

株主提案権に係る実務 (advanced)

株主提案権に係る実務（advanced）目次

はじめに	3
1. 株主提案権に係る直近の法改正	5
(1) 株主提案権の要件等【株主提案権の基本事項の確認】	5
(2) 令和元年改正会社法【株主提案権】	8
(3) 令和元年改正会社法【株主総会資料の電子提供制度】	12
(4) 令和元年前外為法改正と株主提案	16
2. 株主提案権の今日的意義	25
(1) 株主提案権の定義	25
(2) 歴史的変遷	25
(3) 学説の動向	26
(4) 令和元年改正の評価	27
(5) 諸外国の制度	29
3. 株主提案権の現状	39
(1) 株主提案権行使件数の推移と環境の変化	39
(2) 提案者の属性	42
(3) 提案内容の類型	47
(4) 株主提案の対象となる会社の特徴	52
4. 議決権行使助言会社、国内外機関投資家の対応	54
(1) 助言会社の株主提案への助言基準	54
(2) 国内外機関投資家による株主提案権の行使状況	56
(3) 2023年6月総会に見る国内外機関投資家の株主提案 への議決権行使状況	59
5. 株主提案の可能性のある株主・投資家への対応	62
(1) 平時における対応	62
(2) (潜在的) 株主提案権行使株主への対応	65
(3) 株主提案権行使後、株主総会前の対応	66
(4) 株主総会当日の対応	68
6. 経営事項（業務執行事項）に関する株主提案への対応	70
(1) 経営事項を含む株主提案の手法	70
(2) ESG（環境、社会、企業統治）関連提案	78
(3) その他の提案	103
7. 株主提案可決とその後	106
(1) 剰余金の配当	106
(2) 取締役の選任	110
8. バーチャル株主総会と株主提案権	116

(1) はじめに	116
(2) バーチャルオンリー型株主総会	116
(3) ハイブリッド出席型バーチャル株主総会	122
(4) ハイブリッド参加型バーチャル株主総会	126

【法令等略称】

会社法：法

会社法施行規則：施行規則

金融商品取引法：金商法

金融商品取引法施行令：金施令

上場株式の議決権の代理公使の勧誘に関する内閣府令：勧誘府令

外国為替及び外国貿易法：外為法

外国為替及び外国貿易法第 27 条の 2 第 1 項の規定に基づき、財務大臣及び事業所管大臣が定める対内直接投資等が国の安全等に係る対内直接投資等に該当しないための基準を定める件：免除基準

社債、株式等の振替に関する法律：振替法

社債、株式等の振替に関する法律施行令：振替法施行令

はじめに

『6月総会 賛否を読む（下）株主提案、90社 344議案 過去最多更新、可決は4社 7議案』（2023年7月8日 日本経済新聞）、『[社説] 株主総会は企業価値を高める対話の起点だ』（2023年6月29日 日本経済新聞）、『総会ピーク トップ再任、厳しい目 株主提案最多、多様化』（2023年6月30日 毎日新聞）。『6月総会賛否を読む① 株主提案、成長問う場に』（2024年7月5日 日本経済新聞）。近時、株主総会、株主提案に関する話題が喧しかったことは記憶に新しい。株主提案の件数だけではなく、従前からの資本効率に関する提案に加え、気候変動、人権に関する提案も見られ、多様化が進んでいるとの指摘は時宜を得ているとの評価もできようか。

『制度上株主が自らの意思を総会に訴えることができる権利を保障することにより、その疎外感を払拭し、経営者と株主あるいは株主相互間のコミュニケーションをよくして、開かれた株式会社を実現しようとするものである。』（「改正会社法」稲葉威雄著 金融財政事情研究会）これは、昭和56年商法改正により株主提案権制度が導入された際の立案担当者による趣旨説明である。直近、株主提案権に係る改正が行われた令和元年会社法改正時も、株主提案権制度の趣旨に関するこの考え方は変わらなかったようである。昭和56年当時の株主総会の状況を間接的にも見聞きしているご担当であれば首肯の余地もあろうが、株主との対話に腐心されている皆様にとっては違和感を禁じ得ないとの思いもあるかもしれない。

“過去最多更新”といっても91社（2024年6月総会にて株主提案議案を総会に諮った会社の数。招集通知発送後に全件撤回された1社を含む。）であり、自社の株主構成等に鑑みれば現実味を肌で感じるには至らないというご担当も多いかもしれない。ただ、東京証券取引所においては、望ましい投資単位の水準の下限（5万円）は撤廃となり、更に株式分割を実施すれば、単独で株主提案権を行使することができる株主の裾野が広がることは論を俟たない。上場企業には、資本コストや株価を意識した経営が求められ、安定株主と位置づけられていた政策保有株式は縮減される傾向にある。事業ポートフォリオに関する株主からの提案も、先に述べた多様性の現れとして現実のものとなっており、気候変動提案等を含め広く一定数の株主の支持を集める可能性があることは否定できない。“いざ鎌倉”となった際、さて、何を、どうすればよいのかわからないといった事態はご担当としては避けたいところであろう。提案権の行使に至る前の対話を通じて自社の施策に株主の主張で取り込めるものは取り込むことにより、あるいは、株主の主張に対する自社の取組みについて説得的な説明、開示を行い投資家等の理解を得て、提案権の行使、提案に対する賛成票の上積み回避することはできるかもしれない。

2023年度の株式分布状況調査（東京証券取引所他）によれば、外国法人等と信託銀行をあわせた株式保有比率は53.9%となっている。株主総会議案の検討・上程にあたっては、議決権行使助言会社の助言方針と国内外機関投資家の議決権行使基準の把握は外せないテーマとなっており、重要性は増すばかりである。

株主提案権の行使を受けるに際しての基本的な対処方法等は、2018年の第73回全株懇

定時会員総会の第2分科会にて審議、承認され、「株主提案権に係る実務」として取りまとめられている。基本的な理解、対応についてはこの「株主提案権に係る実務」で全く問題ないと言えるが、時の経過は、株式会社を取り巻く環境を当時と比較して、更に厳しいものとしているようにも思われる。

そこで、2018年からの時の経過（advanced）を、法改正を含めて俯瞰し、株主提案権の行使に係る現実的対応として有用と思われる事項を取りまとめることにより、会員各社の参考に供することとしたい。本提案書が、株主提案権への対応は素より、株主との対話における一助となれば望外の喜びである。

1. 株主提案権に係る直近の法改正

(1) 株主提案権の要件等【株主提案権の基本事項の確認】

株主提案権の要件等（令和元年改正を除く）については、概括すると以下の通りである。なお、取締役会設置会社を前提としている。

① 持株要件

総株主の議決権の100分の1以上または300個以上を保有している必要がある。

議決権の割合を算出する際に、分母には、議決権を行使することができない株主が有する議決権の数は算入されない（法303条4項、305条3項）。また、相互保有株式、自己株式、単元未満株式については、議決権がないため分母から控除されることとなる（法308条、189条1項、施行規則67条）。

② 保有期間（公開会社の場合）

保有期間として、6か月前から引き続き保有することが必要である（法303条2項、305条1項）。また、当該期間内は、常に持株要件を充足する必要がある。この6か月とは、株主提案に係る請求の日から遡って株式取得日までの間に丸6か月が存することを意味すると解されている。計算に当たっては、請求日の前日を起算点として逆算し、請求日は算入しない（民法140条）。なお、逆に、株式取得日を算入しないと解することもできる（東京高判昭和61年5月15日判タ607号95頁）。

株主提案権の行使後、いつまで持株要件を維持する必要があるかについては、次の通り見解が分かれている。

ア. 株主総会終結時までとする見解

イ. 株主名簿の基準日までとする見解

ウ. 株主提案権の行使日と基準日とのいずれか遅い日までとする見解

学説上は、アの見解が有力であり、株主側の取扱いとしては、安全を期してアの見解に従うことが考えられる。会社側の取扱いとしては、実務上ウの見解に従った運用が一般的である。アの見解は、株主総会の直前、または株主総会最中に保有要件をチェックすることになり、実務上は極めて困難である。イの見解は基準日として明確であるものの株主提案が基準日以降に行使されることもある。従って、実務上はウの見解に従い、基準日前行使されれば基準日時点まで株式を保有していればよく、基準日後に行使された場合には行使日まで株式を保有していればよいとの取扱いが妥当と解される（太子堂厚子他「株主提案と委任状勧誘〔第3版〕」商事法務70頁）。

③ 株主提案権の行使時期

株主提案権は、株主総会の日から8週間前までに行使しなければならない（法303条2項、305条1項）。この期限に遅れた場合、当該提案は不適法であり、無効となる。

ただし、提案の趣旨にもよるが、次回株主総会でも引き続き意味をもつのであれば、ただちに失効と扱うべきものではないと考えられるため、事務の円滑化の観点から、今回の提案は撤回してもらい、必要に応じて、次回改めて同様の提案を促す方法はあり得る。

なお、当該期限が休日に当たる場合、当該期限を翌営業日に延長する措置がとられることがある。この点、大阪地判平成 24・2・8 金判 1396 号 56 頁を参照し、株主総会の日から遡って中 8 週間を開けた日が休日であった事案について、当該休日ではなく、翌営業日を株主提案権の行使期限としている旨の解説が見られる（太子堂厚子他「株主提案と委任状勧誘〔第 3 版〕」商事法務 51 頁）。

もっとも、会社の側から、8 週間前という準備期間の利益を放棄して、法定の期限に遅れた提案権行使を適法なものとして扱うことも理論的には差し支えないと考えられるが、株主平等原則との関係で、株主の中には、法定の期限が過ぎたとして提案権行使を断念する者もありうるから、単に期限を過ぎて提案権行使をしてきた株主だけを一律に扱うだけでは足りないとの指摘もある（前田雅弘他「会社法実務問答集 I 上」商事法務 66 頁）。なお、先の裁判例（大阪地判平成 24・2・8 金判 1396 号 56 頁）で問題となったのは「個別株主通知」の期限についてであり、「原告の利益になるように解したとしても」との留保が付いたうえで翌営業日を期限と判示したものとなっており（当該事案では、結果として翌営業日でも間に合わなかった）、株主提案権の行使期限についての直接の判示ではない点も留意が必要である。

④株主提案権の行使方法

ア. 様式

株主提案権を行使する際、法文上は書面によるべきことを求めている。よって、口頭や電子メール等によることも許容される。

ただ、口頭等による株主提案権の行使を認めると、行使要件の確認や本人確認に困難が生じる可能性があり、また、提案内容を巡って提案株主と会社との間に認識齟齬が生じる可能性もある。そのため、会社が株主の請求方法について合理的な制約を加えることは差し支えないとされており、株式取扱規程により、書面による行使を定める会社も相応にある。また、合わせて字数を制限しているケースもある（施行規則 93 条 1 項）。

イ. 代理人による権利行使

株主提案権の行使は、代理人が行うこともできる。株主総会における議決権行使の代理人につき、議決権を有する他の株主に限定する旨の定款規定がある場合も、当該規定は適用されず、代理人は株主に限定されない。

代理人により請求された場合、本人確認は、提案株主だけではなく、代理人に

についても行う必要があり、加えて、委任状の提出を受けることになる。

外国居住株主等の選任した常任代理人による株主提案権の行使の可否については、株主提案権のような個別性の強いものは常任代理人への委任事項になじまないとする見解もあるが、実務上は、常任代理人についての資格が確認できれば、株主本人の株主提案権の不行使の意思が明確に確認できない限り、常任代理人を通じて行使された株主提案権も有効な権利行使として扱うのが無難である（太子堂厚子他「株主提案と委任状勧誘〔第3版〕」商事法務70頁）。

ウ．個別株主通知

振替株式に係る株主提案権は少数株主権等（振替法147条4項）であり、行使に際して個別株主通知が必要となる。個別株主通知は、証券会社等の口座管理機関に対して申し出た後、会社に到達するまで原則として4営業日を要する。株主は、個別株主通知がされた後、4週間以内に株主提案権を行使する必要がある（振替法154条2項、振替法施行令40条）。なお、個別株主通知は株主提案権の行使に先立ってなされる必要はない（大阪地判平成24年2月8日金判1396号56頁）。

⑤株主提案権の行使を拒絶できる場合

ア．形式的要件を満たさない場合

前記の①から④に記載の内容に関し、行使要件を満たさない場合、定められた行使期限内に行使されない場合、適切な行使方法で行使されない場合は拒否することができる。

イ．実質的要件に該当する場合

分配可能額を超える剰余金の配当等、議案が法令、定款に違反する場合（改正前法305条4項、現行法305条6項）、会社はこれを不適法なものとして拒否することができる。

また、実質的に同一の議案につき、株主総会において総株主の議決権の10分の1（これを下回る割合を定款で定めた場合にあつては、その割合）以上の賛成を得られなかった日から3年を経過していない場合も同様に、拒否することができる。「実質的に同一」と言えるか否かについては、たとえば、剰余金の配当については、仮に同一金額であっても、事業年度が異なれば同一議案ではないとされるが、定款変更（例：過半数の社外取締役の登用、剰余金の配当等の決定機関、温暖化対応の計画策定・公表等）に係る提案については実質的に同一と解される余地も多分にあると思われる。現実的には、個別具体的な内容、状況、背景等を勘案し、総合的に判断されることになる。

ウ. 権利濫用等に当たる場合

近年の裁判例は、株主提案権の行使が株式会社を困惑させる目的のためにされる等、株主としての正当な目的を有するものでない場合等には、権利濫用として許されないとしているが（東京高判平成 27 年 5 月 19 日金判 1473 号 26 頁）、どのような場合に株主提案権の行使が権利濫用に該当すると認められるかは必ずしも明確でなく、実務上、株主提案権が行使された場合には、株式会社が株主提案権の行使を権利濫用に該当すると判断することは難しいと指摘されている（法務省民事局参事官室「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する中間試案の補足説明」旬刊商事法務 2160 号 34 頁）。

権利濫用か否かの証明責任は会社側にあり、その立証は実務上困難なため、やむを得ず、株主提案を採り上げているケースが多い。

株主提案を採り上げず、不当と判断された場合、a) 過料、b) 株主総会決議の取消し、c) 株主提案議題等記載仮処分、d) 損害賠償のリスクが会社側に生じることとなる。

(2) 令和元年改正会社法【株主提案権】

株主提案権に関し、令和元年の会社法の改正により、改正がなされた内容、改正が検討された内容等については以下の通りである。

① 提案議案数

多数の株主提案が行われた場合、合理的な内容の提案であり、審議の時間が全くの無駄ということとはできないとしても、特定の株主が株主総会における審議の時間等を独占することは問題であり、また、株主が議案を十分に検討できる状況の確保が重要であり、ほかの株主による議案の検討等に要するコストも制限する必要があるとの理由（飯田秀総「株主提案権に関する規律の見直し」法律のひろば 73 巻 3 号 18 頁）から、取締役会設置会社の株主が同一の株主総会において提案する議案の数について 10 を超える場合、会社は、その超えた数の議案について、議案の要領通知請求権（法 305 条）を拒絶することができることとなった。なお、議題（法 303 条）の数や、株主総会の会場で行使される修正動議（法 304 条）は、制限の対象とはなっていない。議題提案権（法 303 条）が制限対象とならなかった理由としては、以下の点が挙げられる。

- ・ 株主の基本的権利である。
- ・ 議案提案権（法 304 条）や議案要領通知請求権（法 305 条）におけるような「総株主の議決権の 10 分の 1 以上の賛成が得られなかった日から 3 年を経過していない場合」の制限が設けられていない。
- ・ 議題については、その性質上、株主が膨大な数を提出することは想定し難い。

議案提案権（法 304 条）が制限対象とならなかった理由としては、以下の点が挙げられる。

- ・株主が議題を提出した場合において、議題に対応する議案の要領を株主総会の招集通知に記載することを請求しなかったときは、会社は当該株主の提案を拒否することができるものと解されている。
- ・取締役会設置会社の株主総会においては、招集通知に記載された議題以外の事項について決議することができない。
- ・議案の修正動議の範囲も議題から一般的に予見することができる範囲を超えることはできないと解されている。
- ・議場では、議長の議事整理権および秩序維持権に基づき、議案や修正動議を取り上げないことができると解されている。

②議案の数え方

ア. 役員等の選任議案および解任議案

取締役、会計参与、監査役または会計監査人（以下、「役員等」という。）の選任・解任議案については以下の類型ごとに1の議案とみなす。

a. 役員等の選任に関する議案

当該議案の数にかかわらず、1の議案とみなす（法 305 条 4 項 1 号）。

b. 役員等の解任に関する議案

当該議案の数にかかわらず、1の議案とみなす（法 305 条 4 項 2 号）。

c. 会計監査人を再任しないことに関する議案

当該議案の数にかかわらず、1の議案とみなす（法 305 条 4 項 3 号）。

役員等の選任に関する議案については、一候補者一議案と解されており、解任議案や会計監査人を再任しない議案についても同様に解すべきとされているが、提案権の行使に際しては、役員の種類ごとに分けることなく、役員等の選任または解任等に関する議案をそれぞれ1の議案として取り扱うこととなる。従って、取締役と監査役を選任することの提案もまとめて1の議案と勘定することになる。

イ. 定款変更議案

株主が1の定款変更案として多数の条項を追加、変更する議案を1の議案として提案し、これを許容すると、1人の株主が提案することのできる議案の数を10個に制限した趣旨が失われてしまう。そこで、定款変更に関する「2以上の議案について異なる議決がされたとすれば当該議決の内容が相互に矛盾する可能性がある場合には、これらを1つの議案とみなす。」（法 305 条 4 項 4 号）と整理された。この場合、提案権を行使した株主の設定した形式ではなく、内容に着

目して数を判断することとなる。

例えば、商号変更（議案 A）および本店所在地変更（議案 B）の各定款変更議案については、異なる決議の結果となっても相互に矛盾することはないため、2 個と数える。

一方で、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社の移行に際しての定款変更議案（監査等委員会の設置に係る規定を創設する議案 C、監査役会に係る規定を削除する議案 D、監査役に係る規定を削除する議案 E）に関しては、議案 C のみが可決され、議案 D・E が否決された場合、監査等委員会と監査役会の 2 つの機関が存在するという矛盾が生じるため 1 個と数える。

③議案の数が 10 個を超える場合の取扱い

株主が提出しようとする議案の数が 10 個を超える場合、10 個を超える数に相当する数の議案については、議案の要領通知請求を拒絶することができる（法 305 条 4 項）。そして、10 個を超える数に相当することとなる数の議案は、取締役がこれを定める（法 305 条 5 項）。

ただし、当該株主が提出しようとする 2 以上の議案の全部または一部につき議案相互間の優先順位を定めている場合には、取締役は、当該優先順位に従い、これを定める（法 305 条 5 項ただし書）。この点、実務上は、株式取扱規程において、提案議案が 10 個を超える場合の取扱いを定めているケースがある。また、株主が定める優先順位に従って選択された上位 10 個の提案議案中に内容制限等に該当し拒絶することができる議案がある場合には、取締役としては、当該議案を除いた残りの議案のみを通知の対象とすれば足りる。

なお、提案個数の制限は、会社の拒絶事由を定めたものと解されることから、1 個の議案か否か判断が難しい場合に、10 個を超える株主提案を、会社が任意に採用することは妨げられないと考えられる。

ただし、合理的な理由なく、株主ごとに異なる対応（特定の株主からの提案は 15 個採用し、他の株主からの提案は 10 個しか採用しない）を行うことは、株主平等原則に反し許されないと考えられる（竹林俊憲ほか「令和元年改正会社法の解説〔II〕」旬刊商事法務 2223 号 9 頁）。

④複数株主による共同提案時の取扱い

株主提案権の行使要件は、複数の株主で充足することでも足りるとされ、行使要件を満たすことを目的として、複数の株主が共同で株主提案権を行使することがある。

1 人の株主が提案できる議案の数は 10 個であるが、これは株主が共同で株主提案権を行使する場合も同様と解されており、2 人の株主であるので 20 個まで提案できるということではない。ただし、2 名の株主が 3 個の議案を共同で提案した場合、そ

それぞれの株主が単独で持株要件を充足していれば、残りの7個は単独、もしくは他の株主と共同し議案を提案することができると考えられる。仮に、特定の株主が複数の共同提案に関与した結果、10個を超える数の議案を提案することとなった場合には、拒絶する議案の決定は、取締役が行うことも考えられるが、当該株主の意思に任せることでも構わない。

なお、株主は株主名簿上の株主を指すと考えられ、名義上の株主が異なれば、背後にいる株主が同一であったとしても議案数の制限の関係で拒絶することは実際問題としては難しいと思われる(高木弘明・野澤大和「株主提案権の制限」旬刊商事法務2231号25頁)。

⑤改正が見送られた点

ア. 権利濫用対応

当初の会社法改正案においては、濫用的な株主提案権の行使を制限する観点から、以下の場合に、会社は、議案提案権および議案の要領通知請求権の行使を拒絶することができる旨の規定が設けられていた。

- a. 株主が、専ら人の名誉を侵害し、人を侮辱し、若しくは困惑させ、または自己もしくは第三者の不正な利益を図る目的で、当該議案を提出する場合
- b. 当該議案の提出により、株主総会の適切な運営が著しく妨げられ、株主の共同の利益が害されるおそれがあると認められる場合

これらの点については、第200回国会衆議院法務委員会の法案審議において、民法における権利の濫用の一般法理との関係を整理すべきであるという指摘や株主提案が権利の濫用に該当するかどうかについてより明確な規律を検討すべきであるという指摘等があり、権利の濫用に該当する株主提案権の類型について更に精緻に分析を深めながら、引続き検討していくべきであるとして、前記の改正を内容とする規定を削除する修正法案が提出され、衆議院および参議院において可決された(竹林俊憲ほか「令和元年改正会社法の解説〔II〕」旬刊商事法務2223号5頁)。

この結果、株主提案の内容に着目した権利濫用的な株主提案権の行使を拒絶することを内容とする会社法改正は見送られたものの、過去の裁判例において認められていた権利濫用的な株主提案を拒絶することは、今後も許されると考えられる。また、修正前の法案で列挙されていた事項は権利濫用に当たるか否かの判断において参考となる(竹林俊憲ほか「令和元年改正会社法の解説〔II〕」旬刊商事法務2223号5頁、神田秀樹ほか「座談会 令和元年改正会社法の考え方」旬刊商事法務2230号18頁 神田発言)。

イ. 業務執行事項に係る定款変更

会社法の改正を検討する法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会において、業務執行事項に関する議案の提出は制限すべきとの意見が出された。一方、業務執行事項に係る定款の変更に関する議案の提出を制限する場合、現行法における株式会社の機関相互間の権限分配の在り方に大きく関わる問題となり、慎重に検討すべきとの指摘もされたため、改正法においては、業務執行事項に関する議案の提出制限は行われなかった（竹林俊憲「一問一答 令和元年改正会社法」商事法務 68 頁）。

ウ. 議決権数の要件

法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会において、300 個以上の議決権という議決権数の要件の引き上げ、または削除すべきとの意見が出された。しかし、以下の理由により要件の見直しは行われなかった（竹林俊憲「一問一答 令和元年改正会社法」商事法務 69 頁）。

- ・300 個以上という絶対的な基準が設けられた趣旨に反し、個人株主による株主提案権の行使を過度に制限してしまうおそれがある
- ・株主が提出することができる議案の数の制限に関する規定の新設によって濫用的な行使は一定程度排除できると考えられ、重ねて要件を見直す必要性に乏しい
- ・要件の見直しを基礎付けるだけの立法事実がない

エ. 行使期限

法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会において、行使期限を前倒しすべきとの意見が出された。しかし、以下の理由により要件の見直しは行われなかった（竹林俊憲「一問一答 令和元年改正会社法」商事法務 71 頁）。

- ・現在の期限を前提としても、会社の準備期間は必ずしも短すぎるとは言えない
- ・前倒しにより、議案の内容の検討についての十分な検討期間を確保することができなくなる
- ・株主総会資料の電子提供制度活用により、資料の印刷、郵送に要する時間が削減されるので前倒しは不要

(3) 令和元年改正会社法【株主総会資料の電子提供制度】

株主提案権に関し、株主総会資料の電子提供制度に関連した留意事項については以下の通りである。

① 電子提供制度と株主提案の取扱い

電子提供制度下での株主提案に際して、提案株主は、議案の要領通知請求として、

会社に対し、議案の要領について電子提供措置をとることを請求できる（法 325 条の 4 第 4 項）。よって、当該請求があった場合には、電子提供措置事項に当該議案の要領が含まれることとなる（法 325 条の 3 第 1 項 4 号）。

また、会社側は株主総会参考書類に、当該議案が株主からの提出に係るものである旨、取締役会の意見があるときはその意見の内容および株主提案の理由等を記載することとされている（施行規則 93 条 1 項）。株主総会参考書類が電子提供措置事項（法 325 条の 3 第 1 項 2 号・3 号）とされていることから、これらについても電子提供措置が取られることになる。

なお、株主が一定の要件の下で裁判所の許可を得て行う株主総会の招集に際しては、株主総会資料の電子提供制度は適用されない。本制度は、「取締役」が株主総会の招集の手続を行うときの規律として整理されており（法 325 条の 2）、株主自ら株主総会の招集を行う際の株主は、「取締役」には含まれないためである。

②電子提供制度における会社側の主張のみを記載した書面の追加提供の可否

電子提供制度の下では、株主提案に係る議案の要領および提案理由について、電子提供措置事項となっているため、株主はそれらが掲載されているウェブサイトを開覧し、内容を確認することとなる。会社が株主に対し招集通知（アクセス通知）を書面で送付する際に、任意の書面を送付すること（電子提供制度の導入前に株主に送付していた書面と同程度の内容の書面を送付する、いわゆるフルセットデリバリーやサマリー版の送付を含む。）は一般的に可能であり、2023 年に続き 2024 年 6 月の株主総会でも多くの会社で利用された。そこで、株主提案を受けている会社が、会社側の主張（株主提案に対する反論や、会社提案の補足説明等）についてのみ書面により追加的に提供する場合、それぞれの主張へのアクセスに差が生じることとなる。

これについては、提供の態様が過度に恣意的にとられる場合や、公平の観点から相対立する議案に関する情報については株主からのアクセス可能性を同程度に保つべきであり、情報量の格差が著しい場合には、招集手続に著しい不公正があるものとして株主総会の決議取消事由になるとする消極説と、株主は株主提案に係る議案の要領については電子提供措置がされており、当該情報の取得が可能であることから、会社側の主張のみを記載した書面を株主に提供することも違法ではないとする積極説が対立している。

現行の株主提案制度の仕組みや、株主提案の実務に照らし、次の理由から積極説を支持する論稿もある。

まず、議案の要領通知請求権の制度に関連しては、当該制度が、会社の費用で招集通知とともに株主提案に係る議案の要領を知らせるものであり、自己の費用で株主提案の内容を通知しなければならない制度と比較し、提案株主にとって不公平な取扱いをしているものではないといえる。よって、電子提供制度の下において、会社が

電子提供措置事項として、株主提案に係る議案の要領等を掲載していれば、それを超えて株主提案と会社提案に同等のアクセス可能性を厳格に要求する必要はないと考えられる。

また、実務上、提案株主はウェブサイトの詳細な提案理由等を掲載する事例もあり、会社側は当該ウェブサイトのアドレスを含めて、提案株主からの提案内容をそのまま掲載することが行われている。これは電子提供制度の下においても変わることはないと考えられ、提案株主は、会社の費用で他の株主を当該ウェブサイトまで誘導することができる。会社の費用で行う株主提案に係る情報提供という意味ではそれで十分であり、現行の株主提案制度の仕組み上、会社側の主張を記載した書面が追加的に提供されたとしても、会社提案と同等のアクセス可能性を確保するために、会社の費用で株主提案についても書面による情報提供が必要になるわけではないと考えられる。

更に、会社は株主提案の議案および提案理由については、分量制限を課することができるが、取締役会の意見については、分量制限が課されていない。その趣旨は、株主に取締役会の立場を理解してもらう必要があるためであると解されており、電子提供制度下においても同様である。電子提供措置事項として株主提案に係る議案の要領および提案理由を記載している限り、取締役会がその立場を株主に理解してもらうことを目的として会社側の主張のみを記載した書面を提供することは、取締役会の意見について分量制限が課されていない趣旨に沿うものと考えられる。

なお、書面の内容については、株主提案に対する反論等が想定されるが、反論の中で、株主提案の内容や提案理由について触れざるを得ないケースが多い。よって追加提供が行われる場合でも、会社側の主張のみが株主に知らされるわけではなく、アクセス可能性のアンバランスの弊害は限定的と考えられる(野澤大和「電子提供制度における会社側の主張のみを記載した書面の追加提供の可否」旬刊商事法務 2313号 57-61頁)。

③委任状勧誘時の注意点

上場会社において、会社が委任状を集める場合、金融商品取引法による委任状勧誘規制の適用(金商法 194 条)があり、勧誘者は委任状用紙および委任状参考書類を交付しなければならないほか(金施令 36 条の 2 第 1 項)、当該書類を交付したときは直ちにこれらの書類の写しを金融庁長官に提出しなければならないとされている(金施令 36 条の 3)。電子提供制度下において委任状勧誘を行う際の実務上の主な注意点としては、以下のものが考えられる。

ア. 委任状参考書類等の交付と電子提供措置との関係

委任状用紙および委任状参考書類は電子提供措置の対象ではない。

一方、電子提供制度適用開始前の実務では、委任状参考書類を株主総会参考書

類と一体のものとして作成し、招集通知に添付、ウェブサイトに掲載することがあった。

電子提供制度開始後においても、これらの対応は引き続き取られているものの、そのことをもって、被勧誘者に対して委任状参考書類の交付・提供をしたことと評価することはできず、物理的に交付するか、被勧誘者の承諾を得て電磁的方法により提供することが求められる（渡辺邦広他「株主総会資料電子提供制度の実務対応 Q&A（8・完）」旬刊商事法務 2313 号 49 頁）。

また、委任状勧誘を行う場合、招集通知やその添付書類に、委任状作成・交付を要請する文言を記載することがあるが、アクセス通知においてそのような文言を記載する場合、当該内容をそのままウェブサイトに掲載することも想定される。この点、委任状用紙および委任状参考書類は、「勧誘に際し」交付しなければならないところ、「勧誘に際し」とは、勧誘と同時、またはこれに先立って行うことを意味すると解されている。従って、アクセス通知に委任状用紙等を同封して送付する場合において、その発送に先立って委任状勧誘文言を含むアクセス通知の内容について、電子提供措置をとる場合、委任状用紙等を交付せずに委任状勧誘を行っているとは評価されないよう留意が必要である。具体的には、ウェブサイトへの掲載時には委任状勧誘文言を削除したものを掲載し、発送後に通常到達に要する時間において、ウェブサイトへの掲載内容を実際に送付した内容に差し替えるといった対応が考えられる。（渡辺邦広他「株主総会資料電子提供制度の実務対応 Q&A（8・完）」旬刊商事法務 2313 号 50 頁）。

イ. 電子提供措置をとっている場合、委任状参考書類記載内容の省略は可能か

委任状参考書類に記載すべき事項のうち、株主総会参考書類等の書面に記載している事項、または電磁的方法により提供している事項がある場合は、これらの事項は委任状参考書類に記載することを要しないとされている（勧誘府令 1 条 2 項）。株主総会参考書類等の記載事項について、電子提供措置をとっている場合、当該事項について勧誘府令 1 条 2 項の適用があるとする、被勧誘者に対しては、委任状勧誘書類特有の記載事項のみを記載し、電子提供措置が取られている株主総会参考書類の内容を引用する書面を交付すること等ができるようになるが、そのような取扱いが許容されるかは、勧誘府令上、明らかではない。

実務的には、電子提供措置がとられている株主総会参考書類の記載事項と重複する事項も含め、委任状参考書類をアクセス通知に添付して送付する等の対応をとることが適切であると考えられる（渡辺邦広他「株主総会資料電子提供制度の実務対応 Q&A（8・完）」旬刊商事法務 2313 号 50 頁）。

