

第1回 新時代の株主総会プロセスの在り方研究会

議事要旨

■日時：令和元年8月26日（月）13:30-15:30

■場所：経済産業省本館17階 第3特別会議室

■出席者：尾崎座長、市川委員、井上委員、猪越委員、大越代理（江良委員代理）、北村委員、佐々木委員、澤口委員、高野委員、武井委員、田中委員、塚本委員、寺沢委員、弥永委員

■議事要旨：

事務局より、資料2に沿って、研究会の開催趣旨、研究会での検討事項や配布資料等の扱いについて説明され、委員一同の了承を得た。次に、資料3について事務局より説明がなされた後、討議が行われた。委員からの主なご意見は以下のとおり。

【ハイブリッド型バーチャル株主総会について】

- ・ バーチャル株主総会に関しては、将来的に究極的な形としてはバーチャルオンリー型総会を実現すべきと思う。
- ・ ハイブリッド型の場合、リアル株主総会に加えてバーチャル株主総会の準備と双方の当日運営が必要になることから、実務的に会社の負担が更に大きくなるため、ハイブリット型を有効な選択肢とするための動機づけが難しい。株主総会の意義と重要性を再整理した上で、ハイブリッド型総会の有用性を示すことが必要となろう。
- ・ バーチャル総会が加わることにより、決議の取消のリスクが余計に大きくなるようであれば、企業側も導入を躊躇するであろう。そのような中で、ハイブリッド型株主総会の活用にとどのような動機付けが必要になってくるかがポイント。ハイブリッド型株主総会の導入と併せて、リアル株主総会の方でも決議取消のリスクが低減される仕組み、或いは株主総会の効率化が進む新制度の導入等の議論ができれば、両方をセットにして、良い方向に進むのではないか。

- ・ ハイブリッド型バーチャル総会については、グラデーションを意識すべき。リアル株主総会だけのものから、フルセットの権利をバーチャル出席者に付与したハイブリッド出席型バーチャル総会には幅があると考え。ハイブリッド型には株主にリアル株主総会の出席が保証されているので、バーチャル参加の株主の権利をある程度選択的に認める形にするのも、現行法の解釈として可能と思っている。そういったオプションを提示して、企業が選べるような形がいいと思っている。
- ・ ハイブリッド型バーチャル株主総会については、株主の利便性を高めるというメリットがあるが、株主総会の決議の瑕疵のリスクが高まってしまうとすると、企業にとって採用するハードルが高くなってしまふであろう。
- ・ 機関投資家としてエンゲージメントを重視しているので、総会前までに必要な対話は行っており、株主総会に直接参加するということはほとんどない。
- ・ しかし、最近のイギリスの議論では対話をどのようにエスカレーションするかということが問題になっており、一部の投資家は株主総会で質問するということをしている。バーチャル株主総会はそれらを容易にするだろう。
- ・ 企業サイドの効率性を突き詰めれば、バーチャル総会がいいという方向に行くのかもしれないが、効率性の問題に還元されない、企業が株主と真剣に向き合う場としてのリアル総会の意義も再検討されてしかるべき。
- ・ バーチャルの活用によって、決議取消のリスクによる心理的負担も含めた株主総会準備の負担が減り、その効果として、前日までのプロセスにおいて、個人株主を含めた対話により一層のリソースが振り向けられるようになればいいのではないか。

- ・ バーチャル株主総会を考えるにあたっては、「会議体性」をどう考えるかが切り口だと考えている。
- ・ バーチャルオンリー型ではなく、ハイブリッド型を焦点とするならば、リアルに参加する権利があるということを切り口に、いくつかの設計も可能になっていくと考える。
- ・ とりまとめから残っている論点として、オンライン出席者の議決権代理行使の扱いなどがある。これら論点について整理ができていないとリスクがぬぐえず会社側はバーチャル株主総会の実施について躊躇してしまうだろう。実施するインセンティブを高めるとともに、きちんと法的整理を示すことが重要。
- ・ 企業の立場からすると、現時点のハイブリッド出席型のバーチャル株主総会については、これを採用するインセンティブが働かないというところも実態としてあると思う。
- ・ 内外の議論も踏まえて、国際競争力という観点も意識した検討が必要。

