

2020年5月27日 全13頁

2020年6月株主総会に向けた論点整理

新型コロナ禍に対する株主総会の在り方と今後への示唆

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月株主総会における新型コロナ禍対応の論点としては、(1)決算・監査対応の遅れ等に伴う株主総会の開催時期の変更、(2)感染拡大防止の観点から株主総会における参加人数の最小化、(3)運営時間の短縮化、(4)議決権行使助言会社等の特例措置、がある。
- 3月以降の株主総会においては既に、株主総会の7月への延期や継続会の開催、ハイブリッド出席型株主総会の実施、株主総会参加者を自社役員だけに限定する企業や、事前登録・抽選制を実施する企業が出てきており、6月株主総会においても例年とは大きく異なる株主総会運営になると見られる。
- 一方で、新型コロナ禍対応以外の論点においては、引き続き、議決権行使助言会社や主要機関投資家が議決権行使基準を厳格化しており、またアクティビスト投資家の活動も活発である。上場企業においても独立社外取締役比率で1/3の確保などコーポレートガバナンス体制の見直しの対応が進んでおり、ポストコロナ時代においても引き続きコーポレートガバナンス強化の流れは続くと考えられる。
- 今回の新型コロナ禍対応は、日本における株主総会の在り方について、見直す機会になると考える。従来、日本において株主総会の運営実務は極めて保守的に運用されてきた経緯がある。今回の新型コロナ禍を契機に、ハイブリッド型バーチャル株主総会や3月期決算企業の7月株主総会開催などを導入する企業も増加している。ポストコロナ時代を見据えた「株主総会の進化」が期待される。

1. 新型コロナ禍対応に伴う株主総会を取り巻く主要論点

新型コロナウイルス感染症の封じ込めが世界的な社会課題となっている。日本においても、3月25日の小池東京都知事による外出自粛要請や4月7日発出の7都府県への緊急事態宣言など新型コロナウイルス感染症の封じ込めに向けた取組みが行われてきた。緊急事態宣言は5月25日に全面解除されたが、大規模イベントの自粛に関しては段階的な緩和となり、多くの上場企業が実施する6月定時株主総会に対しても大きな影響が出ている。

2020年6月株主総会における新型コロナ禍対応の論点としては、(1)決算・監査対応の遅れ等に伴う株主総会の開催時期の変更、(2)感染拡大防止の観点から株主総会における参加人数の最小化、(3)運営時間の短縮化、(4)議決権行使助言会社等の特例措置、がある。

従来、日本における株主総会の運営実務は極めて保守的に実施されてきた経緯がある。新型コロナウイルス感染症の感染拡大防止という社会的要請において、監督官庁（法務省・金融庁・経済産業省等）が、省令の改正やQ&A・実務指針等の公表により、柔軟な株主総会運営を可能としている。

(1) 開催時期の変更など

2020年6月株主総会においては、新型コロナ禍対応において、国内外で外出禁止・自粛に伴う在宅ワーク化により決算・監査対応が遅れている。そのため、一部の企業においては、通常の定時株主総会のスケジュールで決算・監査対応が困難となっており、株主総会の開催時期の見直しが行われている。選択肢としては下記に整理しているように「①7月以降に延期」「②継続会の開催」「③臨時株主総会の開催」の3つとなっている。各々の選択肢については、配当金の基準日との関係や計算書類等の提供の遅れに伴う株主の議決権行使への影響、開催時期の限界等が論点としてあり、個々の企業の状況によって採用する選択肢が異なっている。

① 基準日を変更し、定時株主総会の開催時期を7月以降とする

会社法125条により株主総会は基準日の3か月以内に開催しなければならないとあり、基準日を再設定することにより7月以降に株主総会を開催することが可能となる。但し、配当基準日もあわせて変更する必要がある場合には、本来なら配当を貰える株主が基準日変更により貰えなくなるというデメリットがある。信託協会の調査によれば、基準日の変更は75社（3月期決算企業の3.1%）¹が検討している。

¹ 本校執筆時点（2020/5/27）で東芝や日立、オリンパスなどが基準日変更を公表している。なお、東芝および日立は配当基準日を3月31日のまま取締役会決議により配当を実施している。一方、オリンパスは、配当基準日を5月31日に変更している。