前記の通り、会社法に基づく書面投票制度と金融商品取引法による委任状勧誘規制においては、一部整合性がとれていないと思われる点もあり、今後、会社

法との整合性のとれた改正が望まれる。

(4) 令和元年前外為法改正と株主提案

① 令和元年前外為法改正の概要

日本経済の健全な発展に寄与する対内直接投資を一層促進するとともに、国の安全等を損なうおそれがある投資に適切に対応していくことを目的とし、令和元年前外為法の改正が行われた(2020年5月8日施行)。主な改正点は以下の通りである。

ア. 取得時事前届出免除制度の導入

外為法では、外国投資家による国内上場企業への投資の一部について「対内直接投資等」として事前届出を求めている。令和元年前の改正では、事前届出が必要となる議決権比率の閾値が10%から1%に変更された。また、事前届出が必要となる業種の範囲も拡大され、武器製造や原子力といった国家の安全にかかわる従来からの業種に加え、情報処理関連の機器・部品製造業種、情報処理関連のソフトウェア製造業種等が新たに追加された。

なお、外国投資家が対内直接投資等を行うにあたり、外為法上の事前届出等の要否を判断する際の便宜のために、財務省において「本邦上場会社の外為法における対内直接投資等事前届出該当性リスト」(https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/gaitame_kawase/press_release/20230519.html)を作成しており、各上場会社が事前届出業種を営んでいるかどうかを確認することが可能である。

これらに関連し、一定の基準を満たせば事前届出を免除するという事前免除制度が整備された(外為法27条の2、対内直接投資等に関する政令3条の2、対内直接投資等に関する命令3条の2)。

届出免除を受ける外国投資家が守るべき基準には、外為法に違反して処罰されたことがない等の要件とともに、以下のものが含まれている(免除基準2条)。

- a. 外国投資家自らまたはその密接関係者が役員に就任しないこと(同1号)
- b. 事業の全部譲渡、会社の解散等を株主総会に自ら提案しないこと(同2号)
- c. 事前届出業種に属する事業に係る非公開の情報にアクセスしないこと(同3号)

イ. 事前届出の対象の見直し

上場会社の総株主の議決権の1%以上を有する外国投資家(関係者保有分を含む)が、以下に記載する場合等に関して同意(「同意」には、株主提案に賛成する議決権行使が含まれる。)を行う場合には、対内直接投資等に該当するとして、事前届出が求められる。

- a. 会社の事業目的の実質的な変更（ただし、外国投資家が総議決権の3分の1以上を保有している場合に限る）（外為法26条2項5号）
- b. 外国投資家自らまたはその密接関係者の役員への選任に係る議案（外為法26条2項5号、対内直接投資等に関する政令2条11項1号）
- c. 外国投資家自らまたは他の株主を通じて株主提案した、事業の全部譲渡に係る議案（外為法26条2項5号、対内直接投資等に関する政令2条11項2号、対内直接投資等に関する命令3条2項9号）
- d. 外国投資家自らまたは他の株主を通じて株主提案した、当該会社が吸収合併消滅会社となる吸収合併に係る議案（外為法26条2項5号、対内直接投資等に関する政令2条11項3号、対内直接投資等に関する命令3条2項9号）
- e. 外国投資家自らまたは他の株主を通じて株主提案した、会社の解散に係る議案（外為法26条2項5号、対内直接投資等に関する政令2条11項4号、対内直接投資等に関する命令3条2項9号）
- f. 外国投資家自らまたは他の株主を通じて株主提案した、事業の一部の譲渡に係る議案（外為法26条2項5号、対内直接投資等に関する政令2条11項5号、対内直接投資等に関する命令2条2項1号、3条2項9号）
- g. 外国投資家自らまたは他の株主を通じて株主提案した、子会社の株式または持分の全部または一部の譲渡に係る議案（外為法26条2項5号、対内直接投資等に関する政令2条11項5号、対内直接投資等に関する命令2条2項2号、3条2項9号）
- h. 外国投資家自らまたは他の株主を通じて株主提案した、事業または子会社株式を配当財産とする現物配当に係る議案（外為法26条2項5号、対内直接投資等に関する政令2条11項5号、対内直接投資等に関する命令2条2項3号、3条2項9号）
- i. 外国投資家自らまたは他の株主を通じて株主提案した、新設合併、吸収分割または新設分割に係る議案（外為法26条2項5号、対内直接投資等に関する政令2条11項5号、対内直接投資等に関する命令2条2項4号から6号まで、3条2項9号）
- j. 外国投資家自らまたは他の株主を通じて株主提案した、事業の廃止に係る議案（外為法26条2項5号、対内直接投資等に関する政令2条11項5号、対内直接投資等に関する命令2条2項7号、3条2項9号）

②外為法改正と株主提案

外為法は「外国為替、外国貿易その他の対外取引が自由に行われることを基本とし、対外取引に対し必要最小限の管理又は調整を行うことにより、対外取引の正常な発展並びに我が国又は国際社会の平和及び安全の維持を期し、もつて国際収支の均衡

及び通貨の安定を図るとともに我が国経済の健全な発展に寄与することを目的」(外為法1条)とする法律であり、アクティビスト等からの株主提案対策等を直接的な目的としてはいない。

一方で、これらの規制は、株主総会の運営に影響を及ぼす可能性がある。例えば、免除制度を利用している外国投資家が免除基準に反する株主提案をした場合には、免除基準との関係や事前届出の有無を確認することが考えられる。また、事前届出を怠った状態で議決権行使がなされるおそれがある場合には、外国投資家に対して、規制が存在することを説明し、状況に応じ、株主総会までに、関連する株主提案の取下げを促す、事前届出を怠った状態での議決権行使は違法である旨を伝達する等、株主総会が適正に運営されるよう、対応することが考えられる(第75回全株懇定時会員総会第1分科会審議事項「会社法改正の概要と株式実務への影響」全国株懇連合会25頁)。

③アクティビストとの関連

前記の通り外為法はアクティビスト対策を目的とした法律ではない。一方で、アクティビストの純粋な利益追求行動が外為法の法目的等との関係で、ネガティブに評価され、結果としてアクティビスト対策としても機能し得る関係にある。

そもそも、いわゆるアクティビストが外為法上の規制対象たる「外国投資家」に該当するかどうかについては、外為法26条1項2号(外国法令に基づいて設立された法人その他の団体または外国に主たる事務所を有する法人その他の団体)または3号(1号外国投資家または2号外国投資家に直接または間接に所有される議決権の数との合計が、総議決権数の50%以上に相当する会社)に該当する可能性や、一見して外為法26条1項2号や3号に該当しない場合であっても、5号(2号外国投資家、3号外国投資家および4号外国投資家以外の法人その他の団体で、1号外国投資家とその役員または代表役員の過半数を占めるもの)に該当する可能性についての指摘がなされている。ここでいう「役員」には実質的な影響力を及ぼす個人株主や法人株主の代表者も含まれ得るとされていることから、これらの実質的な影響力を及ぼす個人株主等を含めると役員または代表役員の過半数が非居住者(1号外国投資家)になる場合も考えられるようである。更に、外国投資家のために当該外国投資家の名義によらないで対内直接投資等に相当するものを行う場合、当該対内直接投資等に関して、外国投資家とみなして外為法が適用されることとされている。かなり広範にカバーされている印象である。

外為法では、事前届出に係る対内直接投資等が「国の安全等に係る対内直接投資等」(外為法27条3項)に該当するか審査を行う。事前届出の対象となる対内直接投資等が「国の安全」、「公の秩序の維持」、「公衆の安全の保護」、「我が国経済の円滑な運営」を害するか否かが審査されることになる。

アクティビストによる行動が対内直接投資等に該当する場面は、以下の3点が考えられる。

- ・上場会社等の株式の取得（株式を取得する権利は非該当）
- ・役員選任に係る同意（外国投資家自身、自身の関係者を対象会社の役員として選任する議案に賛成する場合）
- ・議決権代理行使受任（役員を選解任、事業譲渡等の重要議案に関する受任行為に限定。受任後に密接関係者とあわせて10%以上実質保有等議決権を保有している場合）

外為法に基づく審査の過程で、「国の安全等に係る対内直接投資等」に該当する懸念が残る投資については、実務上は届出書に一定の遵守事項が記載されることで、審査を終了させる取扱いが一般的である。具体的には、遵守事項の内容について、国の安全等に係る対内直接投資等に該当する懸念を払拭するために必要十分な内容が、事前の届出者と審査当局である事業所管官庁の間で交渉される。

遵守事項は案件ごとに異なり、また、審査当局の交渉により決まるものであるため、内容を一般化することは難しいものの、アクティビストに対して求められる遵守事項としては、例えば、①国の安全等の観点から重要な事業を譲渡・廃止・縮小等するよう提案しないこと、②対象会社が国の安全等の観点から重要な事業のために確保している内部留保を一定以上株主に還元するよう提案しないこと、③対象会社に対して役員や重要な従業員を派遣しないこと等が考えられる。

日本企業としては、いつ事前届出が提出されるか探知することは難しいことから、審査当局に対して次の事項を平時から行うことが推奨されている。

- ・自社グループの安全保障上の重要性を理解させ、審査当局と届出者との間の遵守事項の交渉を慎重にさせる。
- ・自社を対象会社とする対内直接投資等において遵守事項が交渉される場合、自社からも遵守事項へコメントを出す機会を確保したい旨および対内直接投資等の実行後に遵守事項の内容を対象会社にも通知してほしい旨申し入れる。

審査当局とのコミュニケーションをとるに当たっては、外為法はアクティビスト対策を目的としておらず、そのため、アクティビスト対策であることを前面に出さず、あくまでも外為法の法目的の範囲内における適切な運用を求める立場から、申し入れを行うとのスタンスが適切との解説がなされている。

なお、外為法の歴史上、中止命令が出された事例は2008年の、ザ・チルドレンズ・インベストメント・マスターファンドによる電源開発（株）の株式取得に対する中止命令の1件だけである。当該事例は、アクティビストの行為が外為法の法目的および外為法に基づく投資管理制度の制度目的に照らしてネガティブに審査され得ることを示しているといえるであろう。一方で本件以来、中止命令の他にアクティビストの

活動に対する外為法の執行例が公表されていないことも踏まえると、中止命令を出すハードルは相当に高いと考えられる(大川信太郎「外為法とアクティビスト」旬刊商事法務 2307 号 48 頁)。

《参考》

令和元年に改正された外為法に基づく対内直接投資規制の適正な運用を図る観点から、外国投資家の投資動向等の調査が行われ、その結果(経済産業省「令和5年度重要技術管理体制強化事業(対内直接投資規制対策事業(外国投資ファンド等の動向調査))」)(以下、「動向調査」という。)が公表されている。

動向調査では、世界における資産残高上位 20 ファンド、日本における資産残高上位 20 ファンドについて設立年、所在地、運用総額、運用特徴、投資目的：保有目的が重要提案行為である大量保有報告書提出の有無、株主提案提出実績、日本企業主要投資先等が報告されている。

(国内外資産残高上位 20 社ファンド)

世界	ファンド名	株主提案	日本	ファンド名	株主提案
1	BlackRock	無	1	BlackRock	無
2	The Vanguard Group	無	2	The Vanguard Group	無
3	Fidelity Investments	有	3	Norges Bank Investment Management	有
4	State Street Global Advisors	無	4	State Street Global Advisors	無
5	J.P.Morgan Asset Management	無	5	Capital Group	無
6	Goldman Sachs Asset Management	無	6	Fidelity Investments	有
7	Allianz Global Investors	無	7	GIC	無
8	Capital Group	無	8	Dimensional Fund Advisors	無
9	Amundi	有	9	Berkshire Hathaway	無
10	UBS Asset Management	無	10	J.P.Morgan Asset Management	無
11	Mellon Investments Corporation	無	11	Charles Schwab Investment	無

12	Legal & General Investment Management	有	12	Kuwait Investment Office	無
13	Invesco Asset Management	有	13	Nuveen Asset Management	無
14	Norges Bank Investment Management	有	14	California Public Employees Retirement System	有
15	Franklin Templeton Investments	有	15	Amundi	有
16	PGIM	無	16	MFS Investment Management	無
17	T.Rowe Price	無	17	Wellington Management Company	無
18	BNP Paribas Asset Management	有	18	Effissimo Capital Management	有
19	Northern Trust Global Investments	無	19	Legal & General Investment Management	有
20	China Investment Corporation	無	20	T.Rowe Price	無

(動向調査に見る経営関与実績)

ファンド名	経営関与実績
Fidelity Investments (世界3位、日本6位)	非開示
Amundi (世界9位、日本15位)	<p>●2022年5月：電源開発 Man Group (英：ヘッジファンド)、HSBC Asset Management (英：資産運用会社)、ACCR (豪：アクティビスト) と共同で株主提案を提出 (GHG 削減目標の設定、達成に向けた事業計画の開示、削減目標に沿った報酬方針) ⇒全て否決</p> <p>●2023年5月：電源開発 HSBC Asset Management、ACCR と共同で株主提案を提出 (GHG 削減目標の設定、削減目標に沿った報</p>

	<p>酬方針) ⇒否決</p> <p>●2023年4月: Martin Marietta Materials 株主提案を提出 (GHG削減目標の設定) ⇒否決</p> <p>●2021年5月: McDonald's Corporation The Shareholder Commons (米: 株主擁護 NGO) およびケンブリッジ大学トリニティ・カレッジと共同で、同社の食肉サプライチェーンにおける抗生物質使用が生み出す外部環境および公衆衛生のコストを調査・開示することを求める株主提案を提出⇒否決 (11.27%の賛成を得る)</p>
<p>Legal & General Investment Management (世界12位、日本19位)</p>	<p>●2023年4月: Exxon Mobil Corporation Christian Brothers Investment Services (米: ヘッジファンド) と共同で同社に株主提案を提案 (IEAのネット・ゼロ・エミッションシナリオが資産除去債務に与える定量的影響の報告書の提出) ⇒否決</p> <p>●2023年4月: McDonald's Corp Amundi、HESTA (豪: 年金基金) と共同で、同社に株主提案を提出 (サプライチェーンを通じた抗菌剤使用に関するWHOガイドラインの遵守方針の制定) ⇒否決</p> <p>●2023年1月: Glencore ACCR、Ethos Foundation (スイス: アクティビスト) 等と共同で、同社に株主提案を提出 (石炭生産計画と資本配分についてのパリ協定との整合性の開示) ⇒否決</p>
<p>Invesco Asset Management (世界13位)</p>	<p>非開示</p>
<p>Norges Bank Investment Management (世界14位、日本3位)</p>	<p>●2023年5月: Westlake 株主提案 (パリ目標に整合するScope1、2、3排出量削減の2030年目標の強化および長期目標設定) ⇒否決</p> <p>●2023年5月: New Market 株主提案 (パリ目標に整合するScope1、2、3排出量削減の短・中・長期目標設定および移行計画の策定) ⇒否決</p> <p>●2013年4月: CME Group、Staples</p>

	<p>同社にプロキシアクセス制度の適用を求める株主提案提出⇒否決</p>
<p>Franklin Templeton Investments (世界 15 位)</p>	<p>●2017 年 3 月：Moneta Money Bank 株主提案（取締役の解任、役員報酬、自社株買い、取締役選任）⇒取締役選任、役員報酬の議案は可決</p> <p>●2016 年 10 月：Goodrich Petroleum Corporation の株式 72.9%を取得し、取締役 3 名の選任を求める。 ⇒同月、Franklin Templeton が Goodrich Petroleum の発行済株式総数の 10%以上を保有する限り、3 名の取締役候補を指名できる権利を獲得したと提出書類で報告</p> <p>●2016 年 9 月：Battalion Oil 破産法を申請している同社の再建の一環として、転換社債を取得し株式の 37.9%を保有した後、取締役 3 議席を獲得</p>
<p>BNP Paribas Asset Management (世界 18 位)</p>	<p>●2020 年 4 月：Delta Air Lines 株主提案を提出（気候変動関連のロビー活動に関する報告）⇒否決</p> <p>●2021 年 4 月：Delta Air Lines 株主提案を提出（気候変動関連のロビー活動に関する報告）⇒可決</p> <p>●2021 年 3 月：Exxon Mobil 株主提案を提出（気候変動関連のロビー活動に関する報告）⇒可決</p> <p>●2020 年 4 月：Chevron 株主提案を提出（気候変動関連のロビー活動に関する報告）⇒可決</p> <p>●2020 年 4 月：United Airlines Holdings 株主提案を提出（気候変動関連のロビー活動に関する報告）⇒否決</p>
<p>California Public Employees Retirement System (日本 14 位)</p>	<p>●2022 年 4 月：Berkshire Hathaway Brunel Pension Partnership（英：年金基金）、Caisse de Depot et Placement du Quebec（カナダ：年金基金）等と共同で株主提案を提出（物理的および過渡的な気候関連のリスクと機会における管理を毎年評価し公表する）⇒否決</p>

	<p>●2023年3月：Caisse de Depot du Quebec と共に株主提案を提出（物理的および過渡的な気候関連のリスクと機会における管理を毎年評価し公表する）⇒否決</p> <p>●2020年9月：Ebix 取締役会と経営陣の多様性欠如を訴え、現行取締役6名の選任に反対票を投じることを呼び掛ける書簡を同社株主に送付</p> <p>●2020年4月：Sonic Automotive 取締役会の多様性欠如を訴え、現行取締役のうち7名の選任に反対票を投じることを呼び掛ける書簡を株主へ送付</p> <p>●2019年9月：Nathan's Famous 同社株主総会の運営について、マジョリティーポーティング制度（取締役選任において過半数の賛成票を求める）の適用を求める株主提案を提出⇒否決</p>
<p>Effissimo Capital Management (日本 18 位)</p>	<p>●2019年6月：川崎汽船 社外取締役に同社のディレクターが就任</p> <p>●2022年11月：川崎汽船 自己株式立会外買付取引（ToSTNeT-3）を公表 （Effissimo からは持分割合に相当する数量について自己株式取得に応じる意向を確認）⇒Effissimo は自己株式取得に応じ、保有割合は 38.65%から 33.86%に低下</p> <p>●2023年8月：川崎汽船 再度自己株式立会外買付取引（ToSTNeT-3）を発表 Effissimo は自己株式取得に応じ、保有割合は 36.6%に低下</p>

2. 株主提案権の今日的意義

(1) 株主提案権の定義

株主提案権とは、以下の3つの権利を総称したものと理解されている。

- ①株主が一定の事項を株主総会・種類株主総会の目的とすることを請求することができる権利（議題提案権）（法 303 条 1 項、325 条）
- ②株主総会・種類株主総会において株主総会・種類株主総会の目的である事項につき議案を提出することができる権利（議案提案権）（法 304 条、325 条）
- ③株主総会・種類株主総会の目的である事項につき議案の要領を招集通知に記載または記録することを請求することができる権利（議案要領通知請求権）（法 305 条 1 項、325 条）

このうち、①議題提案権および③議案要領通知請求権は、株主総会の活性化を図るために、昭和 56 年の旧商法改正によって導入されたものである。新設当初は、株主の請求は書面をもって請求すること、会議の目的事項が総会の決議事項でないときは請求できないことを規定していた（平成 17 年改正前商法 232 条の 2 第 1 項）。平成 13 年の商法改正により、請求は書面に代えて電磁的方法により提供できる旨が定められた（同条第 3 項）。また、新設当初は、請求の時期については総会の会日の 6 週間前とされていた（平成 14 年改正前商法第 232 条の 2 第 1 項）。平成 14 年の商法改正により、8 週間前までに改められ（平成 17 年改正前商法 232 条の 2 第 1 項）、取締役会設置会社については、会社法 303 条に引き継がれている。8 週間前までとしたのは、株主提案権が行使されると、当該請求が法律の要件を備えているのかを判断し、招集通知に当該議題を付け加える等の作業をするのに、実務上の対応の困難があったからである（岩原紳作編「7 会社法コンメンタール 機関 [1]」商事法務 100 頁）。

また、②議案提案権は、株主総会の意思決定につき株主にイニシアティブを与えるとともに、株主の意思や希望を取締役や他の株主にアピールする手段としての意義を有する。

「平成 17 年改正前商法は、株主が株主総会の会場において議案を提出できることについてとくに規定していなかった。株主が株主総会の会場において議案を提出できることは、会議体の構成員として当然といえたからである」（岩原紳作編「7 会社法コンメンタール 機関 [1]」商事法務 107 頁）が、平成 17 年商法改正時（会社法制定時）に明文化された。

(2) 歴史的変遷

株主提案権の制度は、昭和 56 年の旧商法改正時に、株主が自らの意思を株主総会に訴えることができる権利を保障することにより、株主の疎外感を払拭し、経営者と株主との間、または、株主相互間のコミュニケーションを図り、株主総会を開かれたものとするために導入されたものである。

株主提案権が導入された当時の株主総会の特徴としては、①特殊株主たる総会屋が跋扈し、さしたる議論もなく短時間で株主総会が終了していたこと、②一般的な上場企業の大多数の株主の関心ごとは専らキャピタルゲイン（売却益）やインカムゲイン（配当）であり、社員株主や総会屋と呼ばれる特定の株主以外は、株主総会に出席する一般株主も限定されていたこと、等が挙げられる。そこで、形骸化した株主総会を実質的に機能するものとするため、株主総会において個々の株主の意思がより反映されるようにして、一般の株主の株主総会への参加意欲を向上させるための措置を講じることが必要と考えられた。

もっとも、当時は、株主からの提案が他の株主に通知され、あるいは株主総会の場で取り上げられること自体に意味があり、経営陣が支持しないような株主提案が可決されるような場面は期待されていなかった。また、経営者としては噴飯物の提案や特殊株主による提案がなされることはあったとしても、真摯に対応し、不合理なものであれば、多数決で否決すればよいという理解が一般的であった。

その後、前記（１）に記載の通り、平成 17 年商法改正時には、議案提案権が明文化されたものの、本格的な改正は行われていなかった。

2010 年代になると、多数の議決権を有しているわけではない個人株主 1 名が、極めて多数、かつ、提案の真摯さに疑念を抱かざるを得ないような議題・議案を提案する等、株主提案権が濫用的に行使される事例が散見されるようになった。特に、上場会社からは、株主総会における審議の時間等がこうした濫用的な提案に費やされてしまい、株主総会の意思決定機関としての機能が損なわれる、会社側の検討・対応に要するコストや株主総会招集通知の印刷費用等が増大するといった弊害が指摘されるようになり、立法的な対応の必要性が意識されることとなった（西村あさひ法律事務所 太田 洋・野澤 大和編著「令和元年 会社法改正と実務対応」商事法務 117 頁）。

更に、2010 年代後半から最近では、株主総会を I R の場として活用しようとする動き、敵対的買収やアクティビズムの活発化、スチュワードシップ・コードの策定、株式の持ち合い解消と外国人投資家・機関投資家の保有比率の拡大等の流れにより、株主提案が付議された上場会社数や株主提案件数が高水準で推移し、一部の会社では、株主提案が可決される等、株主提案を取り巻く環境は、昭和 56 年当時と比べて大きく変化した。

（３）学説の動向

前記（２）に記載の通り、昭和 56 年の株主提案権の導入時の趣旨は、株主が自らの意思を株主総会に訴えることができる権利を保障することにより、株主の疎外感を払拭し、経営者と株主の間、あるいは、株主相互間のコミュニケーションを活発化し、開かれた株主総会を実現することであるとされているが、学説でも、こうした理解が一般的であった。

その後、株主提案を取り巻く環境が大きく変化するなかで、学説においても、濫用的な株主提案への対処を超えて、株主提案権の制度趣旨そのものを見直そうとする見解が現れた。そのきっかけとして注目されたのが、2014年に公表された大阪大学大学院高等司法研究科の松尾健一教授の論文である。この論文では、「他の株主の負担で、社会的運動としての意見の表明の機会を提供することは、株主提案権の本来の目的ではない」としたうえで、「会社・株主間のコミュニケーションのための手段という側面をやや後退させ、決議成立の実現可能性のある議案の提案を通じて、経営陣にプレッシャーをかけるための手段としての役割を強調」するために、300個以上の議決権の保有という絶対基準による株主提案権の行使資格の廃止を示唆している（後藤 元「株主提案権に関する規律（とその趣旨）の見直し」商事法務 2231号 14頁）。また、名古屋大学大学院法学研究科の松中学教授も、「株主提案制度の目的として、株主の意見表明の機会を与える、あるいは株主・経営者間のコミュニケーションの促進といった曖昧な理解は捨て、①支配の交代と②それ以外の株主・経営者間のエージェンシー問題の緩和に絞ってもよい」として、昭和56年当時の立案担当者による株主提案権の趣旨の理解をより明確に否定し、また、ステークホルダー利益の追求に向けた提案は、②の提案の抑制となるおそれがあるために禁止すべきではないが、「株主提案権の要件を含む制約を厳しくする中で、従来なされていた社会的提案の一部が不可能になっても構わない」として、議決権300個の保有による行使資格の廃止を主張している（同 14頁）。

このように、学説の議論は、特定の株主による大量の議案の提案という特殊な事例の出現を契機として、株主提案権の濫用の防止を超えて、その制度趣旨を変容させ、それに伴い零細な株主による株主提案権の行使を抑制する方向へと展開していた（同・14頁）。

（4）令和元年改正の評価

前記（2）の通り、濫用的な株主提案を抑制する必要があるとの問題意識が高まったことから、令和元年の会社法改正において、株主提案権が改正対象とされた。

法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会においては、昭和56年商法改正当時の制度趣旨を維持しつつ、株主提案権の制限として、①株主が提案することができる議案の数を制限すること、②株主による不適切な内容の議案提案を制限すること、③株主提案権の行使要件（300個以上の議決権）の引き上げ、④株主提案の行使期限（株主総会の8週間前）の前倒し、⑤業務執行権限に関する提案の取扱い、等が議論の対象となった。

具体的な改正内容については、第1章に譲るが、この改正についての研究者の評価（後藤 元「株主提案権に関する規律（とその趣旨）の見直し」商事法務 2231号）は以下の通りとなっている。

①立法過程の評価

株主提案権制度の制度趣旨について、昭和 56 年改正当時の理解を見直さないというスタンスは、政治的な戦略判断との指摘がなされている。やむを得ない判断ながら法制審議会において制度設計の根本にかかわる議論がなされず、不完全燃焼との感を禁じ得ないとの評価となっている。第 1 章(2)⑤「改正が見送られた点」にある項目のうち、持株要件(300 個以上)、行使期限(8 週間前)、業務執行に関する提案、についての見直しの要望は、第 71 回全株懇定時会員総会第 1 分科会審議事項(「企業と投資家の建設的な対話に向けて」)でも取り上げており、今後の改善への議論の進展が望まれる。

②拒絶事由の削除の評価

修正によって削除された拒絶事由については、株主提案権の権利濫用に関する裁判例に由来するものの、事案を離れて文言のみを見た場合に、その外延が不明瞭であることは否めず、提案可能議案数の制限と「株主総会の適切な運営が著しく妨げられ、株主の共同の利益が害されるおそれがあると認められる場合」という拒絶事由によっても対処し得るとすれば、追加の必要はなかったかもしれないとの評価となっている。また、拒絶事由が削除された影響は限定的であるとし、その理由として

- ・拒絶事由を設ける理由が、株主総会とその準備段階における時間の浪費にあるとすると、提案可能議案数の制限によって相当程度達成されたといえる。
- ・内容的に取るに足らない議案が 1 件のみ提案されたような場合、拒絶事由に該当することを事前に裁判所等に確認できる仕組みがないと、会社側は安全策をとって当該議案を株主総会に上程する可能性が少なからず存在するとすれば、これも大きな違いとはならない。

の 2 点をあげている。

実務的には、拒絶可能事由が明確に定められ、株主提案の受領時に拒絶が可能か否かの判断が比較的簡単にできることが望ましく、事前確認制度がなければ安全策をとって上程することになるとの指摘は首肯できるところではあるが、不明瞭であっても会社法中に規定があること(新たに設けられたという事実)は、たとえそれが「拒絶事由の法定は象徴的な役割にとどまるおそれ」となってもそれなりの意味を有していたのではないかと推察される。

③社会的目的による株主提案の評価

政治過程が非効率であり得ることを考えると企業活動に伴う負の外部性への対処を政府のみに任せることはできず、株式会社は、株式の市場価格だけではなく、社会的問題に関する選好を含めた株主の厚生を最大化することを目的とすべきであり、株主個人が負の外部性を生じさせる行為について自らにその責任があると感じた場合にのみ、

その是正を愛好するとの想定の下、株主がそのような責任意識を持つことができる場面を増やすべく、会社の事業政策に関する大きな方向性について株主が投票できるようにすべきとの議論(Hart&Zingales)を紹介しながら、仮にこの議論を是とした場合、業務執行に関する事項についての株主提案を定款変更の形式をとることによって可としている我が国の現行制度は積極的に評価されるとしている。これにより、業務執行に関する事項についての株主提案を制限する必要もないとしながらも、株主提案権の行使は社会的問題に関する株主全体の意思を確認する手段としての位置づけであり、零細な株主による意見表明の機会を重視しているわけではないという点への留意を促している。問題は行使資格の水準で、300個の行使資格を廃止してもそれほど影響はないとも考えられる、あるいは300個の保有による行使資格を維持するのであれば、再提案が規制される閾値を30%以上の賛成に引き上げるといった再提案規制の厳格化も考えられるとする。最後に、株主提案権が再び立法課題となった際には、これらの点に関する議論がなされることを期待したいとして論稿を締めている。

実務的には、再提案規制の厳格化よりも300個保有要件の見直しを切望するところであるが、今後の議論の進展を期待したい。

(5) 諸外国の制度

ここでは、日本の法制度や株主提案権の今日的意義の理解のため、2016年3月に公表された「株主提案権の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書」(一般財団法人 比較法研究センター) や2020年3月に公表された「令和元年度産業経済研究所委託事業(持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究)(株主総会に関する調査)成果報告書」(令和2年3月13日 公益社団法人 商事法務研究会) に基づき、アメリカ、イギリス、フランス、ドイツ(以下、「調査対象国」という。)における株主提案制度との相違を確認したい。

調査対象国においても、書面投票に相当する制度があり、株主提案に係る議案も、議決権行使書面または議案ごとの賛否記入欄のある委任状に記載され、少なくとも上場会社においては、それらの書面が会社の費用において全ての株主に送付されることが保障されている。

日本における株主提案権制度導入の目的は、「(株主の)疎外感を払拭し、経営者と株主あるいは株主相互間のコミュニケーションをよくして、開かれた株式会社を実現」することにあると説明されているが、調査対象国においても、株主提案権の制度趣旨としては同様の説明が行われている。

以下では、株主提案権の行使要件、提案数、提案内容に対する制限の有無等について個別に説明する。

① 株主提案権の行使要件

日本およびいずれの調査対象国においても、株主提案権は少数株主権とされ、一定

の持株比率・議決権比率に相当する株式の保有、または保有株式の総額が一定額以上となる株式を保有しているものでなければ、株主提案権を行使できないとされている。

ただし、日本の場合には、保有する株式（議決権）について絶対的な個数（300 個）によって提案権の行使を認めている点が特徴的である。

②議案数に関する制限

同一の株主総会で提案することができる議案の数については、アメリカでは 1 個に制限されているのに対し、他の調査対象国では、特段の制限はない。（現日本では、令和元年度の会社法改正により、提案数は 10 個に制限されている（法 305 条 4 項）。）

③議案の内容に関する制限

日本では、提案された議案が法令・定款に違反するものである場合には、総会で付議することを要せず（法 304 条）、その議案を通知することも要しない（法 305 条 6 項）。また、提案理由が明らかに虚偽である場合、または専ら人の名誉を侵害し、もしくは侮辱する目的によるものと認められる場合には、当該提案理由を参考書類に記載することを要しないとされている（施行規則 93 条 1 項 3 号括弧書き）。しかし、議案自体については、このような制約は明文で定められていない。

一方、アメリカ、イギリス、ドイツでは、濫用的な提案権の行使に対処するために明文の規定が設けられている。また、フランスには明文の規定はないが、一定の場合には提案権の行使の濫用に該当し、許されないという解釈が示されている。