【会議体としての株主総会について】

- ・ 株主総会の当日の運営は、膨大な労力をかけて実施されている。たとえば、想定問答を1000問単位で用意する会社もある。お土産がない場合、当日の出席者数は株式数でいうと1%を切る程度で、実際に会場で質問されるのは数問であるというのが実情。同じ株主総会プロセスにエネルギーをかけるならば、もう少し前にずらしたほうが株主全体のプラスになるのではないか。
- ・ このような準備を行う理由の一つは、株主総会決議の取消リスクをミニマイズするためであるが、その観点で、数百人、数千人が参加する株主総会について、一般的な会議と同じルールを適用して瑕疵の有無を判断することが適切なのかという点も考えていいのではないか。
- ・ 会議体としての株主総会については「法律の想定と実態の乖離」を感じる。事前に決議の趨勢が判明していることが多いと思うが、そうすると企業にとって会議体としての株主総

会の意義は何かということを考えてしまう。当社の場合、開かれた総会を具現化すべく個人株主との対話の場との側面を重視して実施している。しかし、数千人規模の非常に大きな会議体で、実際に「対話」ができていたのかは疑問。

- また、株主総会の質疑では、様々な質問が出るため、総会準備のために1000問規模の想定問答を事前に準備しており、事務局には大きな負荷がかかっている。それだけの労力と費用をかけて実施する今の株主総会が、会社のことを考えてくれている個人株主の方々にとって有効な対話の場になっているのかどうかは常に悩みを感じるころ。
- 株主総会について、学会がどう考えてきたかを考えてみる。株主総会の研究については利益供与規制を作った昭和56年の頃がピークで、その後会議体としての株主総会に関する学術的関心は薄れたものと考えられる。一つには会社法学に経済学やアメリカ法学の考え方の影響が出てきたことにより、株主総会は形骸化していて当然だという考え方が大きくなった。それ以前は、株主総会は活性化すべきで、活性化していなければするための対応をとるべきという考え方が強かった。しかしその後は、いざとなれば役員が交代させることができるという「切り札」としての株主総会が保証されていれば良く、普段の株主総会はシャンシャンで良いのだということになり、そこで会議体として株主総会への関心が薄れたと考えている。
- しかし、最近は風向きが変わり、普段の株主総会もそれなりに重要という認識になってきていると考える。一つは、敵対的買収というのはそんなに簡単におこるものではないという認識が共有され、その反面として、普段から株主が経営に物を申すことの意義が認識されてきた。株主の機関投資家化も影響しているが、特に報酬関係などについては、株主に聞くことの意義が強調されるようになってきた。
- 今回の研究会も、会議体としての株主総会に再び関心が向けられてきたことの一つの現象と考えることができる。

- 株主総会の手続が非常に重くなっていることの一つとして決議の瑕疵に対する心配がある。決議取消については裁判例もあるが、古いものが多く、また、揉めた株主総会について下された判断も多い。そのような裁判例が通常の実務の規範になってしまっている面があるが、その点も留意しながら、実務にとって使いやすいものとなるような議論を。
- かつては投資家が株主総会に出席することの目的に株主の声を経営陣に届けるという意味もあったと思うが、昨今、機関投資家は企業とのエンゲージメントの機会を通じて、株主総会の場合以外にも機関投資家の声を届けやすくなりつつある。そのような状況変化を踏まえると、当日の株主総会の在り方も変わる可能性もある。
- 株主総会を開く前に趨勢分かっている状況では、実際、株主総会に出席する株主は、議決権を行使するというよりは情報収集のために出席している株主も多いと考えられる。質問して説明してもらおうチャンスを株主に保証することが大きな役割を果たしているということを前提に考えてもいだろう。また、高齢の株主にとって、株主総会に参加できる状況を作ることが必要だろう。
- 株主総会の決議の瑕疵について、バーチャル総会の議論を機会に根本的な問題として検討した方がいい。
- 事前に趨勢が決まっているからこそ、説明義務を十分尽くさないのではないかという懸念に対しては、決議取消というサンクションということではなく、答えるインセンティブを制度的に設計するという事も考えられるのではないか。
- 日本企業の株主構成からすると、株主総会の問題を考えるに当たっては、個人株主との関係をどう構築していくかという視点を忘れてはならないのではないか。
- 近年機関投資家との対話は増えているが、個人投資家との対話には限界がある。そのような状況の中で、個人株主が自分が投資している会社の経営者に対して最後に異

