

2020年8月26日 全14頁

2020年6月株主総会シーズンの総括と示唆

コロナ禍での特例措置により、取締役選任議案の賛成率は改善

経営コンサルティング部
主任コンサルタント
吉川 英徳

[要約]

- 2020年6月株主総会は新型コロナウイルス感染症対応という例年とは大きく異なる株主総会運営であった。3月期決算企業の大部分は例年通り6月に定時株主総会を開催したものの、新型コロナウイルス感染症の影響もあり、本年6月株主総会の平均来場者数は29名（前年は197名）と大幅に減少、所要時間も平均で33分（前年は57分）と大幅に短縮化されている。
- 2020年6月株主総会の議決権行使結果については、全体的に賛成率が改善傾向にあった。本年度の株主総会においては、上場子会社への独立社外取締役比率の引き上げなどコーポレートガバナンスに関する基準等は厳格化された一方で、議決権行使助言会社や機関投資家が上場企業への新型コロナウイルス感染症の影響を考慮し、取締役選任議案等の業績基準の適用を停止したことが背景にある。特に議決権助言会社最大手のISS¹が2020年6月以降の株主総会よりROE5%基準²の適用を一時停止したことの影響が大きいと考える。
- 2021年6月株主総会シーズンに向けては、(1)ハイブリッド型バーチャル株主総会の普及、(2)東証市場再編とCGコード再改訂に伴うコーポレートガバナンスに求められる水準向上、(3)政策保有株式の縮減に向けた対応等がポイントとなると考える。特に来年度の株主総会より大手議決権行使助言会社グラスルイスが政策保有株式について純資産10%基準³の導入を既に公表、ISSも同様の基準導入のポリシーサーチを2年連続で実施している。資本市場の政策保有株式に対する見方が厳しくなっており、上場会社が今まで以上に縮減に取り組むことが求められている。

¹ Institutional Shareholder Services Inc.

² ISSは通常は過去5期平均のROEが5%を下回り、かつ改善傾向にない場合には、社長や会長などの取締役選任議案に反対することを推奨している

³ 原則として「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、会長（会長職が存在しない場合、社長等の経営トップ）に反対助言とする

1. コロナ禍対応に伴う 2020 年 6 月株主総会の総括

2020 年 6 月株主総会においては、新型コロナウイルス感染症対応が課題となったことは記憶に新しい。主なポイント⁴としては、(1) 開催時期の変更、(2) 参加人数の最小化、(3) 運営時間の短縮化であった。3 月期決算企業の大部分は、6 月に例年通り定時株主総会を開催しており、また株主総会会場への来場制限やハイブリッド型株主総会を実施した企業は全体から見ると一部に留まっている（図表 1）。一方で、6 月に株主総会を実施したものの、招集通知で来場自粛を呼びかけると同時に、株主総会のお土産配布を中止する企業が大幅に増加した。本年から株主総会来場者に対してお土産配布を中止した企業数は 1739 社中 809 社（46.5%）⁵で、うち 608 社は新型コロナウイルス感染症を理由に配布を中止、来期以降は未定としている。お土産を配布した企業の割合は 6 月株主総会実施企業の 8.6%に留まっており、前年の 55.1%から大幅に減少している。

お土産配布の中止以外にも、①役員のみでの株主総会の実施、②定員制の導入、③事前登録制度の導入、④ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施等の企業側取組が行われたことや、株主自体が株主総会への来場自粛を進めたことから、2020 年 6 月株主総会の平均来場者数は 29 名（前年は 197 名）と大幅に減少した（図表 2）。自粛要請により来場者が 0 名の企業も 7 社あった。加えて、所要時間も平均で 33 分（前年は 57 分）と大幅に短縮化されている。事業報告等の簡素化等の実施が奏功したとみられる。なお、最短は 1 分（前年は 104 分）のサービス業で、役員のみで株主総会を実施している。

そうした結果、株主総会で新型コロナウイルス感染症の集団クラスターの発生を抑えるという当初の目的は無事に達成されたと考えられる。

⁴ 詳細については拙著「2020 年 6 月株主総会に向けた論点整理（2020 年 5 月 27 日）」をご参照
https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20200527_021558.pdf