加えて、議案の提案理由等については、日本および調査対象国において、具体的な字数・語句の制限を定め、あるいは簡潔なものであることを要求している。

④業務執行事項に関する株主提案の制約

日本では、会社法 295 条 2 項に基づき、定款にも定めのない純粋な勧告的提案は困難である一方、業務執行に関するものでも定款変更議案は広く認められるとの理解が一般的である。

アメリカ（州法）、フランス、ドイツでは、株主総会では原則として業務執行に関する事項を決議できないとされている。フランスおよびドイツでは、株主総会で適法に決議できない事項は株主提案の対象にならないとされていることから、業務執行に関する事項についての株主提案はできないということになる。また、アメリカでは、法的拘束力のない勧告的提案であれば可能とされているため、業務執行に関する勧告提案が多数行われている。ただし、株主提案を規制する連邦委任状規則では、「会社の通常の事業運営」に関する株主提案は、会社が拒絶できるとされている。

一方、イギリスでは、公開会社（上場企業）であっても株主総会で業務執行に関する事項を決議することができるとされ（決議が成立すれば法的拘束力を持つ）、業務

執行に関する事項の株主提案も可能である。こうした株主提案が実際に可決されるケースもあるようである。

⑤日本の株主提案権に対する示唆

日本の株主提案権の制度上の問題点として取り上げられるのが、行使要件を充足しやすいという点である。①にも記載の通り、議決権個数の絶対数を行使要件の一つとして採用している点が特徴的である。

一方、上場制度においては、これまで、東京証券取引所は、望ましい投資単位の水準として「5万円以上50万円未満」という水準を示していたが、2023年10月に有価証券上場規程第445条を改正し、「5万円以上」という下限を撤廃した。

こうした動きや新NISA制度の導入に伴い、個人株主の裾野を増やすため、足元では上場企業による株式分割の流れが加速している。実務家や学者からの指摘の通り、こうした状況において、300個という議決権個数を株主提案権の要件として維持しなければならないのか否かという点については、検討を要するものと思われる。

加えて、株主提案であっても、株主総会にて承認された場合には法的拘束力を有すること（勧告的決議については法的拘束力がないこと）は各国共通となっている一方で、株主が提案することができる事項については顕著な差がある。機関設計等とあわせた株主総会と取締役会の権限分配につき議論が深まることが期待される。

【日本と調査対象国の株主提案権の比較①】

	日本	アメリカ	イギリス
権限分配	株主総会では、法律および定款に定めた事項につき決議可 株主総会決議事項 ・ 剰余金の配当 ・ 取締役の選解任 ・ 定款変更 ・ 取締役の報酬 ・ 組織再編（合併等）	株主総会権限事項（デラウェア州） ・ 取締役の選解任 ・ 基本定款の変更 ・ 附属定款の変更 ・ 株式、新株予約権の発行を伴う報酬（取引所の定め） ・ 基礎的変更（合併、事業譲渡等）	各社が実情に合わせて定める 株主総会では、定款の定めにしたがっていかなる事項も決議が可能 株主総会権限事項（モデル定款） ・ 剰余金の配当 ・ 取締役の選解任 ・ 定款変更 ・ 会計監査役の選任・報酬
株主総会決議の効果	勧告的決議を除き、法的拘束力あり	法律、基本定款にて株主総会決議事項とされていない事項についても決議は可（勧告的決議） 勧告的決議には法的拘束力なし （Say on Pay 規制が該当）	勧告的決議（例：取締役報酬報告書に記載する方針以外の部分）を除き、法的拘束力あり
行使要件	（公開会社の場合） 議決権総数の1%または300個の議決権を6か月継続して保有	・ 市場価格 2,000 ドルまたは1%以上の議決権付株式の保有 ・ 提案日から1年以上前から保有し、かつ、株主総会日まで保有 ・ 株主総会への出席 ・ 附属定款にて提案内容の会社への通知期限を定める例が多く、典型的には、定時株主総会の開催予定日の60日または90日前に通知を求める規定が置かれる。	議決権総数の5%以上を保有する株主、または、1人あたりの平均払込金額が100ポンド以上の議決権付株式を有する100名以上の株主
提案数の制限	株主1名（原則1グループ）につき10個 （令和元年改正）	株主1名（1グループ）につき1個	なし
提案期限		定時株主総会に係る委任状勧誘資料の発出日の120日前まで	

【日本と調査対象国の株主提案権の比較②】

	日本	アメリカ	イギリス
提案内容の制限	<p>議案通知請求権は、</p> <p>①議案が法令・定款に違反する場合、または、</p> <p>②実質的に同一の議案につき株主総会において総株主の議決権の10%以上の賛成を得られなかった日から3年を経過していない場合には会社はこれを拒絶できる</p>	<p>Rule 14a-8 が 13 個の排除事由を定める。</p> <p>①州法上認められない事項に関する提案</p> <p>②法令違反を生じさせる提案</p> <p>③委任状勧誘規則違反の提案</p> <p>④提案株主が利害を有する提案</p> <p>⑤会社の事業に重要な関連性がなない提案</p> <p>⑥会社が有効になしえない行為を求める提案</p> <p>⑦会社の通常の事業運営に関する提案（社会問題等に関する提案は含まれない）</p> <p>⑧取締役選任についての提案</p> <p>⑨会社提案と対立する提案</p> <p>⑩既に会社が実施している内容の提案</p> <p>⑪先行する他の株主提案と重複する提案</p> <p>⑫再提案</p> <p>⑬特定額の配当についての提案</p>	<p>公開会社の株主総会はいかなる事項についても決議することができる。</p> <p>ただし、</p> <p>①提出された議案どおりの決議が成立したとしても、定款違反、その他の理由により決議が効力を有しないこととなるとき</p> <p>②議案が他人の名誉を毀損するとき</p> <p>③議案が、法的根拠のないことが明らかなきとき、またはいやがらせ目的であるとき</p> <p>には、会社は議案を株主に送付することを要しない。</p> <p>議案の提案理由等を記載した説明書の送付請求については、裁判所に申立てをして濫用であるとの判断が下された場合には、会社は請求を拒否することができる。</p>

【日本と調査対象国の株主提案権の比較③】

	日本	アメリカ	イギリス
提案理由の制限	<p>字数制限はない。ただし、株主総会参考書類にそのまま掲載するには過大な分量であると判断された場合には、発行会社は適宜その概要を記載すればよい（会社が字数の上限を定めることも可能）</p> <p>株主総会参考書類への提案理由の記載は、</p> <p>①提案の理由が明らかに虚偽である場合、または、</p> <p>②専ら人の利益を侵害し、もしくは侮辱する目的によるものと認められる場合には、記載する必要なし。</p>	<p>字数制限：500 語</p> <p>Rule14a-8 の排除理由は、提案理由も含めて該当するかどうかを判断</p>	<p>議案に関する説明書の送付請求権については、1,000 語以内</p>
拒絶事由の該当性の判断を担保する制度の有無	なし	<ul style="list-style-type: none"> ・ 会社が委任状勧誘資料に記載したくない場合は、SEC にノー・アクション・レターを請求 ・ SEC の Division of Corporate Finance が判断 ・ 法的拘束力なし ・ 裁判で争うことも可能 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 議案送付請求権については、会社は拒絶事由に該当するか否かについて裁判所の判断を仰ぐことができるとされているが、審査を受ける手続については規定なし。 ・ 議案説明書送付請求権については、それによって権利を侵害された会社・第三者が裁判所に申し立てて濫用であるか否かを審査する制度が明文で規定されている。
費用負担等	会社負担	委任状勧誘資料への記載・発送は、会社負担	議案通知請求または議案説明書送付請求が公開会社の年次株主総会に係るものであり、かつ、当該総会の直前の事業年度末以前に請求が会社に到達した場合には、会社負担。

【日本と調査対象国の株主提案権の比較④】

	フランス	ドイツ
行使要件	<p>原則として資本の 5%以上に相当する部分を有する 1 人または数人の株主であること。</p> <p>ただし、会社資本が 75 万ユーロを超える場合、株主が有しなければならない資本部分は、①最初の 75 万ユーロについては 4%、②75 万ユーロと 750 万ユーロの間に含まれる資本部分については 2.5%、③750 万ユーロと 1,500 万ユーロの間に含まれる資本部分については、1%、④それ以上の部分については 0.5%</p>	<p>1. 議題提案権</p> <p>【資格・持株要件】 少数株主権。持分が併せて基本資本の 5%に達する株主であること、または持分価額が 50 万ユーロに達する株主であること。</p> <p>【事前保有・継続保有要件】 請求が会社に到着する日の 3 か月前から、①取締役が株主の請求に応じるときは請求の会社到着時もしくは請求に対する取締役の決定時まで、または、②裁判所に対して授權の申立てをするときは裁判所による確定判決が出る時まで</p> <p>2. 反対動議提案権／監査役員・決算検査役選任提案権</p> <p>【資格・持株要件】単独株主権 【事前保有・継続保有要件】なし</p>
提案数の制限	なし	<p>1. 議題提案権</p> <p>提案数による制限は、明示的・具体的には設けられていない。ただし、あまりに過剰な場合は権利濫用を根拠づける可能性あり</p> <p>2. 反対動議提案権／監査役員・決算検査役選任提案権</p> <p>提案数による制限なし</p>

【日本と調査対象国の株主提案権の比較⑤】

	フランス	ドイツ
権限分配	「取締役会は、会社の利益に照らして、その事業の社会的および環境上の課題を考慮したうえで会社の活動方針を決定し、かつその執行を監視する。取締役会は、株主総会に明示的に付与された権限を除き、かつ会社目的の範囲内において、会社の進展に関するあらゆる事項を審議し、その決議をもって会社が関与する事業を決定する」(商法典 L225-35条)	株主総会は法律または定款で定められた事項を決議できる 業務執行事項は、取締役が請求する場合のみ株主総会での決議可 株主総会権限事項 ・ 監査役員の選任 ・ 貸借対照表利益の処分 ・ 取締役員および監査役員の責任解除 ・ 取締役員および監査役員の報酬システムおよび報酬報告 ・ 決算検査役員の選任 ・ 定款の変更 ・ 組織再編（合併等）
株主総会決議の効力	法的拘束力あり 勧告的決議（現在は、重要な資産の譲渡のみ）には拘束力なし	原則として法的拘束力あり 宣言的効果しか有さない株主総会決議あり ・ 責任解除決議 ・ 監査役員の報酬に関する承認決議 ・ 取締役員の報酬システムおよび報酬報告に関する承認決議
提案内容の制限	法令上、提案内容は制限されていない。 ただし、一般的に、総会の権限に属しない業務執行に関する議題・議案の提案は認められないものと解されている。	1. 議題提案権 ①株主総会の権限外の事項を目的とする場合業務執行に関する決議は不可。定款に定めることにより株主総会の権限を広げることが法律で権限分配秩序が厳格に規定されておりほとんどできない。 ②権利濫用に該当する場合も不可。(例) ・ 審議・決議の必要性を明らかに欠く提案 ・ 法律、定款違反の決議を目的とすることが明らかな提案 ・ 会社に損害を与える目的であることが明らかな提案 ・ 名誉棄損的または侮辱的提案 ・ 異常に多数の目的の追加提案 2. 反対動議提案権／監査役員・決算検査役選

		<p>任提案権</p> <p>一般的制限（一部）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・提案内容やその理由を株主に通知した場合処罰されることが想定される場合 ・提案内容の決議が法律・定款に違反するであろう場合 ・提案内容が明らかに虚偽、誤導、侮辱的表示を含む場合 ・過去5年間に少なくとも2回の提案がなされ、基本資本の5%よりも少ない賛成票しか得られなかった場合 ・提案株主および代理人が株主総会に出席しない場合 <p>選任提案権の特別ルール</p> <ul style="list-style-type: none"> ・選任提案に法律上必要とされる記載事項が含まれていない場合 ・提案対象者が、仮に選任されても就任しない旨を表明した場合
--	--	--

【日本と調査対象国の株主提案権の比較⑥】

	フランス	ドイツ
提案理由の制限	議案の提案については、「簡潔な」提案理由を付すことが認められている。	<p>1. 議題提案権</p> <p>理由の記載内容が名誉棄損的または侮辱的な場合には権利濫用に当たり得る。</p> <p>2. 反対動議提案権／監査役員・決算検査役選任提案権</p> <p>①理由が 5,000 字を超える場合には、株主に対して知らせる必要はない。</p> <p>②理由が、主要な点において、明らかに虚偽もしくは誤導的な表示を含み、または、侮辱的な内容を含むときは、株主に知らせる必要はない。</p>
拒絶事由の該当性の判断を担保する制度の有無	なし	なし
費用負担等	<p>会社負担。</p> <p>なお、法令上、会社は招集通知・ウェブサイト・委任状用紙に提案理由までを記載する必要はない。各株主から総会の 5 日前までに請求があった場合、会社はその費用で提案理由等を記載した文章を当該株主に送付しなければならない。</p>	<p>1. 議題提案権</p> <p>会社負担</p> <p>2. 反対動議提案権／監査役員・決算検査役選任提案権</p> <p>会社負担</p>

※本比較表は、日本と調査対象国の相違点を概観するために、「株主提案権の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書」(2016年3月 一般社団法人 比較法研究センター)の137頁から139頁に、「令和元年度産業経済研究所委託事業(持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究)(株主総会に関する調査)成果報告書」(2020年3月 公益社団法人 商事法務研究会)の内容の一部を付記したものであり、直近の情報とは異なる可能性がある。

3. 株主提案権の現状

(1) 株主提案権行使件数の推移と環境の変化

① 株主提案権の行使件数は通増傾向

近時、日本におけるアクティビストの動きが活発化していることもあり、当該アクティビスト等による株主提案権の行使件数は、増加傾向にある。

大和総研の集計（吉川英徳「2023年6月株主総会シーズンの総括と示唆」大和総研コンサルティングレポート）によれば、2023年6月株主総会シーズンにおいて、株主提案を受けた企業は、112社となり、2021年の65社、2022年の97社に続いて過去最高を更新した。

更に、2024年度全株懇調査においても株主提案権が行使された会社の全体社数に占める割合は、5.7%となっており、引き続き増加傾向にある。

また、株主提案の内容については、東京証券取引所が2023年3月31日に公表した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」において、資本コストや資本収益性を十分に意識した取組みが求められたことを背景に資本効率改善を促す提案が多く認められた。加えて、ESG等に対する問題意識を背景として、気候変動対応関連の株主提案も2023年は12社と前年の7社から増加している（2024年6月総会では8社）。

このようなアクティビスト等の株主提案自体の増加や、アセットオーナーは、スチュワードシップ・コードを踏まえ責任のある議決権行使を求められていること等から、2023年度では、フジテック、東洋建設、NCホールディングス等の株主総会において、株主提案議案が可決された事例も認められる。また、可決に至らないが、20~30%超の賛成率となった事例は2024年6月総会でも散見されている。

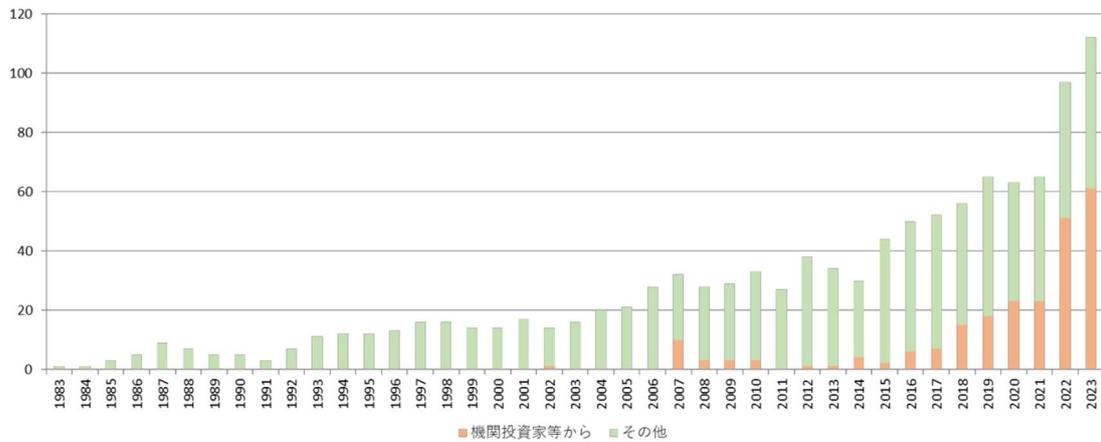
こうした中、株式事務担当者としては、株主提案の動向を注視するとともに、株主提案に備えた対応が求められる。

【株主提案の推移（全株懇調査）】

年度	2021	2022	2023	2024
株主提案を受けた上場会社の割合※（会社数）	2.5% (41社)	4.1% (66社)	4.7% (77社)	5.4% (86社)
（回答会社数）	(1,663社)	(1,597社)	(1,627社)	(1,601社)

※回答会社数に占める割合

(図表 4) 株主提案数の推移



(出所) 株主総会白書（商事法務）等より大和総研作成

	2021年6月株主総会 シーズン	2022年6月株主総会 シーズン	2023年6月株主総会 シーズン
全体	65社 (187議案)	97社 (330議案)	112社 (416議案)
アクティビスト投資家を含む 機関投資家による提案	23社	51社	61社
気候変動対応関連 の株主提案	4社	7社	12社

(出所) 各社公表資料等より大和総研集計

②株主提案に影響を与える要因

近年、株主提案が増加傾向にある要因としては、資本効率性に対する意識が薄く、株価が他国と比較して割安な状態にあると評価されていることが一つと考えられる。

(ア) 企業において資本コストや資本収益性を意識した経営が求められるようになったこと、(イ) 東京証券取引所の有価証券上場規程第 445 条の改正により、望ましい投資単位の水準としての最低投資単位の下限が撤廃されたことで、経済的な観点では株主提案をしやすくなったこと、(ウ) 機関投資家等のアセットオーナーにおいて、スチュワードシップ・コードに基づき責任ある議決権行使が求められるようになったこと、の3点について、株式実務担当者として特に留意しておくことは株主提案対応を検討するうえで有用と考えられる。

ア. 資本コストや資本収益性を踏まえた経営

前記の通り、東京証券取引所は、上場会社に対して、資本コストや株価を意識した経営を実践する観点から、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その内容や市場評価に関して、取締役会で現状を分析・評価したうえで、改善に

に向けた計画を策定・開示し、その後も投資者との対話の中で取組みをアップデートする一連の対応を継続的に実施することを要請した。そのような中、2023年、2024年の6月株主総会においては、「資本コストの開示」、「政策保有株式の目的の検証と結果の開示」、「PBR1倍超えに向けた経営計画の策定と開示」、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応の開示」を求める提案等も認められた（ユタカフーズ、石井鐵工所、日本高純度化学、テレビ東京ホールディングス、極東開発工業、タチエス、TAC、わかもと製薬、神東塗料ほか）。

イ. 最低投資単位の下限の撤廃

株主提案権を行使する際の株式保有要件は、下表の通りであるが、証券取引所は、個人投資家が投資しやすい環境を整備するために、2022年10月27日付で投資単位が50万円以上の会社に対して、投資単位の引下げに係る検討について要請を行った。当該要請を踏まえ、株式分割を行った企業（エスケー化研、リンナイおよびフクダ電子等）においても、株主提案がなされている。

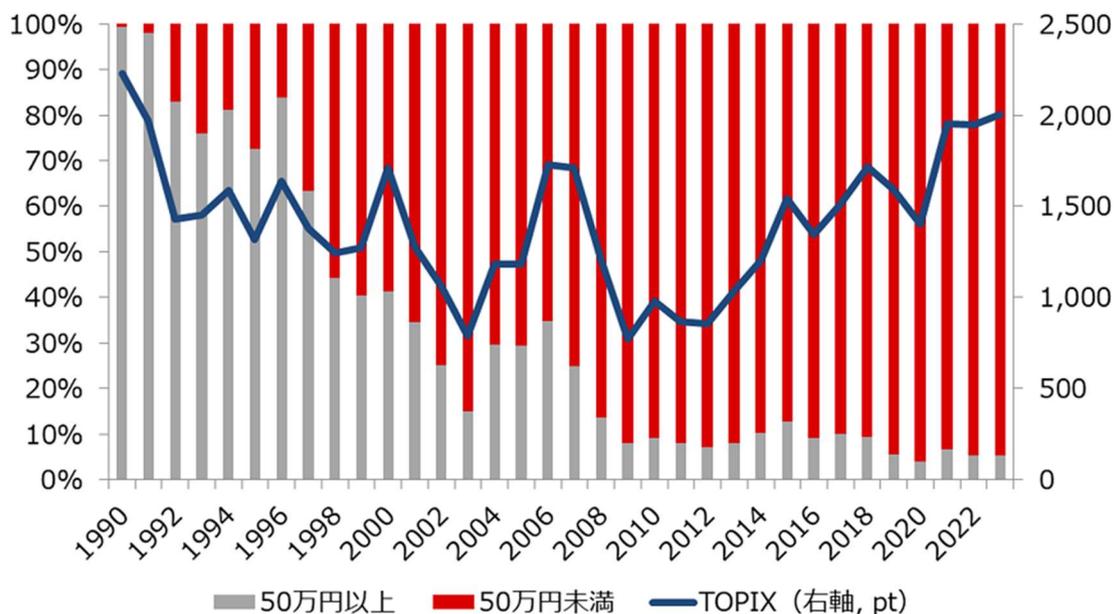
また、2023年6月にいよぎんホールディングスに対して個人株主1名（302個、総議決権の0.009%、基準日における株価の終値で計算した保有額は約2,271万円）から、2024年6月には日本電信電話に対し個人株主1名から（『500万円で「私を取締役に」（日本経済新聞 2024年7月8日）』）株主提案がなされている。

東京証券取引所では「女性活躍・男女共同参画の重点方針2023（女性版骨太の方針2023）に係る上場制度の整備等について」（2023年7月28日プレスリリース）の中で、望ましい投資単位の下限（5万円）を撤廃することを公表した。2024年1月1日には新NISA制度もスタートしたことを受けてか、株式分割を決議した上場会社は150社を超える状況となっている（「最高益更新を目指す「2023年に株式分割した銘柄20選」（会社四季報ONLINE 2024年1月26日 <https://shikiho.toyokeizai.net/news/0/729317>）。株式保有要件は比較的容易に満たすことが可能となった今、アクティビストや機関投資家ばかりではなく、件数は少ないながら実際に事例も発生していることを踏まえ、個人株主による株主提案への心構えも株式実務担当者としては必要かもしれない。

【株主提案権の行使要件（法303条2項）】

分類	株式保有要件
議決権	総株主の議決権の100分の1以上または300個以上
保有期間	6か月前から継続保有

上場会社の投資単位の推移



(出所) 日本取引所グループウェブサイト

ウ. スチュワードシップ・コードに基づく議決権行使

2014年2月に日本版スチュワードシップ・コードが公表(2020年3月に再改訂)され、機関投資家に対して「スチュワードシップ責任」が求められている。機関投資家においては、議決権行使に係る賛否の理由を示すとともに、議決権行使については、形式的に基準に従って行使するのではなく、投資先企業の持続的成長に資する行使が求められた。現在、当該コードの受け入れを表明した機関投資家は、334件(2024年6月30日時点)であり、その内訳は、投信・投資顧問会社等209件、年金基金等84件、生命保険・損害保険会社24件、信託銀行等6件、その他機関投資家向けサービス提供者等11件となっている。当該スチュワードシップ・コードにより、企業に株主提案が行われた場合には、当該コードに基づき機関投資家は、投資先企業に対して監視責任が生じるため、株主提案の内容が企業価値向上に結び付く場合には、賛成することとなる。このようなスチュワードシップ・コードによる影響のほか、コーポレートガバナンス・コード原則1-4において政策保有株式の縮減が要請されたことにより、上場会社の株主構成の内容が大きく変化し、相対的に機関投資家の議決権行使の重要性は高まっている。

(2)提案者の属性

株主提案を行う属性としては、(ア)投資ファンド等、(イ)大株主、(ウ)環境NGO

団体に大別することができる。対話や株主提案権等の株主権の行使を通じた積極的な働きかけにより会社に影響力を及ぼそうとする投資家がアクティビストとされているが、アクティビストとその他の投資家との間に明確な線引きがあるわけではない。同一の株主から複数の会社に対して同様の提案を行うケースや同一の企業に対して複数年連続して株主提案が行われるケースも認められる。全株懇調査における株主提案者の属性は、直近では海外機関投資家が最も多くなっている。2023年においてアクティビストによる大量保有報告書の提出が前年に比べ増加しているとのレポートもあり、今後の動向が注目される。加えて、後記の全株懇調査によれば、2024年は「その他個人株主」による株主提案の割合、件数が最多となっている。前記(1)②イでも付言したが、経済的に株式保有要件を充足し易くなったことが影響している可能性もある。なお、株主提案を行った株主について、大量保有報告書との関連で、2024年6月28日付で証券取引等監視委員会より課徴金納付命令勧告(2024年6月28日「株式会社三ツ星株式に係る大量保有報告書等の不提出及び変更報告書の虚偽記載に係る課徴金納付命令勧告について」)が行われている。これを受けてか命令の対象となった株主からは3年前の事案につき変更報告書等が大量に提出されており、大量保有報告書、変更報告書に関する動向にも留意しておくことが有用と思われる。

【参考：株主提案を行う株主の属性の構成比（全株懇調査）】

年度	2021	2022	2023	2024
国内機関投資家	11.6% (5)	11.9% (8)	9.1% (7)	11.5%(10)
海外機関投資家	20.9%(9)	46.3% (31)	45.5% (35)	33.3%(24)
一般法人	9.3% (4)	9.0% (6)	6.5% (5)	8.0%(7)
市民団体・NPO等	14.0% (6)	9.0% (6)	10.4% (8)	11.5%(10)
その他団体	9.3% (4)	7.5% (5)	5.2% (4)	8.0%(7)
オーナー一族	0.0% (0)	0.0% (0)	0.0% (0)	1.1%(1)
その他個人株主	41.9% (18)	28.4% (19)	31.2% (24)	35.6%(31)
合計	(43)	(67)	(77)	(95)

1. (括弧)内は、回答数。複数回答あり

2. 文中にある「(ア)投資ファンド等」は前記表では概ね「国内機関投資家」、「海外機関投資家」がこれにあたる。「(イ)大株主」については、「オーナー一族」のほか、「国内機関投資家」、「海外機関投資家」の一部が該当する。「(ウ)環境NGO団体」については、「市民団体・NPO等」が概ね該当するが、「海外機関投資家」の一部が含まれる場合もある。

①投資ファンド等

2023年6月の株主総会においては、投資ファンド等による株主提案が43件、2024

年6月は44件といずれも半数近くを占めている。

投資ファンド等の株主提案においては、同一の投資ファンド等が同様の課題があると考える複数の会社に対して同様の提案を行っている事例が散見される。投資ファンド等は、財務状況、営業等の状況、コーポレートガバナンスの状況に係る課題について、会社の経営陣と対話し、会社に変革を促すことにより、株価上昇等を実現することで投資リターンの向上を図ることを主な目的とする。

【投資ファンド等による複数の会社への株主提案の状況（2023年6月、2024年6月）】

提案株主名	提案会社数	提案内容
Nippon Active Value Fund plc (2023年)	9社	<ul style="list-style-type: none"> ・譲渡制限付株式報酬制度の導入 ・自己株式の取得 ・社外取締役の員数の変更
ストラテジックキャピタル (※) (2024年)	8社	<ul style="list-style-type: none"> ・温室効果ガス排出量削減計画の策定等 ・剰余金の配当等の決定機関 ・株主優待制度 ・買収防衛策の廃止 ・自己株式の消却 ・資本コストを下回る政策保有株式の開示・処分 ・代表取締役の業績連動報酬、株式報酬の報酬開示条件の追加 ・取締役報酬へのクローバック条項の追加 ・少数株主保護委員会の設置 ・株価条件型譲渡制限付株式付与
LONGCHAMP SICAV (2023年)	5社	<ul style="list-style-type: none"> ・自己株式の取得 ・取締役の株式保有ガイドラインの導入 ・社外取締役の員数の構成 ・社外取締役に対する譲渡制限付株式報酬制度の導入
Dalton Investments (2024年)	5社	<ul style="list-style-type: none"> ・自己株式取得・消却 ・社外取締役の構成 ・譲渡制限付株式報酬制度
ストラテジックキャピタル (※) (2023年)	4社	<ul style="list-style-type: none"> ・増配 ・政策保有株式の割当て・処分 ・総会の招集権者および議長

		<ul style="list-style-type: none"> ・取締役会長の退任を企図する提案 ・代表取締役の個別報酬開示 ・豪州のM&Aに関する情報開示 ・譲渡制限付株式報酬制度の導入 ・代表取締役の業績連動報酬の計算方法の開示 ・従業員への株価条件型賞与の支給 ・政策保有株式の適切性の検証 ・執行役会長の廃止 ・代表執行役社長の個別報酬開示 ・社長経験者の再雇用等の禁止 ・社長経験者の役員退任後の待遇開示 ・大株主から行われた重要提案行為の開示
GLOBAL ESG STRATEGY (2024年)	4社	<ul style="list-style-type: none"> ・増配 ・配当方針 ・株主との面談対応 ・剰余金の配当等の決定機関 ・連結子会社の取締役の就任制限 ・同業他社の取締役等の自社取締役等への就任制限 ・取締役の選任基準 ・買収防衛策廃止等 ・中期経営計画の開示
Hibiki Path Advisor (2024年)	3社	<ul style="list-style-type: none"> ・増配 ・剰余金の配当等の決定機関 ・自己株式消却
LIM Advisors (2024年)	3社	<ul style="list-style-type: none"> ・増配 ・取締役の個別報酬の開示 ・政策保有株式の売却、目的検証・結果開示 ・自己株式の取得
Nippon Active Value Fund (2024年)	3社	<ul style="list-style-type: none"> ・自己株式取得 ・社外取締役の員数
USG アセットマネジメント (2024年)	3社	<ul style="list-style-type: none"> ・増配 ・剰余金の配当等の決定機関

		<ul style="list-style-type: none"> ・PBR 1 倍以上を目指す計画の策定・開示 ・取締役選任 ・取締役の報酬減額
Silchester International Investors (2023 年)	2 社	<ul style="list-style-type: none"> ・特別配当 ・自己株式の取得
TK1 Ltd. (2023 年)	2 社	<ul style="list-style-type: none"> ・自己株式の取得
Asset Value Investors Limited (2023 年)	2 社	<ul style="list-style-type: none"> ・自己株式の消却 ・増配 ・取締役の減員 ・取締役の選任 ・任意の委員会の設置 ・買収防衛策に係る制限
NORTHERN TRUST CO.(AVFC) RE NVI01 (2023 年)	2 社	<ul style="list-style-type: none"> ・自己株式の取得
DALTON KIZUNA(MASTER)FUNDO LP (2023 年)	2 社	<ul style="list-style-type: none"> ・自己株式の取得 ・社外取締役の構成

※ 同社は、株主提案を行った企業に関する「投資先個別特設サイト」を開設している

②大株主

筆頭株主または大株主に該当する株主が提案者となっている場合がある。

2023 年 6 月の株主総会においては、提案者が企業価値のあり方に大きな関心を持つ筆頭株主となっている会社は、4 社（ワイエスフード、大井電気、ナガホリ、フューチャーベンチャーキャピタル）、大株主上位 10 名となっている会社は、21 社（宮地エンジニアリンググループ、コスモエネルギーホールディングス、NC ホールディングス、極東開発工業、タチエス、ヤギ、京都銀行、関西電力、日本高純度化学、メタルアートほか）であった。2024 年 6 月は、筆頭株主による提案は 5 社（ダイドールリミテッド、ケミプロ化成、三京化成、ナガホリ、日建工学）、大株主のよるものは、22 社（Itbook ホールディングス、バイタルエスケーホールディングス、北越コーポレーション、日本化学産業、大阪製鐵、文化シャッター、極東開発工業、三光産業、東洋証券、京成電鉄、東京電力ホールディングスほか）となっている。

