

2020年8月11日 全12頁

# 2020年株主総会レビュー

## 新型コロナウイルスで株主総会の運営に大きな変化

政策調査部 主任研究員 鈴木裕  
調査本部 吉田智聡

### [要約]

- 日本の上場会社の2020年の株主総会は、新型コロナウイルス感染症の拡大により、6月末ぎりぎりでの開催や延期といった、前例に乏しい対応が多く見られた。
- バーチャル株主総会（オンラインによる株主総会）に関する詳細な制度検討は、来年以降の株主総会を展望した立法課題となろう。
- 日経500種平均株価の構成銘柄となっている会社の株主総会議案に対する議決権行使結果を調査したところ、例年と比べて大きな変化は見られなかった。株主提案では、可決事例はなかったものの、役員報酬等の情報開示を求める議案へは多くの賛成が集まった。

### 1. はじめに

今年の株主総会は、これまでにない異例のものとなった。3月決算の上場会社のうち60社ほどが株主総会の権利行使基準日を4月以降に変更し、総会の開催時期を7月以降とした。株主の来場を減らす目的で来場者へのお土産を廃止し、それを招集通知に明記する会社が数多くあった。さらに、インターネットなどを経由して株主総会を行うバーチャル化を試みる会社が、少ないながらも現れた。

一方、機関投資家などによる議決権行使の面では、さほどの変化はなかった。議決権行使助言業者は、業績が低迷していたとしても、コロナ禍の影響によると推測される場合には、経営者の責めに帰すとは考えず、経営者の取締役再任への反対投票を推奨しないとする方針を示していた。だが、業績不振を理由としたものとみられる投資家の反対票はかなり出た。また、社外取締役の独立性などがガバナンスの問題については、相変わらず厳しい議決権行使がされたようだ。さらに、株主提案では、可決には至らなかったものの経営者の報酬に関する情報開示を求める提案には多くの賛成が集まった。

本稿では株主総会の運営面での変化の状況を示したのち、3月決算の日経500種平均株価の構

成銘柄となっている会社の株主総会議案における賛否状況を概観する。

## 2. 株主総会の運営面の動向

### ①株主総会開催日の状況

3月決算会社の定時株主総会は、6月下旬に開催されるのが普通だ。それは今年も変わらず3月決算の上場会社のうち、およそ3分の1が6月26日に総会を開いた。変わったのは、月末6月30日やその前日29日の月曜日の開催が激増したことだ。最終営業日（今年の場合30日）や月曜日を避けるのが実務慣行だが、決算や監査の遅れにより、6月中でも月末ぎりぎりに株主総会を開催する会社が多くなった。

もう一つ今年の際立った特徴は、株主総会を6月中ではなく、7月以降に延期する会社が多数あったことだ。東日本大震災があった2011年に、東北地方に操業拠点を置く数社が延期した例はあったが、それ以来のこととして、新型コロナウイルスの感染拡大の中で、多くの上場会社が株主総会を延期した。

図表1 東京証券取引所上場の3月決算会社の総会開催日の分布（社数）

日	月	火	水	木	金	土
5月中	6月1日	2	3	4	5	6
1	0	0	0	0	1	0
7	8	9	10	11	12	13
0	0	3	1	7	4	0
14	15	16	17	18	19	20
0	4	26	33	57	158	11
21	22	23	24	25	26	27
4	33	221	289	501	748	15
28	29	30	7月中	8月中	合計	
4	100	35	35	13	2,291	

（注）定時総会の延期を発表しても日程は未定としている事例が複数ある。

（出所）東京証券取引所上場会社情報（8月3日時点）をもとに大和総研作成

実は、7月以降の株主総会開催は、開催日の一層の分散化を進める上で、これまで度々提言されてきた。経済産業省の「株主総会のあり方検討分科会」は、2015年3月に「これまでの意見整理」を取りまとめており、その中で「なお、機関投資家からは、1週間でも株主総会開催日が後ろ倒しになれば有益との意見や7月や8月ぐらいが負担軽減や他の影響からも望ましいとの見方が示された。」との意見が紹介されている。同省の「持続的成長に向けた企業と投資家の対

