

アクティビスト株主への対応等

弁護士 小川周哉
弁護士 板井遼平

Question

COVID-19 の影響や新たな生活様式に対応した当社の取組みを、どのように開示すべきでしょうか。COVID-19 の感染拡大や市況の変化の影響に関連し、いわゆるアクティビスト株主との関係ではどのような点に留意すべきでしょうか。

Answer

金商法に基づく開示として、有価証券報告書や四半期報告書における「経営環境」「対処すべき課題」「事業等のリスク」「財政状態、経営成績」の状況及び分析の欄等において行うほか、適時開示又は PR 情報として財務、事業への影響等の観点を開示することになります。COVID-19 の感染拡大期には、直接的な事業上への影響のみならず、感染症拡大防止への取組みや臨床試験状況など、様々な情報が開示されました。アフターコロナの状況下においては、経過情報はもちろんのこと、新たな生活様式への就業環境の対応など、「これから」に関する情報も積極的に開示すべきと考えられます。

COVID-19 の流行拡大に加え、改正外為法が施行されたこともあってか、我が国における本年上半期の海外アクティビストの活動状況は、比較的落ち着きを見せているようでもありました。従前典型的に主張されていた ROE 改善策としての自社株買い等については、アフターコロナにおける妥当な手元資金の量との関係で議論が深まっていくことが予想されます。一方、米国において ESG 等を強調する新たなアクティビストが活動を開始するなど、上場企業は改めてその社会的意義を問われる時代を迎えています。アフターコロナの時代は、上場企業に求められる視点を多角化、複雑化していくものと考えられます。

1. はじめに

COVID-19 感染拡大の影響に伴い、我が国においても、会社経営に影響を与える事態が生じている会社が多数存在します。上場会社にあつては、平時からその経営や財務にインパクトを与える一定の事象の決定や発生を適時適切に開示することが求められますが、本稿では、まず、COVID-19 感染拡大による影響に関する会社情報の開示の在り方について検討します。

また、COVID-19 感染拡大に加え、改正外為法の施行によりいわゆるアクティビスト株主の動きにも変化が生じつつあり、上場会社はそのような変化を踏まえ、アクティビスト株主や資本市場への対応を執っていくことになるものと考えられます。そこで本稿では、近時のアクティビストの動き及び今後のアクティビズムの変化についても考察を試みます。

2. COVID-19 の影響に関する情報開示

(1) 金融商品取引法に基づく開示

ア 有価証券報告書及び四半期報告書

有価証券報告書や四半期報告書においては、COVID-19 が企業活動に与える影響に関する情報を、その「経営環境」、「対処すべき課題」、「事業等のリスク」、「財政状態、経営成績」の状況及び分析の欄等において開示することが考えられます¹。

(ア) 「経営環境」、「対処すべき課題」²について

経営者の認識として、COVID-19 が経営環境にいかなる影響を与えるかを説明することが考えられます³。また、COVID-19 に関連する事項を優先的に対処すべき事業上及び財務上の課題として位置づけるかどうかを検討した上で、そのように位置づける場合には、その内容及び対処方針等を開示することになると考えられます⁴。

COVID-19 の影響を「経営環境」の項目において記載をした例としては、COVID-19 の拡大による

¹ 金融庁による令和 2 年 5 月 21 日付「新型コロナウイルス感染症の影響に関する企業情報の開示について」は、「今般の新型コロナウイルス感染症の影響について、「事業等のリスク」における感染症の影響や対応策、「経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析 (MD&A)」における業績や資金繰りへの影響分析、経営戦略を変更する場合にはその内容等の充実した開示を行うことが強く期待されます。」と言及しています。

² 金融商品取引法 24 条 1 項、企業内容等の開示に関する内閣府令 (以下「開示府令」といいます。) 第 3 号様式記載上の注意 (10)、同第 2 号様式記載上の注意 (30) a (有価証券報告書)、金融商品取引法 24 条の 4 の 7 第 1 項、開示府令第 4 号の 3 様式記載上の注意 (8) a(c) (四半期報告書 (対処すべき課題))

