

2024年株主総会の総括

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

株主・投資家と投資先企業との対話が充実するなかで、株主総会における議決権行使は対話の重要な区切りとして位置づけられる。スチュワードシップ・コードを採用する機関投資家においては、議案を精査し、会社との対話の成果を踏まえて議決権行使の判断を行っている。上場会社においても、機関投資家を含む株主の議決権行使が適切に行われ、会社にとって好ましい行使結果となるよう、判断に必要な情報を丁寧に開示する実務が定着して

いる。反対行使を行う場合であっても、それは対話の決裂や売却を意味するわけではなく、継続的な対話の糸口となることも考えられる。

このような観点から、本稿では、株主総会に関連して特にグローバル投資家の関心が高い課題を中心に、2024年6月の株主総会の状況を分析したい。

2. 株主総会の開催

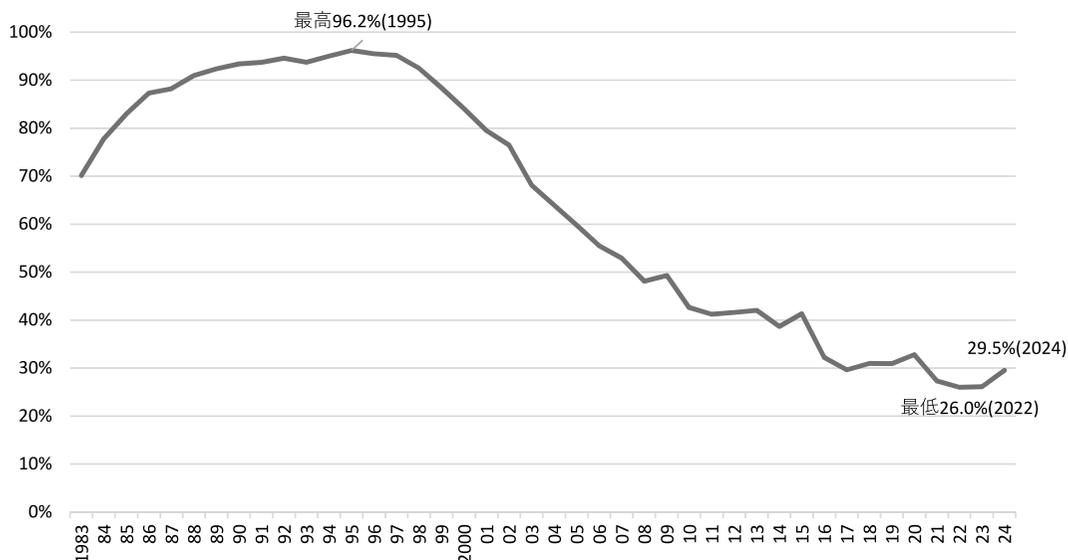
(1) 株主総会の開催日

わが国では3月期決算会社が多く、決算末日を定時株主総会の議決権行使の基準日に設定している会社が多いため、6月に株主総会が集中しているが、株主総会の開催日の分散化が進んでいるといわれて久しい。図表1によれば、1988年から1998年にかけては90%以上の会社が同日に株主総会を開催していた（集中日と呼ばれ、実際には同日同時刻に集中的に開催）。その後、2000年以降は集中度が