話促進研究会」からも 2015 年 4 月に、「基準日を決算日以降の日に定め、その 3 ヶ月以内に株主総会を開催。例えば、4 月末に基準日を設定した場合は 7 月末まで、5 月末に基準日を設定した場合は 8 月末までに株主総会を開催すればよい。」との考え方を示す報告書が出ている。

株主総会は権利行使基準日から 3 カ月以内に開催する必要がある（会社法第 124 条）が、多くの会社はこの基準日を決算日と一致させている。この場合、3 月末決算会社では、3 月末を権利行使基準日とし、そこから 3 カ月以内、つまり 6 月末までに株主総会を開かなければならない。しかし、権利行使基準日は、決算日と一致させる必要はないし、また新たに公告することで変更もできる。3 月決算会社であっても 7 月以降に定時株主総会を法律上問題なく開催できるのは明らかだったが、前例が乏しく、数々の提言があったにもかかわらずそれに踏み切る会社は現れなかった。しかし、コロナ禍がそれを一変させた。

機関投資家は、多くの会社の株式に投資しており、株主総会の集中開催によって議決権行使の事務の負担が短期間に集中することとなる。総会の分散化はこの負担を平準化する効果がある。また、個人株主にとっても、6 月下旬に集中していた開催日の分散化が進めば、これまでよりも株主総会に出席しやすくなる。

今年は、新型コロナウイルスの感染拡大の影響で、決算や監査が遅延したため、7 月以降に株主総会を実施する会社が多数現れた。7 月以降の開催が実際に可能であることが広く認識されるようになったのは、不幸中の幸いだろう。来年以降、株主総会の分散化促進を目的としてどれほどの上場会社が 6 月総会を回避するか現時点では何とも言えない。しかし、一層の分散化を可能にする道筋が見えてきたことは、大きな進展だ。

## ②継続会の実施

定時株主総会の延期以外に、継続会の制度を利用する事例も少なからず現れた。金融庁「新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた企業決算・監査等への対応に係る連絡協議会」からは、4 月 15 日付けで「当初予定した時期に定時株主総会を開催し、続行（会社法 317 条）の決議を求める。当初の株主総会においては、取締役の選任等を決議するとともに、計算書類、監査報告等については、継続会において提供する旨の説明を行う。」という方法が示された<sup>1</sup>。その後、4 月 28 日には、「継続会（会社法 317 条）について」が金融庁・法務省・経済産業省の連名で発出され<sup>2</sup>、一層詳しく継続会の活用方法が説明された<sup>3</sup>。今年は、少なくとも 30 社が継続会を行うことを公表した。

当初予定通りに株主総会を実施しても、その時点では、決算や監査の遅れによって計算書類、監査報告等が確定しておらず、株主総会に報告できない場合が生じ得る。そこで、取締役の選任等の決議を当初の株主総会で先に行って、計算書類、監査報告等の報告は後日の継続会で行う

<sup>1</sup> 金融庁「新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた企業決算・監査等への対応に係る連絡協議会」[「新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた企業決算・監査及び株主総会の対応について」](#)（令和 2 年 4 月 15 日）

<sup>2</sup> 金融庁・法務省・経済産業省「[継続会（会社法 317 条）について](#)」（令和 2 年 4 月 28 日）

<sup>3</sup> 横山淳「[株主総会の『継続会』ガイドンスについて](#)」（2020 年 5 月 22 日付大和総研レポート）

というものだ。とりあえず決めておかなければならない事項を先に決めることができるので、決算作業が遅延している会社にとっては、継続会は使いやすい方法だろう。もっとも、株主総会を2回開催することになるため、事務は煩雑になる。継続会を行う会社が延期を選択した会社よりも少なかったのは、こうした事務負担を嫌った結果であるのかもしれない。