³ 木村聡輔ほか「新型コロナウイルス感染拡大を受けた有価証券報告書及び事業報告の留意事項と事例分析」資料版／商事法務 433 号 29 頁

⁴ 木村ほか・前掲注 3 29 頁

訪日外国人の激減により、国内経済が急激に悪化したことに言及するもの⁵、「対処すべき課題」の項目において記載をした例として、COVID-19の感染拡大が、テレワークや自宅で過ごす時間の増加など人々の行動様式に変化をもたらしているとした上で、特に新規チャネルの展開に注力すると宣言するもの⁶、四半期報告書開示時点での、COVID-19による事業セグメント別の主な影響を記載したもの⁷などがあります。

(イ) 「事業等のリスク」⁸について

事業等のリスクにおいてCOVID-19による影響を記載する場合には、COVID-19が会社の企業活動に与える影響の有無、内容及び程度を分析する必要があります⁹。また、記載にあたっては、COVID-19による影響を、いかなる位置づけとするかを検討する必要があります。考えられる位置づけとしては、自然災害リスク等に併記する形で記載する方法¹⁰、政治的リスクや自然災害等と並べてイベント性のリスクの一つとして記載する方法¹¹、海外事業リスクの一つとして記載する方法¹²といったものがあります。

(ウ) 「財政状態、経営成績」¹³について

COVID-19が、会社の業績にいかなる影響を及ぼしたかという形で記載をすることも考えられます。事例としては、COVID-19の影響に触れつつも、今後予定されている新規ビジネスの存在に言及し、深刻視していないというように前向きな方向での言及をするもの¹⁴や、人事改革として、COVID-19

⁵ サツドラホールディングス株式会社・2020年5月期有価証券報告書 (https://ssl4.eir-parts.net/doc/3544/yuho_pdf/S100JGA8/00.pdf)

⁶ 株式会社大戸屋ホールディングス・2020年3月期有価証券報告書 (<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS00928/b6877dae/3f9b/4f66/894d/7b4ca61e212a/S100JBX8.pdf>)

⁷ 三菱商事株式会社・2021年3月期第1四半期報告書 (<http://cdn.ullet.com/edinet/pdf/S100JIXN.pdf>)

⁸ 金融商品取引法24条1項、開示府令第3号様式記載上の注意(11)、同第2号様式記載上の注意(31)a(有価証券報告書)、金融商品取引法24条の4の7第1項、開示府令第4号の3様式記載上の注意(7)(四半期報告書)

⁹ 木村ほか・前掲注3 28頁

¹⁰ キヤノン株式会社・2019年12月期有価証券報告書 (<https://global.canon/ja/ir/yuuhou/canon2019.pdf>)

¹¹ トヨタ自動車株式会社・2020年3月期有価証券報告書 (https://global.toyota/pages/global_toyota/ir/library/securities-report/archives/archives_2020_03.pdf)

¹² クリエイトメディック株式会社・2019年12月期有価証券報告書 (http://www.createmedic.co.jp/files/topics/1026_ext_01_0.pdf)

¹³ 金融商品取引法24条1項、開示府令第3号様式記載上の注意(12)、同第2号様式記載上の注意(32)e(有価証券報告書)、金融商品取引法24条の4の7第1項、開示府令第4号の3様式記載上の注意(8)a(四半期報告書)

¹⁴ シークス株式会社・2019年12月期有価証券報告書 (http://www.siix.co.jp/ir/pdf/library_200327.pdf)

の感染拡大防止のために、リモートワークを推進したことに言及するもの¹⁵なども見受けられます。

(工) 将来情報の記載について

上記(ア)乃至(ウ)の項目において、COVID-19の影響を考慮した業績予想等を記載することを検討する企業も存在する可能性があります。しかしながら、有価証券報告書においては、将来における予想等の情報を具体的な数値を用いて開示することが義務的に求められているわけではありません。そのため、有価証券報告書においては、このような情報の記載は、それが投資家に対する情報提供として有用である場合に任意で行われるものという位置づけになります¹⁶。

