■論 文――■

2020年株主総会の分析と コーポレート・ガバナンスの動向

～新型コロナウイルス感染症が与える影響～

SBI大学院大学 准教授
日本投資環境研究所 主任研究員
上田　亮子

1．はじめに

2020年３月期決算会社の株主総会は、準備から開催に至るプロセス全体において、新型コロナウイルス感染症の影響を強く受けたものとなった。上場会社は、状況が刻々と変化し、参考となる前例もないなか、株主や従業員等の安全を第一に確保しながら会社法の手続きを遂行することが求められた。

また、企業活動がグローバル化するなかで、日本国内の緊急事態宣言のみならず海外における都市封鎖（ロックダウン）の影響を受けた会社も少なくなく、そのような場合には法定スケジュールに従って決算の取りまとめおよび監査を実施し、株主総会を開催することが困難であった。

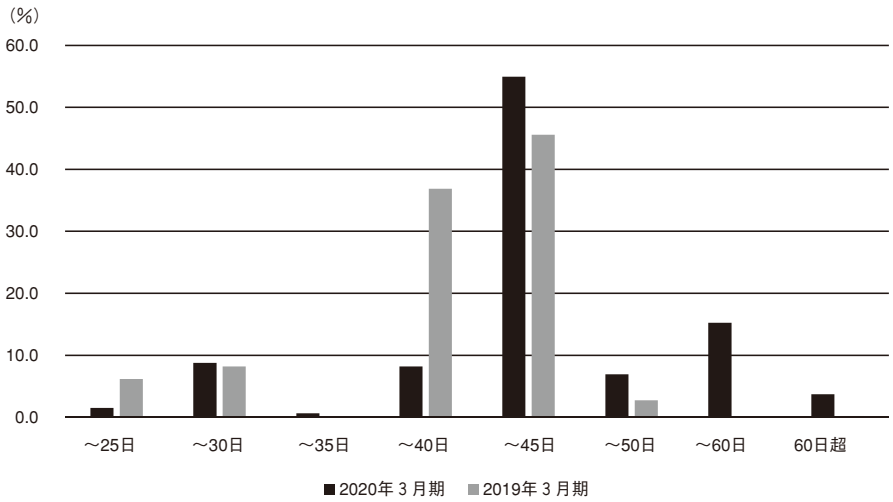
本稿では、2020年３月期決算会社の株主総会に関連して、新型コロナウイルス感染症の影響について分析するとともに、近い将来のコーポレートガバナンス・コードの改訂に向けて、我が国企業のコーポレート・ガバナンスの現状について考察を加えたい。

なお、本稿では、特段の注意がある場合を除き、東証１部上場会社のうち３月期決算会社（1,483社）を対象とした調査に基づいている。

〈目　次〉

1．はじめに
2．株主総会の開催とコロナウイルス感染症の影響
3．コーポレート・ガバナンス体制
4．おわりに

（図表１）決算発表までの所要日数の分布



（出所）東京証券取引所「2020年３月期決算発表状況の集計結果について」

２．株主総会の開催とコロナウイルス感染症の影響

⑴　決算発表のスケジュール

金融庁は2020年４月、企業決算・監査および株主総会に関連する様々な機関が参加する、「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」を設置した。世界的に社会経済活動が停止するなかで、関係者の健康と安全を確保しながら、平常時の手続きにとらわれない対応をとることを後押しするための施策を公表した。具体的には、有価証券報告書、四半期報告書等の提出期限については、９月末までの延長を可能とした。また、決算発表についても、東京証券取引所は「決算期末後45日以内」にかかわらず、決算内容が確定次第開示することを認めた。

このような背景から、2020年３月期決算の会社においては、決算発表までの平均所要日数は43.4日となった（注１）。東京証券取引所の調査によれば、61.4%（1,357社）の会社が、2019年３月期の所要日数を超えるスケジュールとなった（注２）。45日以内に決算発表を行った会社は74.1%（1,728社）であったが、25.9%（605社）の会社は45日を超えて決算発表を行った（図表２）。

⑵　株主総会の開催方法

2020年３月期の定時株主総会の開催状況は、会社法の規定通り2020年６月に開催する会社が1,428社（96.3%）であった。他方、2020年６月にいったん開催したのちに決算確

（図表２）2020年３月期決算会社の定時株主総会の開催状況

定時株主総会の開催状況		内容	
2020年６月に開催	1,428社		
継続会の実施	18社	継続会で議案なし	13社
定時株主総会延期	37社	新基準日（４月）	1社
		新基準日（５月）	14社
		新基準日（６月）	21社
		新基準日（未定）	1社

