

2021年5月26日 全10頁

# 2021年6月株主総会に向けた論点整理

## “デジタル化”が意識される株主総会

経営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]

- 2021年6月株主総会の主要な論点としては、デジタル化等の運営実務の進化、議決権行使基準等の厳格化及びアクティビスト投資家等の動向、東証市場再編やコーポレートガバナンス・コードを見据えた上場企業側の対応、等が挙げられる。
- 昨年以降、バーチャル株主総会へ取り組む企業数は増加しており、2021年6月株主総会においては3月決算企業の14%<sup>1</sup>がバーチャル株主総会を実施する予定である。一部企業は定款変更等の実施によりバーチャルオンリーの株主総会の開催に向けた準備を進めている。
- 議決権行使助言会社の助言方針や機関投資家の議決権行使基準の厳格化が進んでいる。独立社外取締役の確保（3分の1以上）に加え、政策保有株式に関する定量的な保有基準（純資産の10%等）や社外役員の独立性に関する在任期間（12年未満）等が追加されている。また、一部の機関投資家はESGに関する基準（女性役員の選任やTCFD対応等）を議決権行使基準に明記している。
- アクティビスト投資家の活動は引き続き高水準で活動しており、2021年6月株主総会シーズン<sup>2</sup>においても株主提案やTOB（公開買い付け）の実施が相次いでいる。今後、上場会社においては政策保有株式の縮減に伴い安定株主比率が減少する一方で、機関投資家（議決権行使助言会社）においては更なる議決権行使基準等の厳格化が見込まれる。上場企業として安定的な経営基盤を確立するためには、資本市場との対話を通じた“信頼関係の確立”が重要となっており、株主総会は“経営陣と株主が信頼関係を醸成する場”としての役割が従来以上に意識されると考える。

<sup>1</sup> 分母は1660社。株式会社東京証券取引所「2021年3月期決算会社の定時株主総会の動向について」（2021年4月26日）（<https://www.jpx.co.jp/news/1021/20210426-01.html>）

<sup>2</sup> 2020年7月～2021年6月

---

## 1. 2021年6月株主総会の運営実務の論点

2021年6月株主総会における運営実務のポイントは(1)株主総会実務のデジタル化の加速、(2)新型コロナウイルス感染予防に向けた取組みの広がり、(3)招集通知における開示の工夫、(4)個人株主の当日質問への対応がある。

### (1) 株主総会実務のデジタル化の加速

新型コロナウイルス感染症の拡大予防の観点から社会全体のデジタル化が進む中において、株主総会の運営実務においてもデジタル化が進んでいる。具体的には、①招集通知の早期ウェブ開示の定着、②議決権の電子行使プラットフォームの利用可能な上場企業数の増加、③バーチャル株主総会の実施増加、等である。

東証の集計<sup>3</sup>によれば、招集通知の早期ウェブ開示については、上場企業の74.1%が実施しており、前年比で+8.5ptの大幅増となっている。令和元年改正会社法に基づく株主総会資料の電子提供制度により、今後、総会開催日の3週間前までの提供が求められるため、早期ウェブ開示の実務の定着が進展している。

また、機関投資家向けの議決権電子行使プラットフォームを利用する東証1部上場企業は62.5%と前年比+9.6ptの大幅増となっている。背景には、昨年発生した大手電機機器企業の定時株主総会での郵送による議決権行使書の集計ミス問題を受けて、2021年6月に改訂予定のコーポレートガバナンス・コード(以下改訂CGコード)の補充原則1-2④においてプライム上場会社には議決権電子行使プラットフォームの利用が求められるようになったことがある。

バーチャル株主総会の実施増加については、2021年6月株主総会において全体の14%(232社)の企業が実施予定である。形態別では、参加型が12.6%(208社)、出席型が1.1%(19社)、バーチャルオンリー型が0.3%(5社)となっている。技術的・法的ハードルの低い参加型を検討する企業が多数派であるが、一部の企業は出席型やバーチャルオンリー型を検討している。バーチャルオンリー型は従来の会社法の解釈では実施が不可能であったが、産業競争力強化法改正案<sup>4</sup>によって会社側が定款を変更すれば実施可能となり、一部企業<sup>5</sup>が2021年6月定時株主総会において定款一部変更議案でバーチャルオンリー型株主総会の実施に向けた定款変更の上程を予定している。