③環境 NGO 団体

会社に対して社会的責任（CSR: Corporate Social Responsibility）を果たすことが求められるようになり、株主の立場を用いて、株主提案権等の行使により社会的問題

の解決や環境対応を経営陣に働きかける事例が認められるようになった。環境 NGO 団体は、投資ファンド等が行う投資収益の獲得といった財務面からではなく、社会的責任に着目し、株主提案を行う点に特徴がある。

環境 NGO 団体による気候変動対応関連の株主提案は、2023 年 6 月株主総会においては 12 社と前年の 7 社から増加している。環境 NGO 団体としては、レインフォレスト・アクション・ネットワーク (RAN)、マーケット・フォース、気候ネットワーク、FoE Japan、オーストラリア社会的責任センター (ACCR) が挙げられるが、気候変動に関する株主提案は、アムンディアセットマネジメント等の機関投資家やデンマークの年金基金アカデミカペンション等も行っており、近年は、環境 NGO 団体に限られない。2024 年 6 月株主総会における気候変動に係る株主提案は、環境 NGO 以外によるものを含め 10 社 15 議案となっている。

(3)提案内容の類型

株主提案の内容としては、(ア) 剰余金の処分・配当、(イ) 自己株式の取得、(ウ) ガバナンス関連 (役員を選解任議案、取締役の構成、役員報酬、政策保有株式等)、(エ) 環境関連 (気候変動関連) 等が挙げられる。なお、全株懇調査結果は以下の通りであり、各年度ともに、定款変更議案が最も多く、2024 年度は剰余金の処分・配当がこれに続いている。定款変更議案が多いのは、業務執行の決定は、取締役会および業務執行取締役の決定事項 (法 362 条 2 項 1 号) であるが、実務上、定款変更議案の形式をとれば、業務執行に関わる事項を含め、どのような内容の提案でも行うことが可能と考えられていることによると思われる。前記 (ウ) ガバナンス関連、(エ) 環境関連の株主提案は、定款変更議案として付議されることが一般的である。

【株主提案の内容 (全株懇調査)】

年度	2021	2022	2023	2024
剰余金の処分・配当	23.3% (10)	32.8% (22)	40.3% (31)	41.4(36)
役員を選解任	27.9%(12)	44.8% (30)	33.8% (26)	32.1(28)
定款変更	58.1% (25)	53.7% (36)	63.6% (49)	60.9(53)
その他	37.2% (16)	32.8% (22)	37.7% (29)	37.9(33)
合計	(43)	(67)	(77)	(150)

構成比を記載。(括弧)内は、回答会社数。複数回答あり

①剰余金の処分・配当

2023 年 6 月の株主総会では、自己資本の適正化を意図して剰余金の処分・配当に係る株主提案が 31 社 (うち、アクティビストからの提案と思われるものは 15 社) に対して行われた。主たる提案内容は、増配の提案であり、配当性向 100%の還元を

求めるもの（文化シャッター、テレビ東京ホールディングス等）、一定の還元水準を
求めるもの（30%の還元を求めるものとして、エスケー化研に対する提案）等が認め
られた。また、後記（ウ）ガバナンス関連の株主提案としての意味もある政策保有株
式を現物配当することを求める提案も見られた（文化シャッター、タチエスほか）。
2024年6月では、39社（うち、アクティビストによる提案と思われるもの25社）
にて剰余金の処分・配当に関する提案が行われており、上限を定めて会社提案分を控
除した金額を追加的に支払うという提案が多い点は変わらないものの、自己資本の
一定割合の配当（DOE）を求める提案（東亜道路工業ほか）が見られるほか、政策
保有株式の現物配当を求めるものも引き続き確認されている（三京化成）。

②自己株式の取得

自己株式の取得については、剰余金の処分・配当と同様自己資本の適正化を意図し
てこれまでも数多くの提案がなされている。2023年6月の株主総会では、25社（う
ち、アクティビストによる提案と思われるものは20社）に対して行われた。具体的
には、第一建設工業、戸田建設、高周波熱錬、ヤギ、京都銀行、熊谷組等に対して同
提案がなされている。内容は、株価、PBR1倍割れおよびROEの改善や過剰な自己
資本の適正化を理由に自己株式の取得を求めるものが認められる。2024年6月株主
総会では、自己株式の取得が12社（うち、アクティビストからと思われるもの10
社）、自己株式の消却が5社（うち、アクティビストからと思われるもの4社）とな
っている。なお、自己株式の消却の提案については、すべて、自己株式の消却を株主
総会の権限とする定款変更と合わせての提案となっている。

③ガバナンス関連

2023年6月の株主総会では、役員を選解任議案が24社（うち、アクティビストか
らの提案と思われるものは4社、具体的には東洋建設、焼津水産化学工業、コスモエ
ネルギーホールディングス、NCホールディングス）、取締役の過半数を社外取締役
とする定款変更議案が15社（うち、アクティビストによる提案と思われるものは14
社、具体的には第一建設工業、明星工業、バイタルケーエスケー・ホールディングス、
ハウス食品グループ本社等）、資本コストの開示に係る定款変更議案が4社（うち、
アクティビストによる提案と思われるものは2社、具体的には日本高純度化学、テレ
ビ東京ホールディングス）、譲渡制限付株式報酬制度の導入が9社（うち、アクティ
ビストによる提案と思われるものは8社、具体的には明星工業、ローム等）、株式保
有ガイドラインの制定に係る定款変更議案が3社（アクティビストによる提案と思
われるもので、具体的にはハウス食品グループ本社、リンナイ、セコム）、買収防衛
策の廃止が3社（アクティビストからの提案と思われるもので、具体的には焼津水産
化学工業、大井電気、フクダ電子）等の提案が確認された。2024年6月株主総会で

は、役員の選解任は23社（うち、アクティビストによる提案と思われるもの6社）、定款変更関連では、政策保有株式関連6社（アクティビストによる提案と思われるもの3社）、社外取締役関連4社（アクティビストによる提案と思われるもの2社）、買収防衛関連4社（アクティビストによる提案と思われるもの3社）、資本コストの開示関連11社（アクティビストによるとと思われるもの9社）、実験動物の動物別購入頭数の開示関連1社（アクティビストによるとと思われるもの1社）、ジェンダー平等、性差別の解消関連1社、譲渡制限付株式等株式報酬制度関連が6社（アクティビストによるとと思われるもの4社）等となっている。

2023年6月総会での役員選任議案の提案理由としては、ガバナンス体制や株主価値の向上を理由とするものが認められる。具体的には、現行のガバナンスに問題があったとするもの（東洋建設）、現在のガバナンスの不全に対し対話を経て提案者より提言がなされたものの、提案者が提言する事項について会社において真摯に議論する姿勢が示されていないことを理由とするもの（焼津水産化学工業、コスモエネルギーホールディングス）、株主共同の利益に十分に配慮した監督機能が発揮されていないことを理由とするもの（NCホールディングス）等がある。

取締役解任議案としては、兼職数の多さ、社外役員（監査役と取締役通算）就任期間が7年、社外役員の属性（弁護士）に偏りがあること等を理由とするもの（シチズン時計）、不祥事発生を理由とするもの（スルガ銀行）等の事例がある。

コーポレートガバナンス・コード原則4-8では、「プライム上場会社に対して少なくとも独立社外取締役を3分の1以上」とすることを求めているが、過半数を社外取締役とする定款の変更を提案するものがある。提案理由として、企業価値向上に向けたガバナンス体制の整備（第一建設工業、ハウス食品グループ本社等）が挙げられている。

資本コストの開示を求める株主提案については、前記の東京証券取引所の要請を踏まえ、資本コストが株主および市場との対話の重要な指標であることや、PBR1倍割れに伴い、資本コストを意識した経営が課題であることが理由として挙げられている（日本高純度化学、テレビ東京ホールディングス）。

譲渡制限付株式報酬制度の導入を求める株主提案については、取締役と株主の価値共有を図るために適切なインセンティブを付与すること（明星工業、ローム等）が理由として挙げられており、併せて、株式保有ガイドラインの策定や取締役の株式保有状況の開示を求める提案がある。

株式保有ガイドラインを制定する提案理由として、欧米においては一定量の株式を継続して保有することを求める株式保有ガイドラインが採択されており、定款に同様のガイドラインの制定を求めるものがある（ハウス食品グループ本社）。

買収防衛策の廃止に関する株主提案の理由としては、株主価値の向上に反するというもの（焼津水産化学工業）や株主総会の意思確認プロセスを欠き株主の意思をな

いがしろにするというものがある（フクダ電子）。いわゆる事前警告型買収防衛策は、議決権行使助言会社や機関投資家から批判が強く、買収防衛策の廃止の株主提案があった場合、少なくない賛成票が集まる傾向があり、場合によっては株主提案議案が可決される可能性がある。焼津水産化学工業の事例では、株主提案に対する反対の議決権割合は 66.6%（可決要件は過半数）、フクダ電子の場合は、株主提案に対する賛成の議決権割合は 24.32%となっている。

前記のほか、職場のジェンダー平等実現を目指し、男女賃金や管理職における男女比等の性差別解消を定款に定める株主提案があり、2023 年の賛成率は 20%を超えた事案（関西電力）があったが、2024 年にほぼ同内容の提案が行われた際の賛成率は 6.30%と大幅な低下となった。2023 年 3 月期の有価証券報告書から「女性管理職比率」、「男性育児休業取得率」および「男女間賃金格差」の開示が求められており、ジェンダー平等の状況を株主が目にする機会も増えることが想定される。開示の内容次第でこのような提案の動向は変化するものと考えられる。

④環境関連

2023 年 6 月総会における環境関連の株主提案としては、温室効果ガス排出量削減目標達成に向けた事業計画の策定、公表（電源開発）、気候変動関連の渉外活動の評価および年次報告書の作成（トヨタ自動車）、気候変動リスク対応（焼津水産化学工業）等が挙げられる。

パリ協定の目標に沿った事業計画の策定や進捗状況の報告をすること（電源開発）、パリ協定の目標に整合しているかについて報告書を作成すること（トヨタ自動車）、ネットゼロへの移行を実行すること（焼津水産化学工業）を定款に定めることが提案されている。

環境関連の株主提案は、従来、環境 NGO 団体からなされることが散見されたが、3 社はいずれも投資ファンドから提案されている。

米国における ESG 関連の株主提案の状況については、Harvard Law School Forum on Corporate Governance 2023 年 6 月 28 日付「2023 AGM Early Season Review」に詳しい。以下、同報告より。

- ・ ESG 関連の株主提案の総数は過去最高。2023 年 5 月 15 日時点で 951 件。
- ・ 一方、ESG 関連の株主提案に対する賛成率は、過去 2 年間で減少傾向。過半数の支持を得た提案は 24 件（前年は 48 件）となっている。
- ・ ESG 関連の提案では、取締役会や従業員の多様性、公共支出、リプロダクティブ・ライツ等、より具体的に ESG への影響に焦点が当たるとつれて支持率が低下している。
- ・ 反 ESG 提案は昨年より 2 倍となっているものの、賛成率は低下（9.2%→6.2%）。

- ・ガバナンス関連で、取締役会議長の独立（independent chair）提案が最も賛成率が高いもののその割合は低下傾向。
- ・新しいタイプの提案としては、「ビジネスと社会」に関する提案が 11 件なされている。企業が非中核的な政治問題に関与するリスクとこの種のパートナーシップについての報告を求める提案内容となっている。
- ・環境関連提案は微増ながら賛成率は低下（38%→26%）。
- ・気候ロビー活動とパリ協定またはネットゼロ目標との整合性を求める提案は、19 件確認されており、6 件が平均 35%の賛成を得ており、5 件は 30%以上の賛成、1 件は 47.4%の賛成を獲得している。
- ・社会問題に関連した提案は 420 件以上となり過去最高を記録。賛成率は低下（24%→20%）。
- ・リプロダクティブ・ライツに関する提案は、前年比で 4 倍以上（4 件→22 件）。多くの企業では、従業員の権利としての問題となっているが、金融機関やテクノロジー企業については、ユーザーデータの保護の文脈での提案となっている。賛成率は低下（25%→13%）。議決権行使助言会社は、企業開示の増加に伴う潜在的法的リスクを引き合いに出して賛成推奨に躊躇している模様。
- ・DEI（Diversity Equity and Inclusion）については、賛成率は低下傾向ながら、人種的公平性、公民権に関する監査、企業の多様性、公平性、インクルージョンプログラムの有効性に関する情報開示等具体的かつ詳細な要求となっている。
- ・人的資本管理に分類される結社の自由（FOA：Freedom of Association）や労働者の団結権に関する提案は 15 件となっており、うち 1 件が承認されている。
- ・公共支出、政治献金やロビー活動に関する提案は賛成率が低下したものの相応の関心を集めている（政治献金：40%→24% ロビー活動：38%→28%）。
- ・事前通知規定（後記「7（2）①取締役の選任に関する株主提案が可決した場合の留意事項」参照）に関する附属定款規定の改正が数社で実施されている。
- ・2023 年は、過去最高数の ESG 関連提案が行われたものの、企業、株主間の積極的なエンゲージメントにより取り下げが多かった模様。

2024 年初頭の状況については、Georgeson のレポート（「2024 AGM Season:another record-breaking year for shareholder proposals-with renewed focus on governance」2024 年 6 月 24 日）で以下のような点が示されている。

- ・Russell 3000 構成会社の年次株主総会に提案された ESG および反 ESG 関連の株主提案は 998 件となり 2022 年（941 件）、2023 年（947 件）を上回る

状況。

- ・反 ESG 提案は昨年比 19% (112 件) 増加。一方、賛成率は 1 桁台前半にとどまる状況。
- ・ガバナンスに関する提案は 18% 増加。ガバナンスに関する提案への支持は高まっている模様。2023 年中に可決となったガバナンス関連提案は 24 件だったが、今シーズンは現時点で 36 件となっている。
- ・今シーズンで新たに注目すべきテーマは、人工知能 (AI)、生物多様性、労働者の健康と安全等。
- ・人工知能関連の提案は 15 件 (2023 年は 0 件)、生物多様性関連は 12 件 (2023 年は 0 件)、労働者の健康と安全に関する提案は 16 件 (2023 年は数件)
- ・気候変動関連では、スコープ 1 と 2 に焦点を当てた提案の支持 (35%) がスコープ 3 を含む提案の支持 (23%) より高い状況。

加えて、ISS-Corporate のレポート (「Pro-ESG Shareholder Proposals Regaining Momentum in 2024」2024 年 5 月 22 日) では以下の指摘がなされている。

- ・2024 年 1 月から 5 月に開催された Russell 3000 を構成する会社の株主総会で審議された株主提案の賛成率の中央値は 20.6%。
- ・ガバナンスと報酬に関する提案に関する株主の関心は高くなっており、賛成率の中央値は 34.9% となっている。
- ・環境関連提案は減少、社会関連提案はほぼ横ばい。賛成率はわずかに上昇。
- ・投票に至ったテーマのうち上位 5 件は①特別多数を要する投票要件の緩和 (37 件、投票済提案に係る賛成率中央値 76.2%)、②温室効果ガス削減 (36 件、投票済提案に係る賛成率中央値 24%)、③取締役会議長の独立性 (30 件、投票済提案に係る賛成率中央値 32.8%)、④経営権の変更に係る退職契約の株主による判断 (投票) (25 件、投票済提案に係る賛成率中央値 7.3%)、⑤政治献金の開示 (22 件、投票済提案に係る賛成率中央値 30.5%)、となっている。株主が幅広いテーマに注目していることを示している。

(4) 株主提案の対象となる会社の特徴

前記の通り、大株主のほか、投資ファンド等や環境 NGO 団体等から株主提案がなされるが、これらの株主が株主提案権を行使する対象会社の特徴としては、大きく分けア、資本効率改善に課題のある会社や、イ、サステナビリティ対応に課題のある会社が挙げられる。

ア. 資本効率改善に課題のある会社

コーポレートガバナンス・コードやステュワードシップ・コードを踏まえ、上場会社と投資家間において対話が求められるようになった。

また、2023 年 3 月 31 日に東京証券取引所が「資本コストや株価を意識した経

営の実現に向けた対応」を要請したことを踏まえ、PBR1 倍割れの企業においては従来よりも厳しい目が向けられている。

このような環境を背景に、低 PBR、低 ROE、キャッシュリッチ、ガバナンス体制の不備が認められる企業に対して、投資ファンド等がコーポレートガバナンス体制の強化、事業戦略や事業ポートフォリオの見直し、配当や自己株式の取得を含む資本効率性を意識した財務資本戦略の在り方の見直しを要求することが増えている。

イ. サステナビリティ対応に課題のある会社

2021 年 6 月 11 日に改訂されたコーポレートガバナンス・コードでは、プライム市場の上場会社に対して、気候関連開示を求めるようになった。また、2023 年 1 月 31 日、企業内容等の開示に関する内閣府令等の改正により、有価証券報告書等において、サステナビリティ情報の開示が求められることとなった。

こうした開示に係る要請を背景に、気候変動関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) への取組みへの開示等を求める株主提案が増加している。業種としては、銀行業、電気・ガス業、総合商社、自動車会社に対する株主提案が認められる。

気候変動に係る株主提案の賛成率は、5%～36.4%であり、従前より賛成率が低下しているが、各社において気候変動対応が進んでいることが理由となっており、開示が十分でない企業においては、引き続き開示を求める株主提案がなされる可能性がある。

気候変動対応関連の株主提案に対しては、会社側の取組みを評価し、株主提案に反対する機関投資家が多いが、一部の機関投資家は株主提案に賛成しているため、注意が必要である（後記「6. (2) ESG(環境、社会、企業統治)関連提案」参照）。

4. 議決権行使助言会社、国内外機関投資家の対応

(1) 助言会社の株主提案への助言基準

① 議決権行使助言基準ガイドライン上の記載

多くの機関投資家の議決権行使に影響力を持つ議決権行使助言会社は、米 I S S (Institutional Shareholder Services Inc.) と米グラス・ルイス (Glass, Lewis & Co.) の2社が挙げられる。両社は毎年12月～翌1月頃に翌年の株主総会に向けた議決権行使助言基準のガイドライン(英語版が先に公表され、その後日本語版が公表されるのが通例)を発行している。

ガイドラインには株主提案がなされた場合の行使助言基準も記載されているが、両社とも「個別判断する」旨の記載としている。その上で、「賛成を推奨/支持」する場合や「反対を推奨/好ましくない」場合についての例示がある。引用すると図表4-1の通りとなる。

もし会社に対して株主提案がなされた場合には、会社から I S S、グラス・ルイスの両社に面談依頼をして取締役会の考え方を説明することも考えられ、下表の記載内容を踏まえながら説明内容を検討する必要がある。

【図表4-1】 I S S、グラス・ルイスのガイドライン上の記載

助言内容	I S S	グラス・ルイス
原則として 賛成を推奨/ 支持	合理的なコストの範囲内で、コーポレートガバナンスの改善が期待できる株主提案	株主価値の向上または株主の権利を守ることにつながる可能性が高い株主提案 株主提案を支持することにより、より良い開示を促し、リスクを緩和することにつながると判断した場合
原則として 反対を推奨/ 好ましくない	事業活動や範囲を制約するような提案や、実行に多大なコストを伴う株主提案	株主が直接的な手段で、会社の事業内容や業務執行等に対して細かく管理をする株主提案
その他	株主提案が対案となるような会社提案がある場合、それら会社提案について、助言基準を適用せず、個別判断することがある	アニュアル・レポート、サステナビリティ・レポート、会社ウェブサイト、NGO団体ウェブサイト、報道記事等の公開情報をもとに、各会社のリサーチをし、それぞれの会社が置かれている状況を考慮した上で、最終的な助言方針を個別に決定する

出典：ISS、グラス・ルイス 2024 年版日本向け議決権行使助言基準

②実際の助言レポート発行例

次に、同一の株主提案に対して、助言会社2社の「個別判断」において見解の相違が生じた事例について比較したのが図表4-2である。

下表は株主提案においてISSとグラス・ルイスが異なる助言をした事例の一部とその理由を抜粋したものである。いずれも当該企業の取締役会は反対を推奨し、ISSは賛成推奨、グラス・ルイスは反対推奨としている。

【図表4-2】ISS、グラス・ルイスが異なる助言をした事例とその助言理由

対象議案等	ISS	グラス・ルイス
富士ソフト 2022年12月臨時総会 第3号議案 取締役2名選任の件 (候補者番号2) 提案株主：3D OPPOR-TUNITY MASTER FUND 賛成率：46.45% (否決)	賛成推奨 株主提案の候補者の経験が会社の不動産所有戦略の再評価に役立ち、コーポレート・ガバナンス構造の最適化に関する議論に貢献する	反対推奨 会社提案に基づく取締役構成が企業価値向上に資する(株主提案の候補者は金融市場に重きを置いた経歴との会社見解を踏まえ)
日本たばこ産業 2023年3月定時総会 第5号議案 定款一部変更の件 (子会社の管理) 提案株主：LIM JAPAN EVENT MASTER FUND 反対率：81% (否決)	賛成推奨 子会社を上場子会社として維持する根拠をより透明化する必要がある	反対推奨 株主提案のメリットに疑問(子会社の上場理由やガバナンス実効性確保のための施策が開示されている中、完全子会社化や売却に関する内容を定款に定めることは資本市場に不要な憶測を惹起させる危険性も含んでいる)
トヨタ自動車 2023年6月定時総会 第4号議案 定款一部変更の件 (気候変動関連) 提案株主：Kapital-	賛成推奨 会社は気候変動関連の涉外活動の評価に十分な情報を株主に提供していない	反対推奨 株主提案のメリットに疑問

foreningen MP Invest、Storebrand Asset Management、 APG Asset Management N.V. 賛成率：15%（否決）		
--	--	--

出典：各社開示情報等を基に作成

前記事例のうち、富士ソフトと日本たばこ産業については、株主提案の中で「ISSが賛成推奨し、グラス・ルイスが反対推奨したもの」と「ISSとグラス・ルイス両社が反対推奨したもの」が混在しており、その賛成率／反対率をまとめたものが下表である。同一会社で助言会社1社が賛成して1社が反対したか、あるいは両社が反対したかの違いで、賛成率／反対率に約5～12%ptの差異が生じている。株主構成や株主への情報提供等の様々な要素に左右されるため一概には言えないものの、助言会社の賛成／反対推奨に一定の影響力があることが見て取れる。

【図表4-3】賛成率／反対率の差異

	ISS 賛成・GL 反対	両社反対
富士ソフト 2022年12月臨時総会 (参考：外国法人等の所有株式数の割合は42.41% (第53期(2022年1月1日～2022年12月31日)有価証券報告書))	賛成率 46.45% (第3号議案、 候補者番号2)	賛成率 41.83% (第3号議案、 候補者番号1)
日本たばこ産業 2023年3月定時総会 (参考：外国法人等の所有株式数の割合は12.12% (第38期(2022年1月1日～2022年12月31日)有価証券報告書))	反対率 81% (第5号議案)	反対率 93% (第6～8号議案)

出典：各社開示情報等を基に作成

(2) 国内外機関投資家による株主提案権の行使状況

①2023年、2024年6月株主総会における概況

2023年6月株主総会での株主提案権の行使において、全体の株主提案が社数ベースで過去最高を更新した中で、機関投資家からの提案も過去にない水準に達している。多くを占めたのは一部のアクティビストによる複数社に対する積極的な株主提案であり、90社のうち43社（前年は76社のうち38社）と半数近くを占める。中でも Nippon Active Value Fund plc は9社への提案（前年9社）を実施したほか、

LONGCHAMP SICAV（代理人 ダルトン・インベストメンツ・インク）は5社への提案（前年なし）を実施した。2024年6月は、91社に対し提案が行われており、機関投資家からの提案は44社となっている。具体的な提案状況としては、ストラテジックキャピタルが8件と最多。これにダルトンが5件と続いている。

このほか、国内の著名ヘッジファンドや外資系大手運用会社、大手年金基金等も株主提案を実施しており、以下これらによる株主提案の内容等を具体的に確認する。

②株主提案例：欧州機関投資家によるトヨタ自動車への提案（2023年6月定時総会）

ア．提案株主

- ・APGアセット・マネジメント（オランダ）
- ・ストアブランド・アセット・マネジメント（ノルウェー）
- ・アカデミカペンション（デンマーク）

イ．提案内容

当会社定款に以下の規定を追加する。

「当会社は、直接及び業界団体を通じて行う当会社の対外発表を含む気候変動関連の渉外活動が、気候変動が当会社にもたらすリスクを減少させることによりどのように寄与しているか、並びにパリ協定の目標及び2050年カーボンニュートラル実現という当会社の目標と整合しているかにつき事業年度毎に包括的に評価し、かつかかる評価結果を取り纏めた報告書（機密情報は省略することができる。）を合理的な費用にて作成する。報告書には、パリ協定の目標及び2050年カーボンニュートラル実現という当会社の目標と整合しない活動の概要及び是正策を記載するものとする。」

ウ．提案の経緯・背景

デンマークの大学職員等の年金基金であるアカデミカペンションは、IGCC（Investor Group on Climate Change）やClimate Action 100+の一員として気候変動に高い関心を持って投資活動を実施してきた。同社は気候変動に関するロビー活動をテーマに企業への働きかけを実施しており、議決権行使と対話を主な手段としつつ、オーストラリアの鉱山企業BHPグループへの株主提案やドイツのフォルクスワーゲンの提訴といった手段を用いたことがある。

同社は2021年にトヨタ自動車に対して「投資家として貴社のロビー活動は長期的な株主価値の創造の観点から望ましいものではなく、当ファンドは株主提案を検討している」旨を伝えて面会を希望し、同年株主提案を提出したものの、トヨタ自動車がロビー活動に関する報告書の公表を約束したことを受けて当該提案を取り下げている。しかし、報告書の質が満足できるものではなかったため

対話を継続し、最終的には2023年、ストアブランド・アセット・マネジメント（2021年にトヨタ自動車との対話を開始）、APGアセット・マネジメント（2022年にアカデミカペンションによる対話に参加）と共同で株主提案を提出している。

2024年にも同じ株主（Kapitalforeningen MP Invest=アカデミカペンション）より同内容の提案を受けているが賛成率は低下（15.1%→9.17%）することとなった。

③株主提案例：欧州機関投資家、オーストラリアNGOによる電源開発への提案（2022年6月定時総会、2023年6月定時総会）

ア. 提案株主（2023年6月定時総会）

- ・アムンディ（フランス）
 - ・HSBCアセット・マネジメント（イギリス）
 - ・オーストラリア企業責任センター（ACCR、オーストラリア）
- ※2022年6月定時総会は、マン・グループ（イギリス）も参加

イ. 提案内容（2023年6月定時総会）

提案1 定款の一部変更

本会社定款に以下の規定を追加する。

「第X条

1. 本会社の長期的な企業価値を高めるため、本会社は、パリ協定の目標に沿った温暖化ガス排出量削減にかかる科学的根拠に基づく短期的及び中期的目標を達成するための事業計画を策定し公表するものとする。
2. 本会社は、各事業年度ごとに、前項に定める目標の進捗状況について年次報告書において、合理的な費用にて報告するものとする（機密情報は省略することができる。）」

提案2 定款の一部変更

本会社定款に以下の規定を追加する。

「第Y条

本会社は、年次報告書において、本会社の報酬方針が本会社の科学的根拠に基づく短期的及び中期的な温暖化ガス排出量削減目標の達成をどのように促進するものであるかにつき合理的な費用にて詳細を開示（機密情報は省略することができる。）するものとする。」

ウ. 提案の経緯・背景

本件は、日本企業に対して欧州の大手機関投資家が共同で実施した初めての

株主提案であり、2022年から2年連続で同趣旨の提案がなされたものである（2024年6月は提案なし）。

A C C Rは、2013年に設立された株主の権利保護活動および研究を行う非営利のイニシアティブで、温室効果ガス排出量の多い上場企業に投資する機関投資家向けに、エンゲージメントのエスカレーション支援を行っている。また、株主提案をはじめとする企業に対するエンゲージメントを行う目的で、オーストラリア市場、日本市場およびロンドン市場における企業の株式を小規模保有している。

同社は、温室効果ガスの実質排出量について設定した閾値を超え、かつその排出量の削減余地が認められる企業をエンゲージメントの対象としており、対象企業の脱炭素化や排出量削減の実現に向けたあらゆる選択肢を検討している。

本件株主提案について、A C C Rの「投資家向け概要（2022年6月定時総会向け）」には、提案株主は電源開発の脱炭素化に関するコミットメントと戦略について交渉を重ねたものの、対応が不十分だとして株主提案に至ったものであると記載されている。

2022年6月定時総会における株主提案と翌年の提案はほぼ同内容だが、翌年の提案において提案株主は「2022年の定時株主総会における重要な株主投票への対応は、必要不可欠なコーポレートガバナンス・プラクティスの欠如を示唆している」として批判し、株主提案以外に、脱炭素化戦略の責任者である取締役の再任案に反対票を投じる意向を表明していた。

【図表4-4】経年での株主提案賛成率の推移

	議案・賛成率		
	事業計画の策定・公表	設備投資の開示	報酬方針の開示
2022年6月総会	25.8%	18.1%	18.9%
2023年6月総会	21.2%	(上程なし)	15.0%

(3) 2023年6月総会に見る国内外機関投資家の株主提案への議決権行使状況

① 全体的な傾向

機関投資家は、議決権行使にあたって助言会社の賛否推奨レポートも参考しているが、スチュワードシップ・コードの広まり等を踏まえて、自社でより厳格な議決権行使基準を設定・運用する例も増加してきている。また、過去はアクティビストには賛成しないという姿勢をとっていた中長期運用の機関投資家も、ここ数年は「反対する理由のない」株主提案に対しては提案者の属性にかかわらず賛成するケースが増えており、2023年6月総会における全体的な傾向として、下表の通り賛成行使の

割合には大きくばらつきはあるものの、複数の機関投資家において株主提案議案に対する賛成行使の割合が前年比で上昇した。気候変動対応に関連する提案では賛成率が20%を超える議案が4社で確認されている。

【図表4-5】主な機関投資家別の株主提案への賛成割合(2023年4～6月総会)

機関投資家名	株主提案への議決権行使のうち 賛成行使をした割合(前年比)
野村アセットマネジメント	17.8% (+8.1%)
三井住友トラスト・アセットマネジメント	9.7% (+4.4%)
りそなアセットマネジメント	3.4% (+1.6%)
J Pモルガン・アセット・マネジメント	38.9% (+20.9%)

個社の状況を詳しく見ていくと、例えば、野村アセットマネジメントは株主価値向上またはコーポレートガバナンス強化に資すると考えられる議案に賛成したとしており、2023年11月に改定した議決権行使基準においては、株主提案の定款変更議案について、TCFDの最終報告書に則った開示を求めるもの、取締役の株式保有に関するガイドラインの策定を求めるものについては賛成することを明記している。

②個別議案への行使結果

全体的な傾向として機関投資家の株主提案への賛成比率は上がりつつあるが、個別議案への議決権行使は個々の議案の性質に応じて賛否が判断されることもある。行使理由について丁寧な開示がなされている野村アセットマネジメントを例に、差異を見ていきたい。

【図表4-6】野村アセットマネジメントの「剰余金の処分」議案への賛否・理由(2023年6月総会)(抜粋)

賛否	理由
反対	株主価値向上又はガバナンス強化に対する効果が確認されないため
賛成	追加的な株主還元を求める議案。事業規模対比で金融資産の保有が多いこと、金融資産の用途が明確でないこと、財務健全性への影響が限定的であること等を考慮のうえ株主価値向上に資すると判断し、当社基準に則り賛成しました。

出典：野村アセットマネジメント 議決権行使結果を基に作成

剰余金の処分を求める株主提案において、同社は26議案のうち4議案にのみ賛成行使をしており、理由は前記の通りである。これを踏まえると、過大な金融資産を保

有しており、使途が明確に開示されていない場合については、株主提案に賛成することが株主価値向上に資すると判断されることがわかる。各企業においては、日頃から自社の資本市場における現状や取組み状況を把握した上で、自社の課題と株主提案がなされた場合に取りうる打ち手を検討しておく必要がある。