② 継続会（会社法 317 条）を開催する

2 日に分けて同一の株主総会を実施する対応である。剰余金処分案、取締役選任議案などを従来通り 6 月に実施し、監査等が完了次第、別日程で計算書類等の承認を行う。あくまで 6 月の定時株主総会の延長という位置づけであり、形式的には同一の株主総会で剰余金処分案の決議と計算書類の承認を行ったことになる²。金融庁・経産省・法務省が継続会の開催時期については 3 カ月を超えないことが一定の目安になるとの指針を公表している。一方で、実務的な課題としては、計算書類が確定する前に剰余金処分案等の議案を決議するという問題がある。後述するように ISS は議案を判断できないとし、「棄権」として助言方針を公表している。また、「継続会」の開催時期の限界について法的リスクがないわけではないと指摘する有識者³もいる。信託協会の調査によれば、132 社が継続会の開催（同 5.5%）⁴を検討している。

③ 臨時株主総会を開催する

従来の 6 月総会で計算書類等の承認以外を決議し、別途、基準日を設定し、臨時総会を開催し、計算書類の承認を実施する方法である。「継続会」については開催時期の限界の論点があることから、臨時株主総会方式を採用する企業⁵もある。

(2) 参加人数の最小化

本稿執筆時点では、全ての都道府県で緊急事態宣言が解除されたが、大規模なイベントの自粛緩和は段階的に進める方針が出されている。政府・新型コロナウイルス感染症対策専門家会議は「感染観察都道府県」におけるイベント開催の判断基準として「参加者数は屋内で 100 人以下かつ収容定員の半分以下」⁶との提言を出しており、2020 年 5 月 25 日の安倍首相による緊急事態宣言全面解除の記者会見においても「コンサート等の各種イベントも 100 人程度から始め、感染状況をみながら順次拡大していく」との方針を表明している。加えて東京都においては、休業要請緩和ステップとして段階的（STEP0～STEP3 の 4 段階）に開催可

² そのため、いわゆる期末填補責任（会社法 465 条）は生じないと解する見解として、武井一浩＝森田多恵子「新型コロナ対策を踏まえた今年の定時総会」西村あさひ法律事務所企業法務ニューズレター2020年4月22日号参照。

³ 金融庁・法務省・経産省の指針公表前の論稿であるが、弥永真生「新型コロナウイルス感染症の影響と連結計算書類」商事法務ポータル2020年4月24日参照。同論稿は、継続会の開催時期について、決算や監査に必要な期間という意味ではなく、会社法 124 条 2 項かつ書きの「基準日から三箇月以内に行使するものに限る」を実質的に潜脱することになるかどうかの観点から判断されるものであり、また、そもそも、当初の株主総会を開催する時点で、継続会を予定することは、やはり会社法 124 条 2 項かつ書きを潜脱する趣旨であると評価されても文句はいえないとする。

⁴ 本校執筆時点（2020/5/27）で ADEKA 等が既に継続会の開催を公表している。

⁵ 本校執筆時点（2020/5/27）でダイセル等が臨時株主総会の開催を公表している。

⁶ 「新型コロナウイルス感染症対策の状況分析・提言」（2020 年 5 月 14 日）

能なイベント規模を拡大させるロードマップを公表している⁷。東京都の緩和ステップが6月株主総会シーズンにどの程度進むか次第ではあるが、株主総会においては100名が1つの目安として意識されると考える。そのため、株主総会のような数百名から数千名が参加する大規模なイベントについては参加人数を抑えた開催が求められると考える。

そうした中で、多くの6月株主総会開催企業において、参加人数を最小化する方法が検討されている。3月～5月株主総会等で実施された手法を含め特徴的な方法としては以下(①～③)の施策がある。下記のような施策を組み合わせることで、参加人数を最小化させ、定時株主総会における新型コロナウイルス感染症の集団クラスターの発生リスクをできる限り低減させようとしている。

① 事前登録制の採用・株主の来場謝絶

株主総会への参加は株主として基本的な権利の1つであり、従来は法的な観点から来場規制は難しいとの見解が一般的であった。しかし、今回の新型コロナウイルス感染症の感染拡大防止という社会的要請により、経産省・法務省がQ&Aにより、「事前登録制の採用」や「結果的に無参加者となった株主総会の実施が可能」との見解を公表している。5月株主総会においては、既に数社⁸が事前登録制による来場制限を実施している。