### ③お土産の廃止

大規模な集会在感染を広げるリスク要因になる新型コロナウイルスの問題が発生する以前、上場会社は集中日の株主総会開催を回避して総会参加の機会を増やそうとしていただけでなく、個人株主の来場を増やす努力も続けてきた。来場者を増やすための取り組みの一つがお土産の配布だ。株主総会来場者へのお土産は、おおよそ3,000円以下のもので、食品会社や消費財の会社では自社製品の詰め合わせが多いようだ。他には、クオカードや図書カードなどの金券も多くの会社がお土産に採用しているし、鉄道運輸の会社では、自社線の乗車券を配布することもよく見られる。

しかし、こうしたお土産は、機関投資家から見ると決して好ましいものではない。まず、機関投資家が従業員などに命じて株主総会に来場することがないわけではないが、さほど多くもない。来場した従業員が仮にお土産を受け取れば、それはそれで厄介なことになりかねない。機関投資家の保有株は受益者のものであるため、受領したお土産も本来であれば、換金できるものは換金して受益者の資産に戻す必要がある。換金できないものは勝手に使うわけにもいかず、結局廃棄することになる。

また、お土産は、総会会場に足を運べる限られた株主のみが受け取れるという点で、個人株主から見ても株主間の不平等を感じさせている。そのため、お土産を取りやめる会社も緩やかに増加していたのだが、コロナ禍はその傾向に拍車をかけた。今年は千数百社がお土産を取りやめ、招集通知などにその旨を記載したようだ。コロナ禍の中でもともと個人株主も来場に慎重だっただろうし、お土産を取りやめたことで株主総会来場者は激減した。例年比で1割にも満たない会社もあったようだ。

来場者数を減らし簡素な株主総会にするためには、お土産を取りやめるのが効果的であることは分かっていたが、長年の慣例を変えるには躊躇もあっただろう。機関投資家や個人投資家にも不満感があったお土産の配布という習慣を見直すには、コロナ禍がよい機会になった。

### ④入場制限・時間短縮

お土産を取りやめるのは、来場者を減らして、密な空間を作らないようにするためだが、密を避ける工夫は他にもある。基本的には来場の遠慮を促すという方法だ。自身の健康状況や国内感染状況を踏まえ、来場するのではなく郵送やインターネット経由での議決権行使を促す会社は多数あった。

来場者の制限について、欧州では日本以上に厳しかったようだ。英国では、3人以上の集会は業務上必要な場合に（essential for work purposes）に限って認められたが、株主が総会に参加することは、業務上必要であるとは言えないとされた。一般株主が入場せず、閉じた扉の向こう側（behind closed doors）で総会を開催することを認めるという見解が、金融規制当局〔FRC（Financial Reporting Council（英国財務報告協議会））〕から発出された。日本でも、株主総会の場所を一応は設営するものの、来場は控えるように要請した会社があった。

密な環境の継続時間を短くするため、総会の運営方法にも変化があった。報告事項の簡略化や質問時間の制限が行われた。これまでは質疑のセッションで1時間や2時間かける会社が少なくなかったが、30分程度を限度として打ち切るところがかなりあったようだ。

このように、密を避けるために出席者の数を抑えたり、時間を短縮したりする動きはどの国でも見られたが、株主にとっては限られた経営陣との対話の機会が制限されることになる。これまでのやり方ではウイルス感染の危険が高いのだから、対話の機会はある程度制限を受けざるを得ないものの、感染対策に名を借りて、不必要な制限を行ってはならないことは言うまでもない。仮に不都合な質問が出たタイミングで打ち切るなどすれば、会社側の対応に疑念を生じさせるだろう。

しかし、これまでのような長時間かけて総会を運営することが、株主との建設的な対話であったのかを問い直す機会にもなっている。株主との対話は、株主総会以外の場所を設けて行ってもよいだろうし、株主総会を対話の場にしようとするなら、次に紹介するバーチャル株主総会という手法も検討できるだろう。