（出所）日本投資環境研究所作成（2020年６月時点）

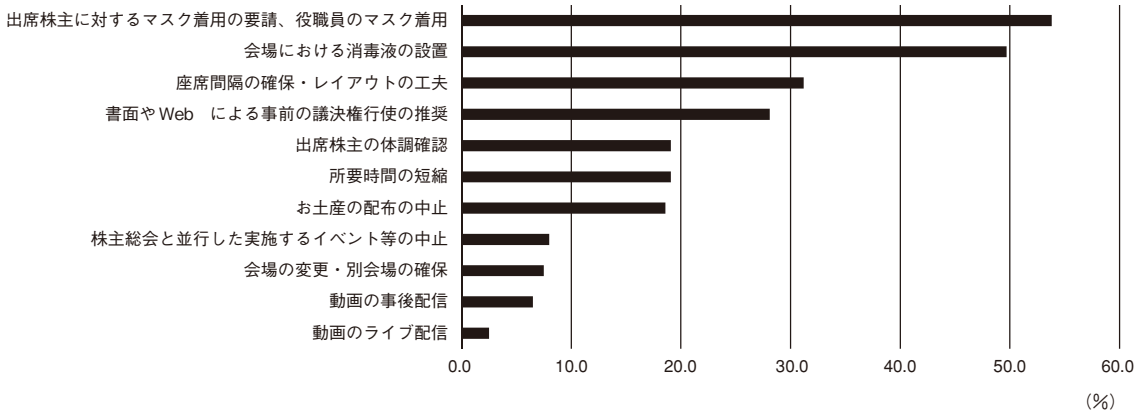
定後に継続会を実施する会社が18社（1.2%）、基準日を変更して定時株主総会を延期する会社が37社（2.5%）であった（図表２）。

定時株主総会を延期する37社の内訳では基準日を３か月変更させる会社が多く、世界的な新型コロナウイルス感染症の影響が大きいことがうかがえる。他方、定例の剰余金配当の支払いを求めるパッシブ投資家も存在したようであるが、剰余金配当の決定を取締役会決議で行える会社においては、定時株主総会が延期された場合であっても、定時株主総会開催前に取締役会で配当を決定することも可能である。

継続会の運営に関しては、機関投資家から懸念も指摘されている。継続会を開催する18社のうち13社においては、継続会での議案上程はなく、決算の確定による報告だけが実施される予定とされていた。このような会社の多くでは、決算情報が開示されない状況で６月に開催された総会において、剰余金処分議案、取締役選任議案等の株主にとって重要な議案が決議されることとなった。日本をはじめとして各国でスチュワードシップ・コードが定着するなかで、機関投資家の議決権行使の質向上が求められているが、株主は議案の是非を判断する十分な情報が得られないまま、議決権行使を行わなければならなくなる。

今年は新型コロナウイルス感染症の影響という事情から、議決権行使基準で定める業績基準等を柔軟に運用し賛成票を投じる機関投資家もいたと推測できる。しかし、その場合でも、参考情報が多いほうがより適切な行使につながる。決算が未確定あるいは監査が未了の段階でも、例えば、新型コロナウイルス感染症の影響が少ない第３四半期までの決算情報を参考として提供すること、監査終了時には変更の可能性があるとの注記を付したうえでその時点で提供可能な情報を参考として提供することも考えられよう。また、議案の提出方法についても、例えば取締役選任議案については、継続会までの任期とし、決算・監査が確定したうえで改めて次期までの改選を行うという方法もある。今後も様々な要因で株主総会の延期等が検討される場合には、このような点にも配慮されることが望ましい。