⁵ 資料版商事法務 7 月号より。調査対象 1,824 社中有効回答のあった 1739 社

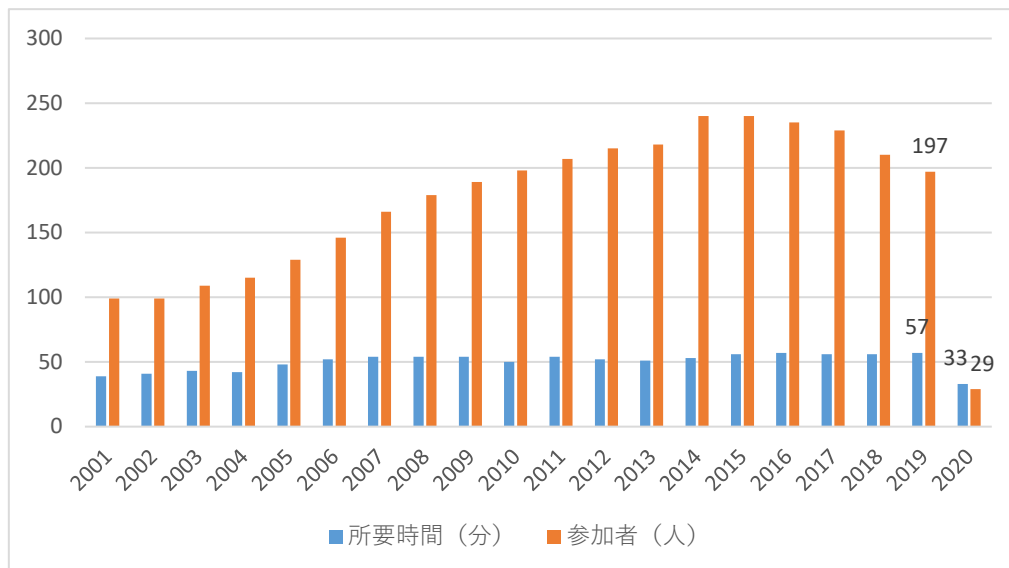
(図表 1) 2020 年 6 月株主総会の状況

主な論点	6 月株主総会の対応状況	状況
開催時期の変更 (3 月期決算)	6 月に通常通り開催	1801 社
	基準日変更で 7 月以降に開催	47 社
	継続会の実施 ⁶	21 社
	臨時株主総会の実施 ⁷	2 社
来場人数の最小化	役員のみで開催する旨を招集通知に明記	*24 社
	定員制の実施	*55 社
	事前登録制	*32 社
	お土産の廃止 (うち今回のみ配布中止)	**809 社 (608 社)
	ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施	*122 社
	うち出席型	*9 社
	うち参加型	*113 社

(注) 分母は新興市場を除く 2020 年 3 月期決算企業 1,824 社。但し、*については、2020 年 3 月末を基準日とする 2,344 社、**は上記 1,824 社中有効回答のあった 1,739 社

(出所) 資料版商事法務 2020 年 7 月号より大和総研作成

(図表 2) 6 月株主総会の参加者及び運営時間の推移



(出所) 資料版商事法務 2020 年 7 月号より大和総研作成

⁶ 継続会 (会社法 317 条) として、同一の株主総会を 2 日間に分けて実施する方式。計算書類の承認を後日程で実施する

⁷ 臨時株主総会を別途開催し、計算書類の承認を実施する

2. 2020年6月株主総会の議決権行使結果

2020年6月株主総会シーズン⁸（2019年7月～2020年6月）の主要企業（TOPIX500）の議決権行使結果は図表3のとおりである。議案全体の賛成率は95.5%（子議案を含む5,907議案）で前年比0.9%ptの改善となっている。新型コロナウイルス感染症対応により、取締役選任議案でISSや一部機関投資家が特例措置を導入、ROE等の業績基準の適用を停止したことにより、経営トップの取締役選任議案の賛成率は92.8%（前年比+1.8%pt）と大幅に改善。また、経営トップを除く社内取締役の平均賛成率は95.7%（同+0.7%pt）と改善している。加えて、剰余金処分案についても98.6%（同+1.1%pt）と改善している。

（図表3）主要企業（TOPIX500）の議案別の議決権行使結果

	2018年	2019年	2020年				公表賛成率	公表賛成率	最小値の業種
	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%	103	105	98.9%	+0.5p	100.0%	82.4%	小売業
剰余金処分	97.5%	97.5%	338	338	98.6%	+1.1p	100.0%	72.6%	小売業
取締役選任	94.9%	94.4%	472	4,320	95.4%	+1.0p	100.0%	57.6%	
経営トップ	91.9%	91.1%	455	455	92.8%	+1.8p	99.8%	57.6%	サービス業
社内	95.4%	94.9%	468	2,387	95.7%	+0.7p	99.9%	66.0%	電気・ガス業
社外	84.3%	78.8%	40	73	85.2%	+6.4p	100.0%	59.3%	電気機器
社外（独立）	95.6%	95.4%	425	1,405	96.4%	+1.0p	100.0%	66.4%	電気・ガス業
取締役選任（監査等委員）	94.0%	93.8%	81	265	94.0%	+0.2p	100.0%	57.9%	
社内	94.8%	93.8%	60	74	92.6%	-1.2p	98.6%	70.1%	情報・通信業
社外	91.1%	78.1%	6	7	79.8%	+1.7p	98.0%	58.5%	食料品
社外（独立）	93.8%	94.3%	75	184	95.1%	+0.8p	100.0%	57.9%	サービス業
監査役選任	93.8%	94.3%	244	501	94.8%	+0.5p	100.0%	55.8%	
社内	95.2%	95.7%	160	205	95.8%	+0.1p	99.8%	66.2%	小売業
社外	74.1%	76.7%	13	13	76.3%	-0.4p	99.8%	62.0%	卸売業
社外（独立）	94.8%	94.2%	180	283	94.8%	+0.6p	100.0%	55.8%	小売業
補欠監査役選任	94.6%	95.6%	85	92	97.8%	+2.2p	100.0%	74.0%	不動産業
補欠取締役選任（監査等委員）	95.9%	95.8%	36	39	94.9%	-0.9p	100.0%	57.1%	情報・通信業
役員賞与	94.4%	95.3%	49	50	97.2%	+1.9p	99.9%	74.2%	情報・通信業
役員報酬	95.9%	96.9%	53	67	98.4%	+1.4p	99.9%	89.5%	食料品
退職慰労金等	81.2%	81.2%	8	10	74.7%	-6.5p	88.1%	60.2%	小売業
株式報酬	92.9%	94.2%	83	89	95.5%	+1.3p	99.8%	71.9%	食料品
買取防衛策	66.5%	63.3%	12	12	66.1%	+2.8p	74.2%	53.8%	バルブ・紙
株式併合	98.7%	98.8%	3	3	98.6%	-0.1p	99.3%	98.0%	銀行業
会計監査人選任	99.1%	99.0%	9	9	99.4%	+0.4p	99.9%	98.3%	小売業
その他	93.2%	98.5%	7	7	95.9%	-2.7p	99.9%	85.8%	食料品
全体	94.9%	94.6%	492社	5,907	95.5%	+0.9p	100.0%	53.8%	

