

2020年5月29日 全14頁

# 2020年株主総会シーズンの展望と課題

## 延期や継続会の利用等運営面の変化と新型コロナウイルス関連の質疑

政策調査部 主任研究員 鈴木裕

### [要約]

- 2020年の株主総会では、延期や継続会の実施、出席者の入場制限など、前例のあまりない対応を上場企業各社は取らざるを得ない場合がある。
- インターネット等を介して株主総会を行うバーチャル株主総会は、欧米で一気に普及が進みそうだが、日本での普及の勢いは緩やかだ。
- 新型コロナウイルスの感染拡大は、多くの上場企業にとってリスク要因であり、投資先企業がどのように対応するか、株主の関心は高いだろう。
- 株主総会においては、様々な既存リスクが、新型コロナウイルスに関連付けて問われることを各企業は想定しておくべきであろう。

## 1. 新型コロナウイルスの影響を受ける株主総会

今年の株主総会では、既に延期や継続会の実施を公表する上場企業が現れている。また、ソーシャル・ディスタンスを確保するために、会場への入場者数を制限する企業や、一般株主に出席を控えるよう要請し、役員のみで株主総会を開催する方針の企業もある。報告事項の簡略化や質疑時間の短縮も行われるだろう。これまでの株主総会運営と相当異なるようになるのは、新型コロナウイルスへの対応のためだ。株主からは、こうした運営面の適切性について質問が出るかもしれない。異例な運営方法であるが、各種の指針に沿った対応であり、各企業は株主の権利を制限する意図ではないことを説明する準備をしておくべきだろう。

決議事項や報告事項の内容にも新型コロナウイルスは影響を及ぼしており、関連した問が株主から発せられるだろう。業績への影響はどうか、リスク管理は十分にできているか、労務管理は適正であるかなど、新型コロナウイルスを念頭に置いて回答する準備が必要だ。

本稿では、2020年に株主総会の運営面での課題と、想定される質問を検討する。

図表 1 新型コロナウイルスに対応した株主総会運営に関する指針等

<p>法務省「定時株主総会の開催について」(5月15日更新)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 新型コロナウイルス感染症に関連して、定款で定めた時期に定時株主総会を開催することができない状況が生じた場合には、その状況が解消された後合理的な期間内に定時株主総会を開催すれば足りる。</li> <li>● 定款に定めた基準日から3か月以内に定時株主総会を開催できない状況が生じた場合は、新たに議決権行使のための基準日を定め、当該基準日の2週間前までに公告する必要がある。</li> <li>● 新型コロナウイルス感染症に関連して、定款で定めた日を基準日とする剰余金の配当をすることができない状況が生じたときは、その基準日の株主に対する配当はせず、それとは異なる日を基準日と定め、剰余金の配当をすることもできる。</li> </ul>
<p>金融庁・法務省・経済産業省「継続会(会社法317条)について」(4月28日)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 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。</li> <li>● 継続会において、計算書類、監査報告等について十分な説明を尽くす。継続会の開催に際しても、必要に応じて開催通知を発送するなどして、株主に十分な周知を図る。</li> </ul>
<p>経済産業省・法務省「株主総会運営に係るQ&amp;A」(4月28日最終更新)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 株主総会会場への入場人数制限は可能か?→可能</li> <li>● 株主が会場にいない場合でも総会開催は可能か?→可能</li> <li>● 株主総会出席者を事前登録者に限定することは可能か?→可能</li> <li>● 議事運営を合理化し総会の時間を短くすることは可能か?→可能</li> </ul>
<p>日本経団連「新型コロナウイルス感染症の拡大を踏まえた定時株主総会の臨時的な招集通知モデルのお知らせ」(4月28日)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 来場者数の制限等を行う場合の招集通知ひな型</li> </ul>
<p>金融庁「『企業内容等の開示に関する内閣府令』等の一部を改正する内閣府令」(4月17日)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 令和2年4月20日から同年9月29日までの期間に提出期限が到来する有価証券報告書等の提出期限は、一律、2020年9月30日となる。</li> <li>● 提出期限の延長については、企業が個別の申請を行うことは不要。</li> </ul>

(出所) 法務省「定時株主総会の開催について」(令和2年5月15日更新)、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)、経済産業省・法務省「株主総会運営に係るQ&A」(令和2年4月28日最終更新)、金融庁「『企業内容等の開示に関する内閣府令』等の一部を改正する内閣府令」(令和2年4月17日)および日本経団連「新型コロナウイルス感染症の拡大を踏まえた定時株主総会の臨時的な招集通知モデルのお知らせ」(令和2年4月28日)をもとに大和総研作成