## ⑤今後の制度的な課題となったバーチャル株主総会

米国では、いわゆるバーチャル総会を実施する会社が激増した。オンライン総会やリモート総会ともいわれるバーチャル総会は、電話やインターネットなどを介して株主総会を開催するものだ。人間同士の物理的な接触がないので、感染拡大リスクを小さくできる。バーチャル総会に対して、旧来の総会をリアル総会という。

日本での新型コロナウイルスへの感染拡大が目立ち始めた時期の2月26日に、経済産業省の「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会」が、「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」を公表した。ここでハイブリッド型というのは、リアル総会とバーチャル総会を並行して開催することを意味する。実施ガイドの公表は、まさに絶好のタイミングで注目を浴びたのだが、ハイブリッド型だとリアル総会を開催しなければならないことには変わりがないため、リアル総会出席者の感染リスクを減らす効果はあまり期待できない。リアル総会を伴わないバーチャルオンリー型株主総会の提言であれば、上場会社からの関心はもっと強くなったのではないだろうか。

諸外国では、2000年の米国デラウェア州会社法改正（米国では各州で会社法が制定されている）をはじめとして、バーチャルオンリー型を可能にする立法例が少なくない。米国の各州の会

社法は、バーチャルオンリー型を認めるもの、ハイブリッド型を認めるもの、バーチャル総会を一切認めないものに分かれる。ニューヨーク州は一切認めない州の一つだったが、2019年10月の改正でハイブリッド型を認めた。さらに、3月20日の知事命令によって、バーチャルオンリー型を認めるようになった。同様の法的な対応は、米国のその他の州にも広がり、法律上バーチャルオンリー型の採用が禁じられる上場会社は、ほとんどないのではないだろうか。バーチャルオンリー型を認めていなかったドイツ、イタリアでも今では可能になっている。

2000年代からバーチャル総会の制度化が進んだことを見ても分かる通り、バーチャル化のそもそもの目的が感染拡大防止にあったわけではない。バーチャル総会を導入するメリットの第一は、株主による総会参加を容易にすることだ。特に国土が広大な米国では、通常は退屈な株主総会に参加するために移動する動機は生まれにくい。バーチャル総会であれば移動のための時間や費用が生じないため、参加のハードルが大きく下がる。会社側も、バーチャルオンリー型にすることで、開催のための費用を大幅に節約できる。インターネット利用のための技術的サポートへの対価を払ったとしても、総会に要するコストを小さくできる。他の用務がある取締役がいたとしても、バーチャル総会であれば電話やインターネット経由での参加が容易だ。

株主総会の運営面での実質的なメリットも見逃せない。多くの株主が同じ条件で質問を出せるようになるので、株主の平均的な関心に応える質疑を実現できるようになり、株主総会は実りあるものとなろう。米国の株主総会でも、株主の衣を纏った市民運動家や、議事と無関係な質問を繰り返す株主が少なからずいるようだ。リアル総会であれば会場で質問の指名を受けた株主が実際に口を開くまでどのようなことが問われるか分からないが、株主からの質問をインターネット等経由で受ければ、会社側が回答する質問を選択できる。多くの株主が関心を持つ事項に時間を割くことができるようになるだろう。

このように、バーチャル総会の利点は多く、ハイブリッド型であれば日本でも実施可能であるにもかかわらず、コロナ禍の中でさえ、大きな広がりは見られなかった。これには、いくつか理由があるだろう。まず、コロナ禍の中での対応の難しさがあった。今年の総会では、リアル総会の方でも入場制限や質疑の時間制限といった、これまで経験したことのない総会運営になった。これに加えて、これまた初の試みであるバーチャル総会を実施するのは難しい。各社の総会担当者もリモート勤務が多かっただろうから、リアルとバーチャルの両方の手間がかかることは避けたかったのではないか。また、今回の総会は、来場者を少なくした上に、株主の質問を制限するのだから、株主を軽んじるような総会の様子をネットで配信したくない気持ちもあったのではないか。