### (2) 新型コロナウイルス感染予防に向けた取組み

新型コロナウイルス感染予防に向けた取組みでは、株主総会の来場者数を最小化や運営時間の短縮に向けた施策がある。来場者数の最小化に向けた取組みに関しては、例えば、3

---

<sup>3</sup> 株式会社東京証券取引所・前掲注(1)

<sup>4</sup> 産業競争力強化法等の一部を改正する等の法律(2021年2月5日閣議決定)

<sup>5</sup> 三井住友FG、武田薬品工業、リクルート、Zホールディングス、IRジャパンHD等

---

月株主総会においては、商事法務の集計<sup>6</sup>によれば、来場自粛のお願いを招集通知に明示(307社)、インターネットによる事前の議決権行使が可能である旨の説明(218社)、お土産配布の中止(199社)、来場者の事前登録制(抽選制)の採用(24社)、株主懇談会・説明会の中止(48社)、参加型バーチャル株主総会の実施(47社)、出席型バーチャル株主総会の実施(5社)等が実施されている。その結果、3月株主総会の平均出席者数は37名で、2020年の同106名、2019年の同249名から大幅に減少している。

特に、新型コロナウイルス感染症の拡大予防の観点からお土産廃止の動きが急拡大している。2021年3月株主総会において、お土産配布を実施したのは11.3%(32社)に留まっている。今回から取りやめた企業は33.6%(95社)あり、そのうち63社は新型コロナウイルス感染症の流行により今期は見送りとしている。ここ数年、遠隔地株主との平等性等を理由に株主総会におけるお土産廃止の流れがあったが、新型コロナウイルス感染拡大予防のための株主総会参加人数抑制を背景に、一気にお土産廃止の流れが加速している。

一方で、運営時間の短縮については、議場における報告事項の詳細な説明の省略等がある。多くの企業が株主総会の運営時間の短縮を意識したとみられ、3月株主総会における開催時間は平均41分(前年46分、前々年59分)であった。なお、開催時間が最も短いのは精密機器における8分(前年34分)、一方で最も長いのは卸売業の2時間15分(前年2時間10分)であった。

### (3) 招集通知における開示の工夫など

本年の株主総会における招集通知の特徴としては、まずは英文招集通知の対応がある。改訂CGコード(補充原則3-1②)でプライム上場会社については開示書類の英訳が求められる中で、東証の集計によれば、東証1部上場企業の65.7%が英文招集通知の対応を予定しており、前年比+8.3pt増と大幅に増えている。また、事業報告等を含めた英訳実施予定は17.6%となっている。なお、改訂CGコードの補充原則4-11①で今後開示対応が求められる役員のスキルマトリックスについて、2021年3月株主総会の招集通知では6.0%(19社)<sup>7</sup>が開示している。前年の3.0%(9社)から増加しているものの、まだ全体的には少数派である。しかしながら、今後は改訂CGコード対応の観点からスキルマトリックスを開示対応する企業が増加していくと考えられる。また、近年はESG・SDGs等に関する取組みに対する株主の関心の高さから、それらの自社の取組みなどを招集通知で開示する企業も増えている。

### (4) 個人株主からの株主総会当日の質問など

株主総会当日の株主からの質問については、例年の経営方針等に関する質問に加え、本年3月株主総会においては、「バーチャル株主総会への取り組み姿勢」や「株主総会にお

---

<sup>6</sup> 「株主総会概況－2021年3月総会315社」資料版商事法務445号(2021年)131頁

<sup>7</sup> 「招集通知の外観・記載内容－2021年3月総会315社」資料版商事法務445号(2021年)152頁

---

ける新型コロナウイルスの感染予防に向けた取組み」、「東証市場再編への対応（流通時価総額基準への対応等）」、「新型コロナウイルス感染症の自社事業に対する影響やポストコロナを見据えた取組み等」等に関する質問が見られた。また、個人株主においても ESG・SDGs に対する関心は高く、「脱炭素」や「脱プラスチック」等のキーワードと共に「ESG や SDGs への取組み」に関する質問も多く見られた。働き方改革等の関連で「テレワーク等の取組み」についても質問された企業もあった。

