

第6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2年2月18日（火）15:00-17:00

■場所：経済産業省本館17階 第1特別会議室

■出席者：尾崎座長、井上委員、猪越委員、大越代理（江良委員代理）、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、小林オブザーバー、中川オブザーバー、坂東オブザーバー、井上オブザーバー、松尾スピーカー

■議事要旨：

事務局から、資料3に基づいて説明。次に松尾スピーカーから、資料4に基づいて諸外国調査報告の説明があり、その後討議。続いて事務局より、資料5及び6に基づいて、ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド（案）に係る意見募集の結果について説明があり、その後討議。それぞれの主なご意見は以下のとおり。

【諸外国調査報告について】

○実際に決議に大きな影響を与える動議は、役員交代ではないか。日本では、当日に動議を出せるが、アメリカやヨーロッパではどうか。

→アメリカでは、事前も含め提案自体できない。イギリスでは、認めてもよいが拒めるという回答。また、フランスは、事例や判例等は見つけれなかったが、実務家レベルでは、事前の株主提案にのせない限りはできないとの回答だった。

○裁判所が総会瑕疵について何を受け付けるかどうかの判断と、その期間はどうか。特に、フランスでは3年となっているが、他の国では、日本のように決議取消しは3ヵ月以内といったように係争期間の定めはないという理解でよいか。訴えの利益についての一般解釈でやっているということか。

→招集通知に瑕疵があったような場合は、差し止めもできるようだが、そもそも決議効力を争う訴えは非常にまれであるとのことだった。ただ、制度上はいつでも可能で、制限があるとすれば訴訟要件との関係ということと理解。

- 決議取消しの3ヵ月という期間は、日本特有ということか。
 - 当時のドイツは3ヶ月だったが、その後ドイツの決議取消しは決議後1ヶ月までとなった。決議無効に期間の制限はない。

- 例えば、議長不信任動議といった手続に係る訴えは、なるべく早く紛争を終わらせようという要請があり、それについては国によって様々な形でやっているということか。
 - 然り。

- 事前の質問については、イギリスではかなり広く使われていると聞かすが、フランスやドイツでは、現実に実務上広く使われているのか。
 - フランスやドイツは会社によってかなり違い、企業で想定して自主的にQ & Aを出している会社と、事前には余り対応していないということだった。

【新しい意義を踏まえた会議体としての株主総会の在り方について】

- 決議自体の趨勢が事前に決まっているのが大方だが、そうであっても企業が会議体としての株主総会に力を入れていることにどういう意味合いがあるかについて、事務局の整理は非常に腹落ち感がある。
- 当日、総会に出席するのは個人株主が多いが、その中で、自社の経営方針が一般的にどうみられているのかを確認したり、質問を通じて、信任があるかどうかを実感したりする場として機能している。有事においては、個人株主も含めた株主の経営に対するサポートは非常に大きな意味合いがある。昨今では、例えばSNSを通しての情報共有もあるため、それなりの重みがある。
- また、たくさんの株主の前で発言をすることは、自分の経営方針に対して緊張感を持って回答し、説明責任を果たす場として機能しており、ガバナンス上の意味もある。さらに、個人株主が自社の商品ユーザーであることもあるため、自社の経営方針や取組みを説明することは、すなわちユーザーの理解を得ることになるのではないか。
- 今後、本研究会でどういうことを出していくかを考えたときは、それぞれの企業によって、株主に対するアドレスの仕方が色々出てくると思う。機関投資家に対する対応は相当議論されてきて、一定のプラクティスができおり、論点もはっきりしてきている。一方、個人株主に対する対応はそれぞれの会社で様々な工夫や悩みを抱えながらやっている。この

点、前回の澤口委員のプレゼンは、個人株主に強くアドレスしていきたいと企業にとっては、当日のセッティングや内容、招集通知の段階からどういう工夫をしていくか等について、示唆に富んだ内容であり、非常に感銘を受けた。