## 2. 株主総会の延期・継続会

法務省「定時株主総会の開催について」<sup>1</sup>を参考にして、既に50社以上(5月28日時点)が定時株主総会を延期する方針を明らかにしている。3月31日の権利行使基準日を5月や6月に

<sup>1</sup> 法務省「定時株主総会の開催について」(令和2年5月15日更新) [http://www.moj.go.jp/MINJI/minji07\\_00021.html](http://www.moj.go.jp/MINJI/minji07_00021.html)

変更して、7月や8月に総会を開催する予定だ。これまで延期を公表した上場企業の多くは、剰余金分配の決定は取締役会で行う企業であるため、配当の基準日は3月31日のままというところが多いが、配当を株主総会決議事項としている会社では、配当基準日も新たな権利行使基準日と合わせることになる。後者の場合、3月31日以降新たな基準日までに株式を売却した株主は配当を受け取れなくなる。配当を受け取れるものと期待していた元株主から疑問の声が上がるかもしれない。

図表2 定時総会延期のタイムテーブル

	3月末	4月以降	7月以降
株主総会	当初基準日	延期後基準日	延期後総会開催
配当	当初基準日 ↓ 変更せず(取締役会決議)	→ 延期後基準日	配当議案(株主総会決議)

(出所) 大和総研作成

定時株主総会の延期以外に、継続会の制度を利用することも提案されている。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>2</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>3</sup>、一層詳しく継続会の活用方法が説明された<sup>4</sup>。5月28日時点で少なくとも30社が継続会を行うことを公表している。

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企業にとっては、継続会は使いやすい方法になるだろう。もっとも、株主総会を2回開催することになるので、事務は煩雑になる。

しかし、計算書類、監査報告等の報告がない中で、取締役選任や剰余金配当の適切性を判断できるのか、疑問もある。取締役選任議案の賛否を決める際に、業績基準に照らして判断する機関

<sup>2</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) <https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200415/20200415.html>

<sup>3</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) <https://www.fsa.go.jp/ordinary/coronavirus202001/11.pdf>

<sup>4</sup> 横山淳「株主総会の『継続会』ガイダンスについて」(2020年5月22日付大和総研レポート)

投資家は多い。業績が明確でない中での判断は困難になるのではないか。また、剰余金配当議案では、配当性向や内部留保の状況を参考にする場合があり、ここでも計算書類、監査報告等が欠けていることは、適切な判断を下すうえで懸念材料となろう。

図表3 継続会のタイムテーブル

	3月末	6月	7月以降
株主総会	基準日	定時株主総会	継続会開催
役員選任		] 決議	
配当			
続行			
計算書類・監査報告			計算書類・監査報告の報告

(出所) 大和総研作成

### 3. 6月総会の開催日分布

3月決算企業（ほとんどは31日決算であるが、15日決算、20日、25日決算企業が若干ある）の定時株主総会は、6月下旬のある期日に集中する。今年は、7月以降に総会を延期する企業が現時点で50社ほどあるが、多くの企業は予定通り6月中の開催だ。図表4は東京証券取引所1部、2部、マザーズ、ジャスダック上場企業の6月総会開催日の日付別社数を示した。集中日となる26日（金）に総会を開催する会社の比率は、約3割で近年の平均程度だが、昨年よりはわずかに増加しそうだ。

今年は月末最終の月曜日（29日）に例年よりも多くの企業が開催するのが特徴的といえるかもしれない。決算や監査の日程を確保するためには、できるだけ後の方で開催する方がいいのだろう。

図表4 東証上場企業の6月総会の開催日

日	月	火	水	木	金	土
	1	2	3	4	5	6
	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	5	27	33	57	158	12
21	22	23	24	25	26	27
3	31	219	287	487	707	14
28	29	30				
4	78	16				

(出所) 東京証券取引所上場会社情報（5月28日時点）をもとに大和総研作成

## 4. バーチャル株主総会

現実に生身の人間が参集する旧来の総会をリアル総会、インターネット等を介して行う総会をバーチャル総会といい、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」では、2月26日に「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」を公表している。バーチャル総会によって決算報告や議案の質疑、採決を行えば、感染リスクを小さくできるので、新型コロナウイルス対策となり得る。

経産省の実施ガイドにある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。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ため、リアル総会の出席者の感染リスクは残る。できるだけ出席者をバーチャル総会に誘導することでできれば、ハイブリッド型でも感染拡大対策としての効果を期待できそうだ。リアル総会を不要とすれば、人間同士の接触機会を大幅に減らせるのだが、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こともあり、バーチャルオンリー型を実施するには法改正等が必要だと考えられている。そのため、わが国の上場企業ができる対応は、ハイブリッド型バーチャル総会の実施が最大限といったところだ。