（図表３）株主総会における感染症対策



（出所）東京証券取引所「2020年３月期上場会社の定時株主総会の動向」

（図表４）2020年６月の株主総会の開催

		招集通知日付																						総計	比率
		5/11	5/16	5/20	5/21	5/22	5/25	5/26	5/27	5/28	5/29	6/1	6/2	6/3	6/4	6/5	6/6	6/8	6/9	6/10	6/11	6/12	6/15		
株主総会開催日	6/9			1		1	1																	3	0.2%
	6/10						1																	1	0.1%
	6/11				1				2															3	0.2%
	6/12						1		3															4	0.3%
	6/15	1								1	1													3	0.2%
	6/16						1	2	3	2	5	11												24	1.7%
	6/17				1			4	2	1	5	9	4											26	1.8%
	6/18								3	3	5	7	9	10										37	2.6%
	6/19		1		1		1		1	12	24	11	13	23	27									114	8.0%
	6/20									2	4		1			3								10	0.7%
	6/21														1									1	0.1%
	6/22										5	2	3	5	2	8								25	1.8%
	6/23						1		1		6	25	15	11	12	26	1	38						136	9.5%
	6/24									1	4	4	34	29	13	31		38	41					195	13.7%
	6/25										5	6	8	53	42	45		42	46	81				328	23.0%
	6/26				1					1	3	6	5	12	71	83		36	43	79	100			440	30.8%
	6/27																				3	1		4	0.3%
	6/28																					2		2	0.1%
	6/29											1			1	1		6		7	11	30		57	4.0%
	6/30																		1		1	2	11	15	1.1%
	総計	1	1	1	4	1	6	6	15	23	67	82	92	143	169	197	1	160	131	167	115	35	11	1,428	100.0%

（出所）日本投資環境研究所

⑶　株主総会における感染症対策

2020年６月の株主総会の開催においては、多くの会社で、感染拡大防止策をいかに講じるかがもっとも重要な課題となった。多くの会社では、マスク着用の要請や消毒液の設置、座席間隔の確保等の取組みがなされた。接触を避けるという観点からは、書面やWebによる事前の議決権行使の推奨、お土産の中止

（図表５）株主総会の集中日の開催比率

（出所）日本取引所グループ「３月決算会社株主総会情報」

等を通じて、株主の会場への参加を避ける取組みも行われた。

⑷　株主総会の開催日程

2020年６月の株主総会集中日は、６月26日（金）であり440社（30.8%）が株主総会を開催し、６月25日（木）の328社（23.0%）が続く（図表４）。新型コロナウイルス感染症の影響を受けながらも、多くの会社では、例年通りの開催日程で株主総会を実施した。

⑸　株主総会の集中

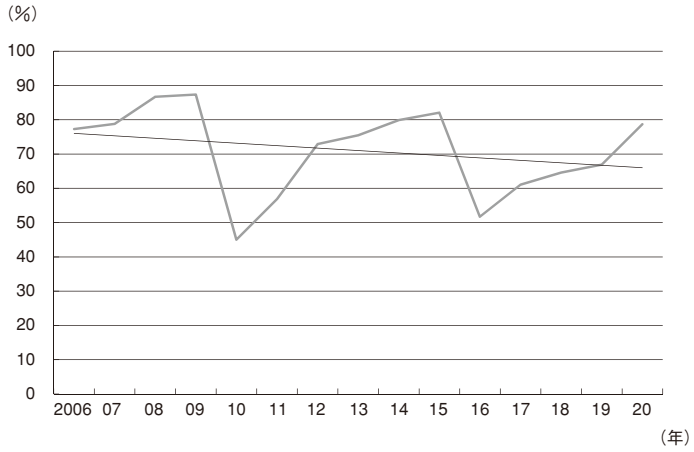
1990年代には90%以上の会社が同一日同一時間に株主総会を開催していたが、2015年のコーポレートガバナンス・コード策定後は、集中日に株主総会を開催する会社の比率は30%程度となっている（図表５）。集中日の分散は、大きく前倒して開催するのではなく、集中日よりも少し早く開催する会社が多いものと考えられる。そのため、株主総会の集中日を含む週（集中週）に株主総会を開催する会社が少なくない（図表６）。

2020年は新型コロナウイルス感染症の影響を受けた特殊な状況であったため、開催の遅れを懸念する機関投資家も少なくなかったが、集中日の比率が大きく変動することはなかった。

⑹　招集通知の早期発送とウェブ開示

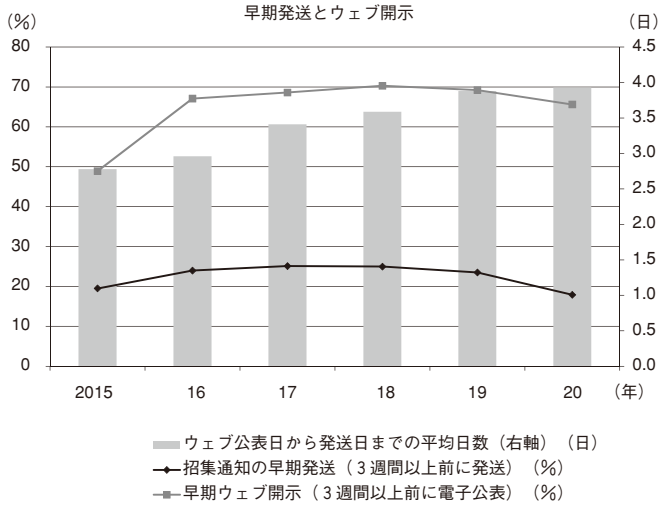
2015年のコーポレートガバナンス・コード策定以降、株主総会開催日の３週間以上前の早期に、招集通知を発送する会社は70%程度、電子的公表（ウェブ開示）を行う会社は20%台となっている（図表７）。2020年３月期決算に対する新型コロナウイルス感染症の影響については、招集通知の早期発送とウェブ開