加えて、経団連が「役員のみで株主総会を実施するため、来場を原則ご遠慮いただくケース」を招集通知のモデルケースとして公表している。本稿執筆時点では、6月株主総会において役員のみによる株主総会の実施を公表している事例⁹が出ている。

また、一部の企業においては、当日、株主総会に参加できない株主のために、事前質問等をインターネット等で受け付ける企業も散見される。受け付けた質問のうち、関心の高い質問については、当日に回答するか、後日、インターネット等で公表することが実施・検討されている。

② ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施

日本においては会社法によりリアルな会場を用意する必要があり、バーチャルオンリー型株主総会が実施できないという制限がある中で、従前より、IT技術を活用したハイブリッド型バーチャル株主総会の開催が検討されてきた¹⁰。そうした中で、今回の新型コロナ禍を契機に、ハイブリッド型バーチャル株主総会の導入を実施・検討する事例が増加している。

⁷ 東京都は2020年5月22日に休業要請緩和ステップとして、開催可能なイベントの規模について「STEP1は50人まで、STEP2は100人まで、STEP3は1000人まで」との指針を公表している。

⁸ 例えばイオン(定員100名・当日に抽選)、井筒屋(定員60名・事前登録・抽選)、日本航空(定員不明、事前登録・先着順)等。

⁹ 伊藤忠商事が2020年6月定時株主総会は役員のみで株主総会を実施する旨を招集通知で公表している。

¹⁰ 経済産業省「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」

-
- i. ハイブリッド「出席型」バーチャル株主総会
バーチャル経由の参加者に対しても、リアル株主総会の出席者と同様に質問や動議の機会を与える方式。バーチャル出席という新しい出席態様から考えられる特異性を考慮する必要がある¹¹、また多くの総会実務担当者が在宅勤務となっている状況で新たな IT システム等を整備することはハードルが高い。一方で、新型コロナ禍対応状況もあり、3月株主総会において IT 企業において導入が散見された。ある企業においては、株主だけでなく、議長・役員等も web 会議システム経由で参加¹²する「ほぼバーチャル『オンリー型』株主総会」を実現した例もあった。
- ii. ハイブリッド「参加型」バーチャル株主総会
バーチャル経由の参加者に、会社法上の「出席」という形ではなく、審議等の確認・傍聴を認める手法。従来でも、一部の企業は株主限定もしくは一般投資家向けに株主総会のライブ中継を実施¹³しており、「出席型」と比較してハードルは低い¹⁴。3月株主総会で株主総会のライブ中継を実施した企業の例¹⁵では、例年 1,000 名～2,000 名が参加するが、今年はリアル総会での参加者は 18 名の参加に留まる一方で、バーチャル経由の参加者は 1,000 名以上となっている。

③ お土産の廃止など

2020 年 6 月株主総会においては、多くの企業において参加人数の最小化を目的にお土産の廃止を実施・検討している。近年、多くの上場企業においては、株主総会に出席できない遠隔地株主との平等性や総会実務の低減などを背景に、株主総会においてお土産を廃止している。お土産を廃止した企業の株主総会においては、一般的に 5 割～7 割程度参加者が減少すると言われている。3月株主総会においても 20 社¹⁶がお土産の廃止を実施、お土産の実施率は 38.8%（前年は 46.8%）であった。今回お土産を廃止した企業の中には、新型コロナウイルス感染症に伴う自粛効果もあり、前年比較で 9 割以上出席者が減少している企業もあった。

¹¹ 例えば、企業側のインターネット回線が不調だった場合の当該株主総会の有効性や本人確認の方法、株主の質問・動議の取扱いなど。

¹² ガイアックスは 3 月定時株主総会において、リアルな株主総会会場は用意しているが、現地には議長や役員は不在で、zoom 経由で参加する手法を採用している。

¹³ 「2019 年度全株懇調査報告書」（全国株懇連合会 2019 年 10 月）によれば、アンケートに回答した 1759 社中、2019 年株主総会シーズンにおいて、株主総会のライブ中継は株主限定公開で 5 社、一般公開で 6 社されている。