5. 株主提案の可能性のある株主・投資家への対応

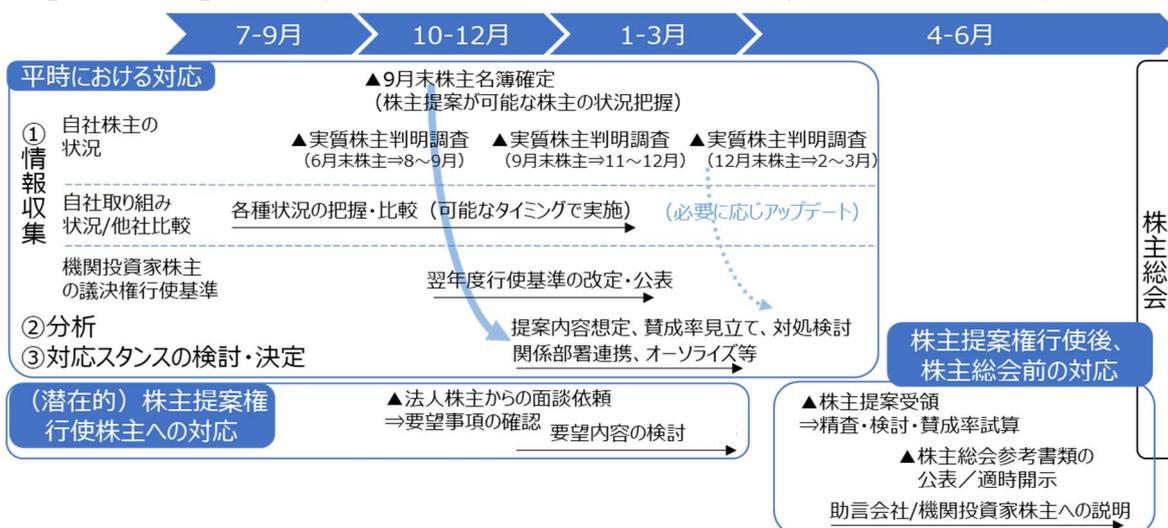
(1) 平時における対応

株主提案を株主との対話のツールと捉えた場合、想定した対応は株主総会前の数か月間のみに限られた取組みではない。平時に準備を整えておくことで株主提案書受領後の対応をスムーズに進められるだけでなく、株主の不満を解消して株主提案自体を未然に防げる可能性もある。

平時における株主提案を見据えた対応として、大きく「情報収集（自社株主、自社取組み、機関投資家株主の議決権行使基準）」「分析（リスクの重みづけ）」「対応スタンスの検討・決定」が考えられ、自社の状況等に応じて適宜取捨選択して取り組むことも可能である。また、株式事務、法務、総務、IR、SR等で担当部署が異なる場合も多く、日頃から関係部署で連携を進めておくが良い。

なお、これらの前提として、平素からIR面談等へのマネジメントの参画を通じて投資家の考え方への理解を醸成しておくことや、世界的なアクティビズムの傾向把握（企業にどのような要求がなされるのか）を進めておくことが望ましい。

【図表5-1】株主提案対応に関する年間スケジュール例（6月総会会社の場合）



① 情報収集

ア. 自社株主の状況

定期的に、自社の潜在的提案株主（株主提案が可能な株主）を把握し、株主提案を行う可能性があるか検証することが考えられる。

- ・個人株主：上半期末時点の株主提案が可能な株主の状況

（該当株主数、過去の株主総会での発言状況、入電等の内容等）

※上半期末時点で株主提案が可能な株数・割合の条件を満たす株主が、期末まで保有した場合は株主提案が可能となる。

- ・法人株主：実質株主判明調査を通じた機関投資家株主別の保有状況（他社株主総会での株主提案状況等）

イ. 自社取組み状況／他社比較

自社の日本企業内、業界内での状況を把握し、ベストプラクティスとの乖離がどの程度か把握しておくことで、潜在的に株主提案を受けるリスク（脆弱性）があるかを洗い出しておくことが考えられる。具体的には以下の項目が考えられる。

- ・財務指標（配当性向、総還元性向、TSR、DOE、PBR、ROE等）
- ・資産の状況（政策保有株式を含む金融資産の保有状況・用途、キャッシュ配分方針等）
- ・サステナビリティに関する取組み状況（温室効果ガス排出量削減目標、TCFD開示状況、ジェンダー・ダイバーシティ等）
- ・ガバナンスに関する状況（機関設計、独立社外取締役の人数・割合、役員の独立性/多様性、役員の在任期間、役員報酬、買収防衛策、政策保有株式の縮減等）

加えて、経営の観点から、事業ポートフォリオ戦略（非中核事業の売却、買収等による中核事業の強化、事業成長ばかりではなく事業維持の観点からの人的資本の確保等）の実践、適切な情報開示等による株主資本コストの低減等の企業価値最大化に向けた経営の実践とその経過、結果の開示等にも取り組むことが考えられる。

ウ. 機関投資家株主の議決権行使基準と過去の議決権行使動向

アの機関投資家株主の保有状況を踏まえ、上位となる機関投資家株主については、公表されている議決権行使基準を把握しておくことが考えられる。また、これにあわせ、スチュワードシップ・コードでも開示が求められている議決権行使結果から株主提案議案に対する賛否状況を確認しておくことも有用と考えられる。多くの機関投資家株主が毎年秋～翌春にかけて議決権行使結果、改定した議決権行使基準を公表しており、株主提案に対する行使結果、行使基準を把握しておくことで、株主提案がなされた場合の賛否判断をある程度予測することが可能となる。

②分析（リスクの重みづけ）

前記情報収集の結果を基に、どのような項目・内容での株主提案がなされるかを想定し、それぞれにどの程度の賛成率が見込まれるのか、どのような対処方法が取りうるのかを分析する。

図表5-2は、株主提案がされる主な項目・内容とその対処方法例をまとめたものである。株主提案の内訳としては、定款変更が6～7割、株主還元が1～2割、取締役選解任が1割程度で、概ね9割がカバーされる。

賛成率の試算にあたっては、実質株主判明調査で判明した上位機関投資家株主の議決権行使基準等を踏まえて行うほか、個人株主の賛成率は他社での同様の株主提案での実績値を勘案しレンジで試算する方法が考えられる。

【図表5-2】株主提案の項目・内容に応じた対処方法（例）

項目	内容	企業の対処方法（例）
定款変更 (可決可能性は 相対的に低い)	気候変動開示の充実、取締役の個別報酬の開示、政策保有株式の処分等	<u>気候変動への対応の強化</u> <u>取締役の報酬、政策保有株式に対する自社の考え方の整理</u> 提案株主との対話 招集通知での丁寧な説明 <u>開示充実可否の検討</u> 取締役会意見等の開示 <u>機関投資家株主との個別面談</u> プロキシファイト等
	クレーム等（個人株主中心）	招集通知での丁寧な説明
株主還元	増配、自己株式取得	<u>株主還元策の強化</u> 提案株主との対話 招集通知での丁寧な説明 <u>株主還元算定ロジックの明示</u> 取締役会意見等の開示 <u>機関投資家株主との個別面談</u> プロキシファイト等
取締役選解任	取締役の選任	<u>取締役会の構成における多様な経験・技能・属性の確保</u> 提案株主との対話 招集通知での丁寧な説明 <u>必要スキル、役員構成の明示</u> 指名委員会における検討 取締役会意見等の開示 <u>機関投資家株主との個別面談</u> プロキシファイト等

※対処方法に下線が引かれているものは、株主総会シーズン開始前の閑散期に検

討することが可能な取組み

③対応スタンスの検討・決定

対処方法のうち、平時から取組みが可能なものについては、関係部署で連携のうえ複数案を検討してスタンスを決定（可能であれば経営トップや取締役会まで）しておく、仮に株主提案権が行使された場合にスムーズな対応が可能となる。

複数案を検討する場合は、「会社スタンスの変更を伴うもの（変更の程度に応じ、この中で複数案を検討することも考えられる）」「従来のスタンスに基づいてより丁寧な定量的な説明を行うもの」という形で分類し、定量的な比較を試みると説得力が増す可能性もある。

(2)（潜在的）株主提案権行使株主への対応

他社で株主提案の実績がある法人株主（アクティビスト、環境NGO、機関投資家株主等）から株主総会の半年程度前に面談依頼があった場合、株主提案権の行使を検討している旨を面談で告げられる可能性もある。この場合は、提案に至る根拠や企業に対して求める内容をヒアリングのうえ、社内では対応可否を検討する。仮に対応が可能な場合や、対応できなくても一定の前進があって納得が得られた場合は、株主提案を未然に防ぐことができる可能性もある。

また、仮に株主提案権が行使される場合は、株主総会参考書類に取締役会の意見を記載することとなる。これを踏まえると経営トップに一報のうえ、株主からの要望と会社の対応スタンスを取締役会における意見決定までに報告・検討しておくことが考えられる。コーポレートガバナンス・コード原則5-1では、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針の検討・承認および開示が求められているが、当該方針には、対話において把握された株主の意見・懸念の取締役会への適切かつ効果的なフィードバックのための方策を含めることが求められており（コーポレートガバナンス・コード補充原則5-1②(iv))、この趣旨にも合致した対応と言える。なお、取締役会議事録は株主からの閲覧、謄写請求の対象となっており（法371条2項、3項、6項）、請求に際して必要となる裁判所の許可は比較的認められやすいとの指摘もある。企業内での検討状況等の詳細な記載を取締役会議事録に残すかどうかは十分に留意する必要がある。もっとも、株主提案を不適法として取り上げない場合には、後日の提案株主との間の紛争に備えて、当該株主提案を取り上げないこととした判断過程および議論については証拠化しておくことが望ましいと考えられる。

この対応スタンスの検討にあたっては、仮に会社としてすべての提案の受け入れが難しい場合であっても、株主の要望の一部を受け入れ、中長期的な改善に向けた対話を継続することで、株主提案までには至らず終息する可能性もあり、単純な是々非々の議論ではなく、会社自らが企業価値向上策を検討する中においてあくまでも自社の企業

価値向上に資するかという観点から漸進的な改善として参考とすべき点がないかを社内で検討することが望ましい。なお、提案株主からの株主提案・要求事項を参考とする場合であっても、株主提案等の外圧に屈して要求を受け入れたという印象を対外的に持たれることがないように、自社の企業価値向上策の一環として取り組んでいく工夫が必要である。

【図表5-3】株主提案を示唆された場合の検討スタンス（例）

	スタンス（例）	具体的な内容（例）
会社として受け入れ可能な事項	株主要望を受け入れ	・増配、自己株式取得等の実施 ・E S G情報等の開示充実
会社としてそのままでは受け入れが難しい事項	株主要望の一部受け入れ	・中期経営戦略等の改定による経営指標の追加、中期的方向性の明示 ・E S G情報等の一部開示充実
	株主要望を受け入れない	・受け入れられない理由の説明

(3)株主提案権行使後、株主総会前の対応

①提案内容の精査、検討、賛成率の試算

株主提案書を受領した場合、株主提案の行使要件を満たす適法な提案かを専門家（弁護士、株主名簿管理人、I R支援会社等）を交えて確認したのち、(1)～(2)で検討した会社としての対応スタンスを取締役会意見とするかどうか、他株主の目線を意識した文章表現も含めて検討する。

また、(1)の内容を活用しながら賛成率の試算を行い、レンジが可決圏内にかかる場合や、否決圏内であっても可能な限り賛成率を低下させたい場合は、自社の既存の対応や考え方を丁寧に説明した取締役会意見の速やかな開示や、株主提案に賛成の議決権を行使すると予測される機関投資家株主への個別説明を行うことが考えられる。

②株主総会参考書類の公表／取締役会意見の開示

株主総会参考書類の公表時までには、株主提案およびそれに対する取締役会の意見を開示することとなるが、株主総会参考書類の早期の公表が難しい場合は、株主提案を受けた旨および取締役会の意見について、先行して開示を行うことが考えられる。日本取引所グループ「上場会社向けナビゲーションシステム」のFAQ【株主総会の招集請求】でも、開示は必須ではないが、投資者に広く周知する必要があると考えられることから、開示を行うようにすべきである旨が説明されている。また、これにより、提案株主側のキャンペーン活動が先行して会社側が後手に回るリスクを減

殺できる可能性がある。

株主総会資料の電子提供制度を踏まえ、サマリー版アクセス通知とあわせて書面で提供する情報に株主提案の内容をどこまで含めるかを検討することも必要である。これについては「1.(3)②電子提供制度下における会社側のみの主張を記載した書面の追加提供」を参照されたい。株主提案の内容、提案理由とそれに対する取締役会の意見を併記したうえで、一般株主に広く株主提案への反対行使を呼びかける等、株主提案の具体的な提案内容や提案理由で指摘されている自社の問題点、社会的事情や同種提案に対する世論の動向等を踏まえ、会社側の反論内容やタイミング、書面で提供する際のボリューム等諸般の事情を総合的に考慮したうえで適切な方法を判断していく必要がある。機関投資家等による提案で、対話を通じて株主提案の予兆を把握することができた場合は、予兆が見られた段階から弁護士、証券代行機関、その他アドバイザーやPR会社等の関係者と相談する必要がある。また、先方が先行して株主提案への賛同を求める情報発信を行っている状況下では、その内容を踏まえたうえで取締役会意見をまとめるとともに、問い合わせ用の想定問答の準備を進める必要がある。

加えて、賛否が拮抗し、株主総会当日に会場での投票となる可能性がある場合は、株主総会の当日運営の再考(特に、バーチャル株主総会を継続して採用している場合の継続の可否)を行うと共に、招集通知において、株主が当日出席した場合は事前の議決権行使が撤回されたものと扱われる旨といった投票ルールや、ハイブリッド出席型バーチャル株主総会を実施する場合の議決権行使の取扱い(ログイン時に事前行使を無効とするか、実際に議決権行使するまで事前行使を有効とするか)を明記する等、株主へのルール周知方法についても十分に検討しておくことは有用と考えられる。

なお、株主提案を受けた旨の開示や、取締役会の意見については英文での開示もあわせて実施することが望ましい(プライム市場の上場会社は、適時開示情報は日本語との同時開示が求められている)。加えて、株主提案自体の英訳については、誤訳によるトラブルを避ける観点から、海外の機関投資家株主等からの提案については原文のまま開示し、国内のアクティビスト、機関投資家株主等の法人株主からの提案については英訳まで準備が可能であるかを確認すると良い。

③議決権行使助言会社、国内外機関投資家株主への説明

②と並行して、議決権行使助言会社や国内外機関投資家株主への説明を行い、取締役会の意見への理解を醸成していく必要がある。広く開示で対応する方法もあれば、個別にレターを作成・送付する方法等も考えられる。議決権電子行使プラットフォームサービスを運営するICJ社のサイトへの掲載も適宜活用すると良い。

まず議決権行使助言会社については、Web等から面談を申し込むことになるが、

会社によっては「招集通知の公表後は面談を行わない」「提案株主側、会社側の双方から意見を聞けない場合は面談を受け付けない」というスタンスをとる場合もあるため、注意が必要である。助言会社との対話については4(1)①を踏まえて実施する。最終的に推奨レポートが発行された後、その内容について反論すべき事項がある場合には当該推奨レポートに対する会社の意見を開示する方法で対応することとなる。

国内外機関投資家株主への説明は、5(1)①ウの内容を踏まえて実施するが、海外投資家は6月から夏季休暇に入る場合もあるので、持株数の状況を踏まえて早めにコンタクトすることが望ましい。

また、説明後に株主側の反応も踏まえて賛成率の試算をアップデートし、社内外の関係者に定期的に最新の状況を報告することも重要である。

④プロキシファイトへ発展した場合の対応

仮に株主提案を受けてプロキシファイトへ発展した際の対応は、社内および専門家との連携のうえ進めるが、詳細は第73回全国株懇連合会定時会員総会第2分科会審議事項「株主提案権に係る実務(大阪株式懇話会)」(以下、「第73回提案書」という。)の「IV プロキシファイト・委任状勧誘制度」を参照されたい。

(4) 株主総会当日の対応

株主総会当日の対応についても第73回提案書で詳説されており、「Ⅲ 株主総会当日の実務対応」を参照されたい。ここでは、第73回提案書の公表後の裁判例を踏まえた当日の運営上の注意点を記載する。

株主提案に限らず議案の賛否が拮抗し、当日投票による採決が行われる場合、事前の議決権行使の取扱い等の投票ルールを改めて株主に周知・説明を行うことが望ましい。採決の方法は、定款の定めがない限り、議長が合理的裁量によって決することができる場所であり、投票用紙以外の事情をも考慮して株主の投票内容を把握することが認められた後記裁判例もあるが、投票ルールが出席株主共通の理解、認識となるように丁寧な周知・説明を行うべきである。蛇足ながら、投票ルールについては、株主総会当日の受付係員、場内整理係員、投票実施時の投票対応係員等の会社側の関与者においても十分な理解が必要である。株主からの問い合わせがあった際に的確に回答できることが重要となる。

【裁判例：株主総会における投票用紙以外の事情による投票内容の把握】

(概略) 投票のルールが予め周知も説明もされておらず、そのために株主がこれを誤認したことがやむを得ない場合であって、投票用紙以外の事情を考慮すると、その誤認のために投票に込められた投票時の株主の意思が投票用紙と異なっていたと明確に認められ、投票後に意見を変更したものではないことも認められるから、議長において、これら投票用紙以外の事情をも考慮して認められるところにより株主の投票内容を把握し、それに沿った取扱いをすることも許容されるというべきであり、本件のような事実関係の下では、そのような取扱いをしても恣意的取扱いとはならない。

(関西スーパーマーケット事件

大阪高決令和3年12月7日 資料版商事法務454号115頁)

6. 経営事項(業務執行事項)に関する株主提案への対応

(1) 経営事項を含む株主提案の手法

① 業務執行に関する株主提案を巡る議論

会社法 295 条では、その 1 項で「株主総会は、この法律に規定する事項及び株式会社の組織、運営、管理その他株式会社に関する一切の事項について決議することができる。」と規定すると共に、その 2 項では、「前項の規定にかかわらず、取締役会設置会社においては、株主総会は、この法律に規定する事項及び定款で定めた事項に限り、決議をすることができる。」と規定している。会社法の立案担当者の解説によると、「株式会社と有限会社を一本化するに当たっては、このような株主総会と社員総会との権限の違いをどのように整理するかという点が問題となるが、会社法では、取締役会の設置の有無という基準で株式会社を区分し、取締役会が設置されていない株式会社の株主総会については旧有限会社の社員総会と同様の権限を認め、取締役会設置会社の株主総会については旧株式会社の株主総会と同様の権限を認めることとしている。」(相澤哲 細川充「新会社法の解説(7) 株主総会等」旬刊商事法務 1743 号 19 頁)との説明がなされている。この解説中にある旧株式会社の株主総会の権限に関する定めは平成 17 年改正前商法 230 条ノ 10 を指しており、具体的には「総会ハ本法又ハ定款ニ定ムル事項ニ限り決議ヲ為スコトヲ得」との定めとなっていた。株主提案権制度導入後に実施された株主提案に係る座談会の中で当時の立案担当者が業務執行に関する株主提案について①昭和 25 年に商法 230 条ノ 2 (旧商法 230 条ノ 10 の意) が定められ、それまで全能最高の機関であった株主総会に一定の制限がかかった、②有限責任の会社の場合には、常に他人に損害を与える危険性をはらんでいる業務執行は、専門家である取締役が善管注意義務をもって処理するのが大原則である、③その取締役をコントロールするために、必要な限度で無答責の株主がいろいろ決定することができるという仕組みになっていると考えると一定の限度があるべきとの議論は当然あってもよかった、④しかし、実定法的な解釈からいって、230 条ノ 10 は、定款で 25 年改正前の姿に戻せない趣旨だとまでいえるかどうかは疑問、といった趣旨の発言をしている(河本一郎他「株主提案をめぐる実務」別冊商事法務 No.80 12 頁)。

ア. 会社法における考え方

既述の通り、会社法では株主総会の権限について会社法 295 条 1 項で取締役会が設置されていない株式会社の株主総会については旧有限会社の社員総会と

同様の権限を認め、2項で取締役会設置会社の株主総会について旧株式会社の株主総会と同様の権限を認めることとしている。そして、2項では、株主総会の権限として留保できる事項について、特段の制約が設けられていない。これは、取締役会設置会社であっても、その実態において従前の有限会社に近い会社もあり、代表取締役の監督を取締役会が行うのか株主総会で行うのかは、各会社の実情に合わせて定款で定めればよいとの価値判断をしたことによるものとの解説がなされている（江頭憲治郎 中村直人編「論点体系会社法〈第2版〉2」第一法規 564頁（松井秀征））。

また、取締役会の設置の有無と株主総会の権限の範囲の問題については、取締役会の設置により株主総会の権限が限定されるという関係は、論理必然的なものではなく、会社区分と規律の区分との関係のわかりやすさという観点から採用された旨の解説が立案担当者よりなされている（相澤哲 細川充「新会社法の解説（7）株主総会等」旬刊商事法務 1743号 19頁）。平成17年改正前商法時の解説となるが、昭和25年の商法改正で、株主総会の権限を縮小したのは、「株主は経営の意思も能力もないから業務執行に介入しないというのが株主の通常の意味であるという考えにもとづくものにすぎず、それゆえ法定決議事項以外の事項を株主が特に欲して定款に規定すれば決議事項の拡張を認めるのが本条の趣旨であり、したがって法令上、原則として取締役会の決議事項と定め、かつ定款で総会の決議事項となしうる旨の明文の規定がある場合以外の場合についても定款で当該事項を総会の決議事項となすことができる」（上柳克郎他「新版注釈会社法（5）」有斐閣 25頁（江頭憲治郎））とされている。これに加えて立法論としては、「公開的な会社の総会は個別の業務執行に関し決定をなすにふさわしくない機関であって、取締役は総会決議に拘束されず自己の責任において業務執行をなすことが望ましい」とし、問題点として「業務執行に関する総会決議にも取締役が拘束されるとした場合、自己の意に反した総会決議を遵守して職務を遂行した結果、会社または第三者に損害をこうむらせた取締役の責任について解釈上困難な問題が生じる。」との指摘がなされ、これを受け「したがって、公開会社については、定款の定めにより総会の決議事項となしうる事項に制限を加える、または、業務執行事項についてはドイツ法のように総会における提案権者を限定する、もしくは決議の効力を勧告的なものにとどめる等の措置が検討されてしかるべき」との主張もなされている（上柳克郎他「新版注釈会社法

(5)」有斐閣 27 頁 (江頭憲治郎))。先の会社法 295 条 2 項の制定経緯や条文の規定ぶりを勘案すると、平成 17 年改正前商法時の考え方は現在の条文理解にも通じるものと思われる。

経営事項の決議に関して、株主提案の議案の種類としては、主に定款変更による決議と勧告的決議が実態として利用されているが、定款変更による決議の数が圧倒的に多くなっている。株主が企業に対して業務執行に係る何らかの具体的な取組みを求める場合には、「定款への規定新設を求める」という形式的な要件が整っていれば、実質的にどのような内容でも付議することが可能となることは既述の通りである。このため、提案される定款変更議案の内容は毎年多岐にわたっているのが現状である。

イ. 定款変更による決議

会社法 295 条 2 項の解釈により、いかなる意思決定事項であっても定款に規定を置くことにより株主総会の権限として留保できると考えられているが、近年の立法論として、「公開会社については、定款の定めにより総会の決議事項となし得る事項に制限を加える、または業務執行事項についての提案権者を取締役会等に限定する、若しくは決議の効力を勧告的なものにとどめる等の措置が検討されてしかるべき」との主張もある (上柳克郎他「新版注釈会社法 (5)」有斐閣 26 頁(江頭憲治郎)) ことは先に述べた通りである。経営事項・業務執行事項に関し取締役会が有する権限を株主総会に与える場合、①株主総会は決定を行う機関として不適切であり、能力に欠ける可能性がある、②株主総会に業務執行についての決定権限を与えることにより、株主総会の決定にしたがって業務執行を行う取締役が、信任義務に違反する業務執行をせざるを得なくなる恐れがある、③取締役会から権限を奪うことにより、取締役会による監督機能が失われる場合がある、④取締役会が有していた権限を株主総会にも付与することによって取締役会と株主総会が同じ事柄について決定権限を有することになり、異なる内容の決議がされた場合の取扱いが混乱する可能性がある、といった点が問題となりうるとの指摘がある (松元暢子「経営事項を内容とした株主提案権の行使について」東京株式懇話会会報第 819 号 6 頁)。指摘事項①については、最終的に会社の利益が帰属することになる株主自身が、特定の事項についてあえて株主総会で決定することを決議しており、しかも、その定款変更は決議要件

の厳しい特別決議によって決議されている以上、株主総会の希望を否定する理由はない、②については、取締役は株主総会決議を遵守する義務を負うのであるから、原則として、株主総会決議にしたがった業務遂行を行えば、善管注意義務違反に問われることはないと解するべきである。ただし、株主総会決議後に、株主総会決議の時点では生じていなかった事情変更があった場合には、株主総会決議の前提となった事実が失われているといえることから、改めて株主総会決議を採ることも検討すべきであり、そのような状態で漫然と株主総会決議に従った業務執行を行った場合には、善管注意義務違反に問われる可能性もある、③については、取締役会から株主総会に移された権限が、取締役の監督に関する事項である場合には、取締役会が権限を失うことにより、監督機能が弱まる恐れがあることは否定できないため、この場合については取締役会にも権限を留保しなければならないといった解釈が望ましい可能性はある。ただし、取締役会から株主総会に移される権限が、経営事項や業務執行の決定に関するものである場合には、この点は大きな問題とはならない、④については、経営事項・業務執行事項の決定権限が両者に与えられた場合には、主に取締役の任務懈怠責任の有無が問題となるところ、この点については②についての整理が妥当する、との考えが示され、その結果、定款の定めにより株主総会に対して与えることができる権限を制限する理由はないと考えられているとの指摘がなされている（松元暢子「経営事項を内容とした株主提案権の行使について」東京株式懇話会会報第819号7頁）。

定款の定めによって株主総会に与えることができる権限に制限はないという考え方を前提とすれば、本来、取締役会にて決定することが想定されている業務執行に関する事項を株主総会の権限とする定款変更に係る株主提案を制限する理由はないこととなる。

ウ．勧告的決議

定款変更による決議のほか、株主総会の構成員の意見を確認するための決議と位置付けられる勧告的決議を利用する方法も考えられる。勧告的決議とは、法的効力を持たず、また、株主総会の権限の行使として行われるものではない。このことは、定款に「株主総会は勧告的決議を行うことができる」旨の定めがあったとしても変わらないとされている（松元暢子「経営事項を内容とした株主提案

権の行使について」東京株式懇話会会報第 819 号 8 頁)。

更に、株主提案権の対象となるのは、株主総会の権限の範囲に属する事項に限られ、勧告的決議を行うことを求める提案は認められないと考えられており、これは、株主総会の権限の範囲に含まれない事項について勧告的決議を求める株主提案を行うことは、取締役会がその専門性に基づき自由な裁量によって業務執行の決定を行うことが困難になる可能性があるためである。ただし、取締役会が株主総会の意見を確認することの必要性を感じて、自主的に当該事項についての勧告的決議を行うことに問題はないとされている(松元暢子「経営事項を内容とした株主提案権の行使について」東京株式懇話会会報第 819 号 13 頁)。

以上のように、勧告的決議については、そもそも法的効力を有しないことから、経営事項・業務執行事項を含め、定款に定めがあるか否かにかかわらず禁止される理由はないものの、勧告的決議を求める株主提案を行うことは、取締役会に与えられている業務執行の決定権限の裁量に基づく自由な行使を妨げることになることから、その採否は取締役会の自由な裁量によることとなると考えられる。

②業務執行事項を目的とする株主提案、勧告的決議を求める株主提案の適法性が争われた裁判例

ア. ヨロズ株主提案議題等記載仮処分申立事件(東京高決令和元年 5 月 27 日)

定款の定めに基づき株主総会決議を経て導入された事前警告型の買収防衛策の廃止について、株主提案権の対象とはならないとした裁判例である。

a. 事案の概要

株式会社ヨロズ(東証一部上場、取締役会設置会社、以下本項目において「Y 社」という。)には「株主総会においては、法令または本定款に別段の定めのある事項を決議するほか、当会社の株式等(金融商品取引法 27 条の 23 第 1 項に定めるものをいう)の大規模買付行為への対応方針を決議することができる。」との定款の定め(以下、「本件定款規定」という。)があり、2018 年 6 月の定時株主総会において、Y 社株式等の大規模買付行為に関する対応方針(事前警告型買収防衛策、以下、「本件買収防衛策」という。)の継続が承認された。株主 X は、Y 社に対し、2019 年 6 月開催予定の定時株主総会において、本件買収防衛策廃止の件(以下「本件議題」という。)を議題の目的とすることおよび本件議題お

よび議案の要領等を株主総会招集通知および株主総会参考書類に記載することを求める株主提案（以下「本件株主提案」という。）を行った。これに対し、Y社が、「提案株主からは、買収防衛策の廃止を、2019年6月17日開催予定の第74回定時株主総会の議案とすること等についての株主提案を行う旨の書面を2019年4月9日付けで別途受領しておりますが、当社としては、当該株主提案の適法性について疑義があると考えておりますので、株主総会で取り上げることは予定しておりません。」との適時開示をしたため、Xは、本件議題に関する議案提案権および議案要領通知請求権を被保全権利として、株主総会の招集通知および株主総会参考書類に本件議題および議案の要領等を記載することを命じる仮処分を申し立てたという事案である。

b. 判旨

これに対し、高裁の決定は、「会社法は、取締役会設置会社について、業務執行の決定は、取締役会又は取締役会の委任を受けた業務執行取締役若しくは執行役の職務権限に属するものと定められており、取締役会設置会社において、業務執行の決定を株主総会決議事項とする旨の定款の定めは経営を担う取締役会の判断権限を例外的に制約するものであることからすると、その範囲は厳格に解するのが相当である」として、株主総会の決議事項には当たらないとした。

イ. 日邦産業株主総会招集許可申立事件（名古屋地決令和3年7月14日）

無償割当ての効力が発生した新株予約権の無償取得を株主総会の目的とする株主総会の招集許可が認められなかった裁判例である。

a. 事案の概要

日邦産業株式会社（東証一部上場、取締役会設置会社、以下本項目において「Y社」という。）の総株主の議決権の100分の3以上を6か月前から引き続き有する株主である申立人が、「2021年4月24日付で無償割当ての効力が発生した新株予約権の無償取得の件」を株主総会の目的として、Y社に対し、株主総会の招集を請求したが、Y社がこれに応じないと主張して、申立人において、前記議題を株主総会の目的とするY社の株主総会を招集する許可を求めた事案。

b. 判旨

これに対し、地裁は、「会社法297条1項にいう『株主総会の目的である事項』とは、同条項が一定の事項を株主総会の目的として株主総会を招集する権利で

ある以上、その権利行使の対象となる一定の事項は、自ずから株主総会の権限に属する事項、すなわち、取締役会設置会社においては前記の通り、会社法に規定する事項及び定款で定めた事項に限定されると解される。」と判示し、本件招集請求に係る議題は、会社法（法 273 条 1 項）上取締役会の権限とされており、Y 社の定款にも本件招集請求に係る議題について株主総会の権限とする定めはないことから、Y 社における株主総会の権限外の事項であるというべきであり、本件招集請求は、「株主総会の目的である事項」について招集請求したとは認められないから、本件申立ては不適法として却下した。