ハイブリッド型バーチャル総会には、出席型と参加型の2種類がある。出席型は、遠隔での出席であってもリアル総会への出席と同様に質問や議決権行使をバーチャル出席の場から行え、会社法上の出席株主にカウントされるが、参加型の方は、インターネット等を通じて審議等を確認・傍聴することができるにとどまり、会社法上の出席としては扱われない。出席型の場合、質問や議決権行使を確実に行えるような、安定した通信インフラの準備が必要になるため、実施のハードルは高い。一方、参加型であればインターネット等で画像や音声を配信できれば実施可能だ。上場企業のこれまでの取り組みを見ると、出席型よりも参加型の実施例の方が多くなりそうだ。

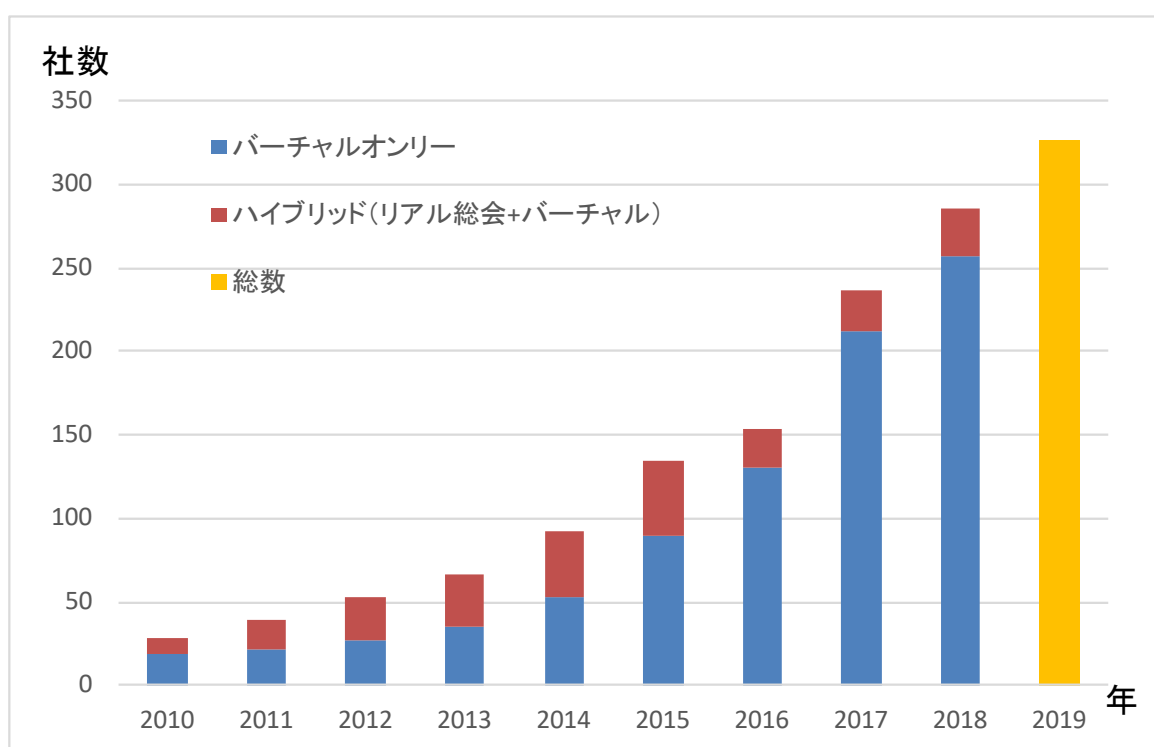
わが国でもハイブリッド型バーチャル総会は、広がりを見せているものの、リアル総会の開催が不可欠であるため、会社側にとってメリットは少なく、むしろリアル総会とバーチャル総会の開催コストが二重にかかってしまうことになる。新型コロナウイルスの感染拡大は、バーチャル総会実施の機会になるはずだが、前例のない方法でのリアル総会に加え、バーチャル総会も並行して実施できる余力が十分にある企業ばかりでもないだろう。

新型コロナウイルスの感染では、日本よりも欧米の方が深刻なようだが、そのためであろうか、バーチャルオンリー型総会実施のための法制度的対応でも、欧米の方が積極的であり、企業の取り組みも進んでいる。