¹⁴ 「2020 年 3 月期上場会社の定時株主総会の動向（速報版）」（日本取引所グループ 2020/4/7）によれば、出席型は 1.4%、参加型は 5.6%の企業が検討している。

¹⁵ GMO インターネット

¹⁶ 「資料版/商事法務 4 月号」（(株)商事法務 2020 年 4 月）より、母数は 3 月株主総会を実施した 250 社。

(3) 運営時間の短縮化

参加人数の最小化に加え、実務的な論点としてあるのが、運営時間の短縮化である。事業報告や計算書類の報告などを短縮化（例えば、「お手元の資料をご覧ください」とし、原則として原稿読み上げを省略するなど）することに加え、質疑応答についても、事前質問の受付、1人1質問への限定、質問内容を株主総会の目的事項に限る等の制限を設けることで株主総会の運営時間をできる限り短縮化させる工夫が実施・検討されている。

2020年3月株主総会においては、株主総会の平均的な運営時間は46分（前年は59分）¹⁶と大幅に短縮化されており、特に1時間以上の企業は55社（前年は114社）と前年比較で大幅に減少している。前年94分に対し31分と1/3程度まで短縮した企業¹⁷もあった。

(4) 議決権行使助言会社・機関投資家の特例措置

新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う外出自粛（国によっては都市封鎖）は、企業活動に多大な影響を与えている。日本においても、旅行関連サービス（空運・鉄道・ホテルなど）や小売・外食業を中心に深刻な影響が出始めている。そうした中、Institutional Shareholder Services（以下、ISS）やグラスルイスといった大手議決権行使助言会社や機関投資家が新型コロナウイルス感染症対応として、議決権行使等における特例措置を公表している。今回の新型コロナ禍による世界的な経済危機に対し、資本市場として、長期的な視点から柔軟に対応し、企業を支援するメッセージが読み取れる。

① ISSの特例措置の主なポイント

i. ROE基準の適用猶予

従来のISSの助言方針では、取締役選任議案においてROE5%基準¹⁸を適用していた。今回のコロナ禍に際して、その適用を一時猶予する旨を公表している。

ii. 「継続会」を選択する企業の剰余金処分案等について「棄権」を推奨

ISSは、コロナ禍対応で「継続会」を選択する企業については、剰余金処分案や役員報酬など計算書類等の提供がなければ評価が困難な議案に対して「棄権」を推奨すると公表している。

¹⁷ サントリー食品インターナショナル株式会社の2020年3月株主総会

¹⁸ 資本生産性が低く（過去5期平均の自己資本利益率（ROE）が5%を下回り）かつ改善傾向にない場合、経営トップである取締役に對し反対推奨を行う。

② グラスルイスの特例措置の主なポイント

- i. 「継続会」を開催する企業について、必要な情報開示がないことを理由とした反対助言は控える対応
グラスルイスは、新型コロナウイルス感染症のパンデミックが監査手続きに与えている影響を考慮し、継続会を選択する企業について、議決権行使助言に必要な情報が開示されていないことを理由とした反対助言は控えることを公表。
- ii. 買収防衛策については賛成判断の可能性を示唆
新型コロナウイルス感染症のパンデミックによる経済危機の影響を大きく受けている企業については、従来のグラスルイスの買収防衛策方針に加え、「買収防衛策の有効期間が1年以内」「新型コロナウイルス感染症のパンデミックの影響で買収防衛策を導入するという正当な根拠の開示」の条件を満たす場合は、合理的な買収防衛策であるという判断をする場合もあることを公表。

③ PRI・ICGN等の国際的な投資家団体の動き

PRI（国連の責任投資原則）事務局は投資家向けガイダンス「How responsible investors should respond to the COVID-19 coronavirus crisis」¹⁹を公表し、「長期的な視点からの投資の意思決定を引き続き維持する」等の7つの提言を実施している。

また、国際的な機関投資家団体である国際コーポレートガバナンス・ネットワーク（以下 ICGN）は「共同のガバナンス責任に関する声明」を公表し、投資先企業に対し、人員削減の回避や、財務安定性の観点から配当の大幅減額・停止を許容する声明が出されている。