〈目次〉

1. はじめに
2. 株主総会の開催
3. 取締役会の状況
4. 買収防衛策
5. おわりに

(図表 1) 株主総会の集中度



(出所) 東京証券取引所「3 月期決算会社株主総会情報『定時株主総会集中度の推移 (1983年以降)』」

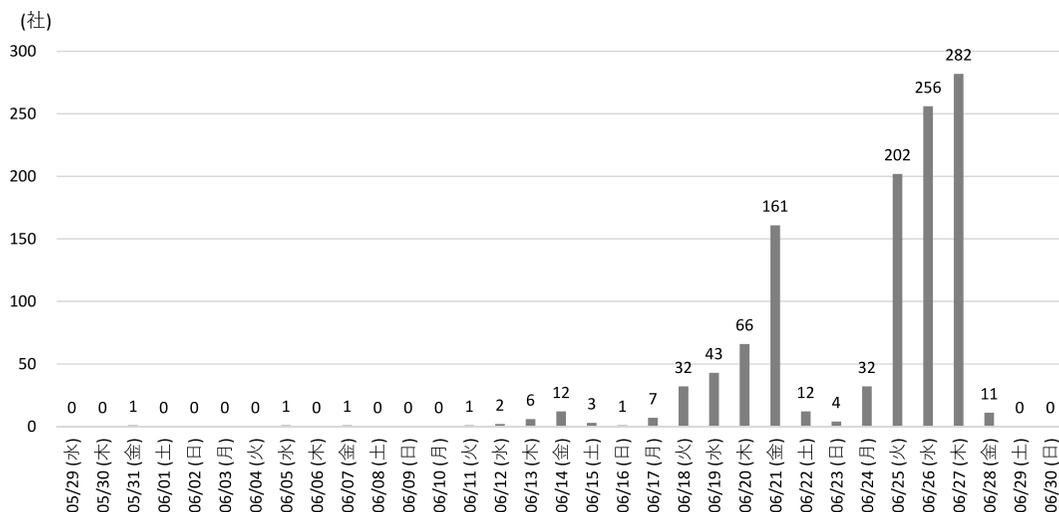
低下し、2021年以降は30%未満となっている。

しかしながら、決算末日から株主総会に向けて会社法や金融商品取引法等の法令上、および関連する実務上の手続きを踏まえると、株主総会を6月前半に開催することは時間的に難しいとする会社が多い。そのため、株主総会の開催日の分散化が進んだといっても、かつてのように一日集中の状況ではなくなっただけで、6月中下旬の特定の週に開催が集中しており、集中週ともいべき状況になっているのが実態である。とはいえ、複数の投資先企業を有する個人株主にとっては、株主総会への出席しやすくなったと考えられる。機関投資家にとっては、議決権行使は事前に完了するため、少しでも早く株主総会の情報を取得することが必要となる。機関投資家が

実際に株主総会に出席して権利行使することは少ないが、オンライン配信が公開されている場合にはこれを視聴することも多いため、投資先企業の日程が分散していることは好ましいと考えられる。

図表 2 によれば、2024年6月の株主総会は、6月24日(月)の週に開催が集中している。6月の最終営業日を予備日として、その前日に開催する会社が多い。今年は、最終営業日が6月28日(金)であることから、その前日の6月27日(木)が集中日で282社、続いて26日(木)が256社、25日(水)が202社となっている。近年は、集中週の前週に開催する会社も増加しており、6月21日(金)には161社が株主総会を開催している。株主総会の準備の実務上大きなスケジュールの変化は

(図表 2) 株主総会開催日 (2024年 6月)



(出所) 東京証券取引所「3月期決算会社株主総会情報『定時株主総会開催予定日集計』」

困難であるとしつつも、可能な範囲で株主総会の開催日を分散しようとする会社の取り組みが見られる。株主総会における株主との対話を重視する会社が増加していることも背景の一つにあると考えられる。

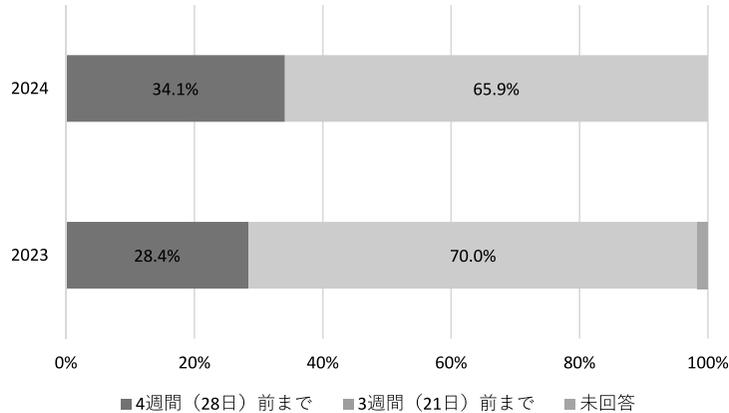
(2) 株主総会資料の早期提供

機関投資家の多くは、スケジュールシッPCODEの受け入れ、顧客であるアセットオーナーからの指示により、株主総会における議決権を行使している。しかしながら、実際に株主総会に出席することは、一部のアクティビストや政策保有株主等を除いては稀であり、機関投資家の多くは株主総会において方針や基準に基づいて、さらには対話の結果を踏まえて議決権行使を行っている。そのため、機関投資家にとっては、より早期に株主総会

の情報提供を受けることにより、十分な時間をかけて議決権行使の判断を行えるとともに、機関投資家サイドの議決権行使実務もより円滑に行うことができるようになる。会社法改正以前のように株主総会の情報提供が書面送付により行われていた状況では、株主総会情報の早期提供とはすなわち招集通知の現物を早期発送することであった。その後、同時期にウェブサイトにおいて公表する実務が広まったことを通じて、発送よりも早い時期に株主総会情報にアクセスが可能となった。会社法改正により株主総会資料の電子提供制度が整備されたことから、より早期に株主総会情報が提供されるようになったものである。

図表 3 によれば、株主総会資料の電子提供の時期の早期化が見られる。株主総会開催日の 4 週間 (28日) 前までの会社が2023年は

(図表 3) 株主総会資料の電子提供の時期



(出所) 東京証券取引所上場部「2024年3月期決算会社の定時株主総会の動向について」(2024年4月25日)
対象：プライム市場

28.4%であったが、2024年には34.1%にまで増加している。電子提供制度の定着により、株主は株主総会情報をより早期に取得できるようになっている。

株主総会の4週間（28日）前までに電子提供される場合には、5月中に招集通知等の株主総会の情報が提供されることとなる。機関投資家は、以前は6月初旬から中旬にかけて1,000社を超える上場会社の招集通知の議決権行使を行っており、実務上の負荷が極めて大きかった。6月開催の株主総会資料が5月中に提供されるとなると、5月開催の株主総会^(注1)の議決権行使の事務が終了するとただちに6月総会の処理を開始することが可能となる。作業日数は長引くが、議決権行使の判断にかかる時間を確保することから、より精緻で丁寧な行使が可能となる。このような時間が確保されることは、運用機関やその顧