会社法の規定がバーチャルオンリー型総会実施の障害となっている日本とは異なり、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総会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総会を認めるもの、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<sup>5</sup>によって、期間を区切ってバーチャルオンリー型を認めるに至った。その後もカリフォルニア州など十数州が類似の取り組みを見せており、バーチャルオンリー型は広く認められるようになってきている。また、ドイツは、バーチャルオンリー型総会を従来認めていなかったが、3月下旬に慌ただしく新法を制定し、2020年中であれば、これを認めることとした<sup>6</sup>。他の国々でもバーチャルオンリー型を認める法改正や、より使いやすくするための見直しが進められている。こうした立法的対応は、リアル総会を廃止するのではなく、リアル、バーチャル、その併用を会社の選択によって可能にしたり、より使いやすくしたりするためのするものだ。

図表5 米国におけるバーチャル株主総会の件数



(出所) Broadridge Financial Solutions 資料をもとに大和総研作成

法制度的な対応が進んだこともあり、欧米企業では、バーチャル総会の利用が急速に増加している<sup>7</sup>。2020年の米国のバーチャル総会利用企業は2019年の6倍以上で、優に2,000社を超える勢いだ。ドイツでも200社程度を超えそうだ。

<sup>5</sup> Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP “UPDATE: Coronavirus & Virtual Annual Meetings” (March 26, 2020) <https://www.clearymawatch.com/2020/03/coronavirus-virtual-annual-meetings/>

<sup>6</sup> Sullivan & Cromwell LLP “Germany Introduces Online-Only Shareholders’ Meetings in Response to COVID-19” (March 25, 2020) <https://www.sullcrom.com/files/upload/SC-Publication-Germany-Introduces-Online-Only-Shareholders-Meetings-in-Response-to-COVID-19.pdf>

<sup>7</sup> ISS “COVID-19 RESOURCE CENTER” (<https://www.issgovernance.com/covid19-resource-center/>) の “Number of Virtual Meetings by Market” を参照。

バーチャルオンリー型総会に対しては、批判的な見方もある。インターネットに不慣れな株主は接続等が難しい、質問をしようと思っても通信の切断等でできない、都合のいい質問をピックアップして答え、経営陣に不都合な質問は取り上げられない、などが指摘されている<sup>8</sup>。

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。仮に6月中旬頃から始まる定時株主総会までに日本における感染拡大に収束が見えてきたとしても、今後のことを考えれば、バーチャルオンリー型総会の欠点を克服しつつ、導入のための検討を進めることが期待されるだろう。

## 5. 株主総会会場への入場予約、入場制限

株主総会の開催時には、ソーシャル・ディスタンスの確保も課題となる。入場制限や入場予約制の採用などを行う必要も出てくるだろう。経済産業省・法務省「株主総会運営に係る Q&A」<sup>9</sup>は、株主総会会場への入場人数制限や、入場者を事前登録者に限定すること、また会社側の役員のみによる株主総会の開催などに関する考え方を示した。日本経団連からは、来場者数の制限等を行う場合の招集通知ひな型が公表された<sup>10</sup>。

こうした指針等に従い、開催規模を大幅に縮小し、一般株主の来場なしで会社側役員のみにより総会を開催することを招集通知等に記載する企業も現れている。緊急事態宣言等により、予定していた株主総会会場を使用できなくなりそうな場合に備え、あらかじめ代替会場を決めておく企業や、入場者数の制限等を行うことを公表している企業もある。株主総会への入場者を減らすには、来場者に配布していたお土産を取りやめることも効果的だろう。2012年には、お土産を配らない上場会社は、20.2%にすぎなかったが、2018年には34.1%になり、2019年は39.3%となった（商事法務研究会「株主総会白書」）。従来、お土産の取りやめの主な理由としては、来場株主とそうでない株主との間で不公平感が生じかねないことが挙げられていたが、本年は感染リスクの低減のため入場者を少なくする方策としてお土産を取りやめる旨を公表する企業が現れている。

株主総会に参集する人数を少なくしようとする取り組み以外に、密な接触の時間を短縮しようとする方法を取る企業もある。株主総会の進行についても報告事項を簡略にしたり、質疑時間を短くしたりすることを予め招集通知等によって周知する会社が現れている。総会後の懇親会や、新製品説明会の取りやめを公表する企業は数多い。

<sup>8</sup> Council of Institutional Investors “Re: Comments on Public Company Disclosure Considerations and Shareholder Engagement/Virtual Shareholder Meetings in the Covid-19 Pandemic Context” (May 3, 2020) [https://www.cii.org/files/issues\\_and\\_advocacy/correspondence/2020/2020%2005%2003%20IAC%20letter.pdf](https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2020/2020%2005%2003%20IAC%20letter.pdf)