④ 機関投資家の動き

一部の機関投資家は図表1に示すような新型コロナウイルス感染症対応に伴う特例措置を公表しており、従来の議決権行使基準にある数値基準にこだわらず、弾力的な議決権行使の実施を公表している。加えて、ポストコロナ時代を見据えた対話方針を開示している機関投資家も出てきている。例えば、アセットマネジメント One は今回のコロナ禍対応を踏まえ、従来の気候変動等の論点に加え、ヒューマンキャピタルマネジメントやデジタルトランスフォーメーション、リスクマネジメント（BCP）等の7つの視点でESG対話を進めていく事を公表している。

¹⁹ <https://www.unpri.org/how-responsible-investors-should-respond-to-the-covid-19-coronavirus-crisis/5627.article> (accessed 2020-5-22)

(図表 1) 三井住友 DS アセットマネジメントの対応

1	ROE・剰余金処分（配当）・業績等における基準の数値にこだわらず、手元流動性の状況や企業活動等の実態を踏まえて弾力的な議決権行使を行う
2	対話を通じて、中長期的視点に立った事業活動の継続やビジネスモデルの維持等を優先するよう促し、投資先企業のおかれた状況によっては、必ずしも従来の対外公約等にこだわる必要はないことを表明する
3	投資先企業の経営者自らが、新型コロナウイルスの影響を受けている自社の実態把握に努め、投資家をはじめとする様々なステークホルダーに対して現状および今後の考え方等について丁寧な説明を行うことを期待する
4	会計監査、決算発表、株主総会の実施については、安全を最優先する立場から投資先企業が適切に対応することを是認する

(注) ビジネスモデルや財務状況等を踏まえ、新型コロナウイルスの影響が軽微であることが明白な投資先企業に関しては、上記の一部もしくは全部の項目について考慮の対象から除く

(出所) 同公表資料より大和総研作成

2. 新型コロナ禍対応以外の論点

本章においては、新型コロナ禍対応以外の論点として、(1) 議決権行使助言会社の動向、(2) 機関投資家の動向、(3) アクティビスト投資家の動向、および (4) これらを踏まえた上場企業側の対応を取り上げる。

(1) 議決権行使助言会社の 2020 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、2020 年 2 月以降の株主総会より、①社外役員の独立性について、上場企業の保有する政策保有株式の出身者について非独立役員とみなす、②親会社や支配株主を持つ会社において、ISS の独立性基準を満たす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、の新基準を適用している。

一方で、同じく議決権助言会社のグラスルイスは、2020 年 2 月より「従来 TOPIX100 の企業に適用していた女性役員基準²⁰を東証 1 部・2 部への拡大」を適用している。また 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旨²¹を公表している。

なお、議決権行使助言方針において、政策保有株式の保有に対して定量基準を設け

²⁰ 東証 1 部と 2 部に上場している企業において、女性役員が 1 人もいない場合、原則として、ジェンダー・ダイバーシティの欠如に責任があると思われる取締役に反対助言をする。

²¹ 「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）に反対助言をする。

ることについては、ISSも検討しており、2019年夏に導入の是非を機関投資家等にアンケートを実施している。アンケート結果では、機関投資家の約9割が当該基準の導入に対して賛成を示しており、日本企業の政策保有株式の保有について高い課題意識を有していることがうかがえる。

(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2020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2は主な国内機関投資家の議決権行使基準の変更点うち、取締役選任議案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。

上場子会社のコーポレートガバナンスの在り方については、2019年6月に閣議決定された「成長戦略実行計画」においても言及されており、同計画において、上場子会社における独立社外取締役比率を高めること（1/3以上や過半数の確保）、独立性判断基準の見直し（10年以内に支配株主に所属していた者は独立性がない）、情報開示・説明責任の強化などを掲げている。そうした議論の流れを受けて、国内主要機関投資家において、上場子会社に対する議決権行使基準を厳格化したとみられる。