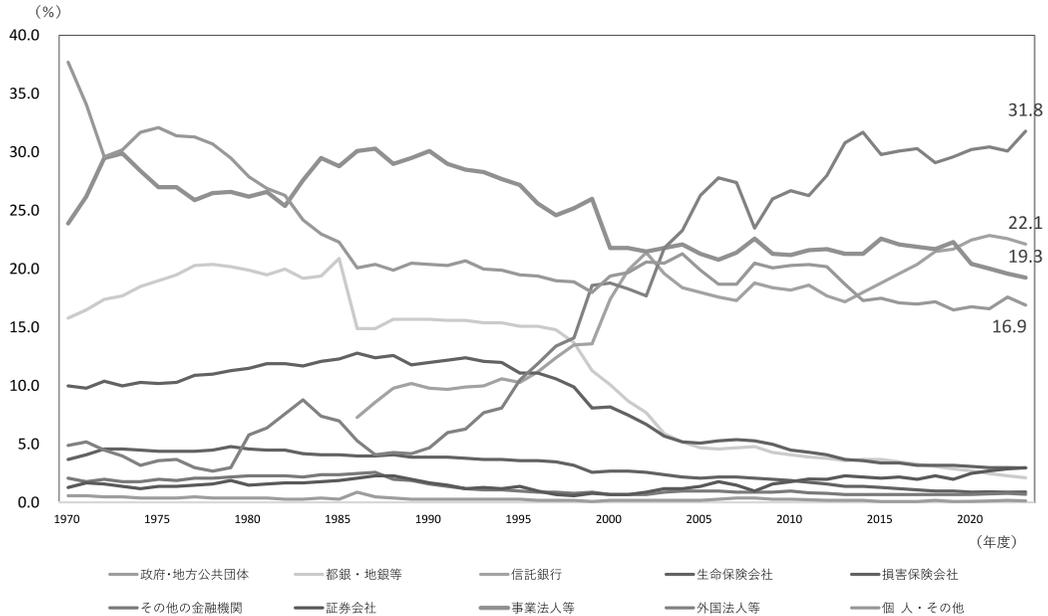
客であるアセットオーナーのみならず、上場会社にとっても有益であると考えられる。

(3) 株主総会資料の英文化

図表4の株式分布状況調査によれば、2023年度のわが国の証券市場の31.8%は外国人投資家によって保有されている。このような状況下において、多くの上場会社では、グローバル投資家に対するIR、SR活動が積極的になっている。わが国の上場会社の株主総会、とりわけ外国人投資家が採用する株式指数に組み入れられている上場会社においては、外国人投資家による議決権行使が与えるインパクトは大変大きくなっている。

他方、株主総会の制度はわが国の会社法に基づいており、法律上は日本語による招集通知等の作成で足りるとされている。そのため、過去には、多くの上場会社は日本語によって

(図表 4) 証券市場の投資部門別株式保有比率



(出所) 東京証券取引所「2023年度株式分布状況調査の調査結果について」(2024年7月2日)

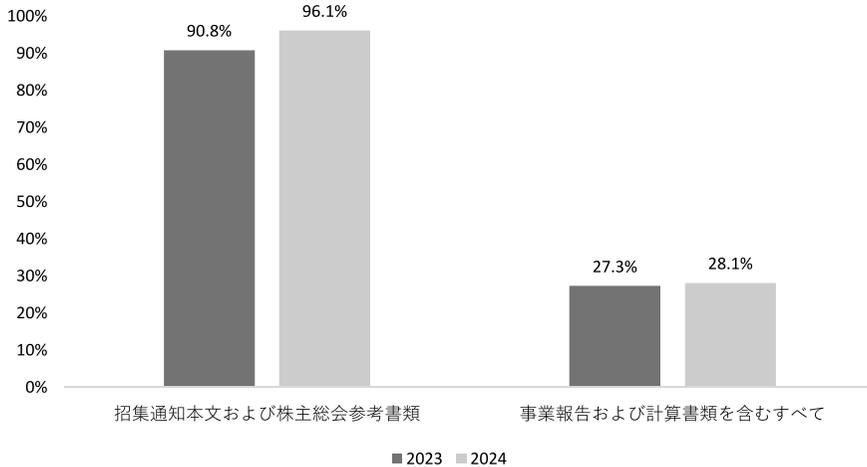
のみ招集通知等を作成していた。外国人投資家が議決権行使を行う場合には、日本国内の拠点を活用するか、ISSやグラスルイス等の議決権助言会社が提供する情報を活用するはかなかった。しかしながら、スチュワードシップ活動が活発になり、投資先企業との対話や議決権行使がより高度化するなかで、外国人投資家自らが招集通知等の情報に直接アクセスしたいとの要望が高まっている。このような背景から、外国人投資家にとっては、招集通知等の株主総会関連情報の英文化が強く求められている。