来年以降はどうであろうか。ハイブリッド型バーチャル総会の実施を検討し、シミュレーションするための時間が十分にあるなら、多くの会社が手を挙げるだろうか。しかし、これも悲観的だ。理由は、まず、リアルとバーチャルの両方を開催するための手間とコストがかかるからだ。コロナ禍で経営環境が悪化している会社は多く、追加でコストのかかる対応は避けたいだろう。また、新型コロナウイルスとの闘いがいつまで続くのか分からないが、来年以降も感染対策の必要性が薄れていなければ、リアル総会のリスク管理のため、時間短縮や質問の打ち切りもあ

り得る。そうするとバーチャル総会の利点の一つである、充実した対話を実現することができなくなる。様々な制限により、バーチャル総会の効果が出にくくなれば、実施しようとする意欲も薄らぐ。

こうした問題点を克服するために、ハイブリッド型ではなく、バーチャルオンリー型を正面から認めるべきだ。「新時代の株主総会プロセスの在り方研究会」がバーチャルオンリー型株主総会の実施を検討対象にしなかったのは、リアル総会を開催しないという扱いは、現行の会社法下において解釈上難しい面があるとの見解が示されているからのようだ。従って、この点の制度改正を今後検討することが期待される。

バーチャルオンリー型のもう一つの法的な課題は、通信の切断等により株主の権利行使に障害が生じた場合、決議方法が不公正だということになって、株主総会決議が取消になる恐れがないとは言えないことだ。これが、どの程度の法的なリスクであるかは、各国の会社法で、決議取消の現実的な可能性がどの程度であるかによって異なってくる。バーチャルオンリー型を積極的に導入した国々では、株主総会決議取消の訴えは、制限的に運用されているかもしれない。わが国では、この点をどのように解決していくべきか、考えていかなければならない。

ところで、米国においてさえ、コロナ禍以前は、バーチャル総会を実施する会社がさほど多かったわけではない。今年 2,000 件を優に超えるほどになったが、従来は 400 社ほどであったようである。これは、議決権行使助言業者や機関投資家団体の中に、バーチャル総会に批判的な意見があるからのようだ。株主と会社との対話を会社側が自由に操れるようになる恐れがあるため、バーチャルオンリー型総会を実施する会社の株主総会では、経営トップの選任議案に反対すべきという意見を持っている議決権行使助言業者がある。株主軽視とも取れる姿勢に対する批判だ。会社としては、バーチャル総会を実施しなければ反対票を減らすことができるので、普及が進まなかったのかもしれない。

ウィズコロナやアフターコロナの時代、株主総会のあり方も変わっていくだろう。密な場所に高齢者の多い株主を集めるのは危険だ。電子化をもっと進めて、人間同士の接触や紙の書面のやり取りを少なくするようになっていくだろう。リアル総会を維持するのであれば、短時間の素っ気ない総会が理想的になるかもしれない。危険な感染症は、新型コロナウイルスだけではない。最近に限っても、SARS (2003 年)、新型インフルエンザ (2009 年)、MERS (2012 年) などがある。今後の新たな感染症に備えるためにも知恵と工夫を尽くす時だ。

### 3. 2020 年株主総会の賛否の傾向

今年の株主総会は、会社側提案のほとんどは難なく可決し、株主提案は否決される例年通りの結果だった。取締役や監査役の選任議案が否決される恐れを考える必要はほとんどの場合ないだろうが、まとまった反対票が生じるのは珍しいことではない。70%や 80%程度の賛成率で可決される候補者が多数いることは事実であり、それは今年も変わることはなかった。

## ①役員選任議案への賛成率

機関投資家は、類型的な議案については、予め決めておいた判断基準に事実を当てはめて、賛否を決める。客観的な事実や数値を判断基準に含めることが多いが、投資家が判断の際に考慮する事実を増やしたり、数値基準を厳格化したりすれば、賛成が減ることとなる。例えば再任議案の出ている社外役員の役員会参加頻度について、75%以上なら再任賛成としていたものを85%以上に引き上げれば、反対数は増えると予想できる。