取締役選任議案以外では、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。

(図表 2) 国内主要機関投資家の取締役選任議案における主な変更点

機関投資家名	新基準 (2020年以降適用の変更点)	旧基準 (2019年適用)
三菱UFJ信託	社外取締役が複数かつ取締役総数の1/3以上でない場合は、取締役全員の選任に反対	社外取締役が複数未満(取締役総数15名以上の場合、社外取締役が3名未満)の場合は、取締役全員の選任議案に反対
アセットマネジメント One (みずほ信託)	社外取締役が2名以上いない場合、または20%以上いない場合、代表取締役を反対(2021年以降は25%以上に基準引き上げ予定) 「親会社」「支配株主」「大株主(※)」が存在する企業において、社外取締役が取締役会の過半数存在していない場合、代表取締役の選任に反対(※)議決権所有割合40%以上	社外取締役が2名以上いない場合、代表取締役の選任議案に反対
三井住友TAM (三井住友信託)	独立社外取締役が複数かつ取締役総数の1/3以上選任されていない場合は取締役選任議案に反対 上場子会社の場合は独立した意思決定を担保する体制が確保されていない場合(独立社外取締役が過半数、独立社外取締役が1/3以上かつ社外役員を主体とする指名委員会等の設置)は取締役選任議案に反対	指名委員会等設置会社および監査等委員会設置会社において、独立社外取締役が取締役総員数の1/3以上でない場合、取締役選任議案に反対 監査役設置会社(上場子会社を除く)は2名以上または20%以上の独立社外取締役が選任されていない場合は、取締役選任議案に反対 上場子会社の場合は独立社外取締役比率が1/3未満の場合は取締役選任議案に反対
りそなAM (りそな銀行)	取締役会に独立性のある社外取締役が3分の1以上選任されていない場合、合理的かつ納得性ある説明がなければ、代表取締役の選任に反対。但し、監査役会設置会社で、親会社または支配株主を有しない企業については、取締役会に独立性のある社外取締役が2名かつ20%以上選任されている場合は賛成	取締役会に社外取締役が2名以上選任されていない場合、合理的かつ納得性ある説明がなければ、代表取締役の選任に反対(但し、社外取締役が1名でも、同比率が1/3以上の場合は除く)
野村アセットマネジメント	監査役設置会社は2名以上。但し、取締役の人数が12名を超える場合は3名以上、支配株主が1/3以上。監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社は1/3以上。上記を満たさない場合は、経営トップの取締役再任議案に反対	2名以上。但し、支配株主のいる会社(上場子会社を含む)はROE8%以上の場合を除き1/3以上。上記を満たさない場合は、経営トップの取締役再任議案に反対
大和アセットマネジメント	親会社または支配株主を有する企業において、会社法上の社外取締役が取締役会の構成員の1/3以上選任(上程)されていない企業の再任候補者に反対	-
ニッセイアセットマネジメント	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未満の場合に反対する基準を追加(東証1部上場企業を対象に2021年6月から適用)	-

(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の動向

2020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²²。新型コロナウイルス感染症の影響で、世界中の株価が乱高下する中において、アクティビスト投資家の活動への影響が注目される場所であるが、一部のアクティビスト投資家は今回の下落局面を好機として捉えており、引き続き、アクティビスト投資家の活動は高水準で続くと思われる。

一方で、長期的に経済が低迷し、株式投資のパフォーマンスが低迷した場合、アクティビスト投資家に資金を預けている年金基金等のアセットオーナーが資金を引き揚げ、2008年のリーマンショック後のように、アクティビスト投資家にとって冬の時代が到来する可能性もある。

図表3は2020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²³である。前年と比較すると、本年においては、一部の日系アクティビストが親子上場の在り方に関する株主提案や、保有不動産のREIT化等を求める株主提案等を実施していることが特徴的である。また、社外取締役の選任を求める株主提案において、投資先企業の経営戦略等を踏まえた候補者を提案するなど年々、提案内容が洗練されてきている。なお、機関投