コーポレートガバナンス・コード補充原則1-2④においては、「上場会社は、自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率

等も踏まえ、議決権の電子行使を可能とするための環境作り（議決権電子行使プラットフォームの利用等）や招集通知の英訳を進めるべきである」と定め、株主総会資料の英文化を推進している。しかしながら、企業サイドからは、株主総会に関連するすべての情報を英文化する場合の作業量やコスト増加、外部に英訳を依頼する場合の情報漏洩等の問題を懸念する意見も少なくない（注2）。

図表5によれば、株主総会関連情報のうち、「招集通知本文および株主総会参考書類」の英訳を作成している会社は、2024年は96.1%となっており、2023年の90.8%よりも増加している。他方、「事業報告および計算書類を含むすべて」の英訳を作成している会社は、2023

(図表 5) 英文招集通知の提供



(出所) 東京証券取引所上場部「2024年3月期決算会社の定時株主総会の動向について」(2024年4月25日)
対象：プライム市場

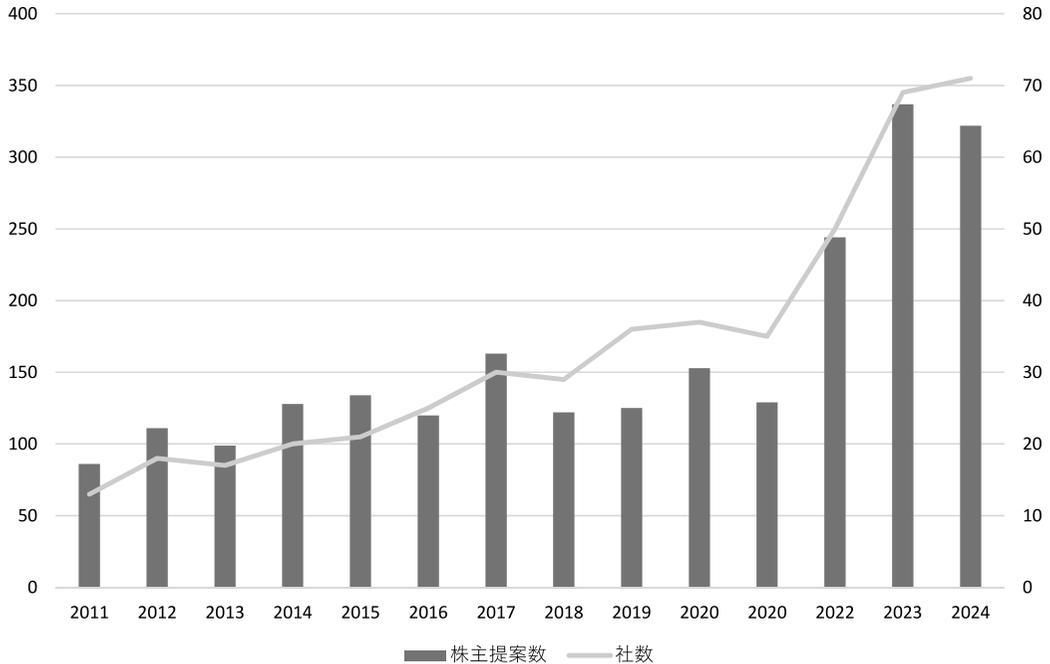
年は27.3%、2024年は28.1%と微増にとどまり、全体で3割未満の会社しか対応が行われていない。前述のように、コーポレートガバナンス・コードにおける記述が「招集通知の英訳」(補充原則1-2④)とされていることや、企業サイドの負担増加への懸念から、株主総会情報のすべての英訳が進んでいないと考えられる。しかしながら、わが国資本市場における外国人投資家のプレゼンスは高く、彼らにとっても株主総会はスチュワードシップ責任を果たす重要な対話の機会として位置づけられていることを踏まえると、株主総会のすべての情報の英訳が作成されることが期待される。

(4) 株主提案の状況

図表6によれば、株主提案は、近年増加傾向にある。過去には、株主提案が提出される

会社とは、原子力発電に反対する株主を抱える電力会社、不祥事等を起こした会社、アクティビストと対立している会社等に限定されていた。しかしながら、2020年代に入り、外国金融機関系列の運用会社や海外の公的・私的年金基金等のメインストリームのグローバル投資家、また近年特に活動が活発になっている存在である環境団体等から、カーボンニュートラルへのトランジション等の環境問題に関連した株主提案が提出されるケースが増加している。また、アクティビストによる活動も積極化しており、業績やコーポレート・ガバナンスに課題のある会社においては、アクティビストから取締役会構成や資本政策に関する株主提案が提出されるケースも珍しいことではなくなっている。このような株主提案の多くは結果的には否決されているが、スチュワード