<sup>9</sup> 経済産業省・法務省「株主総会運営に係る Q&A」（令和2年4月28日最終更新）[https://www.meti.go.jp/cockvid-19/kabunushi\\_sokai\\_qa.html](https://www.meti.go.jp/cockvid-19/kabunushi_sokai_qa.html)

<sup>10</sup> 日本経団連「新型コロナウイルス感染症の拡大を踏まえた定時株主総会の臨時的な招集通知モデルのお知らせ」（4月28日）<https://www.keidanren.or.jp/announce/2020/0428.html>

## 6. スチュワードシップ・コード改訂の影響

2020年3月24日、金融庁スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会から、日本版スチュワードシップ・コード（『責任ある機関投資家』の諸原則〈日本版スチュワードシップ・コード〉～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～）の2度目の改訂が公表された<sup>11</sup>。この改訂によって、機関投資家は、一定の重要議案について議決権行使の理由の公表をすべきとされる。理由を公表しない場合は、公表しない理由を説明しなければならない。

2014年に日本版スチュワードシップ・コードが初めて策定された当時は、既に業界ルールとして実施していた議決権行使の集計結果の公表をスチュワードシップ・コードでも求めるというものだった。これは、例えば何百社かの投資先企業で取締役選任議案が合計1000人分あったとしたら、そのうちの何%に賛成したかを公表するものであった。これが、2017年の最初の改訂によって個別議案ごとの賛否を公表することになった。それを2020年改訂ではさらに進めて、賛否の理由まで公表するように求められている。

図表6 スチュワードシップ・コードの改訂内容

議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる。**特に、外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由を公表すべきである。**

(注) 赤字下線太字部が改訂箇所、赤字下線太字は筆者による。

(出所) 大和総研作成

「重要と判断される議案」がどのようなものかについては、「投資先企業との建設的な対話に資するという観点から重要と判断されるかどうかという視点に立ち、各機関投資家において、個々の事情等も踏まえながら自ら判断されることが重要」との見解が金融庁から示されている。したがって、各機関投資家が判断すべきことであるが、例えば自らの議決権行使方針に照らして、本来は反対すべきところ、何らかの理由で賛成とした場合などは、これに該当し説明を要すると考えられる場合が多いのではないだろうか。これに関して危惧されるのは、機関投資家が自らの議決権行使方針と異なる議決権行使を躊躇するようになるのではないかということだ。

機関投資家は、それぞれ議決権行使方針を策定し、それに事実を当てはめることで賛否を決定している。ところが、議決権行使方針を文言通りに適用すれば反対投票となる時に、投資先企業から納得性の高い説明があれば、賛成とする場合がある。本来、反対とすべきところを賛成にするという例外的な議案であることの説明があまりにも多くなると、賛否判断の適切さに疑問が生じかねない。そこで、いちいち例外的な賛成であるとの説明を増やしたくないという判断が働くかもしれない。その結果、これまでは企業側からの説明に納得して、例外的に賛成票を投じ

<sup>11</sup> 金融庁のウェブサイト (<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324.html>)



ていた機関投資家においても、そのような対応を取らなくなる恐れが高まるのではないだろうか。

## 7. 議決権行使助言業者の2020年総会向け新基準

議決権行使助言業のISS (Institutional Shareholder Services Inc.)<sup>12</sup>とグラスルイス (Glass, Lewis & Co.)<sup>13</sup>は、例年秋ごろに議決権行使助言の新たな方針を公表している。2020年の株主総会シーズンに関しても、昨年に公表があったが、比較的小規模な見直しであったように思われる。

ISSは、親会社や支配株主を持つ会社において、株主総会後の取締役会に占める①ISSの独立性基準を満たす社外取締役が2名未満の場合、または②ISS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の選任議案に対しても反対投票を推奨することを決めた。このうち①は以前から親会社や支配株主を持つ会社取締役選任議案の助言方針に含まれていたが、これに②を付け加えた。ISSは監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社に対して、独立性のある社外取締役が取締役の3分の1以上であることを求める基準を既に導入しているが、これを親会社や支配株主を有する監査役設置会社に拡張しようとするものだ。

ISSは、上場企業の大株主、主要借入先、主要取引先等で勤務経験がある者が、当該上場企業の社外役員の候補者である場合には独立性を認めず、その選任議案に反対投票を推奨してきた。この独立性を疑わせる類型の一つに、各企業が政策保有目的で保有する株式の発行体で勤務経験がある者という場合を加えて、2020年2月から適用を開始している。しかし今のところ、監査役設置会社に関してISSでは、社外取締役であれば足り、独立性を必須としていない。他方、社外監査役については独立性を求めており、社外取締役とは異なる扱いをしている。つまり、政策保有の相手先での勤務経験者に独立性を認めないという助言方針では、監査役設置会社の場合、基本的には社外監査役の独立性基準が厳格化されるものだということになる。

