

パンデミックの影響と2020年株主総会・議決権行使

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 新型コロナウイルス感染症の株主総会に与える影響が現実味を帯びてきた。関係各省庁等より、2020年3月本決算企業が開催する6月株主総会について、従来の日程での総会と継続会の二段階での開催や、株主総会の7月以降への延期を事実上容認する見解も出されている。
2. 日本では、株主総会に出席できる株主と、配当を受ける権利を持つ株主を決定する「基準日」を同一とするのが一般的なことや、それらの権利が有効であるのは基準日から3カ月以内と会社法で規定されていることから、3月決算企業の場合、6月後半に株主総会を開催している。このような中で、継続会の開催には通常の株主総会で開催の承認を得ることが、総会を延期するには改めて基準日を設定し、延期される総会の開催2週間前までの公告が必要である。
3. 継続会との二段階開催は、基準日の変更を伴わず剰余金処分や取締役選任議案を総会に諮ることができるが、決算が未確定なままでの議決権行使を問題とする見方がある。一方、基準日変更を伴う株主総会の延期は、決算、監査、議決権行使の実務のひっ迫を緩和することが期待されるものの、従来の基準日時点で配当を受け取る権利を獲得した株主が、新たに設定される基準日の前に株主ではなくなっていた場合、配当を受け取れないという問題が生じる。
4. 現状では機関投資家においてもどちらが適切かについて見解が分かれていることや、どちらを採用するにせよ新たに総会の開催場所の手配を始めとした様々な段取りが必要なことから、実際にどのくらいの企業が採用するかは未知数である。よって、タイトなスケジュールの中で決算を確定し、予定通り株主総会を開催する企業が結局多くなることも考えられる。
5. パンデミックの現状から考えると、高い品質の決算や監査、議決権行使の実務を行うための労力は平時に増して重いと見られるが、今回の「災禍」を機会に、企業、投資家、アセットオーナーが足並みをそろえて企業の中長期的、持続的な成長を促すことに一層注力することになれば、日本企業の競争力や金融資本市場のプレゼンス向上にもつながるであろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・西山賢吾「今次パンデミックにおいて求められる情報開示と投資家の対応」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年春号。
- ・板津直孝「新型コロナウイルス（COVID-19）が及ぼす想定外の減損リスクー求められるリスク情報の積極的な開示ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年春号。

I パンデミックの影響を受け 2020 年株主総会の延期等が視野に

1. はじめに

新型コロナウイルス（COVID-19）によるパンデミック（感染症の大流行）により、上場企業の約 7 割を占める 3 月に本決算期を迎える企業の決算、監査業務にも影響が生じており¹、その結果、決算発表の延期を発表する企業が見られてきた²。

さらに、現状ではパンデミックの影響が長期化する様相を呈しており、決算発表だけではなく、6 月に開催予定の株主総会への影響も想定する必要性が生じてきた。実際に、例えば東芝は 4 月 18 日「2020 年 3 月期（2019 年度）通期連結決算発表の延期及び第 181 期定期株主総会の議決権の基準日設定に関するお知らせ」を公表した。そして、決算発表日を当初予定の 5 月 14 日から 5 月下旬以降に延期するとともに、株主総会の開催日を 7 月以降にすることを開示するなど、企業側でも動きが見られ始めた。そこで本稿では、今回のパンデミックに伴う株主総会の開催について取り上げる。

2. 株主総会の延期や継続会開催に関する会社法の定め

日本において、株主総会は株式会社の最高意思決定機関とされており、会社法で規定されている。会社法上、株主総会が適切な時間内に終了しなかったり、不測の事態が生じた場合に対応するために、株主総会を後日に延期する（延会）、あるいは継続して行う（継続会）を行う際には、（当初から予定していた）総会を開催し、議場において延会や継続会の開催及び、それらの総会日時及び場所を定めることと併せて決議し、承認を得ることが必要とされる。

これにより、株主総会の招集決定や、招集通知の発送などの手続きを行うことなく延会や継続会の開催が可能になる。例えば、継続会の方法をとった場合、当初予定した総会において剰余金処分や取締役選任議案など上程議案を決議し、後日開催の継続会において決算書類や監査報告を行うことになる。

延会や継続会は「合理的な期間内」で開催されるが、今回、有価証券報告書の提出期限について、一律 9 月末まで延長が認められていることから、継続会を開催する場合には、通常総会から 2~3 カ月後が想定されるであろう³。なお、延会や継続会で審議する議案等の対象は当初の総会と同じものに限定され、新たな議題を追加することはできない。また、延会や継続会に出席可能な株主は、当初の株主総会で議決権を行使することができた株主