(図表6) 株主提案の状況



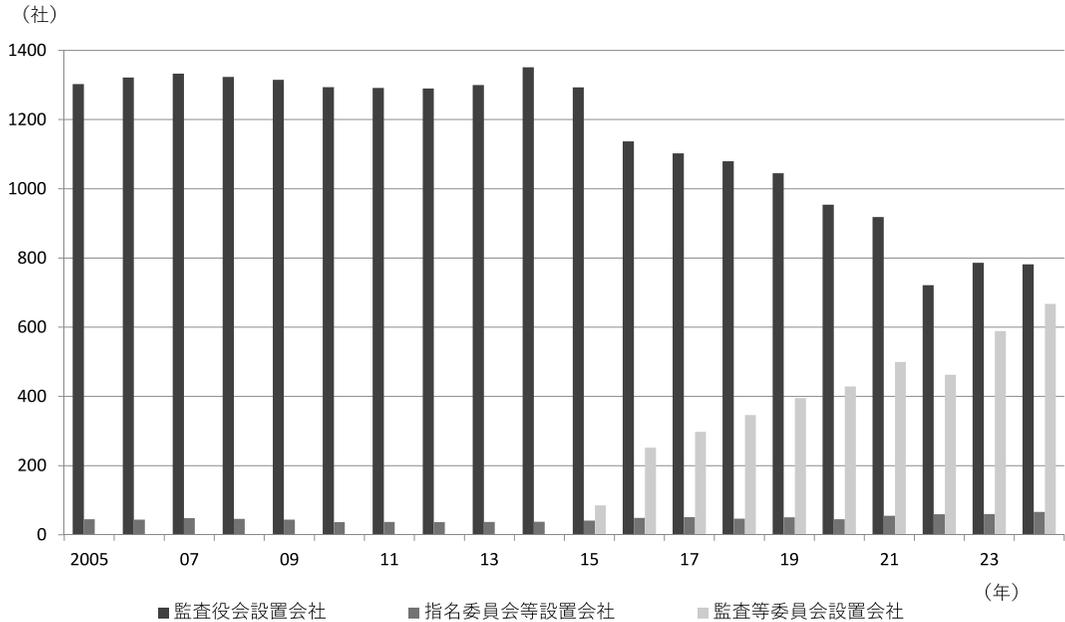
(出所) 日本投資環境研究所

シップ・コードを受け入れている機関投資家においては、無条件に反対することはなく、個別の株主提案の議案を精査し、判断している。機関投資家の多くは、株主提案に対する議決権行使に当たって、投資先企業におけるこれまでの活動、コーポレート・ガバナンス等の体制整備、ディスクロージャーの状況を踏まえ、中長期的な企業価値につながるか、株主共通の利益に資するか等の観点から、総合的に判断している。特に、トランジション等の環境問題については、機関投資家の多くも投資判断への組み込みを進めているところであるが、株主提案に対する判断においては投資先企業の実際の活動、対話の内容を踏まえて、

難しい判断を行っている実態がある。そのため、株主提案に対して議決権助言会社が賛成している場合であっても、必ずしも他のグローバル投資家からの賛同が得られていないため、否決されている場合も少なくない。

しかしながら、逆の見方をすれば、機関投資家が株主提案の内容に納得でき、投資先企業において十分な経営改善や対応がとられていないと認識される状況においては、株主提案に対して賛成する投資家が増加する可能性が高い。近年、サステナビリティや資本政策への対応が重要な経営課題となり、ディスクロージャーの強化が進められているなか、上場会社においては、投資家の期待に応える経

(図表7) 機関設計の推移



(出所) 日本投資環境研究所
対象：プライム市場

営と透明性の確保が求められる。

3. 取締役会の状況

(1) 機関設計の推移

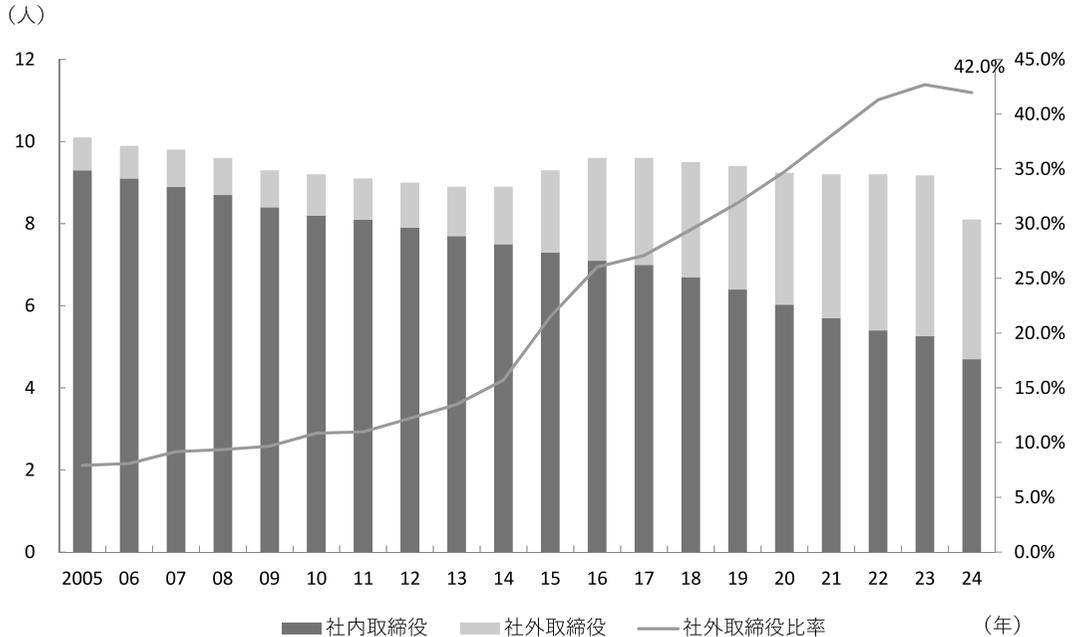
図表7によれば、指名委員会等設置会社を選択する会社数に大きな変化は見られないが、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社へ移行する会社が多い傾向が続いている状況である。現在のペースが継続した場合には、近い将来には、監査役会設置会社よりも監査等委員会設置会社を選択する会社数が多くなると考えられる。