## 2. 議決権行使助言会社・機関投資家及びアクティビストの動向

### (1) 議決権行使助言会社の 2021 年総会シーズン以降の助言方針の変更

まず、議決権行使助言会社の動向としては、ISS は、2022 年 2 月以降の株主総会より、①純資産の 20%以上の政策保有株式を保有する企業の経営トップの取締役選任議案に対し反対推奨を行う、②監査役会設置会社において社外取締役の割合が 3 分の 1 未満の場合、経営トップである取締役に対し反対推奨を行う、ことを公表している。

一方で、同じく議決権助言会社のグラスルイスは、2021 年より、純資産の 10%以上の政策保有株式を保有する企業の経営トップに反対推奨する基準<sup>8</sup>を適用している（助言方針は 2019 年に公表）。

なお、ISS は 2020 年 6 月以降の株主総会において新型コロナウイルスの感染拡大を踏まえ、議決権行使助言方針の一部を変更している。具体的には取締役選任議案における ROE 基準の適用停止、及び株主総会で継続会を選択した場合の剰余金処分、取締役選任、監査役選任、会計監査人選任、報酬の各議案の対応を変更している。2021 年 6 月株主総会においても引き続き上記の特例措置が適用される。また、グラスルイスにおいても新型コロナウイルスの感染拡大を理由に、継続会に関する情報開示の助言方針や買収防衛策に関する賛成条件の緩和を公表している。

### (2) 機関投資家の議決権行使基準の変更

国内主要投資家は 2021 年株主総会に向けて議決権基準の厳格化を既に公表している。従来は、外国人投資家の議決権行使基準が厳しいという見方が一般的であったが、ここ数年は、スチュワードシップ・コードの影響もあり、国内投資家の方が厳しくなりつつある。

図表 1 は主な国内機関投資家による取締役選任議案に関する主な基準変更を整理したものである。取締役選任議案における主な変更点は、①取締役会における社外取締

---

<sup>8</sup> 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（会長職が無い場合、社長等の経営トップ）に反対助言を行う。国際会計基準を採用している企業の場合、資本合計と比較する。この方針に使用する情報は、前年度の有価証券報告書の数値を使用する。ただし、この方針に関連する直近の数値を開示している企業については、その最新の数値を使用して精査する。

役比率の引き上げ（従来の複数名→1/3以上）、②上場子会社等における取締役会の独立性確保（独立社外取締役比率が1/3以上もしくは過半数）となっている。

なお、上場企業の関心の高い政策保有株式を過大に保有する企業の取締役選任議案に対する主要機関投資家の議決権行使基準における対応は、現時点では三井住友トラストアセットがエンゲージメント基準の中に明記しているに留まっている。前述したようにISS及びグラスルイスが取締役選任議案の助言方針に政策保有株式に関する基準を導入していることもあり、他の機関投資家の対応方針が注目される。

改訂CGコードでは、プライム市場上場企業においては、独立社外取締役の3分1以上の選任、支配株主が存在する場合には過半数の独立社外取締役の選任等が求められている。既に一部の機関投資家（第一生命やブラックロック、ニッセイアセット）はプライム市場上場企業向けの基準等を明確化している。

それ以外の基準の変更点については、社外役員の独立性基準に在任期間を追加（野村AM12年未満、りそなAM12年未満、ニッセイAM10年以下）、買収防衛策議案の基準厳格化や役員報酬議案における基準の明確化等がある。

上記に加えて、2021年6月株主総会においては、前年に引き続き新型コロナウイルスの影響が著しい企業に対しては、主要機関投資家は議決権行使基準における業績条件（ROE基準など）の緩和などが適用される予定となっている。