¹ 現状を鑑みると、4 月以降に本決算期を迎える企業にも影響が及ぶ可能性が高い。

² 東京証券取引所によると、2020 年 3 月期決算の発表予定について、2020 年 4 月 23 日時点で、同月 2 日時点で公表していた予定から、発表日の延期、未定とした企業が全体の 1 割にあたる 225 社に上るとのことである（「決算発表の延期・未定東証の 1 割へ」日本経済新聞 2020 年 4 月 25 日朝刊）。

³ 2020 年 4 月 28 日に金融庁、法務省、経済産業省は連名で「継続会（会社法 317 条について）」を公表し、当初の定時株主総会と継続会との期間について、「現下の状況にかんがみ、3 ヶ月を超えないことが一定の目安になるものと考えられる」との見解を示した。https://www.fsa.go.jp/ordinary/coronavirus202001/11.pdf 参照。

に限定される。

一方、継続会という形をとらず、株主総会の開催そのものを7月以降に延期することも可能である。この場合は、会社法124条に規定されている「基準日」が関係してくる（図表1）。

基準日は、配当の受け取りや、株主総会での議決権行使などの権利（株主権）行使のできる株主を確定するために定める日であり、この基準日において株主名簿に記載されている株主（基準日株主）が株主権を行使することが可能になる。そして、株主権を行使できる期限は3カ月以内となっている（会社法124条第2項）。

これら2つの基準日は必ずしも同一にする必要はないが、日本では慣行として、ほぼすべての企業で株主総会に出席できる株主を決定する権利日と、配当を受け取ることでできる株主を決定する権利日を同一にしている。そしてその慣行が、3月に本決算期を迎える企業の大部分が、6月後半に株主総会を開催する背景となっている。

そのため、もし株主総会を7月以降に延期することになると、3月末日の基準日で確定した株主は対象にはできないため、取締役会において新たに基準日を設定し、公告する必要がある。会社法124条3項にあるように、議決権行使の基準日を定めるためには、当該基準日の2週間前までに、当該基準日及び基準日株主が行使することができる権利の内容を公告する必要がある⁴。

この際問題となるのは、配当の支払いである。株主総会の延期に伴い基準日が変更されると、従来の基準日である3月末で配当を受け取る権利を得た後、新しい基準日の前に当

図表1 会社法124条の内容

会社法第124条（基準日）株式会社は、一定の日（以下この章において「基準日」という。）を定めて、基準日において株主名簿に記載され、又は記録されている株主（以下この条において「基準日株主」という。）をその権利を行使することができる者と定めることができる。
2.基準日を定める場合には、株式会社は、基準日株主が行使することができる権利（基準日から三箇月以内に行行使するものに限る。）の内容を定めなければならない。
3.株式会社は、基準日を定めたときは、当該基準日の二週間前までに、当該基準日及び前項の規定により定めた事項を公告しなければならない。ただし、定款に当該基準日及び当該事項について定めがあるときは、この限りでない。
4.基準日株主が行使することができる権利が株主総会又は種類株主総会における議決権である場合には、株式会社は、当該基準日後に株式を取得した者の全部又は一部を当該権利を行使することができる者と定めることができる。ただし、当該株式の基準日株主の権利を害することができない。
5.第1項から第3項までの規定は、第149条第1項に規定する登録株式質権者について準用する。

（出所）会社法（平成17年法律第86号）より野村資本市場研究所作成

⁴ 基準日を定款に定めている場合、本来は定款変更のためには株主総会での特別決議や、その他所要の手続きが必要である。しかし、4ページに示す法務省の見解にあるように、今回は定款変更を行わずに基準日を変更しても定款違反にはならないと考えられる。

該株式を売却してしまっていると、その株主は配当を受け取れないことになる⁵。なお、定款で剰余金の配当を、株主総会決議ではなく取締役会で決定することを規定している企業の場合は、継続会の開催という二段階という形態をとらず、当初の基準日の株主に配当金を支払い、延期した総会一回の開催とすることが可能である。因みに、既に株主総会の延期を決めた東芝は、定款で剰余金の配当を取締役会で決定する形になっている⁶。