機関投資家は判断基準を厳しくすることはあっても、緩和することはあまりないようであり、議案の内容に変化がなければ賛成率は年々下がることになる。だが、新型コロナウイルスの感染が拡大した今年は少しばかり例年とは異なる結果だったようだ。機関投資家の議決権行使に強い影響を与えている議決権行使助言会社は、政策保有株式の保有相手先で勤務経験がある者が社外役員候補となる場合、独立性を認めず反対投票を推奨するという判断基準を新たに設けている。これは、社外役員候補者への反対票を増やすことになる。一方、投資先の会社の業績が不振である場合、経営トップをはじめとする取締役選任議案に反対票を投じるという機関投資家の基本的な姿勢に大きな変化はなかったが、今年に限っては、業績不振のみを理由とした反対票は控えるとの方針を一時的に表明した機関投資家も一部にはあった。

すなわち、3月決算の日経500種平均株価の構成銘柄のうち、2019年と2020年の臨時報告書をEDINETから取得できた会社について、取締役・監査役選任議案での賛成率の分布を大和総研で調査したところ、図表2のような結果だった。これは会社側提案の議案のみを集計したものである。ここから明らかなことは、取締役選任と監査役選任の両方で賛成率の低い候補者が減少していることだ。

図表2 役員選任議案における賛成率の分布（日経500種平均株価の構成銘柄）

取締役選任議案					監査役選任議案				
賛成率(%)	人数		構成比(%)		賛成率(%)	人数		構成比(%)	
	2020年	2019年	2020年	2019年		2020年	2019年	2020年	2019年
50以下	0	2	0.00	0.06	50以下	0	0	0.00	0.00
50-60	2	10	0.06	0.30	50-60	0	2	0.00	0.32
60-70	11	21	0.32	0.62	60-70	6	6	0.98	0.95
70-80	58	91	1.67	2.70	70-80	20	23	3.27	3.63
80-90	328	402	9.46	11.91	80-90	79	90	12.93	14.20
90-	3,069	2,849	88.49	84.41	90-	506	513	82.82	80.91
計	3,468	3,375	100.00	100.00	計	611	634	100.00	100.00

(出所)各社の臨時報告書を大和総研集計



## ②株主提案への賛成

株主提案権とは、株主が株主総会に議案を提案する権利のことである。原則として6カ月前から継続して総株主の議決権の100分の1以上、または300個以上の議決権を有する株主であれば、株主提案権を行使することができる(会社法第303条第2項)。この権利が行使されると、株主が株主総会に諮るべきと考える議案を株主総会招集通知に記載し、会社側の費用で株主に周知するとともに、会社側の事務負担によって賛否を集計することとなる。

株主提案を受ける上場会社は増加傾向にある。10年ほど前までは、年に20社程度の提案権行使であったが、最近では60~70社程度にまで増加している。2019年は3月決算会社だけで既に54社が株主提案を受けたと報じられている。かつては、個人株主の風変わりな提案や、環境団体や労働団体からの政治的な主張を含んだとも思える株主提案が多かったが、近年、賛成率が高く出るのは、提案者の属性に関わりなくガバナンス関係の提案だ。

図表3 賛成率が高かった株主提案議案（日経500種平均株価の構成銘柄）

会社名	議案内容	賛成率
関西電力	定款変更:取締役の報酬に関する情報は個別に開示する	43.2%
関西電力	定款変更:取締役退任後の嘱託報酬契約等の有無、報酬額に関する情報は個別に開示する	37.4%
三井金属鉱業	定款変更:最高経営責任者と取締役会議長の兼任の原則禁止	36.99%
みずほフィナンシャルグループ	定款変更:パリ協定の目標に沿った投資のための経営戦略を記載した計画の開示	34%
みずほフィナンシャルグループ	定款変更:株主提案議案の株主総会参考書類記載の変更(株主提案の提案理由の字数制限を400字以内から1000字以内に引き上げる)	31%
安藤・間	自己株式の取得	27.87%
関西電力	定款変更:取締役の報酬、その他の金品の受領に対し、個別に開示する	27.4%
関西電力	定款変更:経営の透明化を確保するため、相談役、顧問及び嘱託の役職を廃止する	27.4%
中国電力	定款変更:本会社および本会社の子会社は、相談役・顧問を置かない旨の追記	23.64%
九州電力(※)	定款変更:顧問、相談役等の廃止	22.55%
関西電力	定款変更:株主総会における議事の経過及びその結果並びにその他法令に定める事項は、これを議事録に正確に記載し一般に広く開示する	21.1%
北海道電力	定款変更:取締役員および顧問への報酬の個別開示	20.89%
北陸電力	定款変更:役員報酬等の個別開示	20.7%
関西電力	取締役の解任	20.5%