監査役会設置会社から監査等委員会設置会

社への移行理由としては、モニタリング・ボードを志向するという理由を掲げる会社が多いようである。ところが、その実態としては、半数が社外監査役で構成される監査役を取締役監査等委員へスライドさせることにより、コーポレートガバナンス・コードで求められる社外取締役の人数や比率を確保することが主たる目的であると見える場合も少なくない。このような会社においては、コーポレート・ガバナンスの質向上の観点よりも、コーポレートガバナンス・コード、機関投資家の対話・議決権行使への対応という形式的側面が強いと考えられる。

また、監査役会設置会社から監査等委員会

(図表 8) 取締役会の構成



(出所) 日本投資環境研究所
対象：プライム市場

設置会社への移行が進むなか、コーポレート・ガバナンス上の課題として、監査役と取締役監査等委員とはその役割が異なることにも留意が必要である。監査役はモニタリングのみを行う機関であるが、取締役監査等委員は取締役として重要な業務執行の決定にも参加する。そのため、監査等委員は監査役とは異なり、取締役会における行動は、企業価値を守る視点に加えて、企業価値を高める観点も期待されていると考えられる。監査役設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社は、いずれも仕組みが異なるが、制度上はすべて同等の位置づけであるとされている。重要なのは、法令やコーポレートガバナンス・

コードへの対応といった形式面での整備にとどまらず、コーポレート・ガバナンスの実効性が確保されていることである。

(2) 取締役会の構成

図表 8 によれば、取締役会における社外取締役の比率は40%を超える状況が継続している。2021年のコーポレートガバナンス・コード改訂を踏まえ、より高度な取締役会体制を構築するために、社外取締役を増員し、将来的には取締役会の過半数を社外取締役とすることを目指す社社も増加している。

取締役会体制の独立性はコーポレート・ガバナンスの観点からは必要な要素であり、ダ

イバーシティの確保も進められるべきである。他方では、重要なのは、スキルマトリックスのように実効性を確保して、中長期的な企業価値向上につながる経営を行えるようコーポレート・ガバナンス体制を構築することである。

(3) ジェンダー・ダイバーシティの進展

政府は、2023年6月、「女性版骨太の方針2023」^(注3)において、女性活躍に関する数値目標等を掲げた。この政府目標を踏まえて、東京証券取引所は、2023年10月4日に上場規程の改正を行い、同10月10日に施行された^(注4)。そこでは、プライム市場の上場内国会社における女性役員の選任について、①2025年を目途に女性役員を1名以上選任するよう努める、②2030年までに女性役員の比率を30%以上とすることを目指す、③上記の目標を達成するための行動計画の策定を推奨する、と定める^(注5)。近年、機関投資家や議決権助言会社の方針に基づき、女性役員1名以上を採用している会社が増加している。多くの会社において当面の課題は、女性役員の比率を30%以上確保することのようである。

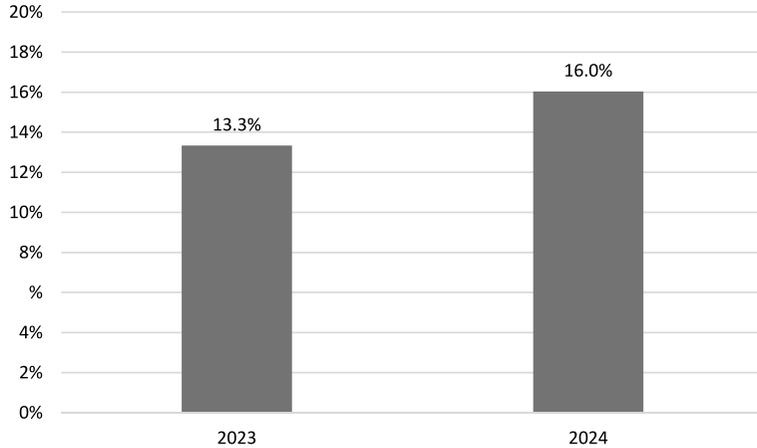
図表9によれば、女性役員の比率は、2023年には13.3%であるが、2024年には16.0%にまで増加している。現状は女性の社外取締役を採用することで女性役員比率を確保している会社が少なくないが、将来的には、社内の執行サイドにおける女性役員の確保も必要となる。そのため、プライム上場会社においては、2030年までに女性役員比率を30%以上に