（図表1）議決権行使助言会社・主要機関投資家の取締役選任議案における主な変更点

	主な変更点
ISS	<ul style="list-style-type: none"> <li>監査役設置会社において社外取締役1/3以上を求める（従来は複数名の確保）（2022年より適用）</li> <li>政策保有株式の保有に関して定量基準（純資産20%基準）を適用（新設）（2022年より適用）</li> </ul>
グラスルイス	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策保有株式の保有に関して定量基準（純資産の10%）を適用（新設）</li> </ul>
野村アセット	<ul style="list-style-type: none"> <li>社外取締役が1/3または2名以上（支配株主のない監査役設置会社の場合は2021年10月までは20%または2名）に厳格化。従来は支配株主の無い監査役設置会社の場合は2名（取締役総数が12名超の場合は3名以上、それ以外は1/3以上）</li> </ul>
大和アセット	<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役選任議案に関して変更点なし</li> </ul>
三菱UFJ信託	<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役選任議案に関して変更点なし</li> </ul>
アセットマネジメントOne（みずほ信託）	<ul style="list-style-type: none"> <li>議決権行使とエンゲージメントの関係において、ESGにおいて重要課題（主要な論点）を明記</li> <li>取締役会における社外取締役の人数・構成比率については、「2人以上」「25%以上」に引き上げ（従来は2人・20%）</li> <li>ガイドラインで「社外取締役で過半数が望ましい」を明記。2022年4月以降は社外取締役比率1/3以上を検討を明記</li> </ul>
三井住友トラストアセット	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESGテーマを始めとする重大な課題を抱える企業や政策保有株式を過大に保有している企業について、エンゲージメントの申し入れに応じていただけない場合や、継続的にエンゲージメントを実施したにもかかわらず状況に改善がみられない場合は反対を検討（新設）</li> </ul>
りそなアセット	<ul style="list-style-type: none"> <li>監査役設置会社における独立社外取締役については2名かつ25%以上の選任を求める（従来は2名かつ20%以上）</li> <li>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（従来は1/3以上）</li> </ul>
ニッセイアセット	<ul style="list-style-type: none"> <li>監査等委員会設置会社あるいは指名委員会等設置会社で、独立した社外取締役が2名未満、または、1/3未満の場合の代表取締役の選任に反対（東証1部上場企業を対象に2021年6月から適用）（従来は2名以上の独立社外取締役の選任を求める）</li> <li>プライム市場上場企業において、独立した社外取締役が2名未満、または、1/3未満の場合、支配株主（親会社を含む）が存在する場合は過半数いない場合、代表取締役の選任に反対する基準を追加（2022年6月から適用）</li> </ul>
第一生命	<ul style="list-style-type: none"> <li>東証1部上場企業は独立社外取締役2名未満、それ以外は不在の場合は代表取締役の選任議案に反対（従来は不在の場合）</li> <li>2022年4月以降は東証グロース市場以外の上場企業で、独立社外取締役が2名未満、東証グロース市場の上場企業で、独立社外取締役が不在の場合は反対。2023年4月以降は東証プライム市場の上場企業で、独立社外取締役が1/3未満または2名未満は反対（新設）</li> <li>2022年4月以降は上場子会社においては社外取締役比率1/3未満または2名未満は反対（新設）</li> <li>ROE基準の引き上げ（5期連続3%→5期連続5%）</li> </ul>
ブラックロック	<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役会構成における独立社外役員比率の厳格化（東証プライム市場企業には1/3以上を求める、2022年1月以降適用）</li> <li>気候変動に関連する基準の厳格化および追加（TCFD・SASBに基づいた情報開示や「気候変動に関連する移行リスクへの経営上の対応」）（新設）</li> <li>ジェンダー・ダイバーシティに関連する基準の導入（TOPIX100構成銘柄に対し女性役員基準を追加）（新設）</li> <li>取締役選任議案におけるROE基準の厳格化（ROE3%基準の厳格化）</li> </ul>

（注）赤太字は主な変更点

（出所）各社公表資料より大和総研作成



### (3) アクティビスト投資家などの動向

2021年6月株主総会においてもアクティビスト投資家は引き続き活発に活動している<sup>9</sup>。新型コロナウイルス感染症の経済的な影響を緩和するために、世界各国の政府が積極的な財政出動を実施すると同時に中央銀行が低金利政策を主導しているため、株価水準は高値圏にある。こうした株式市場の活況を受け、アクティビスト投資家に資金が引き続き集まっていると見られる。