²² 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

²³ 適時開示等の各種公表資料に基づく2020年5月15日時点での大和総研集計。

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) 2020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 (持ち分比率)	2020年6月株主総会における株主提案先・要望内容など
米国系投資ファンドA	・ 陸運業 (6.1%保有) に対し、前年に引き続き、2020年6月株主総会において4件の株主提案を実施。①定款一部変更 (収益、EBITDA、NOI及び確定NOI利回りの開示)、②～④取締役選任の件 (不動産、リスクマネジメント、財務・ESGの専門家を選任)
日系投資ファンドB	・ 海運業 (28.2%保有) に対し、2020年6月株主総会において4件の株主提案を実施。①定款の一部変更の件 (クローバック条項の採用について)、②監査役3名の解任、③政策保有株式の売却に係る定款変更の件、④第三者割当増資に係る定款変更の件。なお、5月に臨時株主総会において買収防衛策の廃止の株主提案を実施、賛成率46.7%で否決されている
日系投資ファンドC	・ 不動産業 (5.5%保有) に対し、2020年6月株主総会において株主提案を実施。①社外取締役の選任 (同ファンド代表の選任)、②REIT運営会社設立のための定款変更、③保有不動産の潜在価値実現のための資産譲渡、④資本効率性改善のための政策保有株式売却 ・ 卸売業 (17.2%保有) に対し、前年に引き続き、2020年6月株主総会において3件の株主提案を実施。①資本コストの開示に係る定款変更の件、②保有する株式の売却に係る定款変更の件、③剰余金を処分する件 (配当性向100%) ・ 建設業 (7.0%保有) に対し、前年に引き続き、2020年6月定時株主総会において2件の株主提案を実施。①資本コストの開示に係る定款変更の件、②剰余金を処分する件 (配当性向100%) ・ 建設業 (10.1%保有) に対し、前年に引き続き、2020年6月株主総会において2件の株主提案を実施。①政策保有株式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 (6.3%保有) に対し、2020年6月株主総会において4件の株主提案を実施。①買収防衛策の廃止に係る定款変更の件、②資本コストの開示に係る定款変更の件、③定款の一部削除 (有価証券の保有及び運用)、④政策保有株式に係る定款変更の件 ・ 卸売業 (2.7%保有) に対し、2020年6月株主総会において6件の株主提案を実施。①社外取締役選任に係る定款変更の件、②取締役会の実効性評価に係る定款変更の件、③剰余金の処分に係る定款変更の件、④剰余金の処分に係る定款変更の件が承認可決されることを条件に剰余金の処分をする件、⑤資本コストの開示に係る定款変更の件、⑥政策保有株式売却に係る定款変更の件。加えて同社の親会社 (持ち分比率不明) に対して①子会社管理に関する定款変更の件、を実施
香港系投資ファンドD	・ 建設業 (持ち分比率不明) に対し、前年に引き続き、2020年6月株主総会においても株主提案を実施。①自己株式取得の件、②定款一部変更 (安全衛生管理の徹底) の件 ・ 倉庫・運輸関連業 (持ち分比率不明) に対し、2020年6月株主総会において5件の株主提案を実施。①自己株式取得の件、②取締役1名選任の件 (元医薬品輸送会社代表取締役)、③取締役1名選任の件 (元国際大手運輸の日本法人代表取締役社長)、④定款一部変更 (指名委員会等設置会社制度への移行) の件、⑤定款一部変更 (相談役・顧問等の廃止) の件
米国系投資ファンドE	・ 銀行業 (5.0%保有) に対し、前年に引き続き、2020年6月株主総会において株主提案 (独立社外取締役として同ファンド代表の選任) を実施。以下の3点を求める。1. 経営陣と株主との利害一致を図るための株式所有を重視した報酬制度の拡大、2. 限界的な利益率の算出資産を削減し、バランスシートを縮小、3. 年間450億円程度の大規模自社株買い及び金庫株の消却
米国系資産運用会社F	・ ゴム製品 (2.3%保有) に対し、2020年6月株主総会において株主提案 (自己株式取得の件) を実施
英国系投資運用会社G	・ 機械 (持ち分比率不明) に対し、2020年6月株主総会に向けてキャンペーンサイトを開設。以下の事項を要望。①当社の欠点を見極め、変革プランを策定するための広範囲な戦略的見直しを要求、②政策保有株式の売却を始めた、規律・透明性のある資本政策を要請、③ガバナンス強化のために、指名委員会等設置会社への移行を要求