するための社内のプロモーションや社外からの採用、トレーニング等の計画を検討している会社が多いと推察される。

また、有価証券報告書においては、2023年3月期から、「従業員の状況」において、「女性管理職比率」、「男性育児休業取得率」および「男女間賃金格差」の開示が行われるようになった。「女性管理職比率」は「女性役員」の前段階であり、コーポレート・ガバナンス体制におけるダイバーシティの要素として重要である。図表10によれば、「従業員全体」に占める女性比率は27.6%であるが、管理職のうち「課長以上部長未満」の女性比率は10.5%、「部長以上」では7.4%となっている。実態としては、課長よりも下位の階級における女性の比率が高いと考えられる。

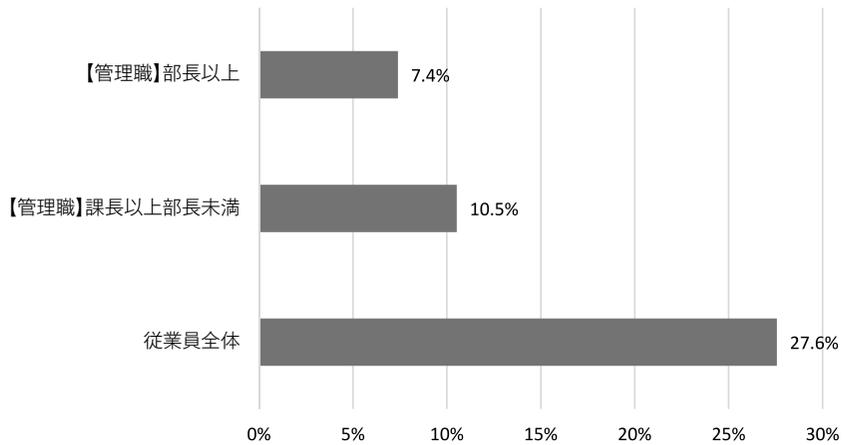
女性管理職比率に関する計算方法や定義は、女性活躍推進法に基づいて行うことと定められている。具体的には、厚生労働省「状況把握、情報公表、認定基準等における解釈事項について」において、「管理職」とは「課長級」と「課長級より上位の役職（役員を除く）」にある労働者の合計とされている。一般的に、「課長代理」、「課長補佐」と呼ばれている者は、「管理職」とは見なされない。また、これらの職階よりも下位にある「係長級」は含まないと明記されている。しかしながら、金融庁が実施した有価証券報告書レビュー^(注6)においては、「課長代理」を含めて算定するなど、女性管理職比率を女性活躍推進法の「管理職」の定義に従って算定・開