昨年と比べてアクティビスト投資家の投資先企業に対する対応がエスカレートしている。象徴的な案件については図表2に整理しているが、買収提案や臨時株主総会の開催請求、敵対的なTOBの実施、買収防衛策の有事導入・発動への対抗措置など、昨年までと比較して踏み込んだ対応を行っている。特にエフィッシモキャピタルマネージメントによる電気機器向けの株主提案（業務・財産調査役の選任）が他の機関投資家や議決権行使助言会社の賛成推奨を得て可決したのは、アクティビスト投資家の影響力が大きくなっている象徴的な事案でもある。

アクティビスト投資家からの株主提案・キャンペーンが一般化する中で、会社側のアクティビスト投資家に対する対応もこなれてきている。そうした中、アクティビスト投資家としては、より一層踏み込んだ対応を投資先企業に求めるようになってきたことが背景にあると考える。

(図表2) 2020年9月以降の主なアクティビスト投資家動向

アクティビスト名	業種名	直近保有状況	アクティビスト投資家のアクション	活動内容及び会社側の対応
Oasis Management	サービス業	9.6% →0%	臨時株主総会の開催請求	2020年10月に臨時株主総会の開催請求し、社長を含む取締役3人を解任の株主提案を実施 2020年11月に会社側は大手不動産をスポンサーに非上場化を決議、オアシスは賛成を表明 2020年12月の臨時株主総会における株主提案は賛成率が28%~33%に留まり否決
ストラテジックキャピタル (UGS-AM)	不動産業	9.4% (共同保有)	TOBの実施	2020年11月にTOBの実施を公表（上限29%）。株価がTOB価格を上回って推移したことからTOBは不成立。2021年1月に保有する株式を5%未満まで売却
村上氏等 (シテイインデックスイレブンス・南青山不動産等)	情報・通信業	30.8% (共同保有)	TOBの実施 裁判の実施	2020年11月に1株600円でのMBOを公表。村上氏側は2021年1月に1株840円でのTOBの実施予定を公表、2021年2月にMBOのTOB価格を1200円に引き上げ、村上氏側は1210円でTOBを実施。2021年3月に会社側は300円の特別配当の実施等や買収防衛策の有事導入、村上氏への対抗措置発動を取締役会決議で実施。村上氏側は東京地裁に新株予約権の無償割当の差し止め請求を実施、訴えが認められる
村上氏等 (レノシテインデックスイレブンス等)	輸送用機器	11.6%	臨時株主総会の開催請求	2020年11月に臨時株主総会の開催請求し、買収防衛策の廃止を求める 2021年1月の臨時株主総会における株主提案の賛成率は48%に留まり、否決
アラロンキャピタルマネージメント	電気機器	5.4%	臨時株主総会の開催請求	2020年12月に臨時株主総会の開催請求し、定款変更（資本政策）を求める 2021年3月の臨時株主総会における当該議案の賛成率は39%に留まり否決
エフィッシモキャピタルマネージメント	電気機器	9.9%	臨時株主総会の開催請求	2020年12月に臨時株主総会の開催請求し、業務・財産調査役の選任を求める 2021年3月の臨時株主総会における当該議案の賛成率は議決権行使助言会社の賛成推奨等を背景に58%に達し、可決
エフィッシモキャピタルマネージメント	電気機器	9.6% →19.2%	TOBの実施	2021年2月にTOBの実施（上限30%）を公表、会社側は取締役意見として“中立”を表明 エフィッシモの持ち株比率が19.2%まで上昇する
バリュースクエア	化学	7.3%	社外取締役の派遣	2021年1月に会社提案候補者としてのバリュースクエア関係者の社外取締役の選任を公表

(出所) 各社公表資料より大和総研作成

<sup>9</sup> アクティビスト投資家の動向・対応については拙著「アクティビスト投資家対応の実務と示唆（2019年12月）」を参照 [https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20191220\\_021206.html](https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20191220_021206.html)

図表3は2021年6月株主総会で株主提案を行っている主なアクティビスト投資家の一覧<sup>10</sup>である。本年の6月株主総会における株主提案に関しては、完全子会社の現物配当の実施に関する株主提案や、取引先からの天下り禁止に関する株主提案が特徴的である。