3. 今次パンデミックによる株主総会延期等に関する見解

株主総会の延期や継続会を併用した二段階開催に関しては、関係する官庁から見解が示されている。

1) 法務省

法務省は同省のウェブサイトにおいて「定時株主総会の開催について」を公表（2020年2月28日、同年4月17日更新）⁷している。この中で、新型コロナウイルス感染症に関連し、当初予定し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おける定時株主総会の開催について、①定時株主総会の開催時期に関する定款の定めがある場合でも、通常、天災その他の事由によりその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ときまで、その時期に定時株主総会を開催することを要求する趣旨ではない（すなわち、定款違反とはならない）と考えられること、②今般の新型コロナウイルス感染症に関連し、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ものと考えられる、等の見解を示した。

なお、2011年3月に発生した東日本大震災時にも、法務省は今回とほぼ同じ趣旨の見解を示し⁸、当時6社が株主総会の開催を延期した⁹。

2) 金融庁

金融庁の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は2020年4月15日に「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」を公表し¹⁰、その中で、①6月に株主総会を開催する企業について、6月末に定時株主総会を開催することが求められているわけではなく、日程を後ろ倒しにすることは可能であることや、②通常の総会と継

⁵ 東京証券取引所が2020年3月24日に公表した「2020年3月期末の配当その他の権利落ちについて」において、この点に関し注意喚起されている。<https://www.jpx.co.jp/news/1030/20200324-02.html> 参照。

⁶ 2020年4月16日付日本経済新聞朝刊によれば、配当を取締役会で決定するという定款を定めている上場企業は、全体の約3割と見られるとのことである。

⁷ http://www.moj.go.jp/MINJI/minji07_00021.html

⁸ 「定時株主総会の開催時期に関する定款の定めについて」<http://www.moj.go.jp/hisho/kouhou/saigai0012.html> 及び「定時株主総会の開催時期について」<http://www.moj.go.jp/hisho/kouhou/saigai0011.html> 参照。

⁹ 資料版商事法務329号（2011年8月）参照。

¹⁰ <https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200415/20200415.html>

総会の二段階で総会を開催し、当初予定していた総会で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ことも考えられること、などが示された¹¹。

さらに、投資家に対しても、投資先企業の持続的成長に資するよう、平時にもまして、長期的な視点からの財務の健全性確保の必要性などに留意すること、及び、各企業の決算や監査の実施に係る現下の窮状を踏まえ、このような定時株主総会・継続会の取扱い等についての理解を求めた。

3) 経済産業省

経済産業省は同省のウェブサイト「株主総会（オンラインでの開催等）、企業決算・監査等の対応」¹²を掲載し、株主総会の運営やオンライン等での株主総会の開催¹³等に関する情報を提供している。また、梶山弘志経済産業大臣は2020年4月24日の閣議後会見で、6月末の株主総会について、企業に対し、延期や継続会の開催も含め、例年とは異なるスケジュールや方法の検討を要請している。

4) 東京証券取引所

東京証券取引所は2020年4月15日、『「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」の公表について』を示し¹⁴、2)の金融庁の文章の公表を受け、①決算内容の確定時期が通例よりも遅れることが見込まれる状況を踏まえつつ、市場における不正確・不明確な情報に基づく価格形成を回避し、投資者に適切な投資判断を促す観点から、確定次第に決算内容を適切に開示すること、②新型コロナウイルス感染症への対応状況や事業活動への影響などに関して、引き続き積極的な情報開示に努めること、を上場企業に要請した。

II 継続会と総会延期のメリット、デメリット

1. 継続会や総会の延期は容認される方向

本来であれば、決算の確定、公表が当初の予定から延期になったとしても、結果的に株主総会に影響せず、例年通りに開催できることが望ましいであろう。しかし、決算業務、監査業務にすでに影響が出ていると考えられる中で、「例年通りの開催ありき」で作業を進めることにより、精度の低い財務情報が公表されることになったり、そうした情報を基

¹¹ 4月14日に「企業内容等の開示に関する閣府令」を改正（4月17日公布、施行）し、企業側が個別申請を行わなくとも、有価証券報告書、四半期報告書等の提出期限は9月末まで一律に延長できるようになった。

¹² https://www.meti.go.jp/covid-19/kabunushi_sokai.html

¹³ 現行の会社法下では、株主総会の開催場所を設けない完全な「バーチャル株主総会」は出来ないものの、総会開催場所を設けつつ、オンライン等での参加/出席を認める株主総会（ハイブリッド型株主総会）を実施することは可能とされている。