グラスルイスの2020年改定は、女性役員を登用していない企業の経営トップの取締役選任議案に反対投票を推奨するという内容だ。これは、以前はTOPIX100の企業を対象としていたものを東京証券取引所の一部二部上場企業の全てに拡張するというものである。

また、グラスルイスは2021年以降政策保有株式の金額が純資産の10%以上である場合、経営トップの選任議案に反対投票を推奨する方針だ。同様の方針はISSも検討したようだが、今のところその詳細内容や実施の有無は未定であるもようだ。

<sup>12</sup> 鈴木裕「ISSの議決権行使助言方針改定」(2019年10月16日付大和総研レポート)

<sup>13</sup> 鈴木裕「グラスルイスの議決権行使助言方針改定」(2019年12月23日付大和総研レポート)

## 8. 議決権行使助言業者の新型コロナウイルス対応新基準

議決権行使助言業者は、コロナ禍で上場企業の業績が一時的に低迷することなどを織り込み、一時的に助言方針を変更している。

ISS<sup>14</sup>では、取締役選任議案に対する ROE5%基準適用を一時的に停止することと、いわゆる継続会を実施する場合の各種議案に対する賛否基準の部分的な変更を内容としている。前者は、経営トップの取締役選任議案への反対票を減らすこととなるが、後者は、逆に様々な議案への賛成率を下げることになるだろう。

ISS は、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の選任議案に反対を推奨している。ここで改善傾向とは、5 年平均の ROE が 5%に達していなくとも直近の会計年度の ROE が 5%以上ある場合を言い、経営トップとは、通常、社長、会長を指す。新型コロナウイルスの感染拡大によって、多くの企業で業績の悪化が見込まれる中、現時点で ROE が資本生産性の指標として機能しているとは必ずしもいえないとして ROE5%基準の適用を一時的に停止することを、ISS は表明したわけだ。ROE5%基準に抵触して、反対投票推奨を受けている多くの上場企業にとっては、歓迎できる見直しといえよう。

一方、株主総会の継続会を実施する会社にとっては、不都合な見直しを ISS は行った。継続会では、計算書類、監査報告等の報告がない中で、取締役選任や剰余金処分の適切性を判断することを株主に求めることになるが、計算書類、監査報告等が欠けている場合、適切な判断を下すうえで検討材料が不十分であるとの批判が生じかねないことは既に説明した通りだ。ISS もこの点を問題視しており、継続会を選択した企業の剰余金処分議案には、棄権（賛成しないという意味では実質的な反対）を推奨するということだ。また、社外取締役・社外監査役の選任議案では、候補者の取締役会等への出席率を判断要素としているが、監査の未完了や継続会の実施を理由に招集通知にそれが分かる事業報告が添付されなかったり、招集通知の参考書類でそれが開示されていなかったりする場合には、反対を推奨するとのことだ。

グラスルイス<sup>15</sup>は、通常、買収防衛策の導入や更新を目的とした株主総会議案に反対を推奨しているが、新型コロナウイルス感染拡大の影響が続く中では、不適切な買収提案に対する企業側の自衛策として、賛成推奨する場合もあり得るという方針を採用した。しかし、賛成を推奨するには、買収防衛策の存続期間が 1 年以下であることといった条件を付けている。日本の上場企業が導入する買収防衛策は、3 年程度を存続期間とすることが一般的であることを考えると、賛成推奨が出されることはあまり多くはないだろう。

<sup>14</sup> 鈴木裕 [「ISS 議決権行使助言方針改定-コロナ禍対応」](#) (2020 年 5 月 13 日付大和総研レポート)

<sup>15</sup> 鈴木裕 [「グラスルイスがコロナ禍対応で議決権行使助言方針を改定」](#) (2020 年 5 月 15 日付大和総研レポート)

## 9. 株主総会における質問内容の変化

### (1) 事業等のリスク

新型コロナウイルスの影響によって、多くの上場企業の株価が下落している。当然、株主にとっては、投資先企業の経営が今後どのように推移していくのかは大きな関心事だ。既に上場企業に対して、新型コロナウイルスが経営にどのように影響しているか、リスク情報として開示すべきとする方針が各国の規制当局から示されている。新型コロナウイルスの影響が刻々と広がる中で、開示要求の強さや求められる開示内容の粒度も変わってきている。東京証券取引所は、3月18日付で「新型コロナウイルス感染症に関するリスク情報の早期開示のお願い」を発し、「新型コロナウイルス感染症に関するリスク情報について、有価証券報告書等の提出に先立ち、決算短信・四半期決算短信の添付資料等においても記載する」ことなど、早期開示を要請している。