（出所）各社臨時報告書・招集通知より大和総研作成

（1）経営トップ選任議案（経営トップの取締役選任議案）

経営トップの取締役選任議案の修正賛成率⁹は以下の通り（図表4）。2019年と比較して、修正賛成率で95%以上の企業数が増加している。ROE別では、5%未満の企業の賛成率が顕著に改善していることが伺える。これらは、新型コロナウイルス感染症拡大が企業業績に与える影響を考慮して、ISSが本年6月よりROE基準の適用を一時停止し、

⁸ 本年集計においては2020年3月期決算企業で7月に株主総会を延期した企業を含む

⁹ 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）で計算。株主総会当日行使分の一部または全部について、賛成率を算出する際に分母に含める一方で分子の賛成個数等を含めない株主総会の実務対応部分を修正している

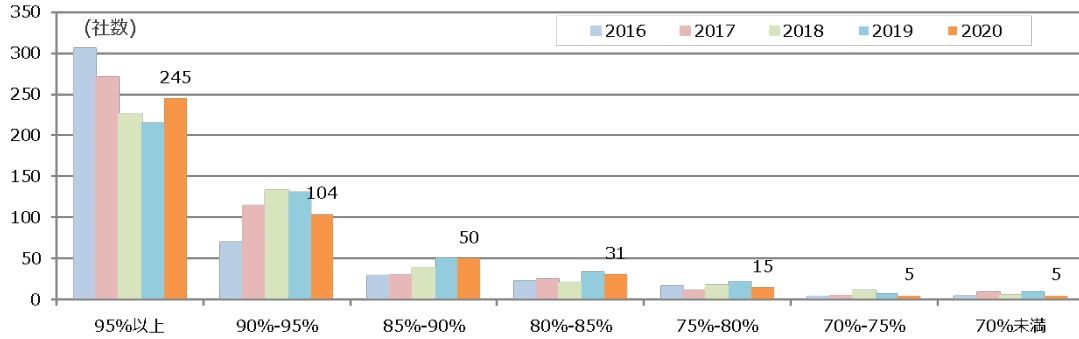
低 ROE 企業の経営トップ選任議案に対する反対助言を控えたことに加え、一部機関投資家も形式的な業績基準（ROE 等）による反対を控えたことが要因と考える。

対前年比では前年比較可能な 417 社中、修正賛成率が改善したのは 54%（225 社）、低下したのは 46%であった（図表 5）。特に 10%pt 以上の改善は 8%（34 社）に対し、10%以上低下したのは 2%（9 社）と改善が目立った。10%pt 以上の改善企業の要因は、前年の不祥事事件の反動、ISS の ROE 基準の適用一時停止、コーポレートガバナンスの改善（独立社外取締役を増員し、親子上場や指名委員会等設置会社・監査等委員会設置会社で独立社外取締役比率 1/3 以上の確保）等である。一方で、10%pt 以上の低下企業については、不祥事事件の発生やアクティビスト系投資家が大量保有している企業が目立った。

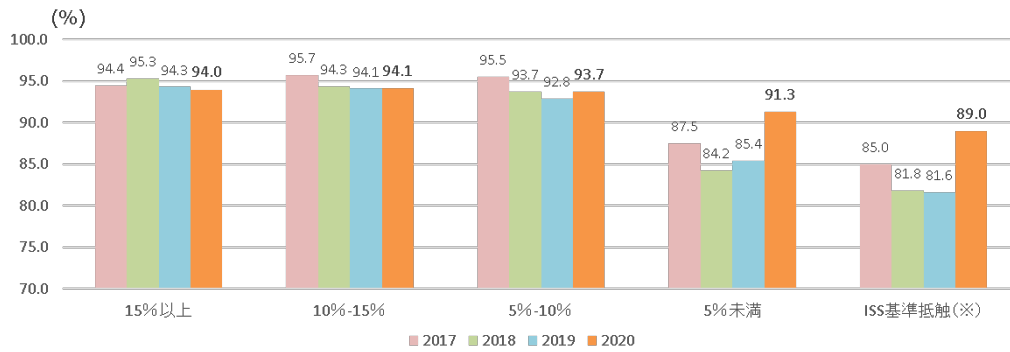
経営トップ選任議案の低賛成率の下位 10 社を見てみると（図表 6）、最も低いのはサービス業で 57.6%であった。これは、監査等委員会設置会社にも関わらず社外取締役が 1/3 未満であり、ISS 等や機関投資家の基準に抵触したためと考えられる。また、2 番目に低水準だった電気・ガス業については、不祥事が影響したと考えられる。下位 10 社については、本年は、業績（低 ROE）が理由というよりも、独立社外取締役比率や買収防衛策の継続導入、不祥事等のコーポレートガバナンスが議決権行使助言会社や機関投資家の基準に抵触したためと考えられる。