¹⁴ <https://www.jpx.co.jp/news/1020/20200415-01.html>

に議決権行使を行うことになってしまうのであれば本末転倒である。

よって、企業の置かれている状況に合致する形で、継続会を合わせた二段階での株主総会の開催や、基準日を再設定して株主総会の延期を選択することも考えられるであろう。

I章で示した関係省庁等も、そのような考えを容認する方向である。そうした状況において、継続会と総会の延期のメリット、デメリットをそれぞれまとめてみると、以下のようになるであろう。

2. 継続会のメリットとデメリット

継続会の場合は、計算書類の報告を後ろ送りにすることになるため、決算業務や監査業務のひっ迫状況は緩和されることが期待される。加えて、従来より予定していた日時で開催する総会において、取締役選任等の議案の決議も可能である。さらに、剰余金の処分（配当）についても、現行会社法下では決算の確定と切り離されているため、従来予定で開催する株主総会で決議でき、株主総会の延期のように、基準日が変更されることにより、従来の基準日時点で配当を受ける権利を確定し、新たに設定された基準日時点で株式を保有していないために配当を受け取れない株主が生じる、という問題も生じない。

デメリットとしては、決算が確定していない中で株主総会の議案を判断しなくてはならないため、特に ROE (自己資本利益率) 基準や配当性向といった決算数値が関連する議案では妥当な判断が難しくなることや、判断材料が不十分なまま議決権行使を行うことについてアセットオーナーから理解を得るのが難しくなることが考え得る。その場合、投資家が、継続会を開催する企業の株主総会議案に対してはより厳しい姿勢で臨まざるを得ないことも想定されうる。その結果、企業と投資家との間の相互理解への悪影響も懸念される。また、早期化が続いていた招集通知等株主総会関連資料の株主への提供が遅くなり、その結果、議決権行使作業が短期間に集中し、投資家の負担が増えてしまう可能性もあるだろう。

3. 株主総会延期のメリットとデメリット

一方、基準日を変更して株主総会を延期することのメリットは、前述のように決算や監査業務のひっ迫が緩和されることが期待されることや、決算が確定した段階で株主総会議案を判断できることがある。

デメリットとしては、7月以降に株主総会を開催することになると、2020年4~6月期の決算業務作業等も並行して行うことになるため、企業側の負担が必ずしも軽くなるわけでもないと考えられることが挙げられる¹⁵。また、前述のように、基準日の変更による配当の問題も生じることになる。さらに、延期の期間中に、業績を始めとした企業側からの情報開示が少なくなってしまう可能性もある。

¹⁵ 現行の会社法下でも3月決算企業が7月以降に株主総会を開催することが可能であるものの、実際にはほとんど開催されない背景の一つとも考えられる。

4. 議決権行使助言会社や機関投資家の考えは分かれている

I章で示した金融庁の見解にも見られるように、こうした、継続会や基準日の変更を伴う総会の延期を含めた対応を企業がとることについて、投資家側にも理解が求められている。投資家側でも、このような事態の中、企業がこのようなアプローチをとること自体はやむを得ないと考えていると推察される。しかし、議決権行使という観点から考えたとき、継続会というアプローチと、基準日の変更を伴う総会の延期というアプローチのどちらが望ましいかについては、意見が分かれていると思われる。

決算が未確定の中、継続会において取締役選任等議案の審議をすることに肯定的ではないと見られるのが、議決権行使助言会社のISSである。野村資本市場研究所のヒアリングによると、「決算未確定の状態での株主総会開催には肯定的ではなく、継続会との二段階で総会を開催する企業は株主の視点に立つとは言えず、当該企業の上程議案に対しては厳しい見方で臨むことも考えられる」ことを株主総会開催企業へのメッセージとして示したとのことである。そして、5月11日付で「新型コロナウイルス感染症の世界的流行を踏まえたISS日本向け議決権行使基準の対応」を公表した¹⁶。この中で、①いわゆるROE基準（過去5期平均のROEが5%を下回り、かつ改善傾向にない場合、経営トップ（会長、社長）である取締役に反対推奨するという基準）についてはその取り扱いを一時的に停止する一方、株主総会の継続会を選択した企業について、②剰余金処分議案に対し棄権推奨、③独立性の判断に必要な情報が提供されない場合、過去の開示資料に基づき調査して社外取締役、社外監査役の独立性を判断、④出席状況が開示されない社外取締役・社外監査役の再任議案には原則として反対推奨。さらに、⑤監査報告書が提供されない場合、原則として会計監査人選任議案に棄権推奨、⑥業績連動報酬の導入や増加目的が明らかでない場合、企業提案の社内取締役の報酬増議案に棄権推奨、等が示された。