（図表６）株主総会の集中週の開催比率



（出所）日本投資環境研究所

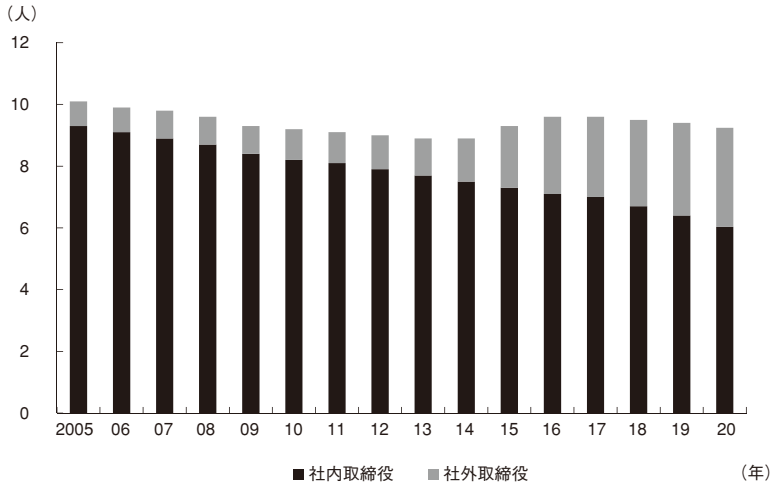
（図表７）招集通知の早期発送とウェブ開示



（出所）日本取引所グループ「３月決算会社株主総会情報」より筆者作成

示のいずれも多少の遅れが出た程度であった。招集通知の発送日の何日前にウェブ開示を行ったか（ウェブ開示日から発送日までの日数）は、早期化の傾向が続いている。新型コロナウイルス感染症の感染拡大により、招集通知のような法定文書も含めて、電子的提供を促進する動きが強まっていると考えられる。

（図表８）取締役会の構成



（出所）日本投資環境研究所

３．コーポレート・ガバナンス体制

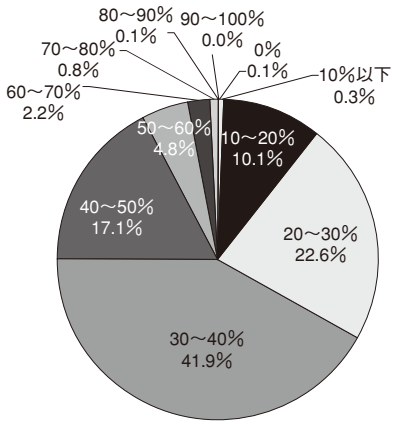
⑴　取締役会の構成

2020年６月総会後の平均的な取締役会の構成は、取締役9.2名、そのうち社内取締役6.0名、社外取締役3.2名であった（図表８）。コーポレートガバナンス・コードは、少なくとも２名以上の独立社外取締役が選任されることを求めているが、平均的にはその水準を上回る人数の社外取締役が選任されている実態がみられる。

このように、社外取締役の採用が進展するなかで、コーポレートガバナンス・コードの「少なくとも２名」という最低限の人数基準を満たす会社は増加している。さらに、コードは、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、少なくとも３分の１以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える場合には、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきであると定める（コーポレートガバナンス・コード原則４－8.）。この３分の１という水準は、多くのグローバルの機関投資家の議決権行使基準としても採用されている。