(出所) 各種公表資料より大和総研作成

(4) 上場企業側の対応

近年の機関投資家における議決権行使基準の変更やアクティビスト投資家の動向等を踏まえた、2020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4に示すような論点がある。前述したように、年々、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は厳格化されており、そうした動きに対応すべく、上場各社はコーポレートガバナンス体制の見直しを実施している。

図表5はTOPIX500採用企業の2月・3月株主総会企業67社におけるコーポレートガバナンス体制の変化である。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67社中57社 (前年比11社増) となっており、前年から大幅に増加している。また、過半数を確保している企業は10社 (同5社増) と倍増しており、多くの企業が独立社外取締役比率の引き上げを行っている。そのほかにも、女性取締役の確保や任意の指名報酬委員会の設置等が行われている。

(図表 4) 2020 年 6 月株主総会に向けた上場企業側の主な対応

主な論点	対応の視点
コーポレートガバナンス強化に向けた取締役会の構成見直し等	<ul style="list-style-type: none"> • 機関設計の見直し <ul style="list-style-type: none"> ➢ 指名委員会等設置会社・監査等委員会設置会社への移行 • 取締役会のスキルマトリックスを意識した役員構成の実現 • 経営戦略を踏まえた社外取締役の資質の確保 • 独立社外取締役比率 1/3 以上の確保（上場子会社は過半数の確保） • ダイバーシティの確保（女性取締役の選任） • 任意の指名報酬委員会の設置（独立社外取締役を議長とする等） • 株式報酬制度の導入 • 買収防衛策の廃止・非継続
親子上場に対する批判への対応	<ul style="list-style-type: none"> • 上場子会社の完全子会社化 • 上場子会社における一般株主保護に向けた親子間取引等のモニタリング委員会（ガバナンス委員会）の設置
その他	<ul style="list-style-type: none"> • 政策保有株式の縮減 • 配当性向で 30%以上の確保
ESG 対応	<ul style="list-style-type: none"> • ESG や SDGS を踏まえた経営戦略・中期経営計画の策定・公表 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 自社として取り組むべき社会課題の整理（重要課題の特定） ➢ 非財務 KPI（二酸化炭素排出量の削減率や女性管理職比率等）の導入

(出所) 各社公表資料より大和総研作成

(図表 5) 2020年2月・3月株主総会主要企業の対応状況 (TOPIX500の67社集計)

主な対応の視点		2020年5月時点 (割合)	前年比
独立社外 取締役比率	1/3以上	58社 (86.6%)	+11社
	過半数	10社 (14.9%)	+5社
女性役員 の選任	女性取締役選任	48社 (71.6%)	+5社
	女性役員選任	54社 (80.6%)	+2社
任意の指名報酬委員会設置		53社 (84.1%)	+6社
機関設計	監査役設置	48社 (71.6%)	-3社
	監査等委員会設置	15社 (22.4%)	2社
	指名委員会等設置	4社 (6.0%)	1社
全社 (母数)		67社	

(注1) 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

3. ポストコロナ時代における株主総会への示唆

今回の株主総会の新型コロナ禍対応は、日本における株主総会の在り方を見直す機会になると考える。従来、日本において株主総会実務は極めて保守的に運用されてきた経緯がある。今回のコロナ禍を契機に「あるべき株主総会の姿」を再定義する良い機会と考える。

従来、株主総会は安定株主を背景にした、「形式的な決議機関」としての役割が強かったが、近年では、機関投資家株主の持分比率が増加し、影響力が拡大したことで会社提案を是々非々で判断する「実質的な意思決定の場」となりつつある。加えて、個人株主とのコミュニケーションの場としての役割も高まっている。

今回、新型コロナ禍対応という緊急事態において実施・検討されている施策のうち、例えば、①ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施、②株主総会の7月開催 (株主総会の開催時期の分散化)、③質問の事前受付 (回答を後日ウェブ掲載等)、等については、株主の株主総会への多様なアクセス手段の確保という視点では、ポストコロナ禍においても引き続き実施されることが期待される。

特に、今回のコロナ禍を契機に、社会全体の様々領域でデジタル化 (オンライン対応) が一気に加速していくと考えられる。株主総会もそうした動きに例外ではなく、バーチャルオンリー型株主総会を視野に入れた会社法改正等の制度見直しを含めた、株主総会の進化が期待される。

—以上—