議申し立てができる場として、リアル株主総会というのは、企業が社会と遊離しないための一つの仕組みとして、意義があるのではないかと考えている。

- ・ 現在、株主総会の前日までは機関投資家との対話がメインとなり、当日は個人株主との対話がメインという状況。「前日まで」と「総会当日」との区切りや、それぞれの対話の相手の違いというものも意識して議論をしたい。
- ・ 当社として、株主・投資家の皆様との建設的な対話を促進するために、海外各国の株主総会をはじめとする対話のあり方についても研究・勉強して施策を立案する必要があると考えていたので、そのような動向も踏まえてわが国の株主総会のあり方について検討する研究会とお聞きして、本会に参画させていただくことにした。

【株主総会プロセスについて】

- ・ 昨今、株主提案についても、株主の顔ではなく提案の中身で判断されるようになり、10年前と比べても大きく変わってきたと実感している。
- ・ また、会社は、株主総会の当日に向けた準備だけではなく、株主総会の前後に機関投資家から会社へ送られてくるレターへの対応や株主の議決権行使結果を分析してからの対話など、年間を通じた対話に力を注ぐようになってきた。
- ・ 議決権行使に関しては、機関投資家とはある程度対話が有効な場合もあるが、議決権行使助言会社の影響が大きくなっているなかで、議決権行使助言会社の対応の在り方にも問題意識がある。
- ・ 大手機関投資家は、6月には1000社以上の議決権を判断しなければならない。取締役の出席率や定款変更議案などは招集通知を見て初めてわかるということもある。その場合でも機械的・画一的な判断は行わず、基本的には議決権行使前に対話するのだが、時間がないので電話になることもある。

- よって、議決権行使の賛否判断が画一的にならないようにするための検討期間確保の観点からは、招集通知が早く開示されることや、株主総会の日程が分散されるのはありがたい。
- 議決権行使の電子行使のインフラを整備することも非常に重要。現在の管理信託銀行での事務は電子行使を導入していない先も含めて行われており、内外の機関投資家の50%近くの議決権は1週間前までに締め切られ、物理的に紙でやりとりされるという昭和時代の実務が今でも行われているのが現状。対話に基づいた議決権行使を重視するにあたっては、電子行使の完全実施が望まれる。
- 株主総会の位置づけは変わってきている。株主との対話がなかった時代には、最初で最後の機会だったが、近年その状況は大きく変化しており、その中で議決権行使がどのように対話の成果を活かしているのかは検討する必要がある。ポイントはいくつかある。
- 一つ目は、アナリストと議決権行使担当者が分離しているという問題。これは伊藤レポートのときから指摘されている課題であるが、まだ解決していない。アナリストと日頃対話している中で、それが議決権行使にどうつながっているかという、機関投資家側の体制の話。また、対話ではESGやSDGsに絡む話も増えている中で、それらの担当がまた別部門で、議決権にどうつながっているかわからないというようなこともある。
- 二つ目は、先ほどの企業が社会から遊離してはいけない話と同様に、議決権行使自体も社会から遊離してはいけないという要請があるのだろう。まさにESGやSDGsの視点。欧米では社会の分断も踏まえ、機関投資家としての議決権行使においても、社会的責任の視点を踏まえることが重要になってくるのだと思う。
- そのようなESGやSDGsも意識し、対話に基づく議決権を行使するためには、リソースが必要。もちろん、電子化のようなインフラなどでコストが下がるような仕組みの導入も必要だし、リソースをかけて対話をするということについて、コスト負担者であるアセットオーナーにどのように理解してもらうかということも関わってくる。

- コストを下げるために助言会社も必要になってくるのだが、その助言会社の在り方は重要な論点。
- この点に関連して、欧州では know your shareholder という、実質株主の把握に向けた制度的対応が進んでいる。米国でも SEC がガイドラインを出し、その中では、どこまでコストをかけて議決権行使をすべきか、アセットオーナーと話し合うべきという内容が書いてある。また、助言会社に関しても、助言会社がどのような体制でどのように判断を行ったかを確認しろということも書いてある。これらの動きは日本にとっても参考になる話。
- 個人株主と機関投資家の差異として、二点ある。一つめは日頃から対話ができているか否かという点で、対話する機会が少ない個人株主の声をどのように声を拾っていくかという点。もう一つは、個人株主にはアセットオーナーがないという点で、個人株主にも多様性がある。それらを意識して総会の在り方を考えていくべき。

(以上)