ウ. フェイス株主提案権侵害排除請求仮処分命令申立事件（京都地決令和 3 年 6 月 7 日）

勧告的な意味を有する株主提案であっても株主総会の決議事項に属するものであれば、株主提案権の対象となることを認めた裁判例である。

a. 事案の概要

株式会社フェイス（東証一部上場、取締役会設置会社、以下本項目において「Y 社」という。）の株主である X が、2021 年 4 月 30 日、Y 社に対して、Y 社の子会社 A 社の普通株式全部の現物配当（株式分配型スピノフ）を議題とする株主提案を行った。配当の効力発生の条件は、産業競争力強化法に基づく事業再編計画の認定を受けること、および、A 社普通株式につき東京証券取引所の上場承認を得られることとされていた。ところが Y 社取締役会は、同年 5 月 18 日、当該議題は不適法であることから、本件総会の議題としない旨の決議をした。そこで、X は、本件提案の議題および議案が適法かつ有効であることを仮に定め、それらを本件総会の議題および議案を株主総会の招集通知または株主総会参考書類に記載すること等を命じる仮処分を申し立てた。

b. 判旨

被保全権利の有無について、たしかに、本件株主提案は高度な経営判断が必要となる事項であり、その内容の実現には事業再編計画の認定や A 社株式の上場承認のための相当の時間と種々の準備が必要である上、Y 社がその準備を行ったとしても認定や承認が得られない可能性がある。そうすると、このような事項について、性質上、株主提案によって株主総会で可決されたとしても勧告的な意味のみを有するとの見解が一定の妥当性を有することは否定できない。しかし

ながら、株主総会決議に法的拘束力を有するものと勧告的な意味のみを有するものがあるとの見解に立つとしても、会社法上、後者を株主提案権の対象から除外すべきとの議論がされながらも、それが立法的措置として採用されなかったことが一応認められる。「そうであれば、特段の事情がない限り、株主総会の決議事項に属する事項については株主提案権の対象と解するのが相当である」。そして、本件株主提案の内容である株式分配型スピノフは、株主総会の特別決議を要する剰余金の配当に当たる。以上の通り、被保全権利の存在は一応認められる。また、保全の必要性は、「株主提案による議題及び議案の内容、可決可能性等を踏まえた上で、株主提案が認められないことにより債権者又は債務者に生じる損害又は危険と、本件申立てが認容された場合に債務者が被る不利益又は損害を総合的に考慮して判断するのが相当である」。本件株主提案を本件総会に上程すべき特段の時期的な必要性は認められない一方で、本件申立てが認容された場合には、招集通知等の作成・発送作業のやり直しに伴う Y 社の負担がかなり大きくなり、更に招集通知等の発送を期限までに終えることは相当に困難であり、本件総会を開催できなくなるおそれが現実化すること等を総合考慮すると、本件申立ては保全の必要性が認められないとして、X の申立てを却下した。

以上のように、ヨロズ株主提案議題等記載仮処分申立事件、フェイス株主提案権侵害排除請求仮処分命令申立事件では、いずれも仮処分自体は認められなかったものの、ヨロズ株主提案議題等記載仮処分申立事件では、このような提案は株主提案権の対象外と判断されていたが、フェイス株主提案権侵害排除請求仮処分命令申立事件では、子会社株式の現物配当（スピノフ）という一見すると業務執行に関する事項が提案内容に含まれているものの、勧告的決議の会社法審議過程での経緯に付言しながら、株主総会の決議事項に属する事項を内容とする議案であれば、その内容の性質から勧告的な意味を有するに過ぎないものであっても株主提案権の対象となることを認めている。ヨロズの事例のように会社法上、株主総会の権限に含まれない事項について株主提案を行っている事例ではないため相互に矛盾するものでもないといえる。また、日邦産業の例では、株主総会の招集請求により総会での決議を求める議案の内容が株主総会の権限事項には含まれず、会社の定款にも提案内容とすることを可能とするような規定がないことを確認し不適法との判断となっており、前記の会社法上の株主総会と取締役会の権限分配と定款の定めとの理解に対して整合的とな

っている。

なお、本来株主が決定すべき事項について、会社法または定款によって株主総会決議事項とされていない場合であっても、株主から勧告的決議の提案がされた場合、会社がこれを株主総会の議題・議案として取り上げないことは許されないという立場を前提に、事前警告型の買収防衛策の導入・廃止は、会社の支配を左右する政策に関する決定であり、本来株主が決定すべき事項であり、定款規定の解釈上、株主総会に買収防衛策を廃止する権限（法定の株主総会決議をする権限）があるか否かにかかわらず、株主提案に基づく株主総会の勧告的決議による買収防衛策の廃止が許容されるという見解（黒沼悦郎「株主総会の勧告的決議について」早稲田大学法学会編「早稲田大学法学会百周年記念論文集第二巻民事法編」（成文堂 2022）307 頁）が近時主張されており、買収防衛策の廃止に係る株主提案を受けた場合には、定款の定めがないとしても会社法上の株主総会と取締役会の権限分配と定款の定めや勧告的決議に係る株主提案に関する従来の考え方との関係で株主総会に買収防衛策の更新議案を付議するか否か等の事情も勘案の上当該株主提案を取り上げる必要があるか否かについて慎重な検討が必要であろう。

(2) ESG（環境、社会、企業統治）関連提案

環境関連提案としては、NGO 等による温室効果ガス削減目標を含む事業計画の策定・開示等を求める定款変更議案が目立つ。社会関連提案としては、男女別賃金や管理職における男女比率等の開示を求める定款変更議案、SDGs が定める業務を目的事項に追加する定款変更議案等が見られた。有価証券報告書でサステナビリティに関する情報記載が義務化されたこと（女性管理職比率や男性育児休業取得率、男女間賃金格差の指標、更にサステナビリティに関する考え方や取組み等についての記述）、米国では、従業員の安全と心身の健康や幸福に関する会社の方針と慣行が与える影響について監査し、結果をウェブサイトで開示することを求める提案（Dollar General Corporation）、従業員に対するハラスメントや差別を防止するための施策の有効性と成果を定量的に説明した報告書の作成を求める提案（Wells Fargo & Company）、労働者の結社の自由と団体交渉権に対する自社の方針の遵守状況について、第三者の評価を求める提案（Starbucks Corporation）、従業員の人種や男女間の賃金格差について報告を求める提案（The Kroger Company）が賛成多数で可決したこと等も考えあわせると今後、我が国においても同様の提案がなされる可能性も捨て切れない。また、ガバナンス関連提案

としては、過半数の社外取締役の登用を定める定款変更議案等典型的な提案に加え、PBR1倍以上を目指す経営計画の策定を求める定款変更議案、資本コストの開示を求める定款変更議案等、2023年3月に東証がPBR1倍割れの企業に対しての指摘や改善要請を行ったことが影響していると思われる提案も相応に見られた。

機関投資家の議決権行使においてもサステナビリティやESGに係る内容の株主提案への関心は引き続き高い状況が続いている。議決権行使基準については各機関投資家において様々ではあるものの、サイバーセキュリティや政治資金・ロビー活動等も含めたサステナビリティの要素について議決権行使基準に含めている機関投資家も多くなっている。

今後の株主総会においてもESG関連の動きには注意が必要と考えられる。

【2023年米国におけるESG関連株主提案事例】

社名	提案内容	ISS	GL	可否
Dollar General Corporation	第7号議案 労働者の安全と福利の監査	賛成	賛成	可決 66.22%
Wells Fargo & Company	第10号議案 職場のハラスメントおよび差別の防止に関する年次報告書	賛成	賛成	可決 52.27%
Starbucks Corporation	第8号議案 労働者の権利コミットメントの評価報告書	賛成	賛成	可決 51.35%
The Kroger Company	第8号議案 人種および男女間の賃金格差の報告書	賛成	賛成	可決 51.56%
McDonald's Corporation	第11号議案 動物福祉に関する情報開示	賛成	反対	否決 38.10%
Amazon.com,Inc	第7号議案 カスタマー・デュー・デリジェンスの報告	賛成	賛成	否決 33.91%
Apple Inc.	第8号議案 人種および男女間の賃金格差	賛成	反対	否決 33.33%
YUM BRANDS INC	第5号議案 プラスチック使用量削減に関する報告書	賛成	反対	否決 36.45%
The Boeing	第5号議案	賛成	賛成	否決

Company	気候変動ロビー活動の報告書			24.65%
Dow Inc	第5号議案 使い捨てプラスチック報告書	賛成	反対	否決 34.98%

①ガバナンス関連の提案について

ガバナンスに関する株主提案については、コーポレートガバナンス・コード（以下「CGコード」という。）をめぐる議論の進展とも関係が大きくあると考えられる。2015年6月に金融庁と東証が会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることを主眼にCGコードを策定して以降、ガバナンスをめぐる議論が大きく進展していると言える。CGコードは策定以降、2018年6月と2021年6月の3年毎に改訂されており、2018年では経営陣の報酬決定手続や諮問委員会の利用、CEOの選解任等について、2021年においては、取締役会の機能発揮、企業の中核人材における多様性の確保、サステナビリティを巡る課題への取組み等、ガバナンスの根本に関わる重要な事項について、改訂の都度追加等が行われ、現在では、その運用も実務として大きく根付いているといえる。また、経済産業省主導の動きも活発であり、2017年3月以降、コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針等を適宜策定している。経営陣は、このようなコーポレートガバナンスをめぐる議論の進展をふまえ、自社の経営方針を真摯に開示し、説明することを強く要請されるようになり、企業を取り巻く外部的環境が著しく変化しているといえる。

ガバナンスに関する株主提案として、資本コストの開示、相談役、顧問の廃止、自己株式の取得、政策保有株式の売却、また、役員報酬関連については、譲渡制限付き株式報酬制度の導入、役員報酬の個別開示に関するものがあげられる。特に役員報酬の個別開示については、比較的高い支持が集まる傾向にあり、株主の関心が高いところといえる。ICJ社によれば、2023年6月総会において、同社が運営する議決権行使プラットフォーム上での議決権行使状況（以下、「ICJ報告」という。）では、報酬開示に関する定款変更の提案に対する海外機関投資家の賛成率は、53.7%、国内機関投資家のそれは23.7%となっているとのことである。

資本コストの開示については、手法上、定款変更での株主提案となっており、可決の例は見ないものの、決算説明会資料等に盛り込む形で、資本コストの開示を始めた会社も増えてきている。ICJ報告では、資本コスト開示に関する株主提案への海外機関投資家の賛成率は77.7%、国内機関投資家のそれは9.3%とのことである。

近年は自己株式の取得・消却を求める株主提案も一定数見られる。2021年の9件に対し、2022年は29件、2023年は35件、2024年6月総会では17件となっており、要因としては、政策保有株式の解消が一層進むとともに、先に述べたような東証のPBR改善要請を受けて、株主が自己株式の取得を提案しやすい環境となったことがあると考えられる。一方、PBR改善手段として自己株式の取得を積極的に採用する企業も増えていることから、2024年の提案件数が一服したと見ることができるともかもしれない。ICJ報告によれば、自己株式取得・消却に関する株主提案への海外機関投資家の賛成率は59.9%、国内機関投資家のそれは15.7%とのことである。

政策保有株式の売却や自己株式の取得等の財務に関連する株主提案は機関投資家からも多くの提案があり、2023年は30社以上（2024年6月総会では25社）に対してこれらの提案がされている。政策保有株式については、少数株主の保護や資本効率の低下、議決権の機能不全といった観点から、海外投資家を中心として、機関投資家からの評価が厳しくなっている。CGコードにおいても、当該株式の議決権行使に関する具体的な基準を策定・開示することが求められており、議決権行使助言会社からも、「本業の投資活動に活用されず株主還元にも充填されない」、「日本の慣行である企業間の株式持ち合いは株式の経済的価値をその議決権割合から引き離すものであり、経営陣を資本市場のプレッシャーから守る役割を果たしている」として、会社によっては純資産比10%以上の保有でトップの選任に反対を推奨するという基準を設けているところもある。また、機関投資家についても、政策保有株式が純資産の2割以上なら取締役選任案に反対するといった基準を導入しているところもあり、政策保有株式に対する投資家の厳しい姿勢がうかがえる。このような動きの中で、政策保有株式の売却が進み、流通株式比率も向上、企業統治の強化につながっていると考えられている。

米国では、一定の条件を満たす株主提案であっても、経営陣が“日常的な業務”（Ordinary Business）と密接にかかると判断する提案内容の場合には、米証券取引委員会からの事前承認を得たうえでその提案を除外できる制度があるが、米証券取引委員会が2021年11月に“Staff Legal Bulletins No.14L(CF)”（スタッフの法律意見）により、「株主提案が通常の業務の範囲内の場合、企業がその株主提案を除外できるが、その株主提案が重要な社会的政策にかかわる場合には除外できない」という例外措置を設けたことから、企業が株主提案を除外しづらくなったことが一因となり、株主提案件数が増加したことが指摘されている（依馬直義「米国の株主総会とバ

イデン政権下で加速する規制改正の動向」旬刊商事法務 2318 号 18 頁)。

②環境関連提案について

我が国における気候変動の情報開示を求める株主提案については、2020 年に NPO によるみずほフィナンシャルグループへの提案を皮切りに徐々に増え、電力会社の中には、環境保護団体等の NGO だけでなく、機関投資家を含めたグループや地方公共団体からの提案を受けている企業もある。また、パリ協定に沿った事業計画の策定公表等、パリ協定の温室効果ガス削減目標を意識した提案も見受けられた。

これら気候変動に関する提案に対する 2023 年における賛成率は、従前と比べて低下傾向にあり、特に銀行セクターでの低下幅が大きくなっている。みずほフィナンシャルグループでは、2020 年は 34% の賛成率であったのに対して 2023 年の賛成率は 19% にとどまり、三菱 UFJ フィナンシャル・グループでは、2021 年の賛成率が 22.7% に対して 2023 年の賛成率が 17.3%、三井住友フィナンシャルグループにおいても、2022 年の賛成率が 27.1% に対して 2023 年の賛成率が 20.7% となっている。これは海外投資家の賛成が以前と比べて減少していることや、企業側の開示が進んだことが要因の一つと考えられる。なお、2024 年は、この 3 社に対し、①気候変動関連の事業リスクおよび事業機会の効果的な管理のための取締役会のコンピテンシー、②顧客の気候変動移行計画に関する評価、の 2 件の提案が行われており、①については 25~26%、②については 18~24% の賛成率となっている。一方で電力会社への提案については、以前は賛成としていた海外投資家が反対に転じているものの、逆に日本の機関投資家が以前は反対だったものが賛成に転じていることもあり、賛成率の低下が小幅に留まっているケースが多い。ICJ 報告によれば、気候変動に関する情報開示に係る定款変更議案への海外機関投資家の賛成率は 26.5% (前年は 37%)、国内機関投資家のそれは 17% (前年は 18.3%) とのことである。米国では、環境関連の株主提案として海洋汚染の原因となるプラスチックの使用に関する報告が毎年化学メーカーや小売業になされているようで、Dow Inc. (化学品) や YUM BRANDS INC. (小売) では 30% を超える賛成率となっている。

また、2023 年における気候変動に関する株主提案において注目を浴びたものの一つとして、欧州の機関投資家からトヨタ自動車に気候変動関連の渉外活動の内容がパリ協定や 2050 年カーボンニュートラル実現というトヨタ自動車の目標と整合しているかについて報告書を作成すること、また目標と整合しない活動についても記載

することを求める定款変更を提案したものがあり、機関投資家の中には賛成する姿勢が垣間見える者もあった。

米国では、The Boeing Company で同様の提案がなされており、賛成率は 34.98% だったようである。なお、2021 年には United Airlines Holdings,INC. と Delta Airlines,INC. で同様の提案があり、可決となっている。

環境関連の株主提案については、米国特有の事情も垣間見える。米国でも数年前より ESG に関する動きが日本に先立ち見られているが、一方で 2023 年の株主総会では反 ESG の動きが目立っている。直近、米国の株主総会で企業に ESG の推進を求める株主提案への支持が下がっている。ESG に対する投資家の関心は依然高いものの、企業に具体的な行動を求める提案等では賛否が分かれやすくなっている。日本とは異なり、共和党等による反 ESG の主張が議決権行使に影響しているとの指摘がある。

ESG への反対を支持する議決権行使助言会社も現れ、分断は深まっている。ストライブ等の運用会社は ESG に反対する州の年金基金に助言しており、ESG への反対が強い州の影響も考慮している。もっとも、反 ESG 提案への平均賛成率は 3%程度と低く、欧州や日本等への波及は限定的との考えが多い。ただ、我が国内でも気候変動対策に関連した株主提案への賛成率に頭打ち感が出てくる可能性はあるともいえる。

また、我が国においては、ESG 対応について、2023 年の 4 月に有価証券報告書での開示義務が課されたことにより、ESG 対応を実施しているとの会社側の説明に納得する株主も多く、企業側の開示対応等が拡充した結果、株主提案に賛成する必要性が薄れているとも考えられる。

米国の事例となるが、気候変動関連の株主提案に関し訴訟に発展した事例があるので紹介しておく。2024 年 1 月 21 日、Exxon Mobil は気候変動関連の株主提案 (GHG 排出量削減の拡大を求める議案) の提案者である Arjuna Capital と Follow This の 2 社に対して「アクティビスト側が極端な考えで動いており、度重なる株主提案は投資家の利益に資することではなく、長期的な株主価値を高めるものではない」ことを理由に訴訟を起こした。その後、株主提案の両提案者は提案を撤回したが、Exxon Mobil は「裁判所で解決すべき重要な論争がまだあると考えているため、訴状を取り下げることはない」旨を 2 月に公表した。5 月下旬、裁判所は Exxon Mobil を支持する判決を言い渡した。この動きに対して、「株主提案を阻止するための前例のない訴訟は、

不必要に懲罰的であり、反対意見を封じるスラップ訴訟（嫌がらせ目的の訴訟）に似ている」との考えを多くの機関投資家が抱くに至っている模様で、United Methodist Church の年金委員会である Wespeth Investment and Benefits は Exxon Mobil の筆頭取締役と CEO に反対票を投じるよう投資家に呼びかけた。また、イリノイ州の財務長官とメリーランド州会計監査官は Exxon Mobil による訴訟を株主の権利を脅かすものと批判した。CalPERS は取締役会全体に、ニューヨーク州退職基金は取締役会の過半数に反対票を投じた。グラス・ルイスは筆頭独立取締役への反対を推奨した。

投票結果としては、12 名すべての候補者が 87%～98% の賛成を得て当選している。

《2024 年米国における株主提案状況》（「Trends and Updates from the 2024 Proxy Season」
Freshfields 2024/6/27）

提案者	内容	提案件数
Interfaith Center on Corporate Responsibility and its members(ICCR)	気候変動関連（GHG 目標、気候変動計画、パリ協定のような国際的な目標への位置合せ、天候関連のロビー活動の透明化等含む）	340 件以上
Chevedden/McRitchie/Steiner/young	単純多数投票の採用、取締役会議長の独立性、退職契約の株主承認、定款変更（クローバック条項）、ロビー活動と政治献金、天候関連ロビー活動の透明性、多様性の努力等	260 件以上
As You Sow	気候変動関連（GHG 目標、気候変動計画、天候リスクと部門別ネットゼロ目標報告）、プラスチックと汚染削減、人種と多様性、ロビー活動と政治献金、役員報酬等	85 件以上
National Center for Public Policy Research(NCPPR)	多様性と自主的炭素削減からなるリスク報告、気候変動対策費の支出制限、差別解消に関する活動報告	50 件以上

Natinal Legal and Policy Center(NLPC)	ロビー活動と政治献金、取締役会議長の独立性、多様性を踏まえた報酬と福利厚生、GHG 目標、気候変動計画、中国事業と企業のサステナビリティの監視等	25 件以上
Green Century Capital Management	GHG 目標、気候変動計画、使い捨てプラスチック政策、森林減少と生物多様性、マイクロファイバー汚染、製品ライフサイクルと包装等	30 件以上

③人権関連議案

日本において人権に関連する株主提案はまだ多くは見かけないものの、2023 年、2024 年には関西電力株式会社において、「職場のジェンダー平等」実現を目指す施策に係る目標の設定等に関する株主提案が行われており、今後も人権に関連する株主提案が行われる可能性は相応にあるものと思われる。

一方で、米国では既に社会関連議案として人権に関する株主提案が多くなされている。米誌フォーチュンによる 2023 年上期（1～6 月）の調査によると、米国 250 社に対して延べ 47 社に人権に関する株主提案が行われている。人種差別問題や男女間の賃金格差等の課題があるため、株主は人権等に関する関心が高いと考えられている。米国では 2022 年に Apple へ、職場の人権問題について、第三者による監査を求める株主提案が提出され、可決された。同社は既に透明性レポートや内部統制等多くの方法で本提案に関する目的を果たしていると述べていたものの、一部の株主が、デバイス上のプライバシーに関する Apple の対応をめぐる最近の論争や、企業文化に対する従業員の不満を考慮すると、監査を求めることは妥当だと主張したものである。この他にも、米国では、動物福祉に関する提案もなされている。マクドナルドに対するもので、マクドナルドの動物福祉プログラムで使用される重要な福祉指標 (KWIs) の内容や家禽供給で動物福祉の測定・改善にどう利用しているかの開示を求める内容で、4 割弱の賛成を得た。なお、我が国においても、2024 年 6 月開催のわかもと製菓の株主総会において「実験動物の動物別購入頭数の開示」についての定款変更議案がアクティビストから提案され 5.31% の賛成を得ており、今後同様の提案

が拡散する可能性も否定できない。米国事例に戻り、Amazon.com,Inc.に対し、顔認証技術（レコグニション）の人権への影響について報告を求めるといった提案もなされている。33%強の賛成を得た模様である。この際、あわせて監視機能を備えた製品・サービスが人権侵害の一因となっているかどうかを判断するため、顧客デューデリジェンスプロセスを評価する報告を求める提案もなされている。2024年は、「株主のポートフォリオ価値を最適化する報酬の設定」（従業員の賃上げを求める提案：Walmart Inc.）、賃金が生活賃金を下回っている従業員の数と、賃金と生活賃金の差を明らかにする提案等、従業員の待遇を改善する提案が多くなっているとのことである。

なお、日本ではCGコード上、人権の尊重をめぐる課題に積極的・能動的に取り組むよう検討を深めるべきであると、補充原則2—3①で付言されている。また、スチュワードシップ・コードにおいても、機関投資家はエンゲージメントを通して、投資先企業の問題の改善に努めるべきである旨が原則4に定められている。このように、これらの2つのコードにおいては、「ビジネスと人権」の課題は、投資家と共同して取り組むべき企業の課題の一つであることが定められており、今後ますます、人権課題が企業と株主の対話の重要なトピックになることが考えられる。続けて、米国事例として、2022年には、人権平等と公民権監督に関する株主提案が多く可決された。人権平等の監督に関する提案が3件、公民権の監督に関する提案が5件可決された。更に、セクシャルハラスメントや雇用契約調停等に関する提案も可決された。2023年には米国で33件の企業の人権や労働者の権利に対する取組みを求める株主提案が行われ、平均賛成率は22%だった。これらの提案は企業に対して人権問題への取組みや対策を求めるものであり、注目されている。また、人権デューデリジェンスやリスク評価に焦点を当てるものがあり、特定のリスクを明らかにする提案や、利益相反に関連する分野での人権問題に対する提案も出ていた。新疆ウイグルの少数民族に関する提案については、4件が決議に至り、27%の賛成率を得る事例もあった。更に、MetaやAlphabetのテクノロジーが人権問題を引き起こし、侵害している可能性に関するリスク評価の提案もあり、一定程度投資家の関心もあるところと思われる。

その他、株主提案には至っていないものの、大手運用会社は、ロシアによるウクライナ侵攻に対応して地政学的なリスクへのガイダンスを発行し、企業経営における具体的な影響について、財務的な制裁や規制、レピュテーションリスクを含む市場でのリスク管理やその緩和策、取締役会の監督強化等詳細な情報開示を期待してお

り、今後株主提案という方法に転じる可能性も出てくるものと考えられる。

更に、米国での「ESG」関連の株主提案の動向について、Harvard Law School Forum on Corporate Governance の 2024 年 4 月 16 日付「What Do Shareholders Propose?」を参照すると、概ね以下のような指摘がなされている。

ア. 2024 年 1 月から 4 月間の S&P500 構成銘柄への「ESG」関連の株主提案件数は、前年同期に比べ 40%近い減少。特に S と G に関する提案が減少 (S は 1/4、G は 1/2 減) し、E に関する提案は比較的安定的とのことである。同報告では、株主アクティビズムは現在の出来事や社会的関心の変化に敏感であると指摘している。

イ. 2024 年シーズンの新たな傾向としては、薬局やたばこ会社に対するたばこ廃棄物に関する報告、食品・飲料会社に対する生物多様性 (自然に関連するリスクと機会の評価を目的として)、テクノロジー、メディア企業に対する人工知能 (AI) の透明性レポートの公表が挙げられている。特に人工知能 (AI) については、AFL-CIO (アメリカ労働総同盟・産業別組合会議) が Apple、Diseny、Netflix (賛成率 43.1%)、Warner Bros. Discovery (同 23.7%)、Comcast に対し関連する提案を行い、Apple の株主総会では、38%の支持を獲得 (Norges Bank Investment Management や Leagal & General Investment Management、abrdn が賛成) した模様。AI に関する提案という点では、Diseny、Comcast の両社は AI の倫理的利用に関する情報開示を強化することで提案株主と合意し、提案自体は撤回となっている。投資家の間では、AI の倫理、偏向、プライバシー、平等に関する懸念が高まっていることが指摘されており、企業が AI を効果的に活用し、関連するリスクを管理しているか、リスクと機会の両方に対処するための適切なポリシーとプロセスがあるかどうかを精査している最中であるとされている。

この AFL-CIO の提案に対しグラス・ルイスは賛成を推奨した。理由としては、透明性レポートは会社 (Apple) にとって過度の負担とはならず、会社 (Apple) において AI 技術がどのように利用され、倫理的利用が保証されているかを理解し、投資判断に組み込むことができることを挙げている。

ISS も同様に賛成推奨を行っている。AI に関連する開示の欠如は、AI 利用のリスクやそのリスクを軽減するために会社 (Apple) が採用する可能性のある行

動を株主が評価する際の制限となることを挙げ、透明性の向上と倫理指針の開示は、株主の懸念を軽減する可能性があることを理由としている。

この AFL-CIO による提案とは対照的に、Microsoft に対する Arjuna Capital による提案については両社とも反対の推奨を行っている。提案内容としては、AI を通じて流布、生成された誤報や偽情報から生じる企業の業務等に与える潜在的风险の報告を要求するものであったが、両社とも Microsoft が、AI に関する考慮事項と関連するリスクを軽減するために実施した対策について、すでにかなりの情報を開示していることをその理由としている。

前記の他、AI 関連の株主提案があった会社としては、Meta Platforms（賛成率 16.7%、ISS 不詳、GL 賛成）、Alphabet（同 18.5%、ISS 賛成、GL 賛成）がある。また、Amazon には顔認証機能の比較に関する独自調査に関する再提案がなされたが、賛成率は 16.4%となっており、昨年の 33.7%からはかなり低くなっている。

ウ. 一方、欧州では、「ESG」関連の提案は多くの支持を集めており、欧州の大手資産運用会社 5 社は S&P500 構成銘柄への提案の 3/4 に賛成している（米国の大手資産運用会社 5 社の平均は 12%に留まる状況）。欧州の投資家は、環境および社会的イニシアティブへの支持が相対的に高く、生物多様性を含むこれらのテーマに対し、主導的役割を果たしている。

エ. 助言会社の「ESG」関連提案に係る動向としては、2023 年は ISS が 43%、グラス・ルイスが 41%に賛成推奨を行っているが、ISS は 2022 年と比較すると 19 ポイントの減少となっている。両社とも、「取締役会のスキルと多様性」、「投票権の平等」、「メタン」、「デジタルプライバシーと公民権のリスク」に関する提案には一貫して賛成推奨としている。他方、「CEO/従業員の賃金格差」、「退職プランにおける気候変動リスクの反映」、「サプライチェーンにおける労働者の権利」、「抗菌薬耐性」、「タバコ」に関する提案には反対となっている。反 ESG 対応では、2022 年と比較して、ISS の賛成推奨件数は 6 件から 2 件、グラス・ルイスは 0 件から 7 件となった模様。米国では、「反 ESG」感情が高まっていることから、ISS では、当面对公的年金のみとなるが、「脱政治化」を目指す投資家向けに新たに「ESG に対する懐疑的なポリシー」を開発したようである。

オ. 2023年のSTOXX Europe 600構成銘柄に対する株主提案のうち、SやGに関するものについてのISSの賛成推奨は0件となっている。ISSが賛成推奨した3件はいずれもE(気候)関連の提案となっている(Glencoreに対する「Say on Climate」を含む)。Glencoreへの提案(グラス・ルイスも賛成推奨)については、State Street Global Advisors、Leagal & General Investment Management、Schroders、Amundi ASSET MANAGEMENTを含め29%の賛成となっている。

カ. 結論としては、欧州では「ESG」を支持する傾向が、米国では二極化する傾向が見て取れる。価値だけに焦点を当てるのではなく、価値を創造する企業活動推進の中で株主アクティビズムは継続的に進化すると予想されている。

これに加えて「Trends and Updates from the 2024 Proxy Season」Freshfields 2024/6/27)によれば、2024年6月14日時点で、

ア. 環境関連の株主提案は189件あり、うち2件が過半数の賛成(Wingstop51.7%、Jack in the Box55.0%)を獲得したとのことである。いずれも提案内容は「GHG排出削減目標の採用」となっている。平均賛成率は27.1%だった模様。

過半数を得るには至っていないものの、「プラスチックの利用の削減とサステナブルな包装」に関する提案については、Amazon28.6%、Dow26.3%、Exxon Mobil20.8%、Kraft Heinz20.6%の賛成となっており、平均賛成率は14.7%となった模様。

この他、「サプライチェーンにおける深海鉱物の使用の一時停止を要求」する提案がGeneral MotorsとTeslaに対してされている。賛成率は12.5%と7.5%となっている。

二酸化チタンを含む塗料の販売をしないことの利点に関する報告を求める提案がChemours、Home Depot、Sherwin-Williamsに対してなされたが、通常業務に含まれる事項と判断されている。

イ. 社会関連の提案としては、395件あり、DexComに対する「政治献金に関する報告書の要求」が唯一過半数(51.9%)の賛成を得ている。

【2023年、2024年各6月総会における主な気候変動、脱炭素関連の提案】

被提案企業	被提案企業の反対理由	提案内容	議決権行使助言 会社	機関投資家 (賛成率)
三菱 UFJ フィナンシャル・グループ (2023年)	気候変動対応・環境保全への取組みを経営の最重要課題として位置づけ、公表しているため。	脱炭素計画の策定・開示	ISS：反対推奨 GL:反対推奨	17.3%
三菱 UFJ フィナンシャル・グループ (2024年)	気候変動問題等の特定の経営課題への対応等を定款に定めることは、方針の機動的変更や速やかな実行の制約となる虞もあり不適切。	①気候変動関連の取締役のコンピテンシー ②顧客の気候変動移行計画の評価	ISS：①賛成推奨 ②反対推奨 GL：①反対推奨 ②反対推奨	①25.79% ②18.38%
三井住友フィナンシャルグループ (2023年)	気候変動対応を重要な経営課題の一つとし、従前より積極的に取組みを推進しており、機関投資家等と、気候変動対応について開かれた対話を継続的に行っているため。	脱炭素計画の策定・開示	ISS：反対推奨 GL:反対推奨	20.7%
三井住友フィナンシャルグループ (2024年)	①取締役期待する知見・経験については、スキル・マトリックスを策定しており、現在のものには、サステナビリティに関する知見・経験も含んでいる。 ②特定の業種については、移行計画の適格性を判定する枠組みを整備済み。他の業務についても、顧客との対話の促進や温室効果ガス排出量のコントロール等を実施。顧客の移行計画評価を	①気候変動関連の取締役のコンピテンシー ②顧客の気候変動移行計画の評価	ISS：①賛成推奨 ②反対推奨 GL：①反対推奨 ②反対推奨	①26.34% ②24.21%