(図表 4) 経営トップ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



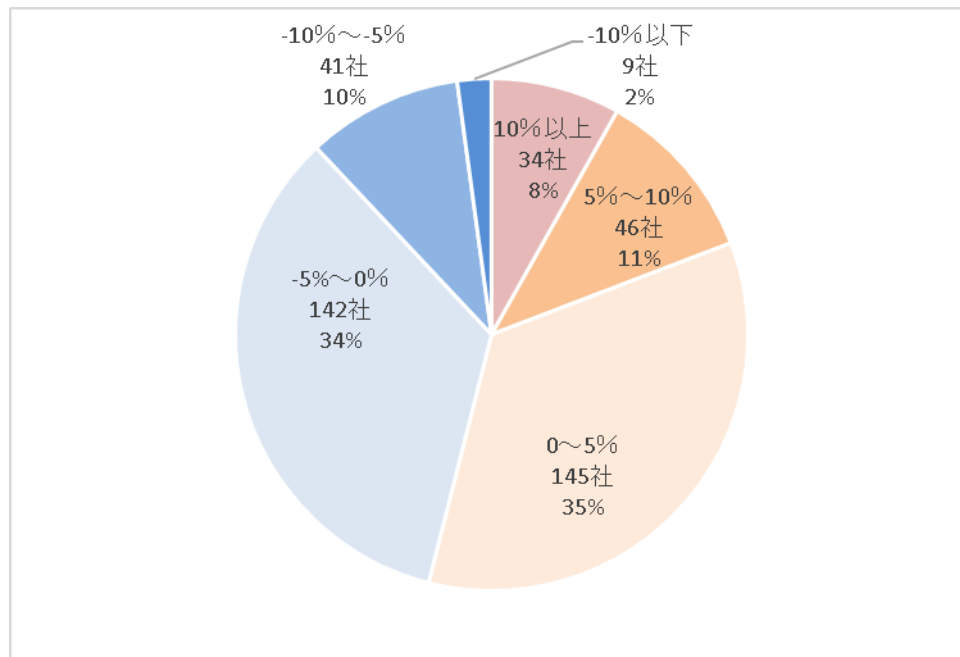
取締役選任議案（経営トップ修正賛成率）のROE別分布



(注) ISS 基準 : ROE が 5 年平均かつ直近期が 5%未満の場合は経営トップ選任議案に対して反対助言する基準。但し、2020 年 6 月株主総会以降は基準の適用を猶予している

(出所) 各社臨時報告書等より大和総研作成

(図表 5) 経営トップ選任議案の賛成率の前年比



(出所) 各社臨時報告書等より大和総研作成

(図表 6) 経営トップ選任議案の賛成率の下位 10 社

社名	株主 総会 時期	2020年 賛成率 (%)	FY2019 ROE	5年平均 ROE	ISSの ROE基準 (※)	賛成率 (2019年)	備考
サービス業	12月	57.6	2.1	11.3	×	88.5	・ 監査等委員会設置会社 ・ 独立社外取締役比率が20% (3名/15名)
電気・ガス業	6月	59.6	8.3	10.2	×	84.1	・ 不祥事 (不正金品受領事件)
小売業	11月	65.1	3.2	3.7	○	84.7	・ 英国系連用会社が12.6%保有 ・ 業績低迷 (ROE5%未満) ・ 著名アクティビスト投資家が総会前に大量保有を公表 ・ キャッシュリッチ企業 (総資産の4割がキャッシュ・現金)
機械	6月	67.9	8.9	10.8	×	76.2	・ 配当性向は30%未満 (FY19実績24%) ・ 独立社外取締役比率20% (2名/10名)
建設業	4月	69.3	11.5	10.6	×	-	・ 不祥事を巡り、前会長から経営陣刷新の株主提案あり
医薬品	6月	71.7	18.6	10.8	×	71.3	・ 買収防衛策を取締役会決議で継続導入
ガラス・土石製品	6月	71.8	5.6	7.0	×	97.1	・ 英国系連用会社が18.4%保有、棄権票 (7.7万個) ・ 独立社外取締役比率25% (2名/8名)
卸売業	6月	72.0	7.3	8.4	×	75.8	・ 取締役数19名 ・ 独立社外取締役比率26% (5名/19名)
非鉄金属	6月	73.0	▲ 12.8	1.7	○	72.2	・ 英国系連用会社が8.3%保有 ・ 子会社不祥事 (独占禁止法違反で103億円の課徴金納付命令) ・ 業績赤字 ・ 社外取締役の議員 (6名→5名)
情報・通信業	6月	74.7	4.1	5.6	×	78.1	・ 独立社外取締役比率25% (3名/12名) ・ 業績低迷 (ROE5%未満)

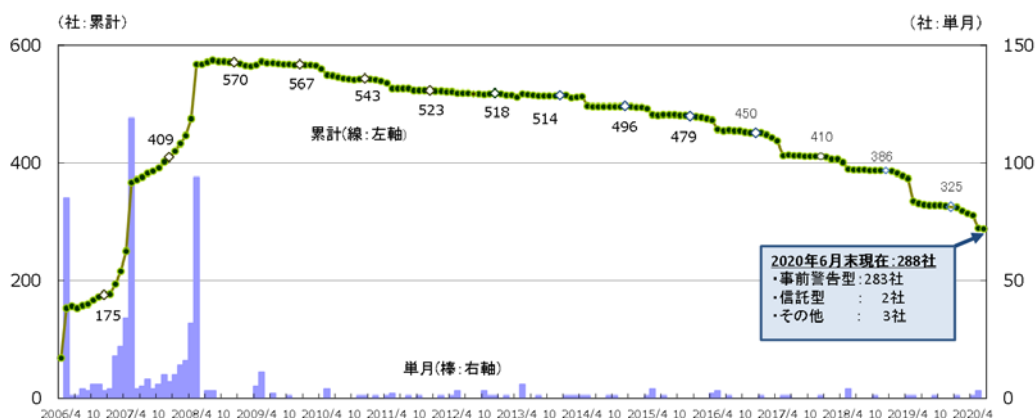
(注) ISS の ROE 基準について、2020 年 6 月以降は適用が一時停止されている。「○」については ROE が 5 期平均かつ直近が 5%未満に該当する企業