なお、我が国の上場企業の間では、決算発表期に翌期の業績予想を発表する慣習が定着していますが、2020年3月期の決算発表においては、COVID-19の影響により、2020年3月に決算期を迎える上場企業の56.4%(1266社)が業績予想を未定又は非開示としました¹⁷。これらの企業の中には、その後に業績予想を開示した企業もあり、徐々にCOVID-19の影響の全容が見えてくるようになりました¹⁸。例えば、決算期の業績予想の開示を見送った上で、第1四半期の四半期報告書の「事業上及び財務上の対処すべき課題」の項目において今年度の業績予想を開示する例¹⁹や「経営成績の状況」の項目において今年度の業績予想を開示する例²⁰などが見受けられます。

イ 臨時報告書

COVID-19の影響により、有価証券報告書提出会社又はその連結会社の財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況に著しい影響を与える事象が発生した場合には、当該事象の発生年月日、当該事象の内容、当該事象の損益に与える影響額を記載した臨時報告書を、遅滞なく、内閣総理大臣に提出することになります²¹。

実際にCOVID-19による影響を基に臨時報告書が提出された例として、訪日観光客が減少したこと

¹⁵ 株式会社ユナイテッドアローズ・2021年3月期第1四半期報告書 (<https://www.united-arrows.co.jp/ir/lib/data/p/youho/youho20200814.pdf>)

¹⁶ 木村ほか・前掲注3 29頁。金融庁2017年2月14日付パブリックコメント回答No.2及び同No.6。また、「改正内閣府令に係るパブリックコメントに対する金融庁の考え方」(平成31年1月31日公表)No.16では、「事業等のリスクの記載は、将来の不確実な全ての事象に関する正確な予想の提供を求めるものではなく、提出日現在において、経営者が企業の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性がある」と認識している主要なリスクについて、具体的な説明を求めるもの」としています。

¹⁷ 東証「2020年3月期決算発表状況の集計結果について」

(<https://www.jpx.co.jp/news/1023/nlsgeu000004rbjm-att/nlsgeu000004rbm7.pdf>)

¹⁸ 日本経済新聞社による調査によると、2021年3月期の業績予想を期初の時点で開示をしなかった上場企業のうち、新たに285社が、2020年8月6日までに業績予想を開示するに至っている(2020年8月6日付日本経済新聞電子版「業績予想開示、66%に増加 コロナの影響明らかに」)

(<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ062374950W0A800C2DTB000/>)

¹⁹ 住友商事株式会社・2021年3月期第1四半期報告書 (<https://www.sumitomocorp.com/-/media/Files/hq/ir/report/youho/2020/20200shihankihoukoku.pdf?la=ja>)

²⁰ 株式会社日立物流・2021年3月期第1四半期報告書 (https://www.hitachi-transportssystem.com/jp/ir/library/securities/pdf/62nd_1Q_shihanpo.pdf)

²¹ 金融商品取引法24条の5第4項、開示府令19条2項12号及び同項19号

に伴い、一部店舗を閉鎖したこと等の構造改革を実施したことに伴う損失を計上したこと、減損損失が発生したこと及び休業した店舗に関して地代等の固定費に関する特別損失を計上したことを記載する例²²や、COVID-19 の感染拡大の影響により事業の継続が困難であると判断した事業から撤退することを記載した例²³などがあります。

(2) 適時開示

東京証券取引所（以下「東証」といいます。）は、上場会社に対し、COVID-19 に関するリスク情報の早期開示を求めています²⁴。

実際、上場企業は COVID-19 に関する適時開示を数多く公表しており²⁵、その内容も、COVID-19 による足元状況（売上や受注への影響の有無、増減に関するもの）や（海外の）グループ会社や事業所への影響の有無、その程度、店舗の休業やイベントの中止に関するもの、さらには、COVID-19 対策やそれに関連した技術の研究開発、ワクチン開発に関する情報等様々なものが見受けられます²⁶。