(図表9) 女性役員比率



(出所) 日本投資環境研究所
対象：プライム市場

(図表10) 女性管理職比率



(出所) 日本投資環境研究所
対象：プライム市場

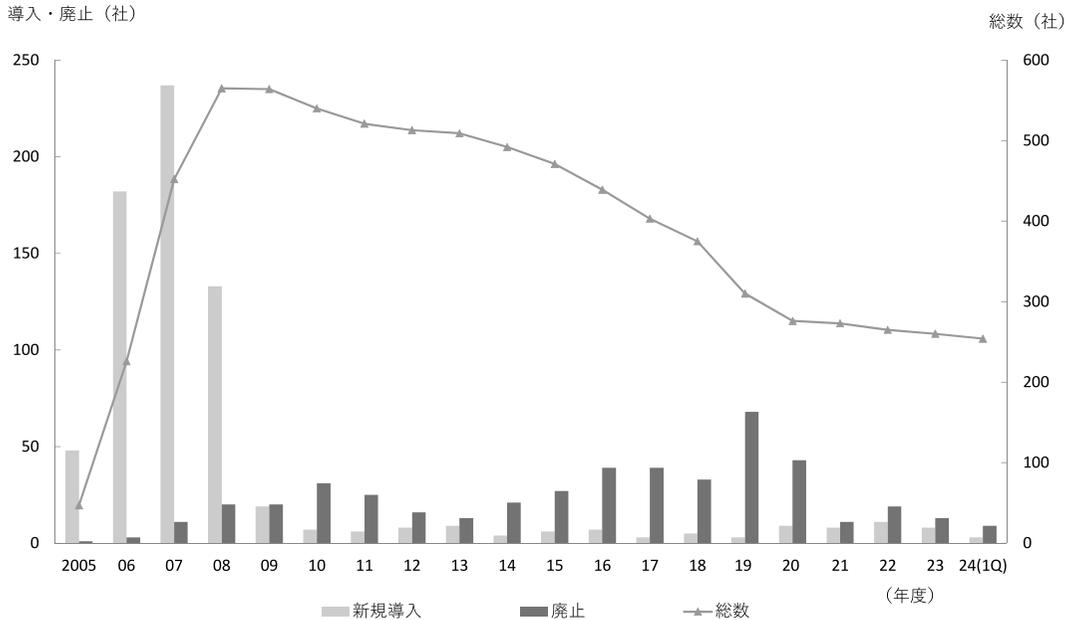
示していない会社が報告されている(注7)。

4. 買収防衛策

買収防衛策は、廃止する会社が導入する会

社を上回り、採用会社の総数は減少傾向が続いている。しかしながら、アクティビストへの懸念が強い会社等においては、現在でも新規に買収防衛策を導入する場合もある。近年導入された買収防衛策を見ると、その多くにお

(図表11) 買収防衛策の推移



(出所) 日本投資環境研究所

いて少数株主の権利や利益の保護への配慮がなされ、少数株主からの賛同を得やすい内容とされている。とはいえ、有事における発動の場合を除き、買収防衛策に対しては国内外の多くの機関投資家は反対するが多いと考えられる。アクティビストへの懸念が強い会社においては、買収防衛策は有効な手段として関心が高いと考えられるが、そのような状況になる前に、平時より買収者以外の少数株主の賛同を得られるよう対話の充実や株主価値向上の取り組みを推進することが肝要である。

5. おわりに

株主総会については、上場会社は機関投資

家を含む株主との重要な対話の場であると位置づけており、情報提供の時期や提供される情報量は株主にとっては望ましい方向に進展している。コーポレート・ガバナンスの取り組みも、市場当局の後押しやコード等の見直しを経て、グローバル水準に到達しているといえよう。今後は、コーポレート・ガバナンスの実質をより確保するために、各会社が自身の状況を踏まえて取り組みを高度化させる局面にあると考えられる。

株主総会を巡っては、周辺環境にも目を向ける必要がある。金融庁の金融審議会に設置された「サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するワーキング・グループ」において、サステナビリティに関するディスクロー

ジャーの議論が進められている^(注8)。有価証券報告書のサステナビリティに関する開示項目が大きく増加することが予定されるなか、有価証券報告書の提出期限の伸長も議論されている。他方では、フォローアップ会議の意見書において「有価証券報告書の開示が株主総会前のタイミングになるよう、環境整備について検討すべきである」と明記された^(注9)。株主総会のスケジュールを巡っては、有価証券報告書の提出期限との関連で、金融商品取引法の改正動向についても注視する必要がある。

[参考文献]

- ・上田亮子「サステナビリティ情報の高度化と信頼性確保」月刊資本市場2024年6月号 (No. 466)
 - ・金融庁「令和5年度有価証券報告書レビューの審査結果及び審査結果を踏まえた留意すべき事項等」(2024年3月29日)
 - ・金融庁「ステュワードシップ・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」議事録(2024年4月18日)
 - ・金融庁「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024『ステュワードシップ・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』意見書(7)」(2024年6月7日)
 - ・内閣府男女共同参画局「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)
 - ・東京証券取引所「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)に係る上場制度の整備等について」(2023年10月4日)
 - ・東京証券取引所「3月期決算会社株主総会情報」
 - ・東京証券取引所上場部「2024年3月期決算会社の定時株主総会の動向について」(2024年4月25日)
 - ・東京新聞「女性管理職の割合、かなり『盛られていた』複数の地方銀行、『厳密な基準』に当てはめたら驚きの結果が」(2024年7月19日)
- (注1) 5月に株主総会を開催する会社は、6月、3月に次ぐ数の多さである。小売業等のセクターに多い。昔は2月と8月には客足が少なく、その時期に棚卸しを行っていたことに由来するといわれる。
- (注2) 金融庁「ステュワードシップ・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」議事録(2024年4月18日)参照。
- (注3) 内閣府男女共同参画局「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)
- (注4) 東京証券取引所「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)に係る上場制度の整備等について」(2023年10月4日)
- (注5) 女性役員には、取締役、監査役、執行役に加えて、執行役員又はそれに準じる役職者を含むことができるとされる。
- (注6) 金融庁「令和5年度有価証券報告書レビューの審査結果及び審査結果を踏まえた留意すべき事項等」(2024年3月29日)
- (注7) 東京新聞「女性管理職の割合、かなり『盛られていた』複数の地方銀行、『厳密な基準』に当てはめたら驚きの結果が」(2024年7月19日)の記事によれば、複数の地方銀行においてこのような不適切な開示が行われていたことが指摘されている。
- (注8) 上田亮子「サステナビリティ情報の高度化と信頼性確保」月刊資本市場2024年6月号 (No. 466)
- (注9) 金融庁「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024『ステュワードシップ・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』意見書(7)」(2024年6月7日)