(出所) 各社臨時報告書等より大和総研作成

(2) 買収防衛策

2020年株主総会シーズンにおける買収防衛策は、新規導入が7社（前年同期3社）、非継続・廃止が49社（同60社）、継続が115社（同94社）であった。非継続・廃止は前年より減少しているものの、引き続き高水準で推移している。2020年6月末時点の買収防衛策の導入企業数は288社と、引き続き買収防衛策の導入企業数の減少傾向は変わらない（図表7）。主要企業の買収防衛策の継続・非継続を整理したのは図表8であるが、TOPIX500のうち、本年度に終了年度を迎える23社のうち、継続は12社、非継続・廃止は11社であった。継続企業のうち、買収防衛策の継続議案の賛成率は前回更新時より改善したのは2社、低下したのは10社であった。年々、国内機関投資家の買収防衛策の賛成基準が厳格化されており、賛成を得るためには、独立社外取締役で過半数を確保する等の取組が求められている。改善した1社（機械）については、外国人株主や金融機関株主比率が高いが、本年株主総会で社内取締役を減員し、独立社外取締役比率を過半数に高めたことによって、国内機関投資家の一部が賛成したと見られる。

（図表7）買収防衛策の導入社数の推移（全上場企業）



（出所）MARR データより大和総研作成

(図表 8) 主要企業 (TOPIX500) の買収防衛策の継続・非継続の状況

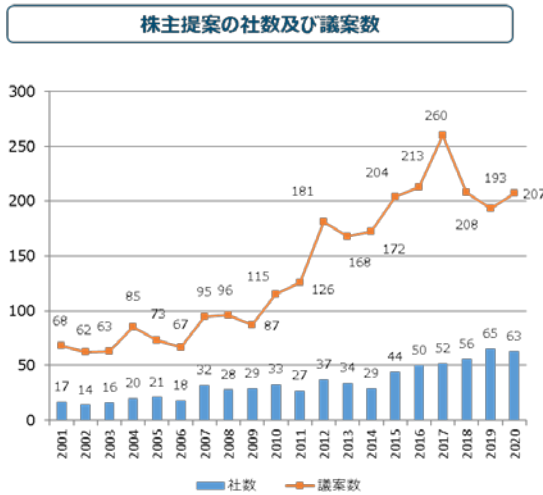
主要企業 (TOPIX500) の買収防衛策廃止・非継続企業 (～2020/6)										(※) 2020年総会終了時点
決算期	業種 ★:賛成率 改善	2020年 対応	時価総額 (百万円)	外国人 株主比率 (%)	金融機関 株主比率 (%)	2020年 賛成率	2017年 前回 賛成率	独立 社外取締役 比率 (※)	備考	
3月	パルプ・紙	継続	520,747	23.6	46.2	53.8%	62.9%	3/12	買収防衛策の必要性を説明。また対応措置発動時には原則、株主意思確認総会を開催	
3月	★機械	継続	451,210	18.1	49.9	74.2%	71.0%	5/9	前年は5/12で、取締役数を減らし、独立社外取締役比率で過半数を確保	
3月	不動産業	継続	403,704	16.3	33.6	70.1%	84.9%	4/15		
11月	食料品	継続	309,829	10.7	32.5	71.4%	77.0%	2/11	対抗措置の発動は独立委員会の答申で認められた場合のみに限定	
12月	その他製品	継続	248,563	36.1	36.9	57.5%	62.2%	5/8	独立社外取締役比率が5/8と過半数を確保 (前年は4/11)	
3月	化学	継続	235,608	21.2	35.1	61.4%	64.3%	3/7	前年の独立社外取締役比率は3/10で、取締役を減員。	
3月	建設業	継続	221,999	26.2	25.5	57.7%	62.9%	3/10		
3月	卸売業	継続	185,286	13.3	30.4	68.3%	75.8%	2/12		
12月	食料品	継続	173,941	14.5	41.2	66.5%	79.2%	5/10	独立社外取締役比率が5/10と半数を確保。前年は3/9。	
2月	★小売業	継続	161,075	4.0	16.8	67.9%	67.8%	2/6		
12月	その他製品	継続	144,166	12.6	40.4	70.9%	82.9%	3/8		
11月	機械	継続	91,859	11.6	35.2	73.5%	76.1%	2/16		
3月	電気機器	廃止・非継続	860,917	36.5	40.0	-	55.4%	4/12		
6月	精密機器	廃止・非継続	793,291	36.3	29.3	-	63.4%	5/14		
3月	電気機器	廃止・非継続	491,536	15.1	37.0	-	72.3%	5/12		
3月	化学	廃止・非継続	291,202	34.0	38.9	-	69.1%	5/10		
3月	陸運業	廃止・非継続	288,772	25.1	37.1	-	63.1%	3/9		
3月	食料品	廃止・非継続	222,081	24.8	28.5	-	55.4%	3/10	アクティビスト投資家が保有	
12月	その他製品	廃止・非継続	164,302	15.0	22.6	-	79.8%	3/7	非上場の投資先を強制的に買収を実施	
3月	機械	廃止・非継続	133,850	11.8	46.2	-	59.6%	※5/11		
3月	繊維製品	廃止・非継続	132,950	20.5	43.3	-	50.8%	4/10		
3月	機械	廃止・非継続	121,911	25.5	43.2	-	53.7%	3/9		
3月	機械	廃止・非継続	115,107	24.6	43.3	-	72.3%	3/7	アクティビスト投資家が大量保有 (9.5%)	