また、本年はこれらに加えて、図表4に示すようにNGO・NPOが気候変動に関連する株主提案をメガバンクや大手総合商社に実施している。2020年6月株主総会に気候ネットワークがメガバンクに株主提案した際には、海外機関投資家を中心に賛成票を集め賛成率が34.5%であった。海外においても同様の株主提案が大手資源・エネルギー会社や金融機関向けに実際され、一部議案については可決・会社側と株主提案の取り下げ合意等が行われている。

機関投資家は会社提案と株主提案を是々非々で判断するため、アクティビスト投資家等から株主提案を受けた上場企業は、従来以上に自社の経営戦略やガバナンス体制について、説明責任を果たすことが求められている。

(図表3) 2021年6月株主総会における主要アクティビスト投資家の動向

アクティビスト名	会社名	保有状況	提案内容
LIM JAPAN EVENT MASTER FUND	不動産業	-	①定款一部変更（取引先からの天下りの禁止）の件、②定款一部変更（取締役の経験）の件、③定款一部変更（政策保有株式の売却）の件
	電気機器	2.5%	① 剰余金処分の件（連結配当性向56.5%程度に相当する1株当たり352円）、② 定款一部変更の件（株主資本コストの開示）、③ 監査役2名解任の件
RMB	情報・通信業	10.7%	① 子会社の普通株式の現物配当（株式分配型スピンオフ）の実施の件、② 自己株式取得の件（上限18億円）、③ 取締役1名選任（細水政和氏）の件
	ゴム製品	2.3%	①自己株式取得の件（3億円）、②当社株式等の大規模買付行為に関する対応策（買収防衛策）の廃止の件
	卸売業	-	①自己株式取得の件（24億円）
Nippon Active Value Fund plc	卸売業	6.0%	①譲渡制限付株式報酬制度導入に係る報酬額改定の件、②自己株式取得の件（発行済株数の10%）
AVI GLOBAL TRUST PLC	情報・通信業	-	①剰余金の処分の件（配当性向50%）、②自己株式の取得の件（200億円）、③取締役（社外取締役を除く。）に対する譲渡制限付株式報酬制度の導入の件
	化学	-	①定款一部変更の件（株主分割の追加）、②株式分割の件（1株を10株に分割）、③定款一部変更の件（発行可能株式総数）、④定款一部変更の件（自己株式消却）、⑤自己株式の消却の件
ストラテジック キャピタル	建設業	10.1%	①政策保有株式の売却に係る定款変更の件、②剰余金の処分の件（配当性向100%）
	化学	8.4%	①当会社の定款における目的のつち有価証券の保有及び運用を削除する件、②政策保有株式の売却に係る定款変更の件、③剰余金処分の件（配当性向100%）、④別途積立金取り崩しの件
	建設業	7.0%	①資本コストの開示に係る定款変更の件、②剰余金の処分の件（配当性向100%）
	卸売業	17.2%	① 監査等委員でない取締役1名選任の件（株主提案者）、③定款一部変更の件（資本コストの開示）、④定款一部変更の件（保有株式の売却）