(注)修正動議は除く。賛成率は(※)を除き、各社の公表数値。

(※)賛成率は棄権の意思表示がある棄権票を除いて大和総研算出。

(出所)各社の臨時報告書をもとに大和総研作成

株主提案は内容が様々であるので、機関投資家も内容を精査して賛否を判断する。機関投資家が賛成できそうな内容の提案であれば、賛成率が高くなるのは当然だろう。コーポレート・ガバナンス関連の提案、特に各種の情報開示に関する提案などは、株主提案への賛成が多くなる。特に、米国や欧州で開示事項になっている報酬の詳細な開示を求める提案には、反対する理由を見つけにくい。

最高経営責任者（CEO）と取締役会議長に同一人物が就任すべきではないという株主提案は、米国でもよく見られるものだ。これは、取締役会と経営執行部との間にあるべき緊張関係を作り出そうとするものである。英国では、このような役割分離は当然のこととして受け止められているが、米国ではそのような対応を行っていない上場会社は多い。役割の分離の要否は、意見が分かれているところだ。

パリ協定など気候変動対応に関する株主提案は、日本ではおそらく初の事例であろうが、米国では極めて一般的なものの一つだ。電力会社などエネルギー関係の会社だけでなく、金融機関など多くの業種の会社に対しても提案される議案だ。気候変動への取り組みに関する年次報告書の作成・開示が求められることが多い。

### ③買収防衛策への反対

買収防衛策は、3月決算の日経500種平均株価の構成銘柄のうち7社が議案にしていた。全て可決されているが、賛成率は軒並み低い。買収防衛策は、最も高くても75%程度の賛成率にとどまっている。これは全議案の賛成率を低い順に並べればかなり前の方に出てくる状況であり、株主が嫌う議案であることは明白だ。

図表4 買収防衛策の決議結果（日経500種平均株価の構成銘柄）

会社名	賛成率
日本精工	74.17%
名村造船所	71.91%
日本空港ビルデング	70.14%
石油資源開発	61.88%
日本ゼオン	61.4%
戸田建設	57.74%
王子ホールディングス	53.81%
買収防衛策平均	64.44%
全議案平均	93.31%

（出所）各社の臨時報告書をもとに大和総研作成

## 4. 株主総会後にすべきこと

### ① 反対票が多かった場合の対応

わが国のコーポレートガバナンス・コード（CGコード）では、「取締役会は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである。」（補充原則 1-1①）とされている。これは、会社提案の議案について述べられたものではあるが、株主提案に関しては、逆に相当数の賛成が投じられたときは、と読み替えるべきであろう。「相当数」が実際にどれほどの数量・比率をいうのか明確ではないが、英国では 20%と基準を明示して、上場各社の対応に関する開示制度を設けている<sup>4</sup>。わが国でも、これを目安にすることができる。

日本では、英国のような開示制度は設けられていないし、CGコードの要求も「検討を行うべきである」というもので、どのような検討を行ったかの公表までは求められていない。従って、どのような原因分析や対応の要否検討等を行ったかの照会があった場合に、検討等の内容を説明するという対応で十分であろう。