「有価証券報告書等の提出に先立ち」とあるが、これについては、3月31日決算企業から有価証券報告書等（以下、「有報」）における「事業等のリスク」に関する開示が大幅に強化されることを考慮する必要がある。有報の開示ルール強化は、2019年1月31日の「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」（以下、開示府令）で規定されており、新型コロナウイルスとは無関係に検討されたのだが、「事業等のリスク」の開示を新型コロナウイルスに当てはめようとするのが相当難しい要求のように思われる。事業等のリスクは、翌期以降の事業運営に影響を及ぼし得るリスクのうち、経営者の視点から重要と考えるものをその重要度に応じて説明するものであるから、新型コロナウイルスが、翌期以降のリスク要因として重要度が高いと考えるならば、説明する必要がある。

開示府令では、リスク顕在化の可能性の程度、時期、経営成績への影響、対応策を記載事項として例示している。例示であるから、これらを漏れなく記載することが求められているのではなく、各企業がリスクの状況や対応策を分かりやすく工夫して記載すれば良いのだろうが、株主総会やIR会合では、これに関する質問が出ることを想定して回答を準備しておくべきであろう。

### (2) 株主還元策

配当や自社株買いといった株主還元策は株主の関心が集まる場所だ。日本企業は、機関投資家等の株主の要求に応じて、株主還元の拡大を続けてきたが、新型コロナウイルスの感染が広がる中で、財務の健全性を維持するため、株主還元を控えるべきとの考え方も出ている。欧州中央銀行（ECB）や英国中央銀行（BOE）は、銀行に対して2020年中は配当と自社株買いの自粛を要請した。一般の事業会社への明示的な配当自粛要請などは考えにくい。今後、政府からの支援を受けようとするなら、剰余金の配当の有無やその程度は支援の際の考慮要素となるかもしれない。米民主党は、新型コロナウイルス感染拡大の影響で、経営危機に直面した企業への支援の前提として、株主への利益配当を行わないことを含める法規制の提案に動いているとの報

道がある<sup>16</sup>。

財務の健全性の確保の要求が強まれば、株主還元の優先度は低くなるかもしれない。危機の時期に財務余力が低下すれば、経営破綻や不利な条件で企業買収につながり、結局、株主の損失になることへの危惧もある。これを避けるためであれば、一時的な株主還元の縮小を株主は甘受できるのであろう。しかし、日本の上場会社は一般に内部留保が厚いので、欧米企業のような株主還元自粛が必要かどうか、疑問もある。株主としても、新型コロナ禍を理由に減配や無配を無条件に認めるといったものではないだろう。

株主総会等で株主還元政策が問われれば、自社の還元策が現在の状況に照らして適切であり、将来的な企業価値の増大に資するものであることを説得力を持って説明することが求められる。減配や無配を決めたとしても、それが今後の成長のための一時的な措置であるなら、株主の納得を得ることはできるかもしれない。

### (3) 業績連動報酬、ストック・オプションの見直し

株主が経営者の報酬に対して関心を示す理由としては、少なくとも①報酬体系が企業価値を引き上げるための努力を経営者から引き出すのに適切なインセンティブとなっているかどうか、②株主が手にする利益と経営者の報酬は釣り合っているか、の2点であり、こうした点を念頭に置いて株主総会等で問われた場合の回答を想定しておく必要がある。

①の視点からは、業績が低迷し、業績連動報酬が極めて少なくなる場合や、ストック・オプションの行使価格が現在株価をはるかに上回り、オプションの価値が低くなっているような場合に、適切なインセンティブとなっているか見直しが求められるかもしれない。経営者がどんなに努力しても、業績連動報酬の給付開始水準に届かない経営結果しか出せないような環境下では、経営努力を放棄してしまう恐れがあるし、オプション行使の見通しが立たなければ、経営者が株価に無関心になる可能性が高まる。そこで、業績基準の引き下げやオプション行使価格の修正、オプションの新規付与によってインセンティブを回復することを株主が求めることは考えられる。

一方、②の視点からは、新型コロナウイルスの影響で株価は下落し、減配や無配になるとすれば、株主の不満はただでさえ高まる。そうした中で①のようなオプション行使価格の修正などを実施すれば、株主の不満に油を注ぐこととなりかねない。