(出所) 各種公表資料より大和総研作成

<sup>10</sup> 適時開示等の各種公表資料に基づく2021年5月20日時点での大和総研集計。

(図表 4) 2021 年 6 月株主総会における気候変動に関する株主提案

株主提案者名	株主提案先	提案内容	提案の理由
気候ネットワーク 他	銀行業 (メガバンク)	議案 定款の一部変更の件 (パリ協定の目標に沿った投融資を行うための経営戦略を記載した計画の策定・開示)  提案内容 「当社は、パリ協定の目標に沿った投融資を行うための指標と短期、中期及び長期の目標を含む経営戦略を記載した計画を決定し、年次報告書にて開示する。」という条項を、定款に規定する。	本提案は、当社がパリ協定の目標に沿った投融資を行うための指標及び目標を含む経営戦略を記載した計画を決定し、開示することにより、当社の気候変動リスクを管理し、企業価値を維持向上することを目的とする。 パリ協定は、既に深刻な被害を引き起こしている気候変動による更なるリスクを回避するために、地球の平均気温上昇を産業革命以前と比べて 2 度を十分に下回り、1.5 度に留めるよう努力することを目標にし、また、資金の流れを当該目標に適合させることも目的とする。 当社は、環境、社会、ガバナンス方針を定めているが、化石燃料拡大や森林破壊関連の事業等に多額の資金提供を続けており、パリ協定の目標と全く整合していない。これは、日本政府が温室効果ガス排出を 2050 年に実質ゼロにする目標を掲げる中で、当社における深刻な投資及び評判リスクである。よって、本条項を定款に加えることを提案する。
環境金融分野で 投資家・企業への 働きかけを実施 する非営利団体 「マーケット・フォー ス」	卸売業 (大手総合商社)	議案 定款の一部変更の件 (パリ協定の目標に沿った事業活動のための事業戦略を記載した計画の策定、及び開示)  提案の内容 「当社が気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) に賛同していることに留意し、当社は、石炭、石油、ガス事業関連資産の保有量、事業規模をパリ協定の目標に沿ったものにするための指標と短期、中期、長期の目標を含む事業戦略を記載した計画を決定し、年次報告書にて開示する。」という条項を、定款に規定する。	本提案は、当社がパリ協定の目標に沿った事業を行うための指標及び目標を含む事業戦略を記載した計画の決定・開示を通して、気候変動リスクの適切な管理及び株主資産の保全を目的としている。 気候変動は、人間社会及び経済システムに深刻なリスクをもたらす。この危機を回避するための条約であるパリ協定は、世界の平均気温上昇を産業革命以前と比べて 2 度を十分に下回ること並びに 1.5 度に留めるよう努力することを目標としている。 他の商社が石炭関連資産 (一般炭鉱及び発電所) を処分する中、当社の石炭事業方針は現在でも、既存の炭鉱取得や発電所新設を許容している。当社は、石油、ガス事業に関しても、パリ協定と整合するカーボニュートラル化への道筋を示していない。当社は、自らの不十分な方針とその実行により脱炭素経済への移行に伴う重大な経済リスクに晒される。本提案により株主は、当社の当該リスク管理が適切か否かを知り得る。

(出所) 各種公表資料より大和総研作成

### 3. 上場企業に求められる対応

議決権行使基準等の厳格化やアクティビスト投資家の動向等に対応して、上場各社はコーポレート・ガバナンス体制の見直しを迫られる。特に、2022 年に向けては、東証の市場再編や改訂 CG コード対応 (プライム市場向けガバナンスコード対応) などのイベントが控えており、そうした動きを先取りした動きが求められている。2021 年 6 月株主総会に向けた上場企業側の対応としては、図表 5 に示すような論点がある。

図表 6 は TOPIX500 採用企業の 2 月・3 月株主総会企業 68 社におけるコーポレート・ガバナンス体制の状況及び変化である。特に独立社外取締役比率で 1/3 以上を確保している企業は 68 社中 62 社 (前年比 5 社増) となっており、約 9 割の企業が独立社外取締役で 1/3 以上を確保している。また、過半数を確保している企業は 12 社 (同 2 社増) と増加している。そのほかにも、女性取締役を選任している企業は 59 社 (同 9 社増) や任意の指名報酬委員会の設置は 55 社 (同 1 社増) となっており、外形的なコーポレート・ガバナンス体制は一定程度確保されている状況にある。

一部の上場企業においては更なるコーポレート・ガバナンス体制の強化を模索している。例えば、2021 年 6 月株主総会においては大手自動車メーカー等<sup>11</sup>が指名委員会等設置会社への機関設計の変更を公表している。プライム市場においては、将来的に過半数の独立社外取締役の確保が求められており、取締役会の役割においてモニタリング機能が重視される中において、業務執行機能と監督機能を分離するために、機関設計の変更が行われている。