	踏まえたリスク評価実施体制を整備している。			
みずほフィナンシャルグループ (2023年)	温室効果ガス排出量に関連する計画目標等掲げ開示しており、個別の業務執行に係る事項を定めることは適当でなく、機動的かつ迅速な対応の支障となる虞があるため。	脱炭素計画の策定・開示	ISS：反対推奨 GL：反対推奨	19.0%
みずほフィナンシャルグループ (2024年)	①気候変動も含めた環境等のサステナビリティに関する業務経験・知見は取締役会全体として備えるべきスキルの一つに選定済み。 ②「炭素関連セクターリスクコントロール」の枠組みを構築。顧客の移行リスクへの対応状況を評価する基準と進捗を開示。	①気候変動関連の取締役のコンピテンシー ②顧客の気候変動移行計画の評価	ISS：①賛成推奨 ②反対推奨 GL：①反対推奨 ②反対推奨	①25% ②22%
トヨタ自動車 (2023年)	気候変動対策を重要な経営課題の一つと位置付け、渉外活動等含め評価開示を行っているため。	渉外活動の温室効果ガス削減への寄与	ISS：賛成推奨 GL：反対推奨	15.1%
トヨタ自動車 (2024年)	株主提案が求める報告書は毎年改善し、2023年度分は2024年1月に開示済み。このような課題に機動的かつ速やかに対応するため現行の定款を維持。	渉外活動とパリ協定の目標との整合性に関する年次報告書の公表	ISS：賛成推奨 GL：反対推奨	9.17%
三菱商事 (2023年)	温室効果ガス排出量削減に係る取組を経営戦略として公表し、ステークホルダーの皆様	・温室効果ガス削減の計画策定 ・温室効果ガス排出ネ	ISS：反対推奨 GL:反対推奨 ISS：反対推奨	19.8% 12.4%

	との対話等も通じて、当該取組の推進と開示の充実化を図っているため。	ットゼロシナリオ	GL:反対推奨	
東京電力ホールディングス (2023年)	中長期の化石燃料への依存度の削減とカーボンニュートラルの実現に向けた事業方針を策定・開示し、気候変動に関する国際的なフレームワーク等への提言を行っているため。	脱炭素計画の策定・開示	ISS: 反対推奨 GL: 反対推奨	9.9%
日本製鉄 (2024年)	①個別具体的な事項を定款に定めることは適切ではない。 「日本製鉄カーボンニュートラルビジョン 2050」を公表し、実現に向け取むとともに、ロードマップにより適時開示も実施済み。 ②報酬については、「役員人事・報酬会議での検討を経て本総会に議案として提案済み。 ③業界活動を通じた活動を主導的に推進、活動について開示するとともに、今後もその充実 に注力。	①スコープ1、2、3にかかる短期、中期目標と移行計画の策定と公表と進捗状況の報告 ②温暖化ガス削減目標の応報する報酬体系の策定と毎年の開示 ③脱炭素化関連のロビー活動の開示	ISS: ①反対推奨 ②賛成推奨 ③賛成推奨 GL: ①反対推奨 ②反対推奨 ③反対推奨	(反対率) ①78.52% ②76.99% ③72.02%
大阪製鉄 (2024年)	個別具体的な事項を定款に定めることは適切ではない。 CO2排出は、2013年度比29%削減済み。改善を計画的に進めるとともに開示の充実	短期、中期の温室効果ガス削減目標と事業計画の策定と公表並びに進捗状況の事業年度毎の開示	ISS: 賛成推奨 GL: 反対推奨	(反対率) 85.8%

	を図る。			
中部電力 (2024年)	取締役を求める専門性、経験には「電力供給・環境に資する技術」を含め、取締役会のバランスに配慮済み。 脱炭素化の移行段階に応じた最新の情報をもとに評価を実施し、その結果も開示済み。	気候変動関連の取締役のコンピテンシー	ISS：賛成推奨 GL：反対推奨	(反対率) 76.2%
関西電力 (2024年)	①ゼロカーボン社会実現に向け最適な電源構成を推進中。安全を最優先した廃炉、使用済燃料の再処理についても国等と連携。 ②「関西電力グループゼロカーボンビジョン2050及びロードマップ開示済み。 ③エネルギーの安定供給と脱炭素化貢献のため最適電源構成推進中。 ④「関西電力グループゼロカーボンビジョン2050及びロードマップ開示済み。	①脱炭素化計画の推進 ②脱原発ゼロカーボン ③ゼロカーボン社会の実現 ④ゼロカーボン社会の実現	ISS：①反対推奨 ②反対推奨 ③反対推奨 ④反対推奨 GL：①反対推奨 ②反対推奨 ③反対推奨 ④反対推奨	(反対率) ①93.2% ②85.4% ③80.6% ④78.1%

以下は、米国における ESG に関する株主提案に対する会社側の説明文(招集通知に記載)である。我が国におけるそれとの対比の観点から掲載している。ちなみに、対象となる株主提案の賛成率は 18.62%となっている。

【GHG 削減提案に関する招集通知記載例 (Shell plc 「Notice of Annual General Meeting」
2024 年 5 月 21 日)】

《株主提案に対する取締役の意見例》

原文	仮訳
<p>Your Directors believe that Resolution 23 is against both good governance and shareholders' interests, and also has negative consequences for our customers.</p>	<p>取締役会は、第 23 号議案がグッドガバナンスと株主の利益の双方に反し、当社の顧客にも悪影響を及ぼすと考えています。</p>
<p>The resolution, if approved, would have a material negative financial impact on the Company and its ambition to be the investment case through the energy transition. Your Directors believe that Resolution 23 will also not mitigate global warming-it could potentially have the opposite impact and also negatively impact energy security.</p>	<p>この議案が承認された場合、当社とエネルギー転換を見据えた投資政策に重大な負の財務的影響を与えることとなります。取締役会は、第 23 号議案は地球温暖化を緩和するものではなく、反対の影響を与える可能性があり、エネルギー安全保障にも悪影響を及ぼすと考えています。</p>
<p>Despite the statements made in the resolution, Shell has targets and ambitions that it believes are in line with the more ambitious goal of the Paris Agreement to limit global warming this century to 1.5° C above pre-industrial levels and it is making good progress towards achieving these targets and ambitions.</p>	<p>提案内容にかかわらず、当社は、地球温暖化を今世紀中に産業革命前の水準から 1.5° C に抑えるというパリ協定のより意欲的な目標に沿った目標とその達成に向けた前向きな姿勢を保持しており、これらの目標と前向きな姿勢は順調な歩みを示しております。</p>
<p>As outlined in Shell's Articles of Association, a shareholder resolution is a Special Resolution, which if passed, would be binding on the Company. Resolution 23</p>	<p>当社の定款にあるように、株主提案議案の承認には特別決議が必要であり、可決された場合、会社を拘束することとなります。第 23 号議案は、その本文の中で「勧告的」</p>

<p>states within its text that it is on “advisory” resolution. This is not correct. A Special Resolution requires at least 75% of the votes cast to be in favour. If passed, it would be binding on the Company, and form part of the Company’s constitution.</p>	<p>決議であるとあります。これは正しくありません。特別決議は、投票総数の75%以上の賛成を要し、可決されれば、会社を拘束し、定款の一部となります。</p>
<p>Against good governance A special resolution should provide a company with a clear course of action. Resolution 23 fails to do this. It claims to be advisory(Which it is not), it is unclear, generic, and attempts to remove the setting of strategic targets from the Board’s control, thereby creating confusion as to Board and shareholder accountabilities. When considering Resolution 23, it is important for shareholders to carefully read and understand the supporting statement provided with the Follow This resolution, as the Board must rely on the supporting statement if Resolution 23 is passed.</p>	<p>グッドガバナンスに反することについて 特別決議は、会社に明確な行動方針を提供するものでなければならないと考えます。第23号議案はこれを満たしていないと考えます。助言である（実際にはそうではありませんが）とのことですが、そうなるとその取扱いは不明確なものとなり、戦略目標の設定が取締役会の管理から外れ、そのために説明責任について取締役会と株主の間に混乱を生じさせることとなります。議案が可決された場合に想定される影響につきましては、以下にご説明させていただいておりますので、第23号議案のご検討に際しましては、その内容を十分にご理解いただきご検討賜りますようお願い申し上げます。</p>
<p>Resolution 23 supposedly calls for new targets that could conflict with Shell’s Energy Transition Strategy which is being put to shareholders at the 2024 AGM. This includes a new ambition and changes to current targets which Shell believes reflect feedback received from shareholders and</p>	<p>第23号議案では、2024年の年次総会で株主の皆様にご提案予定の当社のエネルギー転換戦略に抵触する可能性のある新たな目標を設定することが必要とされています。当社よりご提案予定の戦略には、株主様からのご意見を反映し、パリ協定のより意欲的な目標への取組みに資する、新たな意欲</p>

<p>support the more ambitious goal of the Paris Agreement.</p> <p>Rather than vote for Resolution 23, the Board instead encourage its shareholders to vote on Shell’s Energy Transition Strategy 2024(Resolution 22). Resolution 22 is an advisory vote, as it is put to a shareholder vote by the Board and is therefore not binding on Shell’s shareholders. The legal responsibility for approving or objecting to Shell’s strategy lies with the Board and Executive Committee.</p>	<p>的目標が含まれております。</p> <p>取締役会としては、第 23 号議案に賛成する代わりに、当社のエネルギー転換戦略 2024（第 22 号議案）に賛成するよう推奨します。第 22 号議案は勧告的決議であり、取締役会により株主投票に付されるため、株主様を拘束するものではありません。当社の戦略の是非に係る法的責任は、取締役会と執行委員会にあります。</p>
<p>Against shareholder interests</p> <p>Shell’s believes that its targets and ambitions to emissions, with goal of becoming a net-zero emissions energy business by 2050, support the ambitious goal of the Paris Agreement to limit global warming this century to 1.5° C above pre-industrial levels.</p>	<p>株主利益に反することについて</p> <p>2050 年までに排出量実質ゼロのエネルギー事業になることを目標とする当社の排出量目標と意欲的な取組みは、今世紀の地球温暖化を産業革命前の水準から 1.5° C に抑えるというパリ協定の意欲的な目標を支えるものであると確信しています。</p>
<p>The supporting statement of Resolution 23 suggests a further reduction of the Scope 3 emissions Shell reports. Doing so, without changing demand and the way in which customers use energy, would effectively mean handing over retail and commercial customers to competitors. This would materially affect Shell’s financial strength</p>	<p>第 23 号議案の補足説明としては、スコープ 3 排出量のさらなる削減が挙げられます。需要とエネルギーの利用方法を変えることなく温室効果ガス排出量を削減することは、小売業なら顧客を失うに等しいことを意味します。第 23 号議案が求めるところに従い、温室効果ガスの更なる削減を進めることは、当社の財務体力に重大な影響を与</p>

<p>and limits its ability to generate value for shareholders. Shell is instead pursuing a global leadership role in electric vehicle charging and low-carbon fuel solutions to help enable transport customers to lower their emissions</p>	<p>え、株主様のために稼ぐ力を削ぐこととなります。代わりに、当社は電気自動車の充電と低炭素燃料ソリューションで世界的なリーダーシップを追求し、輸送顧客の排出量削減に貢献しています。</p>
<p>Negative consequences for customers The world needs secure, affordable, and low-carbon energy. Shell wants to continue to provide the energy the world needs today, while working with customers and governments to change the way energy is consumed tomorrow. Supporting our customers as they decarbonize their businesses and lives by offering low-and zero-carbon products and services is at the heart of Shell's energy transition strategy.</p>	<p>顧客に対する負の結果 世界は安全で手頃な価格の低炭素エネルギーを必要としています。当社は、世界が今必要としているエネルギーを供給し続ける一方で、顧客や政府と協力して、明日のエネルギー消費の方法を変えたいと考えています。低炭素およびゼロ炭素の製品とサービスを提供することで、お客様のビジネスと生活の脱炭素化をサポートすることは、当社のエネルギー移行戦略の中心です。</p>
<p>As an energy user, Shell has a target to reduce its absolute emissions from its operations (Scope 1 and 2), by 50% by 2030(2016 baseline) on a net basis. Shell has delivered a 31% reduction at the end of 2023(2016 baseline). Global energy-related carbon emissions increased by around 7% over the same period</p>	<p>エネルギー利用企業である当社は、事業からの絶対排出量（スコープ 1 および 2）を 2030 年までに純ベースで 50%（2016 年基準）削減する目標を掲げています。当社は 2023 年末に 31%の削減を達成しております（2016 年基準）。世界のエネルギー関連の炭素排出量は同時期に約 7%増加しております。</p>

前記の事例とは異なるが、以下は、議決権行使助言会社の株主提案に係る推奨に対する会社側の意見（サマリー）である。対象となった第 5 号議案の賛成率は 42.67%、第 10 議案は 40.66%となっている。

【助言会社への反論 JPMORGAN CHASE & CO Annual Meeting of Shareholders Proxy
Statement 2024】

原文	仮訳
<p>(対 ISS)</p> <p>On Proposal 10: Shareholder Opportunity to Vote on Excessive Golden Parachutes</p> <p>1)ISS argues that this proposal should be supported “in the absence of a policy that limits severance payouts in excess of market norms”. The Firm does not have such a policy for payouts “in excess of market norms” because it has an existing policy that provides for severance payments well below market norms.</p> <p>2)By advising in favor of this proposal, ISS implies market norms are 2.99x annual compensation. If enacted, the severance payouts for our CEO could be ~49 times larger than his existing severance limit of \$400,000 if only based on annual cash compensation and ~270 times larger if applied to all annual compensation including equity. A proposal that significantly increases severance payments does not “enhance shareholder’s interests”.</p> <p>3)ISS’ support for the proposal rests on assertions that it is not “overly prescriptive” and that the Board’s concerns about its</p>	<p>第 10 号議案「過剰なゴールデンパラシュートに対する株主投票の機会」について</p> <p>1)ISS は、この提案は「市場標準を超える退職金支払いを制限する政策がない場合」に支持されるべきだと主張している。当社は、市場基準を大幅に下回る退職金を支給する既存の方針を有しているため、「市場基準を超える」退職金の支給に関するこのような方針は有していません。</p> <p>2)ISS は、この提案に賛成することで、市場の基準が年間報酬の 2.99 倍であることを示唆している。この議案が成立した場合、CEO の退職金は、年間現金報酬のみに基づいた場合には現在の上限である 40 万ドルの最大 49 倍、株式を含むすべての年間報酬に適用した場合には最大 270 倍になる可能性があります。退職金を大幅に引き上げる提案は、「株主の利益を高める」ものではありません。</p> <p>3)ISS の提案に対する支持は、提案が「過度に規範的」ではなく、当社の報酬構造への影響に関する取締役会の懸念は「説得力が</p>

<p>impact on our compensation structure are “not viewed as compelling”. Introducing a multiplier well beyond our current severance limits may undermine our existing long-term and highly retentive compensation structure that is more strongly aligned with shareholder interests. This is clearly compelling and demonstrates the proposal is overly prescriptive.</p>	<p>あるとは見なされていない」という主張に基づいています。当社の現在の退職金限度額をはるかに超える乗数を導入することは、株主の利益により強く合致した当社の既存の長期的かつ高い維持率を有する報酬構造を損なう可能性があります。これは明らかに説得力があり、提案が過度に規範的であることを示しています。</p>
<p>4)ISS fails to analyze the Board’s additional arguments, including that the proponent seeks to expand the definition of a golden parachute event from a change in control event to an event that includes retirement or resignation. This inflated severance policy for payouts that ISS recommends supporting would apply under these circumstances, including the retirement of our CEO in the medium term.</p>	<p>4)ISS は、提案者がゴールデンパラシュート事象の定義を支配権の変更事象から退職または辞任を含む事象に拡大しようとしていることを含め、取締役会の追加的な議論を分析していない。ISS が賛成することを推奨しているこの高額退職金制度は、中期的なCEO の退職を含むこのような状況下で適用されます。</p>
<p>On Proposal 5: Independent Board Chairman:</p> <p>5)ISS claims support for this proposal is warranted because “the size and complexity of JPMorgan suggests that it is difficult for any one person to run both the company and the board”. This fails to match the empirical evidence of the last 18 years of leadership by the current Chairman and CEO that has</p>	<p>第 5 号議案 独立取締役会長について</p> <p>5)ISS は、「JP モルガンの規模と複雑さは、1 人の人間が会社と取締役会の両方を運営することが困難であることを示唆している」ため、この提案への支持が正当化されると主張しています。これは、現在の会長兼 CEO による過去 18 年間のリーダーシップによって、当社が米国最大の銀行となり、</p>

<p>seen the Firm become the largest U.S. bank, outperforming our peers including those with independent chairs, and delivering substantial shareholder returns. It also ignores additional rationales the Board has provided in response to this proposal.</p> <p>(対 GL)</p> <p>On Proposal 10: Shareholder Opportunity to Vote on Excessive Golden Parachutes:</p> <p>1)Glass Lewis has not disclosed or addressed key arguments the Board made in the Proxy and Supplement. We are concerned Glass Lewis has chosen to prioritize its own reasons for supporting a shareholder proposal, without fairly disclosing and addressing the counter rationale the Board has provided.</p> <p>2)By ignoring the Board’s explanation, Glass Lewis has defined and recommended a severance policy that if approved by shareholders would allow the Board to provide our CEO with a cash severance that is significantly higher than what is currently allowed through the Firm’s severance limit of \$400,000 including for retirement, without needing future shareholder approval. Similar higher amounts would</p>	<p>独立した会長を持つ銀行を含む同業他社を凌駕し、株主に大きな利益をもたらしたという実証的証拠とは一致しません。また、この提案に対して取締役会が示した追加的な理論的根拠も無視しています。</p> <p>第 10 号議案の件</p> <p>過剰なゴールデンパラシュートに投票する株主機会</p> <p>1)Glass Lewis は、委任状および補足において取締役会が行った主要な議論について開示も言及もしていない。私たちは、グラス・ルイスが、取締役会が提示した反対の理由を公正に開示して対処することなく、株主提案を支持する自らの理由を優先することを選択したことを懸念しています。</p> <p>2)取締役会の説明を無視することで、グラス・ルイスは、株主の承認を得られれば、取締役会が将来の株主の承認を必要とせず、退職金を含む 40 万ドルという当社の退職限度額を通じて現在認められている額よりも大幅に高い現金による退職金を CEO に支給することを可能にする退職政策を定義し、推奨しました。同様に高い金額が他の NEO にも適用される。当社の 40 万ドルという退職限度額は、CEO の年間報酬</p>
--	--

<p>apply to other NEOs as well. The Firm's severance limit of \$400,000 is a fraction of our CEO's annual compensation – a multiple of 0.06 of salary and cash incentive paid for 2023 – and much lower than the multiple of 2.99 that Glass Lewis recommends.</p> <p>On Proposal 5: Independent Board Chairman:</p> <p>3)Glass Lewis does not disclose or address key arguments the Board made in responding to the Independent Board Chairman proposal. In particular, Glass Lewis does not address the lack of empirical evidence to support its and the proponent's claims. Indeed, Glass Lewis ignores the very research it cites “that the value of having a non-executive chair is largely dependent on the unique circumstances of a given company” and that “evidence shows companies that do [separate the Chair and CEO roles] because of investor pressure and not for internal or structural reasons experience a decrease in market valuation and lower future operating performance”.</p> <p>4)In addition, Glass Lewis fails to acknowledge that its argument is disproved by the Company's performance over a long</p>	<p>(2023 年に支払われた給与と現金インセンティブの 0.06 倍) のごく一部であり、グラス・ルイスが推奨する 2.99 倍よりもはるかに低いものです。</p> <p>第 5 号議案 独立取締役会長について</p> <p>3)グラス・ルイスは、独立取締役会長の提案に対する取締役会の主な主張を開示しておらず、言及していません。特に、グラス・ルイスは、自身と提案者の主張を裏付ける実証的証拠の欠如に言及していません。実際、グラス・ルイスは「非業務執行の会長を置くことの価値は、その企業特有の状況に大きく依存する」とし、「内部的または構造的な理由ではなく、投資家の圧力によって（会長と CEO の役割を）分離した企業は、市場評価が下がり、将来の業績が低下することを示す証拠がある」と述べている研究そのものを無視しています。</p> <p>4)更に、グラス・ルイスは、その主張が長年にわたる当社の業績によって反証されていること、当社の現在の構造が同業他社に対</p>
---	--

<p>period of time where our current structure has strongly served in shareholders' interests vs. peers, that the Board is currently in the process of planning for an orderly CEO transition in the medium term, and that the prevailing market practice of more than two-thirds of the 100 largest listed companies on the NYSE and NASDAQ is to successfully utilize similar non-independent chairman structures.</p>	<p>し、株主の利益に大きく貢献していること、取締役会が現在、中期的に整然とした CEO の交代を計画している過程にあること、NYSE と NASDAQ の 100 大上場企業の 2/3 以上の一般的な市場慣行が、同様の非独立会長構造をうまく利用していることを認めていません。</p>
---	--

④ESG 会計基準について

サステナビリティ情報開示のベースとなる基準の策定が進んでおり、その中で注目されている IFRS サステナビリティ開示基準について紹介する。

国際会計基準（企業が財務諸表を作成する際に適用すべき国際的な会計基準）の策定を担う民間の非営利組織である IFRS 財団の下部組織として、国際サステナビリティ基準審議会（International Sustainability Standards Board、以下、「ISSB」という。）が 2021 年 11 月に発足している。ESG は重要な経営課題となっており、気候変動をはじめ、資源循環や生物多様性、ダイバーシティ、人権等のサステナビリティに関する情報は投資判断へも影響を及ぼす。しかし、このような非財務情報については、財務情報のような統一された基準がなく、報告基準が乱立しており、他社と比較しにくいといった課題等が指摘されており、世界標準となる基準が企業や投資家から求められていた。そこで、ESG 投資家が投資判断に必要な企業価値に関連する情報開示に焦点を当てた ISSB が発足し、本基準によって投資判断に関連する情報開示が適切に行われるという期待がある。ISSB は既に「サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的な要求事項（IFRS S1）」、「気候関連開示（IFRS S2）」を最終化しており、日本では、国内のサステナビリティ開示基準の開発や国際的なサステナビリティ開示基準の開発への貢献を目的としたサステナビリティ基準委員会（SSBJ）が本基準をもとに日本版の基準を策定し、現状、有価証券報告書でサステナビリティに関する情報記載の義務化がされているものの、「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標と目標」の 4 つの柱について、より詳細な情報の開示が求められ、本基準に沿った

開示が進むことが考えられる。

本件に関連して、2024年3月26日に金融庁主催で「第1回 金融審議会 サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するワーキング・グループ」が開催されている。開示されている事務局資料では、「グローバルに展開する我が国企業によるサステナビリティ情報の開示について、国際的な比較可能性を確保することで、投資家から評価され、企業と投資家との建設的な対話が促進して、中長期的な企業価値の向上につなげることが重要。企業にとっても、我が国独自の基準ではなく、国際的に比較可能性が確保された基準に基づいて情報開示を行う方が実務負担の観点から望ましいとの声がある」、「上記を踏まえると、我が国において、グローバルに展開する企業に適用されるサステナビリティ情報の開示基準は、国際的なベースラインの基準となるISSB基準と同等であることが求められる。」との記述が見られた。

同資料にある「ご議論いただきたい事項」では、開示基準の適用対象と時期の例示として、プライム上場企業のうち「時価総額3兆円以上は2027年3月期から、1兆円以上は2028年3月期から（保証を含む）、又は時価総額3兆円以上は2028年3月期から（保証を含む）、1兆円以上は2029年3月期から（保証を含む）」から始めることとし、先行適用の状況を見ながら、203X年3月期を目途に全プライム上場企業に適用を拡大することが考えられるとされている。今後も本会議の議論の動向には注視する必要がある。

(3)その他の提案

前記以外では、ポートフォリオマネジメント、子会社の管理、子会社株式の所有に関する大株主としての責任追及、キャッシュマネジメントシステムによる資金貸借の禁止、キャッシュマネジメントシステムを通じた資金運用の検討結果の開示、戦略検討委員会の設置、M&Aに関する情報開示等があげられる。

ここでは、主に子会社や委員会設置に関する提案について紹介したい。

子会社に関する株主提案では、主に親会社、子会社がともに上場している企業に対して投資者保護の観点や、ガバナンスの統制に対する株主の目が光っていると感じられる。親子上場の問題については、かねてから支配株主や支配的な株主を有する上場会社において、少数株主保護が図られることの重要性が指摘されていたこともあり、東証も親子上場問題に関する研究会を再開させ、また、親子関係等にある上場会社について企業統治に関する情報開示の拡充を求める対応を発表しており、今後親子上場問題に関

する議論が活発になる可能性が大いにあると考えられる。議決権行使助言会社においても子会社管理に関する見解は分かれており、CG 報告書内で当該子会社を上場子会社としている理由やガバナンスの実効性確保のための具体的な施策が言及されていること等を踏まえて株主提案に対して反対推奨している場合がある一方、子会社管理の点では子会社に対する現在の親子上場の維持という方法が適切かどうかを真剣に検討する必要があり、親子上場を維持する根拠をより透明化する必要があるという理由から株主提案に賛成推奨している場合もある。

また、戦略検討委員会の設置に関する株主提案では、近年ではその設置を定款変更の株主提案として提出されるものや、株主提案ではなくとも機関投資家からの提案という形で設置に関する提言がされ、結果当該委員会の設置を決定した企業等もある。

戦略検討委員会は、株主の利益の最大化に必要な経営戦略を検討する、取締役会から独立した、会社の利益を図る立場における会議体として運営されることが求められている。提案自体は否決されているが、資本政策等の主たる経営方針を見直す必要があると指摘されている企業に対しては、議決権行使助言会社が当該提案に対して賛成推奨を行っていることや、前記の通り、提言によって当該委員会の設置を決定した企業等もあり、ESG 以外の観点から中長期的な経営に関する事項についても提案がなされている例と言える。

最後に、有価証券報告書の総会前開示については、特に株主提案が提出されているわけではないものの、有価証券報告書は、投資家にとっての重要な情報源であり、議案の賛否についても当該報告書の内容を参考に検討することもあり、「株主総会前に有価証券報告書の提出を行っている企業においては、株主や投資家からの評価が高まる等の効果が認識されており、このような認識の浸透等を通じて、有価証券報告書の株主総会前提出が拡大していくことが望ましい。」と金融審議会ディスクロージャーワーキンググループ報告でもなされているものの、2023年3月期決算企業の株主総会前の開示は33社と、全体に占める割合の1.4%に留まっており、多くの企業が株主総会直後に提出している。このように総会前開示企業の割合が低水準という背景には、会社法と金融商品取引法に基づき事業報告・計算書類と有価証券報告書の2つの書類作成とそれらに関する監査も必要となるという、企業や監査の負担の大きさがあると考えられる。

そのような中で、有価証券報告書と事業報告等との共通化・一本化の取組みについて、経済産業省より公開されており、開示書類作成の効率性・合理性を高める選択肢が増えているといえる。また、「コーポレートガバナンス改革の推進に向けた意見交換」(2024

年4月3日)における岸田総理発言(「企業と投資家の一層の対話の促進に向けて、より多くの企業において有価証券報告書の開示が株主総会前のタイミングになるよう、その環境整備について、金融庁を中心に関係省庁と連携して検討を進めさせます。」、これを受けての閣議決定(2024年6月21日「経済財政運営と改革の基本方針2024について」中での「有価証券報告書の株主総会前の開示に向けた環境整備等のコーポレートガバナンス改革の実質化等を推進する。」との記載)などを踏まえ、今後、金融庁を中心に有価証券報告書の総会前提出に向けた環境整備に関する動きが本格化することが予想される。この動向についても目配せしておくことは有用と思われる。

7. 株主提案可決とその後

本章では、株主提案が可決した場合、または可決する可能性が高い場合に検討すべき実務対応について、剰余金の配当議案と取締役選任議案を例として取り上げる。なお、どちらの議案においても、株主提案の可決が見込まれる場合には、提案内容次第では会社提案議案として受け入れることも考えられるが、ここでは株主提案として上程され、提案内容が可決される場合を想定している。

(1) 剰余金の配当

① 剰余金の配当に関する株主提案が可決した場合の留意事項

ア. 配当金支払実務を考慮した日程の検討

通常の配当金の支払実務では、配当基準日の株主を確定した後に株主名簿管理人が発行会社から一株当たりの配当金額等に関する連絡を受け、株主ごとの配当金支払金額の計算を行い、配当金の支払方法ごとに振込データや配当金領収証等を作成する。発行会社では、株主名簿管理人が計算した結果に基づき、金融機関（仕向銀行・ゆうちょ銀行等）に対して資金手配を行う。そして、配当金は支払開始日に指定の口座に振り込まれるか、あるいは配当金領収証等の書類を指定の金融機関の店頭で呈示することにより支払を受けることができる。このように配当金の支払開始までは、一株当たりの配当金額の決定後、一定の期間を要する。剰余金の配当の決定を株主総会で行う場合には一株当たりの配当金額は株主総会の決議をもって決定されることになるが、通常の配当金の支払実務では会社提案による配当議案が可決されることを見越して、株主総会の開催日前から発行会社および株主名簿管理人において配当金の支払に向けた準備が進められ、株主総会の翌営業日には配当金の支払が開始されている。

一方、剰余金の配当に関する株主提案が提出される場合には、株主総会における決議の趨勢が判明するまでは一株当たりの配当金額が見通せず、配当金の支払に向けた実務を進めることができない。特に、株主総会における賛否の状況が拮抗する場合には、株主総会当日まで決議結果が判明しないことも考えられる。そのため、剰余金の配当に関する株主提案が提出され、決議結果が見通せない場合には、配当議案（会社提案、株主提案のいずれも）の可決状況が判明した後に、配当金の支払に向けた実務を行う期間を確保したうえで、配当金の支払開始日を設定する必要がある。

イ. 配当金基準日と効力発生日・支払開始日の関係

会社法上、株主総会で剰余金の配当の決定を行う場合、①配当財産の種類および帳簿価額の総額、②株主に対する配当財産の割当てに関する事項、③当該剰余金の配当がその効力を生ずる日（効力発生日）を定めなければならない（法 454

条 1 項)。通常の配当金の支払実務では、効力発生日を支払開始日と位置付け、これらの日を配当金の支払に係る基準日から 3 か月以内の日に設定することが一般的となっている。これは、基準日制度の対象となる株主の権利が基準日から 3 か月以内に行使するものに限られる旨を定める法 124 条 2 項を踏まえた対応である。一方、剰余金の配当に関する株主提案が提出される場合には、前記の通り、配当金の支払開始には株主総会后、一定の準備期間が必要であり、配当金の支払開始日が基準日から 3 か月を超えてしまうことも考えられる。この場合に、法 124 条 2 項との関係で許容されるのか、また、株主に対して遅延損害金の支払が必要となるのか、という点が問題となる。この点について、会社法上は配当財産の交付時期に関して、定款または剰余金の配当決定権限のある機関の決議において特別な定めをすることを妨げていないことから、発行会社が法 454 条に基づく決議に際して、配当基準日から 3 か月以内の日を効力発生日とする配当決議がされる必要があるものの、配当の効力発生日とは別に、配当金支払開始日を定めた配当議案を株主総会で決議すれば、配当金支払開始日を配当基準日から 3 か月を超える日に猶予することは問題なく、株主への遅延損害金の支払義務は発生しないとされている（足立啓「株主から剰余金の配当に関する提案が行われた場合の標準モデル」の解説」旬刊商事法務 2093 号 17 頁、辰巳郁「剰余金の配当に関する株主提案への実務対応と会社法上の留意点」旬刊商事法務 2087 号 31 頁）。ただし、配当金の支払開始日は株主総会后、合理的な期間内に設定する必要があると考えられる（前掲・辰巳郁 33 頁）。また、税法上、発行会社および口座管理機関が税務署に配当金の支払調書を提出する期限は、支払確定日（配当金の効力発生日）から 1 か月以内とされていることにも留意が必要である。

②実務対応

前記の留意事項を踏まえ、剰余金の配当に関する株主提案が提出され、株主提案が可決される可能性が高い場合の実務対応について言及する。

このような場合において配当金支払事務を円滑に行うことを可能とし、株主の混乱を回避するための方策として、日本経済団体連合会、証券保管振替機構および全国株懇連合会が「株主から剰余金の配当に関する提案が行われた場合の標準モデル」（平成 28 年 2 月 8 日）（以下、「標準モデル」という。）を策定・公表している。剰余金の配当に係る株主提案が提出された場合は、標準モデルに基づく対応が望ましいとされており、以下では標準モデルを前提とした実務対応を示している。なお、標準モデルでは、個社事情により標準モデルとは異なる対応をすることも想定されるとされている。