上場会社が、適時開示制度を利用して、投資家に対し、早期に適切な情報開示を実施することは、投資家に対し安心感を与えることにつながり、株価のボラティリティを抑える効果があるので、上場会社は、COVID-19 に関するリスク情報を積極的に開示することが望ましいと考えられています。また、アフターコロナ時代においては、企業がいかなる取り組みを実施するのかという点を気にしている投資家も多いと予想されますので、そのような投資家のニーズに応じて、「これから」に関する情報も積極的に開示すべきと考えられます。

3. COVID-19の影響を踏まえたアクティビスト株主への対応

(1) 株主還元を含めた資金効率に対する考え方の変化

COVID-19 の影響により全世界的に経済活動が停滞したことや、我が国においては、本年、改正さ

²² ラオックス株式会社・臨時報告書（2020年8月14日）（<https://disclosure.edinet-fsa.go.jp/E01EW/download?uji.verb=W0EZA104CXP001003Action&uji.bean=ee.bean.parent.EECommonSearchBean&TID=W00Z1010&PID=W1E63011&SESSIONKEY=1597815912829&lgKbn=2&pkbn=0&skbn=1&dskb=&askb=&dfld=0&ifld=0&preId=1&mul=%E3%83%A9%E3%82%AA%E3%83%83%E3%82%AF%E3%82%B9&oth=on&cal=1&era=R&yer=&mon=&pfs=4&row=100&idx=0&str=&kbn=1&fld=&syoruiKanriNo=S100JJDH&s=S100JJDH>）

²³ 東海汽船株式会社・臨時報告書（2020年8月12日）（<https://disclosure.edinet-fsa.go.jp/E01EW/download?uji.verb=W0EZA104CXP001003Action&uji.bean=ee.bean.parent.EECommonSearchBean&PID=W1E63011&SESSIONKEY=1597816156924&lgKbn=2&pkbn=0&skbn=1&dskb=&askb=&dfld=0&ifld=0&preId=1&mul=%E6%9D%B1%E6%B5%B7%E6%B1%BD%E8%88%B9&oth=on&cal=1&era=R&yer=&mon=&pfs=4&row=100&idx=0&str=&kbn=1&fld=&syoruiKanriNo=&s=S100JGDH>）

²⁴ 東証「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」（2020年3月18日）（<https://www.jpx.co.jp/news/1023/20200318-01.html>）

²⁵ 大和総研「コロナ禍における適時開示の実態」（2020年6月17日）

（https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20200617_021595.pdf）3頁によると、2020年3月から5月末までのCOVID-19に関係する適時開示は、合計451件あった。

²⁶ 大和総研・前掲注25 3頁

れた外国為替及び外国貿易法（以下「外為法」といいます。）が施行され、外国投資家が上場会社の株式の取得に先立つ事前届出が必要となる閾値が従来よりも引き下げられることにより、外国投資家による株式の取得について、事前規制（関係省庁への事前の届出）の対象範囲が広まったことにより、本年上半期の海外アクティビストの活動状況は、比較的落ち着きを見せているようでもありました。

また、COVID-19の影響により、企業業績が急速に悪化するとともに、先行きが見えない状況が継続する最中、企業が自社の手元資金を残しておきたいと考え、自社株買いを制限する動きがみられます。各議決権行使助言機関も、素早くこれらの動きに対する見解を示しました。

まず ISS は、従来、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には、経営トップである取締役の再任に反対を推奨するという ROE 基準を設けていたものの、本年においては、COVID-19 が企業業績に与える多大な影響を考慮し、この ROE 基準の適用を一時的に停止しています²⁷。この影響により、従前典型的に主張されていた ROE 改善策としての自社株買い等については、アフターコロナにおける妥当な手元資金の量との関係で議論が深まっていくことが予想されます。

また、グラス・ルイスは、あくまでも慎重な決定をすべきとした上で、COVID-19 の感染拡大の影響により、企業がやむを得ず大幅な配当方針の変更をしたとしても、明確な変更理由の開示があれば、当面の間、配当支払の延期、配当性向の引下げ、あるいは配当の中止といった慎重なキャピタル・マネジメントを実施する取締役会の決定を支持すると表明しています²⁸。