<sup>11</sup> 本田技研工業、味の素、東京瓦斯、グルメ杵屋



---

今後も同様の検討を進める企業が増加すると考えられる。

近年は ESG 投資の普及に加え、国際的な社会情勢の変化に伴い、単なるコーポレート・ガバナンス体制の充実に留まらず環境・社会対応も資本市場から求められている。例えば、改訂 CG コード（補充原則 3-1③）でプライム上場企業に対応が求められる TCFD 提言<sup>12</sup>に沿った気候変動に関するリスク・機会の開示が求められている。また、自社だけでなく取引先を含めた人権デューデリジェンスの実施や世界的な脱炭素が加速する中で自社の事業戦略における脱炭素戦略の構築が求められている。特に、ここ 1 年～2 年で、ESG 評価機関の存在感が資本市場で大きくなっており、一部の機関投資家は ESG 評価機関の ESG スコア<sup>13</sup>が低い上場企業に対してはエンゲージメントで改善を促し、改善しない場合は議決権行使で反対票を検討する旨を議決権行使基準に記載している。

今後、上場会社においては政策保有株式の縮減に伴い安定株主比率が減少する一方で、機関投資家（議決権行使助言会社）は更なる議決権行使基準等の厳格化が見込まれる。上場企業として安定的な経営基盤を確立するためには、資本市場との対話を通じた“信頼関係の確立”を通じた賛成票の獲得が重要となっている。そうした中、株主総会は“経営陣と株主が信頼関係を醸成する場”としての役割が従来以上に意識されると考える。

---

<sup>12</sup> TaskForce on Climate-related Financial Disclosures

<sup>13</sup> ESG スコアの詳細に関しては「ESG スコアの概要と開示対応の実務（2020 年 10 月）」をご参照  
[https://www.dir.co.jp/report/consulting/ir/20201007\\_021812.html](https://www.dir.co.jp/report/consulting/ir/20201007_021812.html)

(図表 5) 資本市場（議決権行使助言会社・機関投資家・ESG 評価機関等）の求める視点

大項目	中項目	求められる水準・事項
取締役会	独立社外取締役の構成	1/3以上、将来的には過半数
	女性取締役の確保	1名以上、将来的には30%以上
	独立社外取締役	取引関係のない経営者出身者の確保 筆頭独立社外取締役の設置、投資家との対話の対応者
	取締役会議長	独立社外取締役を議長とする
	指名報酬委員会	委員長は独立社外取締役、委員の構成も過半数は独立社外取締役 委員の構成に業務執行取締役を含めない
	その他	スキルマトリックスの公表、後継者計画の策定・監督
役員報酬	報酬構成	基本報酬・短期賞与・中長期業績連動報酬で「1：1：1」
	業績連動報酬	インセンティブ報酬の業績連動KPIの設定・公表 業績連動報酬のKPIにサステナビリティ指標との連動
	その他	クローバック・マウス条項の導入、報酬の個別開示
	役員の自社株保有株式水準	経営トップは基本報酬の3倍～5倍、その他取締役は1倍
財務・資本戦略 など	ROE	10%以上
	政策保有株式	純資産比率10%未満
	配当性向（総還元性向）	30%以上
	その他	買収防衛策の廃止
ESG対応	サステナビリティ戦略	マテリアリティの特定、経営戦略への反映、非財務KPI設定、取締役会での監督
	気候変動対応(TCFD開示)	TCFD提言に沿った気候変動対応に関するリスク・機会の開示、脱炭素の目標
	人権対応	人権ポリシー策定、人権デューデリジェンスの実施
	SASB対応	SASB（米国サステナビリティ会計基準）に沿った開示

(出所) 各社公表資料より大和総研作成

(図表 6) 2021年2月・3月株主総会主要企業の対応状況（TOPIX500の68社集計）

主な対応の視点		2021年5月時点（割合）	前年比
独立社外 取締役比率	1/3以上	62社（91.2%）	+5社
	過半数	12社（17.6%）	+2社
女性役員 の選任	女性取締役選任	59社（86.8%）	+9社
	女性役員選任	62社（91.2%）	+6社
任意の指名報酬委員会設置		55社（85.9%）	+1社
機関設計	監査役設置	48社（70.6%）	0社
	監査等委員会設置	16社（23.5%）	0社
	指名委員会等設置	4社（5.9%）	0社
全社（母数）		68社	

(注1) 2021年5月時点のコーポレート・ガバナンス報告書等に基づく

(注2) 「任意の指名報酬委員会設置」における社数割合の分母は、指名委員会等設置会社を除く

(出所) 東京証券取引所コーポレート・ガバナンス情報サービス及び各社有価証券報告書より大和総研作成

—以上—