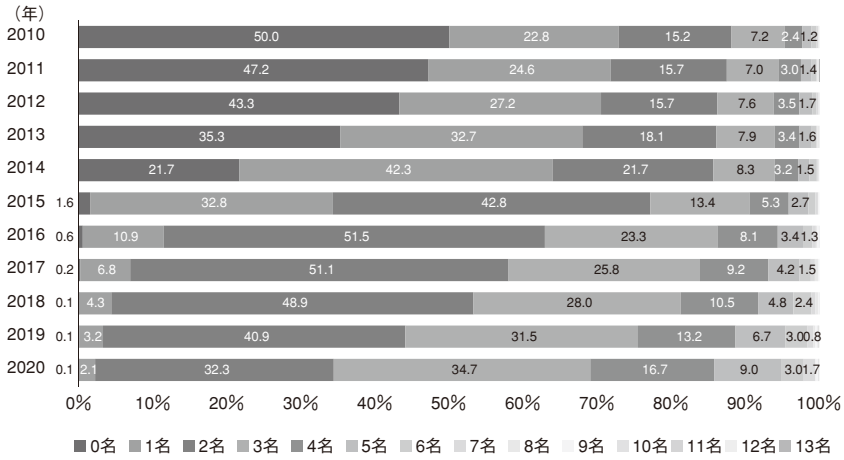
図表９によれば、取締役会における社外取締役の比率が30～40％の会社が41.9％ともっとも多く、社外取締役が過半数の会社も7.9％となっている。取締役会のモニタリング機能を高めるため、コーポレートガバナンス・コードの規定を超えて、さらに高い水準のコーポレート・ガバナンスの取組みを行っている会社も多い。

（図表９）取締役会における社外取締役の比率



（出所）日本投資環境研究所作成

（図表10）社外取締役の選任状況

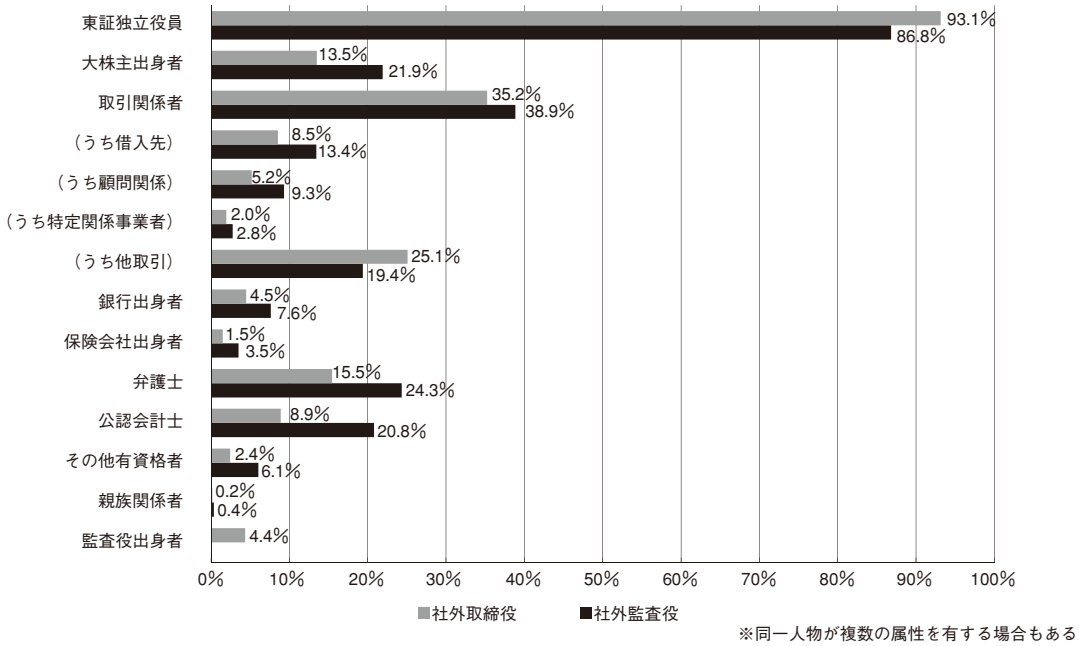


（出所）日本投資環境研究所作成

⑵　社外取締役の選任状況

2010年代前半までは、日本に特有のコーポレート・ガバナンス上の課題として、社外取締役が不在であることが国際的に認識されてきた。2010年には、社外取締役が１名も選任されていない会社が半数であった（図表10）。その後、2015年にコーポレートガバナンス・コードが策定されると、独立社外取締役は少なくとも２名以上選任されるべきであると定められた（コーポレートガバナンス・コード

