、社内取締役、社外取締役、社内監査役、社外監査役ともに、年齢構成には大きな相違はなく、平均年齢は60-64歳である。最年少は30歳代から40歳代である。最高齢に

---

については、90歳を超える取締役が選任されており、監査役も80歳代が選任されている。

年齢については、社内規程を設ける会社も増えている。また高齢の役員は在任期間も長い傾向があり、特に社外役員の場合には反対票が増加する一因である。

## ■ 5. おわりに

2023年6月の株主総会では、オンラインの活用を含めて株主との対話を前向きにとらえる会社が増加し、株主総会が対話の場として定着しつつある。日本企業のコーポレート・ガバナンスについては、コードの定着、開示制度の見直しもあり、確実に向上している。他方では、サステナビリティに関連する問題の重要性が高まるとともに、同時に企業価値の向上への株主の視線も厳しくなっている。このように経営環境が複雑化するなかで、コーポレート・ガバナンスの実効性を確保することが一層求められる。そこでは、形式的な整備にとどまらず、自社の実情に合わせたガバナンスの実効性を高める努力の継続が必要である。

### 〔参考文献〕

- ・東京証券取引所「2023年3月期決算会社の定時株主総会の動向について」（2023年4月23日）
- ・内閣府「女性活躍・男女共同参画の重点方針 2023（女性版骨太の方針 2023）」（2023年6月13日）
- ・上田亮子「2023年株主総会の総括」資本市場アップデートVol.11（2023年7月）

・上田亮子「金融・資本市場のリスク構造の変化とコーポレート・ガバナンス」金融・資本市場リサーチ Vol.11（2023年8月）

（注1）東京証券取引所「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ついて」（2023年3月31日）

（注2）内閣府「女性活躍・男女共同参画の重点方針 2023（女性版骨太の方針 2023）」（2023年6月13日）