(出所) 各社適時開示・臨時報告書・SPEEDA より大和総研作成

(3) 株主提案

2020年6月株主総会シーズンにおける株主提案は63社・207議案(親議案ベース)と社数ベースでは前年に引き続き高水準であった(図表9)。アクティビスト投資家からと見られる株主提案は23社で、こちらは前年の18社を超え過去最高を更新した。図表10は株主提案の賛成率30%以上の主要な株主提案の一覧である。なお、同一覧には、業績不振で経営体制の刷新を求める株主提案が実施され可決された2社(電気機器・繊維製品)を除いている。昨年までの傾向同様にコーポレートガバナンス強化に資する株主提案(買収防衛策の廃止・役員報酬の個別開示・クローバック条項の導入・CEOと議長の分離)については機関投資家からの賛同も得やすく、賛成率が高めとなっている。今年に関しては気候変動対応を求める株主提案が銀行業に提案され、大手議決権行使助言会社や一部北欧系機関投資家が賛同したと見られ34%の賛成票を獲得している。また、一部議案ではアクティビスト投資家の推薦する取締役候補者が40%以上の高い賛成率を獲得している事も特徴である。

(図表 9) 株主提案の推移



	株主還元	定款変更	取締役選任・解任	その他	合計
2011	8	89	18	11	126
2012	12	118	33	18	181
2013	11	116	21	20	168
2014	12	129	19	12	172
2015	23	139	29	13	204
2016	23	148	37	5	213
2017	20	200	28	12	260
2018	29	123	40	14	206
2019	32	118	32	11	193
2020	22	119	47	19	207

定款変更内訳	株主還元関係	CG関係	ESG (反原発)	その他	計
2018	12	35	56	20	123
2019	17	22	49	30	118
2020	13	43	42	21	119

(注) 2020 年は新型コロナウイルス感染症の影響で定時株主総会が7月開催となった1社を含む

(出所) 各年の株主総会白書(商事法務)、臨時報告書、招集通知等より大和総研作成

(図表 10) 主要な株主提案(全規模の賛成率30%以上)

提案者	提案先の業種	議案名	備考	賛成率(%)
★日系アクティビスト投資家A	海運業A	買収防衛策廃止	-	47.6
★日系アクティビスト投資家B	建設業B	取締役選任	提案したアクティビスト投資家の関係者	44.5
★シンガポール系アクティビスト投資家C	電気機器C	取締役選任	提案したアクティビスト投資家の関係者	43.4
★シンガポール系アクティビスト投資家C	電気・ガス業D	定款変更	役員報酬の個別開示	43.2
★シンガポール系アクティビスト投資家C	電気機器C	取締役選任	弁護士・公認不正検査士	42.0
★日系アクティビスト投資家A	海運業A	定款変更	第三者割当増資における株主意思の確認	40.7
★日系アクティビスト投資家A	海運業A	剰余金処分	-	40.2
★日系アクティビスト投資家A	海運業A	自己株取得	-	40.0
★日系アクティビスト投資家A	海運業A	定款変更	クロ・バック案項の導入	38.1
★シンガポール系アクティビスト投資家C	電気機器C	取締役選任	元化学企業の執行役員	37.7
★シンガポール系アクティビスト投資家C	電気・ガス業D	定款変更	取締役退任後の監計契約の有無、契約金額の開示	37.4
★日系アクティビスト投資家D	卸売業E	定款変更	資本コストの開示に係る定款変更の件	37.2
★日系アクティビスト投資家D	非鉄金属F	定款変更	最高経営責任者と取締役会議長の兼任について	37.0
★日系アクティビスト投資家A	海運業A	役員報酬	取締役の報酬総額(年額)の引下げの件	36.8
★日系アクティビスト投資家A	海運業A	取締役解任	-	36.5
★日系アクティビスト投資家A	海運業A	定款変更	政策保有株式売却	36.4
★日系アクティビスト投資家A	海運業A	監査役解任	-	36.2
★日系アクティビスト投資家A	海運業A	監査役解任	-	36.2
★日系アクティビスト投資家A	海運業A	監査役解任	-	36.2
★日系アクティビスト投資家A	サービス業G	剰余金処分	-	35.8
★英国系アクティビスト投資家E	食料品H	取締役選任	コーポレートガバナンス専門家	35.6
★香港系アクティビスト投資家F	銀行業I	定款一部変更	気候変動対応	34.0
★香港系アクティビスト投資家F	機械J	定款変更	自己株式の消却の件	32.9
★香港系アクティビスト投資家F	その他製品K	買収防衛策廃止	-	32.7
★米国系アクティビスト投資家G	陸運業L	取締役選任	外資系不動産ファンド会社日本代表	32.6
★米国系アクティビスト投資家H	小売業M	取締役選任	提案したアクティビスト投資家の関係者	31.8
★シンガポール系アクティビスト投資家I	電気機器C	取締役選任	シンガポール系資産運用会社代表	31.1
★シンガポール系アクティビスト投資家I	電気機器C	取締役選任	シンガポール系資産運用会社代表	31.1
★シンガポール系アクティビスト投資家I	銀行業I	定款変更	株主提案議案の株主総会参考書類記載	31.0
★日系アクティビスト投資家D	卸売業E	定款変更	保有する株式の売却に係る定款変更の件	30.5
★日系アクティビスト投資家D	建設業N	取締役選任	リスクマネジメントマネーロンダリング防止専門家	30.5

(注) 大株主同士の内紛による株主提案及び可決された2社を除く

(出所) 各社臨時報告書より大和総研作成

3. 2021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を見通すうえでのポイントは以下の3点、(1)ハイブリッド型バーチャル株主総会の普及、(2)東証市場再編とCGコード再改訂に伴うコーポレートガバナンスに求められる水準向上、(3)政策保有株式の縮減に向けた対応、と考える。