- 企業にとって株主総会の場合は、瑕疵のない適法な決議を確実にする場であり、そこに最善の努力を尽くしているのが実態。動議が出される危機感は常にもって運営している。
- 海外調査をみて、議長の裁量権を年々大きくする方向で、各国が努力をされていることを改めて感じたが、我が国においても踏み込んだ努力をしていく必要があるのではないか。
- 有事と平時の区分けについては、会社の規模であったり、開示情報の充実であったり、それまでの招集通知の中身であったり、そういった内容を踏まえた形で場合分けしたプラクティスがあってもいいのではないかと。その中で、議長の裁量権であったり、総会運営や取消しに対する考え方であったりとか、そういった見直しが行われてもいいのではないかと。
- 対話については、機関投資家とのアプローチはあるが、個人株主にどういった形でアプローチするかというところは模索している。対話はこうあるべきという形のサジェスションであればよいが、こうでなければいけないというような形で硬直的になることを懸念している。
- ヨーロッパでは、議長の裁量権はかなり広く認めている。また、基本的には、当日のことは当日処理しようというのが各国の傾向。
- 当日の株主総会というのは何かというと、明治時代に商法ができた当時には、会議体としての株主総会は、まさに当日に情報提供があり、審議して決議をするというものだったようだが、年を経るごとに、情報提供の機能や審議の機能が、会議体としての総会の外のプロセスに出てきた。そして、日本では議決権行使書面の制度により早くから決議のプロセスも外に出てきている。さらに、現在においては、機関投資家との間では対話が行われ、実質的に見れば総会当日より前のプロセスにおいて審議的なことが行われるようになっている。決議についても、株主の事前の投票により、総会前日までに議案に対する賛否の帰趨は決しているが、1000分の1くらいの確率では有事ということになって、機関投資家も含め当日の株主総会で決議ということがありうる。
- 年度ごとの企業価値創造活動の終点であり、かつ始点であるところの会議体としての総会というのは、そこを結節点としてすべてのプロセスが行なわれるのだから、今日においても

まだなにがしかの意義があるのではないか。日本の場合は個人株主が同時に顧客、取引先、従業員、地域住民といったステークホルダーであるという面が他国に比べて強いと思われるので、その生の声を聞ける場というのは、ESG/SDGsが喧伝されている今日において、企業経営者にとってもやはり意味がある機会なのではないか。

○経営者が一般の株主、あるいはステークホルダーとしての株主直接に対話する機会が、制度的に保証されているのは会議体としての株主総会だけなので、不特定多数の株主との対話を通じて、経営者の資質をテストする場としても、一定程度機能しているのではないか。

○事務局資料5ページの①～③の分け方については非常に納得感がある。株主総会が対話の場であるのは事実である一方で、総会に出席できる方というのは限られるなかで、一部の株主への対応が決議取消にならないように、過度にリソースを割いているのも事実。

○バーチャルの活用や、全ての株主の方に平時から多くの情報を開示することで当日の負荷が減るような対応をとっていただけるは、実務家としては、ふだんのほうにリソースが割けるというのは非常に喜ばしいこと。

○株主総会の規律のあり方について、意義を踏まえて、従前とは違う切り口があるのではないかという整理について違和感がない。加えて、意義とは少し離れて、会議体ということを前提に規律を考えていくことが本当に合理的なのだろうかということを考えてもいいのではないか。

○取締役会も株主総会も会議体ではあるが、少なくとも上場企業では、100人、1000人という規模になる株主総会について、取締役会と似たような規律でコントロールすることに合理性があるのかどうか。

○会議とは何かというのは調べてもよくわからないが、意見交換をしてそのプロセスを経ることで内容が洗練されることをいうという人もいる。株主総会は取締役会とは違ってかなりいろいろな方がいる。そういう方が来ることに意義があると思うが、会議体という切り口で全部を解決するのがいいかという切り口もあっていいのではないか。

【株主総会プロセスでの対話の在り方について】

○「対話先の選定・スケジュール」の部分について、記載いただいた視点は非常に重要。短

期的に解決可能な課題というよりは、かなり長期に時間を要するような課題を対話の対象として扱うケースが多くなってきているなかで、可能な限り総会以外のシーズンに対話を行うことが重要。それによって、中長期的な企業価値の向上への貢献というのが、長いスパンをかけて達成可能になるのではないかと考える。