このように、従前より活発な議論のあった日本企業の株主還元についての考え方についても、状況に応じた幅広いスタンスが許容される素地が広がってきているように思われます。もちろん、一般論として企業の成長に向けた資金効率という観点の重要性が低下するものではありませんが、個別社のスタンスについて現実的な備えの観点等から十分に説明ができる場合も増えてくるでしょう。

これまで、アクティビスト株主が株主還元の在り方を主要な主張要素とするキャンペーンを展開することなども比較的多く見受けられましたが、今後は、単純な資金効率だけでなく、資金の利用にあたっての優先順位等、他の視点や要素を加えた形での重層的な主張の一つに位置づけられるようになってくるかもしれません。もちろん、企業側においても、総合的な資本政策を合理的に説明できるよう、平時から準備が求められることになりありません。近時、内部留保の還元を声高に提案するだけのようなアクティビスト株主だけでなく、実際にオンボードで事業変革をサポートし、結果として市場からの高い評価を受けているような事例も生まれてきています。短期的でイベントドリブンなアクティビスト株主ではなく、中長期的な株式保有スタイルやハンズオンに特性を持つような骨太のアクティビスト株主に対しては、企業側も骨太の姿勢を示すことが求められるでしょう。

²⁷ 「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」
(<https://www.issgovernance.com/file/policy/active/asiapacific/Japan-Policy-Guidance-Impacts-of-COVID-19-Japanese.pdf>) 3 頁

²⁸ 「2020 年株主総会シーズンレビューと新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえたグラス・ルイスの議決権行使助言方針」(<https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2020/05/2020-Japan-preview-Japanese.pdf>) 1 頁

(2) 社会的な視点を強調する中長期保有前提のアクティビズムの本格化等

ESG 投資や SDGs といった観点は COVID-19 の感染拡大前から広がっていましたが、その感染拡大の影響を受けて、より長期目線で企業の持続可能性に注目をする投資家が増えており、改めて、これらの視点が注目されています。このような状況の下、環境 (Environment) を重視する「環境アクティビズム」の動きも加速しつつあります。

例えば、米国の本年の株主総会において環境関連の株主提案が増加したことや、米国の中長期型ヘッジファンドの一つとされるバリューアクト・キャピタルの創業者であり、著名な投資家として知られるジェフリー・アッベン氏が環境を重視したインパクト投資ファンドを立ち上げたことは、そのような流れの一つと考えることができそうです。内部留保の吐き出しを求めて攻撃的なスタンスを徹底するような「典型的」なスタンスだけでなく、中長期保有を許容し、その間の真のバリューアップを目指すアクティビスト株主が活躍しはじめていることは、我が国におけるアクティビスト株主の活動の歴史から見ても、非常に大きなターニングポイントを迎えているように思えます。言葉だけでなく、本当の意味での「建設的な対話」(コーポレート・ガバナンスコード基本原則 5) が始まる時代が到来しているのではないのでしょうか。

アフターコロナの時代は、上場企業に求められる視点が多角化、複雑化していくものと考えられます。

4. 結語

法令等に基づき、上場会社は、投資家に対して COVID-19 による企業活動への影響を適時適切に開示していくことが求められますが、その開示の方法やタイミングは様々です。個社ごとの事情やニーズ、アピールポイントに応じた積極的な情報開示が求められます。

また、近年、「アクティビスト株主」を一言で括ることは難しくなりつつあります。短期的、攻撃的なスタンスのアクティビスト株主だけでなく、中長期保有や時間をかけてのバリューアップを求めるアクティビスト株主も活躍しつつあり、その対応や主張すべきポイントは一様ではありません。また、企業の社会的な位置づけ等についても、抽象論だけでなく具体的な説明が求められる時代がやっています。上場企業に求められる投資家とのコミュニケーションは、今後益々多様化、複雑化していくでしょう。

以上