(1) ハイブリッド型バーチャル株主総会の普及

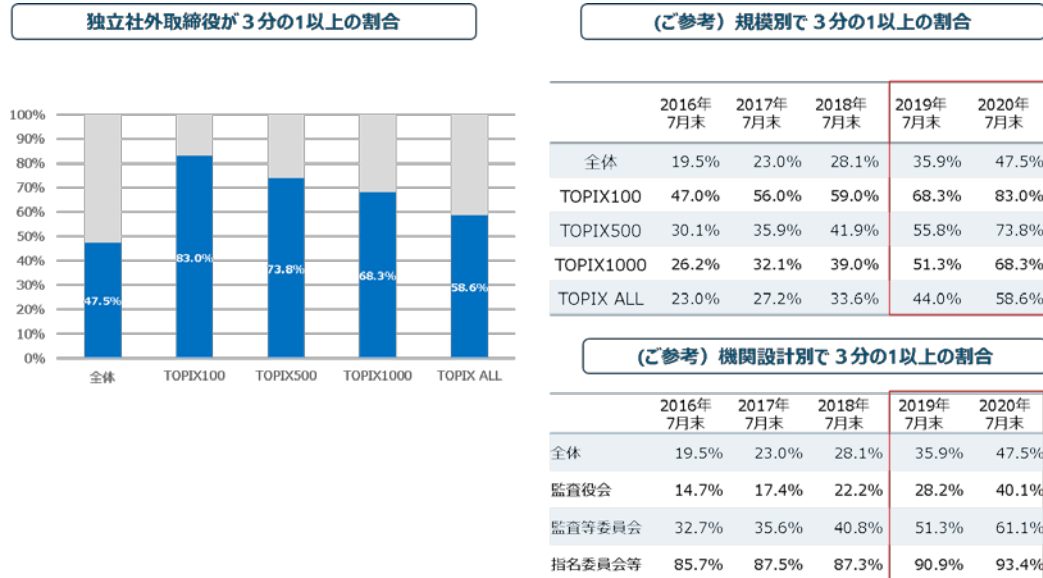
2020年6月株主総会シーズンにおいては、3月以降の株主総会において新型コロナウイルス感染症対応の施策の1つとして、株主に対して来場自粛を求める代わりに、インターネット中継や参加等を可能とする企業も見られた。ただ、多くの企業においては、新型コロナウイルス感染症拡大が本格化したのが3月以降と、ハイブリッド型株主総会に移行するのに際した検討時間が短く、また、4月以降の緊急事態宣言で多くの企業の株主総会実務担当者が在宅勤務体制となる等の混乱の中において実際にハイブリッド株主総会を実施した企業は限定的であった。新型コロナウイルス感染症の収束時期が見通せないことから、来年度に向けては本年以上にハイブリッド型株主総会を検討する企業が増加すると考えられる。

(2) 東証市場再編とCGコード改訂

2022年4月開始の新市場区分（プライム市場・スタンダード市場・グロース市場）の制度開始に向けて、今年の秋頃からプライム市場の上場会社を念頭においたコーポレートガバナンス・コード改訂の議論が開始される予定である。例年の改訂スケジュールでは、年内に原案が公表され、年明けにパブリックコメントを経て正式に決定。その後、2021年6月に施行となる流れと考えられる。現行の東証1部上場企業の大部分が移行すると想定されるプライム市場においては、現行のコーポレートガバナンス・コードより高い水準が必要とされる予定である。例えば、独立社外取締役で3分の1の確保や、取締役会評価における外部評価機関の活用等が求められると言われている。また、支配株主を有する上場子会社においては、過半数の独立社外取締役の確保等も論点となる可能性がある。このような動きは、来年度以降の機関投資家の議決権行使基準に反映される可能性が高く注意が必要である。

なお、図表11に示すように、東証1部上場企業の約6割が独立社外取締役比率で3分の1を確保しており、多数派となっている。また、女性取締役の確保についても、図表12に示すように、主要企業（TOPIX500）の4分の3が確保している。女性役員選任の次のステップとしては、複数名の確保や30%の確保が視野に入ってくると考える。

(図表 11) 独立社外取締役比率

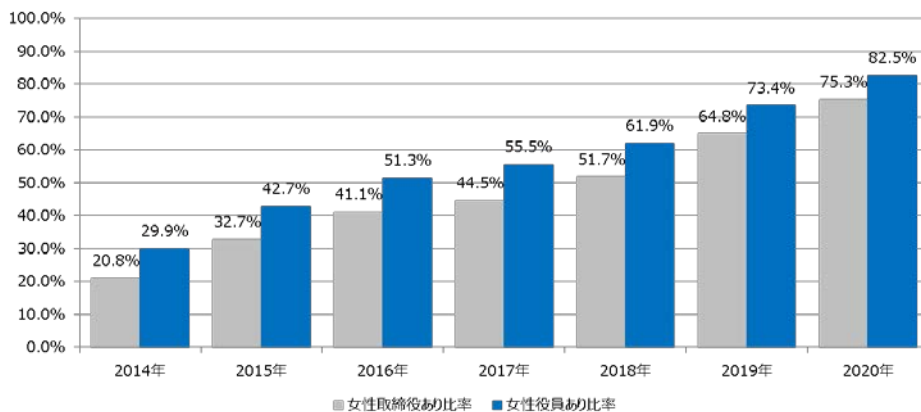


(出所) 各社コーポレート・ガバナンス報告書より大和総研作成

(図表 12) 主要企業 (TOPIX500) の女性役員選任状況

(ご参考) 女性役員 (女性取締役) の選任状況 (TOPIX500)

(注) 女性役員の有無は有価証券報告書の開示ベース、一部企業は執行役員等も含めてカウントしている
2020年は8月6日時点の有価証券報告書・招集通知等より作成



		2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
TOPIX500	女性役員あり	29.9%	42.7%	51.3%	55.5%	61.9%	73.4%	82.5%
	女性取締役あり	20.8%	32.7%	41.1%	44.5%	51.7%	64.8%	75.3%
(ご参考) TOPIX100	女性役員あり	49.0%	61.0%	70.0%	72.0%	77.0%	86.1%	93.0%
	女性取締役あり	37.0%	47.0%	55.0%	57.0%	65.0%	77.2%	89.0%