### ② 東証市場改革とガバナンス改革

中期的な課題としては、東京証券取引所（東証）の上場区分の見直しと、これに併せて実施される現在の TOPIX に代わる株価指数（インデックス）の導入で、ガバナンス面の対応が求められる可能性があることへの備えであろう。現在の TOPIX は、多くの機関投資家が日本株運用のベンチマークとして利用しており、TOPIX の構成銘柄となるかどうかは、投資対象となり得るかどうかの境目でもある。現 TOPIX は東証一部上場の会社であれば自動的にその構成銘柄となっているが、市場再編後の新たな株価指数では、十分な規模の流動性（時価総額）を持つ会社やそうした会社に投資をする投資家のための市場とされるプライム市場（仮称）に上場していたとしても、直ちに構成銘柄とされるわけではない。2020 年 7 月 17 日に閣議決定された「成長戦略フォローアップ」では、新たな株価指数について「ガバナンスの水準や流動性の高い銘柄を重視した株価指数とし、2022 年 4 月の新市場区分に基づいた市場の立上げ時まで公表し利用を開始する」と述べられており、新たな株価指数は質の面でガバナンスを重視したものが志向されていると考えられる。

ガバナンスの水準は、2021 年春に改訂される CGコードに委ねられることになる。金融審議会市場ワーキング・グループ市場構造専門グループ報告書（2019 年 12 月 27 日）で示されたように、現行の TOPIX に代わる新しい株価指数は東証に創設されるプライム市場に上場する会社から主に選ばれるということを念頭に置けば、プライム市場（仮称）上場会社と同水準のガバナンス体制が求められることになるだろう。プライム市場（仮称）の上場会社は、改訂される CG コ

<sup>4</sup> 鈴木裕「[株主総会で反対票が多い場合の対応](#)」（2017 年 12 月 26 日付大和総研レポート）

ードの全原則をコンプライ・オア・エクスプレイン（従うか、実施しないのであれば説明せよ）し、「より高い水準」のガバナンスが求められる。「より高い水準」とは具体的に何であるのか明確ではないが、前記市場構造専門グループ報告書では「プライム市場にふさわしいコンプライの状況やエクスプレインの質などを達成していくことが強く期待される」と述べられている。

現時点で、その内容を予想することは難しいが、ありそうなのは、社外取締役の人数・比率の引き上げだ。現在 CG コードでは、「独立社外取締役を少なくとも 2 名以上選任すべき」（原則 4-8）となされているが、より高い水準として取締役の 3 分の 1 以上を独立社外取締役とすることはありそうなことである。既に国内機関投資家の間でも投資先の会社の株主総会議案に関して 3 分の 1 基準を適用する動きは広がりつつあり、この基準に達していない場合、経営トップ等の再任議案に反対票が投じられている。別稿で紹介した通り<sup>5</sup>、議決権行使助言業者 ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) は、監査役設置会社においても、取締役会に占める社外取締役の比率が 3 分の 1 に達していない場合、経営トップの取締役再任議案に反対投票を推奨するという新たな方針の導入を検討している。「より高い水準」の目安になることは十分に考えられる。

また、任意の委員会の設置の有無も、「より高い水準」に関係してくるかもしれない。CG コードでは「取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会など、独立した諮問委員会を設置すること」（補充原則 4-10①）とされているが、「主要な」や「独立した」の意味内容は不明である。そこで、これらの点に数値基準を設けて、より高い水準が示される可能性も考えておくべきであろう。

東証第一部上場の全銘柄が自動的に対象とされている現在の TOPIX とは異なり、新しい株価指数の構成銘柄に採用されるかどうかは、その新しい株価指数をベンチマークとする日本株運用で、投資対象となるかどうかを分ける基準となる点で、上場会社にとっては極めて重大である。また、日本株の運用をしている機関投資家は、現在株式を保有している投資先の会社が新しい株価指数の構成銘柄となることを期待するだろうから、上場会社に対する機関投資家からの要求は東証再編や株価指数の見直しに伴って強まると予想される。

<sup>5</sup> 鈴木裕「[ISS が議決権行使の厳格化を検討、意見募集](#)」（2020 年 8 月 5 日付大和総研レポート）