一方、議決権行使助言会社のグラス・ルイスにもヒアリングしたところ、ISSとはやや異なる見方であった。すなわち、「株主総会を延期するのが最善ではあるが、各社の事情もあると考えられるため、総会を延期しないことをもって個別企業の議案に対して厳しい対応はとらず、コロナの影響も考慮しながら個別判断する。ただし、助言判断に資する情報などは、可能な限り速やかに開示することが望ましい」との見解である¹⁷。

野村資本市場研究所で複数の機関投資家に対し、今回のパンデミックを受けた株主総会運営について尋ねたところ、現在のところ正式な対応は未定であるとの回答が多かった。ただし、ISSの見解のように、決算が未確定の中で議決権行使を行うことは問題であり、継続会との二段階開催ではなく延期が望ましい、という意見や、確かに議決権行使に関する対応は難しくなるものの、延期になると配当の受け取りの遅れから生じる投資家サイドの収益への影響が懸念されるとの意見もあり、見解は分かれているものと推察された。

¹⁶ <https://www.issgovernance.com/covid19-resource-center/>

¹⁷ グラス・ルイスによる、今回のパンデミックに関するグローバルベースでの対応方針については <https://www.glasslewis.com/coronavirus-covid-19-pandemic-governance-resources/> を参照。

一方、現状の緊急事態的な状況を勘案し、現在3カ月以内となっている基準日の運用を弾力化する手当（時限立法等）が必要¹⁸との意見も聞かれた。ただし、これについては会社法の改正が必要になるため、実現は難しいと見られる。また、「今年はこの難局を乗り切るために企業として何をして行くのかについて、投資家や従業員などのステークホルダーに示すことを促すとともに、その推移と結果については、投資家としてしっかりウォッチすることにより、次年度以降の取締役選任議案等に反映させる」との意見もあった。

5. 長期投資家が企業の持続的成長を一段と促す機会に

現在のところ、どのくらいの企業が継続会を利用した株主総会の二段階開催や、基準日を変更して総会の延期を選択するかは未知数である。ここまで述べてきたように、二段階開催、基準変更による延期ともそれぞれ一長一短がある上に、どちらを選択するにせよ、新たな総会の開催場所の決定を始めとした実務も煩雑になることが想定される。このため、タイトなスケジュールながらも、現在予定している株主総会の開催に間に合わせる企業が結果的に最も多くなる可能性も十分考えられる。

また、こうした状況下であっても、財務情報や議決権行使の「質」を高く保つことは重要であることは論を待たない。しかし、パンデミックを巡る現在の状況から考えると、企業決算、会計監査、そして議決権行使の実務などの困難に伴う遂行の遅延は早期に収束するとは考えにくい上、仮に決算発表や株主総会の延期がなされたとしても、それらの内容を検討、評価する時間的な余裕は十分とは言えない。そのような「緊急事態」の中、高い品質でこれらを遂行する労力は、平常時よりも相当重くなると推察される。

こうした中で、投資家、特に長期投資家が意識すべき点は、今回のパンデミックの発生が今後の企業経営にどのような影響を与えるのか、それに対し、企業経営者がどのように対応し、企業の持続的成長につなげていくのかを冷静、かつ的確に判断し、企業とのエンゲージメント活動を通じ相互理解を深めていくことと考える。そのために、企業に対しては、適時適切（状況が変われば見解が変わることは構わない）な情報開示を促すことも必要であろう。また、運用機関など長期投資家のこうした活動を、年金基金等のスポンサー、すなわちアセットオーナーも後押しすることが望まれる。今回の「災禍」が「企業と（長期）投資家、そしてアセットオーナーが足並みをそろえて企業の中長期的、持続的成長につなげることができれば、日本の企業の競争力、そして日本の金融資本市場の競争力向上にも資することになると考える。

¹⁸ このような意見は実務家からだけでなく、学者サイドからも出ている。例えば、4月15日付の朝日新聞デジタル「6月集中の株主総会、コロナでどうする 企業に難題」において、筑波大学の弥永真生教授は「感染拡大の終息は見通せない。拙速な決算や監査を防ぐためには、株主が権利を行使できると会社が定められる期間を、時限立法で3カ月より延ばすことが望ましい」とコメントしている。また、同記事では、今回の影響を受け、シンガポールやオーストラリア、フランスで株主総会の一律延長の特例措置が取られることが報道されている。