(出所) 各社有価証券報告書等より大和総研作成

(3) 政策保有株式の縮減に向けた対応

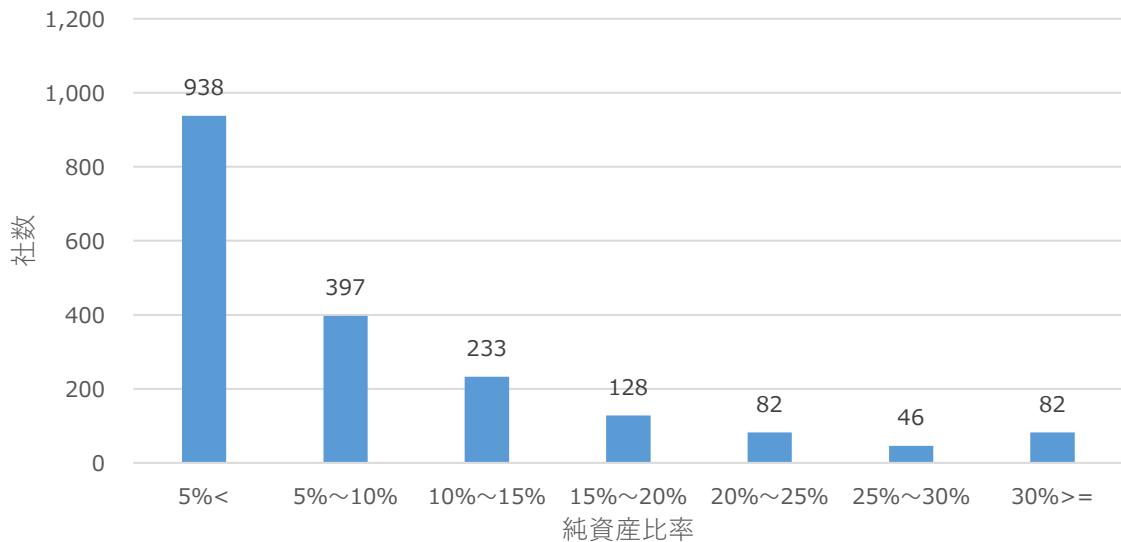
足元、上場企業の多くが関心を高めている議決権行使助言会社・機関投資家の動向の1つに政策保有株式の保有に対する定量基準の導入がある。大手議決権行使助言会社のグラスルイスが2021年の株主総会より、政策保有株式が連結純資産の10%超を保有する会社の経営トップ選任議案に対して反対推奨する方針を公表している。また、議決権行使助言会社最大手のISSも前年に引き続き本年も、グラスルイスと同様に政策保有株式の保有に対する定量基準の導入の是非及び基準の水準についてポリシーリサーチを実施しており、基準導入に向けた環境整備を行っている。図表13は2020年3月期企業を含む直近期の純資産に占める政策保有株式（特定保有株式）の割合の分布図であるが、グラスルイスの新基準には571社（29.9%¹⁰）が抵触すると見られる。

上場企業の政策保有株式の保有については、従来は、①CGコードでの縮減の方針の開示及び保有の検証の実施、②有価証券報告書での最大60銘柄について個別の検証内容の開示が求められており、あくまで保有の合理性について「説明責任を果たす」という観点での開示であった。加えて、取締役選任議案に対する議決権行使基準に政策保有株式の保有基準を設けている機関投資家は少数であり、上場会社へのプレッシャーは限定的であったともいえる。

仮に、機関投資家に多大な影響力を有するISSが政策保有株式の保有に定量基準を設けた場合は、基準に抵触する多くの上場会社が、仮に説明が十分果たせる政策保有先であったとしても、経営トップ等への反対票を避ける観点から、政策保有株式の縮減を余儀なくされ、日本の長年の商習慣である持ち合い文化は大きく変えざるをえなくなると考える。

¹⁰ 東証1部上場企業のうちデータ取得可能な企業1,906社に占める割合

(図表 13) 主要企業 (TOPIX) の純資産に占める特定投資株式の比率別の社数



(注 1) 分母は TOPIX 対象企業 (2,169 社) のうちデータ取得可能な 1,906 社

(注 2) 直近期 (2019 年 4 月~2020 年 3 月) の純資産に占める特定投資株式の保有残高比率

(注 3) 子会社保有分かつみなし保有を含む

(出所) Quick AMUSUS より大和総研作成

2014 年のスチュワードシップ・コード策定以降、コーポレートガバナンス・コード策定やそれらの改訂、株式報酬制度の環境整備 (特定譲渡制限付株式の解禁)、有価証券報告書等の開示内容の厳格化 (政策保有株式や役員報酬) 等の制度変更に加え、機関投資家が議決権行使基準を厳格化したこともあり、日本の上場企業のコーポレートガバナンス水準はこの数年間で大幅に高まっている。加えて、単なる「形式」だけ拡充だけでなく、「実質」の強化への流れも強まっている。そうした一連の日本企業のコーポレートガバナンス改革が進む流れの中で発生した今回のコロナ禍は、社会全体の在り方が大きく変わる変革期に上場企業の取締役会がどのようにリーダーシップを発揮するかの試金石になると考える。上場会社の取締役会はコーポレートガバナンスの強化を「実質」の強化から「結果」に結び付けていく努力が必要となろう。2021 年 6 月株主総会においては、そうした企業側のポストコロナを見据えた経営姿勢を株主に示し、判断される機会になると考える。

—以上—