こうしたまったく相反する株主の反応が考えられるので、経営者報酬に関して説明する際には、細心の注意を欠かすことはできない。

<sup>16</sup> 一例として、Politico “The Mega-Bailout Leaves 4 Mega-Questions” (03/28/2020)  
<https://www.politico.com/news/magazine/2020/03/28/congress-coronavirus-relief-bill-152922>

#### (4) 新型コロナウイルスと労働環境

ESG 投資に前向きと思われる機関投資家団体からは、新型コロナウイルスに関連して、様々な提言が出されている。機関投資家団体の International Corporate Governance Network (ICGN) は、上場企業の経営陣にあてた書簡<sup>17</sup>の中で、財務の健全性と支払能力を維持するための短期的な流動性を確保しつつも、従業員の安全と福利を優先することを求めた。Interfaith Center for Corporate Responsibility (ICCR) でも従業員の健康と雇用に大きな関心<sup>18</sup>を示し、雇用の維持や有給休暇の付与などを提案している。

従業員の雇用を維持することは、企業のいわゆる社会的責任でもあろうが、企業価値を高めるエンジンが労働力であることを考えれば、ポストコロナの中での成長を実現するために、企業内に労働力を留めおくことも考えなければならないだろう。また、企業内に感染者が出れば、事業所の封鎖や従業員の隔離・検査によって、操業に支障が生じることはいうまでもない。そうした事態を避けるために、労働環境の安全確保に株主の関心が向くかもしれない。勤務のテレワーク化、感染検査等実施について、企業側の見解を株主が質問してくることも考えておくべきであろう。

#### (5) サクセッション・プラン

新型コロナウイルス感染症は、感染しやすく生命への危険が高い疾病だ。そのため、経営陣の中での感染拡大を防ぐための措置や、経営者が感染し経営から離脱する際の後継策が適切に考えられているかは、株主の関心事になるだろう。

取締役会等におけるオンライン会議の実施や、ペーパーレス会議の推進など方法が考えられるが、株主からの質問に備えておくべきであろう。

#### (6) サイバーセキュリティ

情報の漏洩や盗難への備えは、新型コロナウイルスの流行に関わりなく、上場企業が直面する大きな課題である。テレワークの推進やオンライン会議の実施は、サイバーセキュリティのリスクを増大させかねないが、だからといってテレワーク化等に消極的であっていいわけでもない。従業員や経営者の健康・安全と、情報セキュリティを両立させなければならない。

#### (7) M&A 等中長期的投資

新型コロナウイルスによる株価の下落は、M&A 等の機会でもある。新規の案件を検討する動きが現れるかもしれないが、一方で不当な買いたたきであると捉えられれば、企業のレピュテー

<sup>17</sup> ICGN 「企業経営者の皆様へ Covid-19 蔓延下でのガバナンスの優先課題」(2020年4月23日)  
[https://www.icgn.org/sites/default/files/6a.ICGN%20Letter%20to%20Corporate%20Leaders\\_23%20April%202020\\_Japanese%20version.pdf](https://www.icgn.org/sites/default/files/6a.ICGN%20Letter%20to%20Corporate%20Leaders_23%20April%202020_Japanese%20version.pdf)

<sup>18</sup> ICCR “INVESTOR STATEMENT ON CORONAVIRUS RESPONSE”  
<https://www.iccr.org/investor-statement-coronavirus-response>

ジョンに傷がつく恐れもある。新型コロナウイルスの影響が続いている間は、M&A 等にある程度の制限を加えるべきではないかとの考え方も諸外国では見られる。こうした見方があり得ることを念頭に置いた検討をすべきかもしれない。

コロナ禍以前の環境で決定した M&A や設備投資は、現在もなお妥当な判断であるか、説明が期待される。M&A では、ディールの中止や買収価格の見直しが可能か、設備投資では前提となった需要予測などが現在も適切か、などが問われよう。株価へ影響が生じ得る大型の案件であれば、株主の関心も高いはずだ。

## (8) コロナ禍の中の総会運営

そのほかにも、株主総会の延期や継続会、入場制限等といった運営方法を問題視する質問が出ることも想定しておく必要がある。出席株主や運営スタッフの健康と安全を守るために必要であることと、現下の状況では法的に許容されると考えられることを分かりやすく回答する準備を整えておくべきだ。

新型コロナウイルスが、企業業績や株価に大きな影響を及ぼしている以上、株主総会でもそれに絡めた企業の対応を株主が問うことになるだろう。もっとも、株主総会での受け答えとはいえ、インサイダー情報となる場合には、また別な慎重さが求められることは言うまでもない。