（図表11）社外取締役の選任状況



（出所）日本投資環境研究所作成

原則４－8.）。

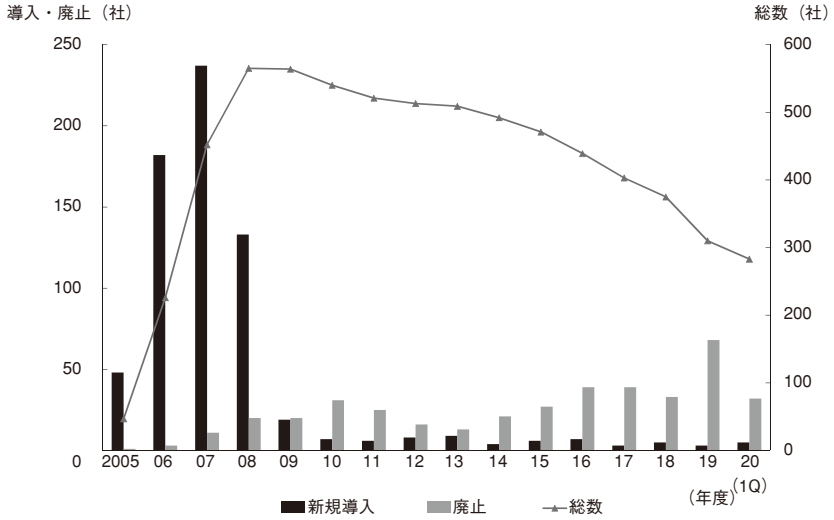
2020年６月総会後は、３名選任する会社が514社（34.7%）でもっとも多い。他方、社外取締役が０名の会社が２社、１名の会社が31社あるが、これらのなかには支配株主が存在する会社も少なくない。

⑶　社外取締役の属性

コーポレートガバナンス・コードにおいては、単なる「社外取締役」ではなく、「独立社外取締役」の選任が求められる。これは、取締役会のモニタリング機能を高めるため、業務執行と距離を置き、知見、独立性および客観性に基づいた監督ができる社外取締役である。

図表11によれば、社外取締役は、社外監査役よりも取引等の関係性が少なく、会社との関係では独立性が高い傾向がある。東京証券取引所に独立役員として届出がされている役員の比率も、社外監査役より社外取締役が高い。社外監査役は、その職務の性質上、コンプライアンスや財務・会計の知識が必要であることから、弁護士や公認会計士が選任される場合が多い。また、関係先の監督という観点から、銀行等の金融機関の出身者、大株主出身者の比率も相対的に高い。このような者は、会社との間で取引関係等がある場合が多いと考えられる。

（図表12）買収防衛策の導入状況



（注）対象は全上場会社
（出所）日本投資環境研究所

⑷　買収防衛策の導入状況

世界的にアクティビストの活動が活発になり、日本企業に対してもアプローチを行っている。アクティビストは、一定の投資期間における株価および株主還元による投資リターンの確保が目的である。会社は中長期の持続的な企業価値の向上の観点から、経営戦略を策定し、それに基づいて事業活動を行うことを通じてアクティビストに対応することになる。

他方、2000年代に多くの会社が導入した買収防衛策については、その後廃止する会社も多く、現在では300社以下となっているが、2020年に入っても５社が新規に導入している。一部の経営攪乱的な敵対的買収等の限定的な場合を除いて、買収防衛策の実効性は低いと考えられる。買収防衛策に対する機関投資家の見方は厳しく、経営者が市場と対話することを回避する手段として認識されていることに留意が必要である。

４．おわりに

2020年６月の株主総会シーズンは、新型コロナウイルス感染症の影響を強く受けたものであった。非接触型の社会経済活動へと変化するなかで、財務戦略や事業活動の見直しが求められる。また、従業員や関係者の「健康と安全」に対してはより高い水準の配慮が要請され、ステークホルダーとの協調も従来以上に重要となっている。

他方では、2022年春には、東京証券取引所

の上場区分の見直しが予定され、それに合わせて2021年春にはコーポレートガバナンス・コードの改訂も検討されている（注３）。市場構造が変化するなかで、会社には上場する市場の性質に見合ったコーポレート・ガバナンス体制の構築が期待される。

このような環境変化は、企業活動のみならず、投資活動に対しても影響を及ぼすことから、企業と投資家、さらには制度設計を含めて、ニューノーマルの経済活動を模索するなかでの取組みが求められる。

（注１）　日本投資環境研究所の調査による。

（注２）　東京証券取引所「2020年３月期決算発表状況の集計結果について」参照。

（注３）　日本取引所グループ「資本市場を通じた資金供給機能向上のための上場制度の見直し（市場区分再編に係る第一次制度改正事項）」（2020年７月29日）参照。