- 情報開示については、投資家サイドで議決権行使のガイドラインを開示し、その中で数値を含めて具体的な基準を示しているが、企業サイドの注目がその数値に集まってしまうおそれがあることに注意しなければいけない。企業のあるべきガバナンスというのは画一的なものではなく、会社や業種によりけりであり、記載している数字から外れることも当然ながらありうるだろう。したがって、機関投資家としては、数値というよりも、できる限りその大もとにある背景をメッセージとして伝える必要がある。その点に注目するような形で透明性を高めるということが重要。
- 対話の内容については、解決が難しい問題がゆえに、解決することによって企業価値も大きく高まると考える。一方で、機関投資家においても、ディスクロージャーを高めるがゆえに、なるべく短期の成果を出したいというプレッシャーも一部で上がってくる可能性があり、より時間がかかる問題になかなか取り組めなくなる可能性がある。そういったところのインセンティブ付けというか、中長期の本質的な問題の議論になるようなプロセスの開示も含めて考えていきたい。
- 最近の多くの投資家は、確かに議決権行使の基準をはっきり出すという流れはあるが、一方で、エンゲージメント、対話を重要視するところが増えていて、それは非常に大切なこと。全総会の7割方が6月に集中しているということを考えると、「早めに対話を実施し」というところを特に強調いただけるとありがたい。
- 情報開示について、議決権の行使基準をなるべく数値も出し、わかりやすくするように開示しているが、単に数値だけがひとり歩きしていってしまうようなところもある。ガイドラインの判断基準にもっとうまく考え方を盛り込めばいいが、うまくいっていないところもあるので、対話も含めて、様々な手段で解決させていただきたい。
- 10年ほど前までは、株主総会の直前の時期に大株主である機関投資家を一気に回って、議案を説明するというのが主流だったが、今では1年間を通じての対話が徐々に定着してきているので、中長期的な企業価値創造に向けた一つのアジェンダとしてガバナ

ス体制というものを議論できるような形になっていけばいいのではないか。

○とはいえ、各社の個々の事情もある中で現段階ではこうだという部分を、機関投資家側の形式基準でバツサリ反対されると、対話も意味あるものとはならないので、ある種のパッケージディールのような形で、例えば、企業業績が非常にいいとか、E S Gの観点で貢献できる製品やサービスを提供している企業であるということなど、その会社の取締役会が総体として機能していれば、独立性に欠ける取締役であっても、企業価値向上に貢献していると評価し、あえて反対しないというような自主的な判断をもっていただけるほうが、企業サイドとしても対話のインセンティブができるのではないか。

○今般理由開示が求められたことによって、個社との対話内容や個別の判断の内容をどこまで開示するか非常に難しいチャレンジである。ガイドラインなどを機械的に適用せず、アナリストやファンドマネージャーとの議論や投資先との対話に基づき判断をしているが、企業やアセットオーナーの声を参考にしつつ常に運営の向上を図って参りたい。

○アセットマネージャー側にいろいろな理解を深めてもらわないと効果がなく、理解のない方に言っても対応が形式化してしまう。その根本についても改めて注意喚起したほうがいいのではないか。

○総会前の早めの意見交換は重要である。フェアディスクロージャー・ルールの関係で、開示前にあまり詳細な内容について意見交換を行うことは難しいかもしれないが、なるべく早く開示を行うことで、突っ込んだ対話が可能となり、また、対話の期間も長くなるので、投資家と会社、双方にとっていい面がある。

○議決権行使助言会社の影響力もかなり大きく、会社と助言会社との対話が重要であると思うが、この点はこの研究会のスコープに入っているのか。

→スチュワードシップ・コードで大きな議論があるという前提の下で、研究会では明記していない。

→スチュワードシップ・コードの再改訂に当たっては、議決権行使助言会社について新しく原則を立て、議決権行使助言会社に対して企業との対話を促すような規律を提案しているところ。

- クライテリアの関係でなかなか賛成できないよというときにも、事情を理解していることを伝えていただくだけでも、企業サイドとしては随分と救われた気持ちになる。機関投資家との対話は続けていかなければいけないし、機関投資家側でもいろいろ工夫をいただいて、企業サイドに対する意見を言っていただくことを無駄だと思わずに、継続いただくことが重要ではないか。

- アメリカで、SECが昨年夏に出した指針では、アセットオーナーとアセットマネージャーとの議決権行使における合理的な対応も触れられている。その整理では経済合理性の世界の中で、アセットマネージャーに裁量をゆだねる選択肢でも良いのだという考え方が明確に示されている。これらの議論も踏まえて、アセットオーナーも巻き込んだ整理をしておいた方がいい。

- 特定のアセットオーナーのポリシーに従って反対しているケースがあり、企業からその理由を聞かれるケースもあるが、当然だが、アセットオーナー名を出すことはできない。この点は残っている課題かもしれない。

- 実質株主の話は、外国の機関投資家の方などに関してどうするかという根本的な問題でもある。海外の機関投資家について実務で何ができるのかということを議論するのが生産的ではないか。

- 「実質株主」という言葉が混乱を生んでしまう言葉だという意識もある。まさに実質から考えていくと、議決権の最終的な指図をする者とか、お金も出してちゃんと口が出せる者というのがいいのかどうか、ここもご議論があると思うので、また次回以降も議論をさせていただきたい。

(以上)