ア. 配当金の支払に向けた実務日程の調整

剰余金の配当に関する株主提案が提出され、株主総会における決議の趨勢が見通せない場合には、株主総会当日の決議結果を受けて配当金の支払手続を進める必要がある。株主総会の日以後、最短で配当金の支払を行うためには、株主総会の日までに、株主名簿管理人が、会社提案と株主提案のいずれか（あるいは両方）が可決される場合を想定し、それぞれの場合の配当金計算や振込データの作成等の事前準備を行うことが考えられる。この場合、発行会社は、株主総会の結果が確定した後、事前に準備された配当金の振込データを仕向銀行やゆうちょ銀行に提出し、資金手配を行うことになる。ゆうちょ銀行への配当金振込データの提出期限は支払開始日の6営業日前であることから、標準モデルでは、株主名簿管理人による事前準備を前提とした最短日程であっても、株主総会の翌営業日から起算して7営業日後の日以降の日を配当金の支払開始日としている。また、標準モデルでは、税務署への配当金の支払調書の提出期限が支払確定日（効力発生日）から1か月以内とされていることから源泉徴収事務を適切に行うために必要な期間を確保する点を踏まえ、配当金の支払開始日は遅くとも株主総会后3週間以内の日とされている。

前記を踏まえ、発行会社は、株主名簿管理人と配当金の支払いに向けた事務日程について調整し、配当金の支払開始日を検討することが必要である。また、配当金の支払開始日と効力発生日が異なる日となることについて、株主への説明の観点から株主総会参考書類（議案）等に記載することが考えられるため、株主総会の招集を決定する取締役会の日までに事務日程を調整し、方針を決定することが望ましい。

イ. 剰余金の配当に関する会社提案議案の内容の変更

同一基準日に係る配当について、会社提案と株主提案が提出されることがあるが、その場合の会社提案の配当議案についても、効力発生日および支払開始日を株主提案の内容と同一にし、配当金の支払に向けた実務日程に沿った内容としなければならない。発行会社が同一の配当基準日に係る配当金の支払を複数回に分けて行う場合、配当金に係る税額計算の端数処理を支払の都度行うのではなく、総額に基づき行う必要があり、配当金の支払事務（税額計算の事務）に多大な負担が生じることから、同一基準日に係る配当金を複数回に分けて支払うことは避けなければならないからである。

剰余金の配当に係る株主提案には、会社提案議案の対抗議案として上程されるもの（株主提案と会社提案の両方が可決されることはないもの）と、株主提案と会社提案が両立する議案として上程されるものがある。後者の場合で、株主提案の内容が会社提案の配当金額に加算する追加提案である場合であっても、会

社提案による配当の支払を先行して行うのではなく、株主提案に係る株主総会の決議結果を踏まえ、配当金の支払は一度に行わなければならない。そのために会社提案の配当議案についても、効力発生日および支払開始日を株主提案の内容と同一の日とする必要がある。そして配当金の支払開始日と効力発生日が異なる日となることについて、株主への説明の観点から株主総会参考書類（議案）等に記載することで周知し、株主総会当日も株主に対して説明することが望ましいと考えられる。

なお、法 459 条 1 項に規定する剰余金の配当等の決定に係る分配特則規定の適用会社で、株主総会と取締役会のどちらでも剰余金の配当の決定を行える会社では、株主提案がある株主総会の前に取締役会で配当を決議することが考えられる。この場合も、同一基準日に係る配当金を複数回に分けて行うことは避けなければならない、その支払開始日は前記の実務日程を踏まえたものとし、株主提案の支払開始日と同一の日とする必要がある。

ウ．提案株主との調整

前記の配当金の支払に向けた実務日程の調整の結果、配当金の支払開始日が配当基準日から起算して、3 か月を超えることが考えられる。標準モデルでは、法 124 条 2 項の規定を踏まえ、配当金の支払開始日が配当基準日から起算して 3 か月を超える場合には、配当議案において「配当の効力発生日」として株主総会の日を設定し、それとは別に、「配当金の支払開始日」を設定することとしている。

一方で、株主総会の開催日程によっては、株主総会当日の決議結果を受けて配当金の支払手続を進める場合であっても、配当金の支払開始日が配当基準日から起算して 3 か月を超えないことも考えられる。標準モデルでは、配当金の支払開始日が配当基準日から起算して 3 か月を超えない場合には、配当議案の決議事項である「配当の効力発生日」を支払開始日（株主総会の翌営業日から起算して 7 営業日後の日以降の日）として定めることとしている。

発行会社は、円滑な配当金の支払を可能とするために、配当金の支払に向けた実務日程を調整した後、それに基づく効力発生日および配当金の支払開始日とするように提案株主と調整を行う必要がある。

エ．証券保管振替機構への通知

剰余金の配当に関する株主提案が提出され、標準モデルに従い配当金の支払日程を調整しなければならない場合、株式数比例配分方式による配当金の支払実務を担う口座管理機関においても特殊な事務対応が必要となる。そのため発行会社は、証券保管振替機構を通じて口座管理機関に対して通知を行う必要が

ある。発行会社は、株主総会の招集決定後および株主総会後に、Target ほふりサイトを通じて、それぞれ標準モデルに記載の所定の事項を通知しなければならない。

(2)取締役の選任

①取締役の選任に関する株主提案が可決した場合の留意事項

ア. 取締役（候補者）と提案株主の関係性

取締役の選任に関する株主提案には、その候補者が提案株主またその役職員等である場合と、会社経営等の経験を有する外部者である場合がある。いずれの場合も、取締役は会社に対して善管注意義務（法 330 条、民法 644 条）および忠実義務（法 355 条）を負うことになる。しかし、株主提案により選任された取締役の中には、会社に対する善管注意義務や忠実義務に加え、提案株主に対しても善管注意義務を負っている者がいる可能性がある。例えば、取締役が提案株主の役員である場合には、提案株主との委任契約上の善管注意義務を負っている可能性がある。また、取締役が会社経営等の経験を有する外部者である場合でも、提案株主との間に契約上の義務を負っている可能性がある。その場合、株主提案により選任された取締役においては、二つの義務が相対立する状況が生じることが指摘されている。特に取締役が提案株主から報酬を受領する場合には、当該取締役のインセンティブに大きな影響を生じさせることから、発行会社は、報酬の合意を含む当該取締役と提案株主との関係を事前に詳細に確認すべきであり、その情報は株主にとっても重要な情報であることから、株主総会参考書類等での開示を検討することが考えられる（松下憲「アクティビスト株主対応の最新のスタンダード〔下〕」旬刊商事法務 2275 号 80 頁）。

このように提案株主と株主提案により選任された取締役との間に一定の関係がある場合には、取締役会の運営上、留意すべき事項があると考えられる。経済産業省が公表するコーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（以下、「CGS ガイドライン」という。）においても、投資家株主の関係者を取締役として選任する場合の留意事項として、利益相反（一般株主との利害の不一致や会社との利益相反）の問題や情報管理に関する問題が指摘されている。

この点に関して参考となり得るのは、会社が提案株主対象に対し提案内容に係る情報の提供を請求することを認める米国の「事前通知条項」制度である。取締役の選解任について委任状争奪戦が行われる場合には、会社、委任状勧誘者、取締役候補者を含むすべての参加者が対象議案に関して有する利害関係を開示する必要があることとされているが、事前通知条項では、これらの法令等の規律を踏まえて内容が整理されており、十分な準備期間の確保に加え、会社および一般株主に対する適切な情報提供を行うことを可能とする意義があるとされている。

る。事前通知条項において情報の提供を求める事項としては、以下のようなものがある。

a. 提案株主に関する情報の提供

- ・提案株主の基本的な情報（名称、住所等）
- ・提案株主が保有する会社の株式に関する情報（デリバティブ等によって保有する株式に関する情報を含む）
- ・提案株主と協調行動をする者等との間の合意の内容（株主提案議案に関する議決権行使の合意を含む）
- ・提案株主が取締役候補者の選任のために委任状勧誘する意図の有無
- ・提案株主に関して委任状勧誘書類において開示が求められるその他の情報

b. 取締役候補者に関する情報

- ・取締役候補者に関する基本的な情報（氏名、年齢、略歴等）
- ・取締役候補者が保有する会社の株式に関する情報
- ・取締役候補者が取締役就任することの承諾の有無
- ・取締役としての議決権の行使に関する提案株主その他第三者との合意の有無
- ・取締役への就任または取締役としての職務の執行に関して提案株主その他第三者から報酬等を得る旨の合意の有無
- ・取締役候補者に関して委任状勧誘書類において開示が求められるその他の情報

また、最近はこれらに加えて、一定の表明保証（提案株主と取締役候補者との間で一定の条件付報酬に関する合意がある場合にはインセンティブの歪みが生じるため、そのような報酬に関する合意の不存在についての表明保証）や誓約（秘密保持規程を含む社内規定の遵守に係る誓約）を求める実務が広がっており、付随的に、利益相反や情報管理等の懸念に対処する意義も有するようになってきている。この事前通知条項を定款に規定した場合の有効性について「日本法下においても、殊更に株主提案の機会を奪う目的または態様で導入されている等特段の事情がある場合を除き、合理的理由に基づき相当な範囲で手続的制約を定めるものとして有効であるものと思われる。」との指摘がなされている（近澤諒、福田剛「株主による取締役候補者の提案への対応」旬刊商事法務 2320号 16頁以下）。更に定款の授權に基づき株式取扱規則にて詳細を定めることの可能性についても言及されており、一考に値するものと思われる。

イ. 情報管理

株主提案により取締役が選任された場合、提案株主側には、その取締役を通じて会社の内部情報を入手・利用する意図をもっている可能性がある。一方で、発

行会社と提案株主との間に利益相反が存在する場合等には、株主提案により選任された取締役がそれらの社内情報を提案株主に提供することで、発行会社の利益が害されることも考えられる。そのため、当該取締役に対する情報提供の在り方や、当該取締役が取締役として知り得た情報に対する守秘義務等、情報管理に関して留意が必要となる。

取締役に対する情報提供の在り方については、取締役会へ提出した資料とは別に、個々の取締役から書類の閲覧や情報の提供を請求された場合に応じなければならないのか、という問題がある。これについて、取締役の職務執行の監督が取締役会の職務として定められている（法 362 条 2 項 2 号）ことから、監督の前提として必須となる業務・財産の調査権は会議体としての取締役会が有しているものであるとする考え方が多数説となっている。そのため個々の取締役からの情報提供の請求に応じる必要はなく、あくまでも会議体としての取締役会からの情報提供の要請に応じることで足りるとされている（福田剛「アクティビスト株主派遣取締役の最新実務－米国の実務と日本法の下での法的考察－」旬刊商事法務 2259 号 39 頁）。ただし、指名委員会等設置会社または監査等委員会設置会社において、監査委員会または監査等委員会によって会社の業務および財産の状況の調査をすることができるものとして選定された取締役（監査委員または監査等委員）から情報提供の請求があった場合には、これに応じなければならない（法 405 条、法 399 条の 3）。

守秘義務については、取締役は忠実義務の一環として会社に関する非公開情報をみだりに第三者に提供しない義務を負っていると考えられるが（田中亘＝森・濱田松本法律事務所編「会社・株主間契約の理論と実務」有斐閣 301 頁）、その範囲は明確ではなく、会社の利益を害さない場合は守秘義務の対象とならない可能性も指摘されている（前掲・松下憲 80 頁）。このような秘密情報の取扱いに関する疑義を解消するために、取締役を対象とする守秘義務規程を制定することや、発行会社と提案株主との間で守秘義務契約等を締結し、取締役から提案株主に対する情報共有を一定の範囲で認めただうえで、提案株主における情報開示の禁止や利用目的の制限を規定する方策が有用との指摘がある（前掲・福田剛 40 頁）。CGS ガイドラインにおいても、取締役本人との間に守秘義務契約や誓約書等を交わすことに加えて、提案株主との合意の締結により、インサイダー取引規制の遵守を徹底させることや、フェア・ディスクロージャー・ルールへの対応のために重要情報の公表前の守秘義務および売買禁止を課すことが特に重要とされている。

ウ．利益相反

提案株主と発行会社またはその他の株主との間に利益相反が生じる場面では、

提案株主との関係がある取締役を決議に参加させるべきか、という問題がある。会社法上、取締役と会社間の利益相反に関しては、利益相反取引・競業取引の規制（法 365 条、356 条）や、特別利害関係取締役の議決からの排除（法 369 条 2 項）に関する規律が存在するが、どのような場合にこれらの法規が適用されるのかは必ずしも明確ではない。発行会社では、提案株主と取締役の関係を踏まえ、利益相反の程度に応じて特別利害関係取締役への該当可能性を判断しなければならない。

CGS ガイドラインでは、会社との利益相反が事後的に生じる典型的な場合として、以下を想定している。

- ・提案株主が会社の買収者となる場合
- ・提案株主が会社の競合会社に対して投資を行う場合
- ・提案株主と会社との間で訴訟や紛争が生じる場合

このほか、利益相反が生じうる場面として、株主還元や株主提案により選任された取締役の再任に関する議論があり得るとの指摘がある（前掲・福田剛 42 頁）。株主還元については、提案株主が短期的利益を追求している場合等においては、長期的利益を追求するその他の株主と利害の不一致が生じる可能性を指摘するものである。また、株主提案により選任された取締役の再任については、当該取締役を再任しないという決定を行う場合には、その後の株主総会において提案株主との間で委任状争奪戦に発展する可能性があることから、潜在的な利益相反性をはらんでいるとの指摘である。

②実務対応

前記の留意事項を踏まえ、取締役選任に関する株主提案が提出された場合および株主提案が可決した場合の実務対応について言及する。

ア．取締役と提案株主との関係の確認

株主提案により選任された取締役と提案株主との間に報酬の合意がある場合や、当該取締役が提案株主に対して契約上の義務等を負っている場合には、前記の通り、情報管理や利益相反の監督の観点から留意する必要がある。そのため取締役選任に関する株主提案が提出されたときは、当該取締役（候補者）と提案株主との関係を確認することが必要と考えられる。なお、当該取締役（候補者）と提案株主との関係に関する情報は株主にとっても重要な情報であると考えられることから、株主総会の前に確認を行い、株主総会参考書等で開示することが望ましい。また、株主総会后（当該取締役の選任が可決された後）には、独立役員届出書やコーポレート・ガバナンス報告書においても、提案株主との関係性等について適切な開示が必要と考えられる。実例として、東芝は 2022 年 6 月 28 日開催の第 183 期定時株主総会の参考資料として Nomination Agreement（取締役

候補者指名にかかる合意書)を開示(<https://www.global.toshiba/jp/ir/corporate/stock/meeting.html>)している。

イ. 守秘義務規程の制定および守秘義務契約等の締結

株主提案により選任された取締役から提案株主に対して情報が共有されるおそれがある場合(あるいは会社として提案株主の有するリソース等の活用のために当該取締役を通じて提案株主への情報提供を認める場合)には、当該取締役または提案株主に対して守秘義務の内容を明確にし、遵守するように求めることが考えられる。取締役本人に対して、守秘義務を遵守させる方法としては、以下が考えられる。

- ・取締役本人との間に守秘義務契約を締結する
- ・取締役本人から守秘義務に関する誓約書等の提出を受ける
- ・従業員全般に適用される守秘義務規程とは別に、取締役のみを対象とした守秘義務規程を制定する

また、当該取締役が提案株主(ファンド等)の役職員等である等、提案株主に対して情報の共有を行う必要性が高い場合には、発行会社は提案株主に対して、以下の内容について合意するように働きかけることが考えられる。

- ・取締役から提案株主に対して共有できる情報の範囲
- ・提案株主の守秘義務(情報漏洩しないことや、当該会社への投資の管理の目的以外に情報を利用しないこと)
- ・インサイダー取引規制の遵守
- ・重要情報の公表前の当該会社の株式の売買禁止

ウ. 特別利害関係取締役に該当する可能性がある場合の取締役会決議

前記の通り、如何なる場合に提案株主と関係のある取締役が特別利害関係を有するかについては、必ずしも明らかになっていない。そのため発行会社では、当該取締役と提案株主との関係を確認したうえで、取締役会の決議から排除すべきか判断しなければならない。このとき、取締役が提案株主自身である場合や提案株主の役職員等である場合には、特に慎重な判断を要すると考えられる。

また、特別利害関係取締役として取締役会の決議から排除すべきか不透明である場合には、当該取締役に対して自発的な回避を求めることも考えられる。このとき、当該取締役が特別利害関係取締役に該当しないおそれがあるにもかかわらず取締役会の審議に参加しないことが、当該取締役の善管注意義務の観点から問題がないかという懸念がある。しかし、潜在的にでも利益相反のおそれがあると合理的に判断できる場合に、取締役が自主的に取締役会の審議に参加しないと判断したのであれば、むしろ取締役会決議の公正性を確保するための措

置であり、善管注意義務違反を問う必要はなく、特別利害関係取締役の外延が明らかではないことからすると、保守的な対応をとることも許容されるべきとの見解がある（前掲・福田剛 43 頁）。

エ. その他

選任された取締役や関係する提案株主が外国人等であった場合、外為法上の事前届出の対象となる指定業種等、経済安全保障の観点から情報提供に制限が及ぶ場合もある。通常、新任役員を迎えた場合、業界や自社に関する様々な事項についての座学研修や工場等の現地見学を実施する例があるが、安全保障上の問題から自社の情報を用いた研修や研究所等の施設見学も実施できない場合もある。また、利益相反事項に関連する事項の承認手続についても、取締役会での承認といった我が国の法制による手続の他に、弁護士等の法律専門家を加えた決議といった我が国法制とは異なる法制に基づく手続を要する場合もある。監督官庁や法律専門家のアドバイスを要する場合も想定されるので留意が必要である。

8. バーチャル株主総会と株主提案権

(1)はじめに

「2023年度全株懇調査報告書」(2023年10月)によると、バーチャル株主総会(バーチャルオンリー型、ハイブリッド出席型、ハイブリッド参加型)のそれぞれの実施状況および次回以降に実施を検討している会社数は、図表8-1の通りである。バーチャル株主総会は徐々に浸透しており、2023年度の時点で実施済の会社は、足元では3割弱(27.7%)となっている。バーチャル株主総会における株主提案権の実務上の対応事項についての整理が求められる状況にある。

【図表8-1】バーチャル株主総会の各開催形態別の実実施動向(上場会社:予定を含む)

	実施済	検討中	計
バーチャルオンリー型	20 (1.2)	91 (5.6)	111 (6.8)
ハイブリッド出席型	75 (4.6)	225 (13.9)	300 (18.5)
ハイブリッド参加型	334 (20.6)	— (—)	— (—)
合計	429 (26.5)	— (—)	— (—)

※カッコ内は回答社数1,621社における%。ハイブリッド参加型の「検討中」については調査対象外となっているため「—」にて表記。

(2)バーチャルオンリー型株主総会

①バーチャルオンリー型での開催を維持するかどうか

株主提案権が行使された場合に、バーチャルオンリー型での開催を維持するかどうか、事前に検討をしておくことが考えられる。株主提案権が行使されているか否かにかかわらず、バーチャルオンリー型株主総会の実施にあたっては、通信障害の発生による決議不存在・取消しとなる事態を避けるため、そのシステムについては高い信頼性・安定性が求められる。現在のところ、バーチャルオンリー型株主総会选择している会社において総会運営に支障を来したとの話は聞き及んでいない。もっとも、バーチャル株主総会全体への参加率(視聴率)はまだ平均して1%程度との話もあり、参加率が上昇に転じた場合にも安定的な接続状況の確保ができるかどうか、代替措置への切り替えが必要となった場合にスムーズに移行できるか等経過を観察しなければならない課題は相応にあるものと思われる。現状のバーチャルオンリー型株主総会において、株主提案権が行使された場合であっても、会社提案議案か株主提案議案かの違いを除けば、基本的には、株主総会の議案の数が一つあるいは複数増加するの

みであるため、システムを提供する各ベンダーの仕様にもよるが、このことでシステムへの負荷が著しく増加する等の懸念は考えづらいとの指摘もある。これに従えば、仮に株主提案が行使された場合であっても、ただちにリアル株主総会等別の開催形態へ切り替えなければ安定した株主総会運営が望めないという訳ではないということになる。

他方、リアル株主総会で株主提案権が行使された場合、提案内容に関する提案株主からの補足説明や提案議案に対する他の株主からの質問への回答等相応の準備を行うことが想定されることから、バーチャルオンリー型株主総会の場合にもシステム改修とまではいかないまでも、新たに運営方法の検討が必要となることは想像に難くない。また、株主提案議案がない場合にも該当するが、賛否が拮抗する場合やプロキシファイトが予想される場合には、それ自体がイレギュラーな対応を求められる事態でもあるため、バーチャルオンリー型株主総会ではなく、より臨機応変に議事を進行でき、長年にわたる実務の知見や経験が蓄積されているリアル株主総会での開催に方針転換をすることも選択肢のひとつと考えられる。ただし、リアル株主総会の出席見込み人数によっては注意が必要となる。例えば、リアル株主総会実施の際に大規模会場を手配する事が必要となる会社の場合、株主提案権の行使期限が株主総会の8週間前であることも鑑みると、株主総会開催の8週間前では既に適切な規模の会場確保が困難である場合や、確保できたとしても社内外の協力部門や委託業者を改めて手配する等、却って実務の難易度が高くなることも考えられる。これらを考慮すると、次年度の株主総会としてバーチャルオンリー型での開催形態を検討する場合には、自社の株主構成や、近時の自社に対する議決権行使の賛否の比率、株主提案権の行使状況等も含めて事前に検討を行うことも一定の有用性があると考えられる。

②実務上の対応事項

ア. 提案株主との調整

提案株主がバーチャル出席して株主提案に係る議案の説明機会を求めた場合、会社は拒否できないため、事前に提案株主と連絡を取り、当日の提案議案の説明方法につき予め調整を行うことが考えられる。また、一般株主が提案株主に質問し、これに対して提案株主に回答をさせるオペレーションとする場合（なお、提案株主は、他の株主から質問を受けた場合も説明義務は負わず、提案株主の指名の要否を含めて議長の議事整理権の行使により行われる。）には、バーチャル環境からどのように回答をするか、対応方法を検討する必要がある。

提案株主が株主提案に係る議案の説明の機会を求める場合は、対応方法として主に「a.事前に提案株主に書面を提出させこれを議長が読み上げる方法」、「b.電話会議システムやビデオ会議システム等により提案議案の説明を行う方法」、「c.事前に提案株主による説明を録音・録画し、当日配信をする方法」等が考えられ

る。

上述した a.~c.につき、以下にて更に検討を加える。

a. 事前に提案株主に書面を提出させこれを議長が読み上げる方法

機器やシステムを介さないため、事前の接続テストや当日の機材トラブルが生じないことから、最も実務負担がかからない方法と考えられる。

b. 電話会議システムやビデオ会議システム等により提案議案の説明を行う方法

この方法を採用する場合は、株主総会の全体の流れやどの時点でマイクやカメラをオンにして提案株主に発言をしてもらうか等の段取りにつき、予め提案株主とコミュニケーションを図り、認識を合わせることが必要となるであろう。また、事前に事務局担当者にて接続テスト等のリハーサルを入念に行うことも必要と考えられる。提案株主が当日説明の機会を求めたにもかかわらずその機会が確保されない場合、提案株主から株主総会の運営に瑕疵があると訴えられかねないからである。

また、電話会議システムやビデオ会議システムを介して提案株主に説明をさせる場合には、当日、どのようにして提案株主本人であることを確認するかについて、本人確認の方法を確立しておく必要がある。例えば、ビデオ会議システムであれば、画面上に本人の顔と議決権行使書面を映し出す、あるいは、提案権行使受付時に受付票（任意のもの）を返送しておき、当該受付票上の受付番号を映し出すこと等によって本人確認を行うといった運用方法も考えられる。

c. 事前に提案株主による説明を録音・録画し、当日配信をする方法

予め提案株主から提案内容を説明した音声もしくは映像を録音・録画したメディアを受領しておく方法が考えられる。この際、どのようなメディアフォーマットで作成させ、いつまでに会社に提出させるか、また、議事整理の観点から提案株主による説明が長時間にならないよう、一定の時間制限を設けるかどうか等を確定した上で、提案株主とコミュニケーションを図ることになる。更にメディア受領後、株主総会前までに会社において配信テストを入念に実施する。万が一不備が生じる場合も念頭に置いて、提案株主との連絡を取れるようにしておくことより万全であろう。

方法として b や c を採用する場合でも、万一に備えて a で言及した書面も提出してもらい、不具合発生時には議長による読み上げに変更する可能性があることについて予め提案株主に説明しておくことも考えられる。(c を選択した場合、予め録音・録画の内容を書き起こしておき、不具合発生時には a と同様の対応をすることも考えられる)。

イ. 議長シナリオ

a. 議案の上程

i. 事前に提案株主に書面を提出させこれを議長が読み上げる方法

後掲の提案議案に対する質問に提案株主から回答させない場合、この方法を採用すれば株主総会当日におけるリアルタイムでの音声やビデオでのやり取りが発生せず、議事運営上の安定性は高い。提案株主とのやり取りの際には一定の字数制限を設けることが肝要となる。議長シナリオとしては、例えば、「第●号議案●●の件については、株主提案議案となります。本議案につきましては、株主総会参考書類に記載の議案の概要のほか、提案株主様から事前にご説明の書面を頂いておりますので、議長の私から読み上げます。」

等が考えられる。

ii. 電話会議システムやビデオ会議システム等により提案議案の説明を行う方法

事前に接続テストを行ったうえで提案株主へ必要な案内を行うこと、および通常の電話会議やビデオ会議におけるファシリテーションを想定した文言を議長シナリオに反映することが考えられる。例えば、

「第●号議案●●の件については、株主提案議案となります。つきましては、提案株主様より [ビデオ会議システムによって / 電話会議システムによって] 議案の概要をご説明頂きます。ただいま提案株主様との接続を確認しますので、少々お待ちください。」

「株主様、こちらの音声は聞こえていますでしょうか」

「株主様、接続を確認しますので何かひと言ご発声願います。ありがとうございます、聞こえています。」

「それではご説明をお願いします。」

等が考えられる。

上記シナリオは、提案株主と事前に調整が整っていることを前提としたものであるが、調整未了の場合には、提案株主の出席の有無を確認し、出席している場合には、更に提案議案の説明を希望するかどうかを確認、説明希望が確認できたところで上記のシナリオをつなげることも考えられる。

iii. 事前に提案株主による説明を録音・録画し、当日配信をする方法

事前にバーチャル出席システムへの配信テストを行ったうえで必要な案内を議長シナリオに反映することが考えられる。例えば、

「第●号議案●●の件については、株主提案議案となります。予め、提案株主様より、提案議案に関するご説明の [音声 / ビデオ] をご用意いただいておりますので、これより配信をいたします。」

等が考えられる。

b. 質疑応答

提案株主に説明義務がない点は、前記「(2) ②ア. 提案株主との調整」に記載の通りであるが、以下は、他の株主からの質問に、提案株主が回答することを想定した場合のものである。

現時点では、バーチャル出席株主からの発言はテキスト形式で送信させるのが一般的であるが、この場合、一般株主からの株主提案議案への質問に対し、まず議長がバーチャル環境の提案株主に回答を呼び掛け、次いで提案株主がテキストで回答を送信し、送信されてきた回答を議長が代理で読み上げるという方法にならざるを得ず、スムーズな議事進行は容易ではないであろう。従って、「i. 電話会議システム / テレビ会議システムを通じて提案株主が回答をする」もしくは「ii. 議長権限により提案株主による回答を行わない」とすることが考えられる。

i. 電話会議システム / テレビ会議システムを通じて提案株主が回答する場合

例えば、

「提案株主様、ただいま株主様より、●●というご質問を頂きましたので、ご回答をお願いいたします。」

等が考えられる。この場合、基本的にはリアル株主総会のシナリオ対応とほぼ同様と考えられる。

ii. 議長権限により提案株主による回答を行わない場合

この場合は、質疑応答に関する議事進行案内の際に、

「なお、株主様からの提案議案である第●号議案●●の件については、議事整理の観点からご質問への提案株主様からのご回答は控えさせていただきます。」と案内すること等が考えられる。

c. 採決

事前の投票結果により株主提案議案の否決が明らかな場合（あるいは可決が明らかな場合）には、投票は実施するものの集計はせず、その採否を議長が宣言することも考えられる。

投票を実施する際は、原則、株主提案権が行使されていないバーチャルオンリー型株主総会の場合とほぼ同様のシナリオと考えられる。相違点としては、会社提案と株主提案が相互に矛盾する関係となるような場合には、投票の際の注意（対案議案双方に賛成した場合には無効となること、事前の議決権行使は、投票を行った際には無効となること等）を丁寧に説明することが考えられる。バーチャル出席株主の議決権行使分は、後日提出の議決権行使にかかる臨時報告書の賛否個数に算入することが考えられる。

d. 採決時の処理

株主提案議案につき、株主総会において総株主の議決権の10分の1以上の賛成が得られなかった場合、かつ当該株主総会の日から3年を経過していない場合には、実質的に同一の議案を提案できない点（法305条6項）は、他の開催形態と同じである。従って、

- i. 株主総会開催中に、株主提案議案への賛成が総株主の議決権の10分の1以上を得られていないことが判明する場合には、株主総会においてその旨、および当該株主総会の日から3年を経過していない場合には実質的に同一の議案を提案できない旨を報告し、加えて株主総会議事録および後日提出の議決権行使にかかる臨時報告書にもその旨を記載することで、実質的に同一の議案を3年間提案できないことを明確化することも考えられる。

（記載例）

『賛成数は、総株主の議決権数（59,070個）の10分の1に達していません。』（旭ダイヤモンド工業 臨時報告書 2010年6月30日提出より）

- ii. 株主総会開催中には提案議案への賛否比率が明らかでない場合でも、株主総会後に賛否比率を精査することから、その結果、提案議案への賛成が総株主の議決権の10分の1以上を得られていないことが判明した場合には、後日提出する議決権行使にかかる臨時報告書にその旨を記載することで、実質的に同一の議案を3年間提案できないことを明確化することも考えられる。

③総会検査役が選任された場合の対応事項

株主提案権が行使された場合に、提案株主または会社による申立てにより、裁判所が総会検査役を選任する場合がある。ここでは、バーチャルオンリー型株主総会特有の、検査役が留意すべきとされている事項を例示する（「総会検査役の手引き【令和4年版】」東京地方裁判所民事第8部）。ここで列挙した事項は、総会検査役から発行会社宛てに確認が想定されることから留意が必要である。

- ・過去、バーチャルオンリー型株主総会を実施したことがあるか。
- ・バーチャルオンリー型株主総会を可能とする規定の定款への記載の有無。
- ・法務大臣・経済産業大臣への確認申請書の閲覧（あわせて通信障害対策、デジタル・デバイド対策の方針内容、申請後の変更の有無）。
- ・招集決定や招集通知等に関連する事項（「情報の送受信をするために必要な事項」等）の内容。
- ・株主総会資料の電子提供措置が適法に実施されているか、書面交付請求株主に書面交付が適切になされているか。
- ・バーチャルオンリー型株主総会を実施するシステムの調査方法（本人確認の

仕組み、システムの稼働状況等)。

バーチャル株主総会については、始まったばかりの制度であることから、会社側に利用するシステムを確認し、必要に応じて業者からのヒアリングを実施しながら、システム自体についてもある程度詳細を記録に残す対応をせざるを得ないとされている。

また、総会検査役として総会当日の記録化をどうするかといった点については、できる限り議長と同じ場所で視聴できる形が望ましいとされている。

- ・インターネットにおける議決権行使の調査方法（証券代行会社、ICJ社が用意したシステムを使用していることが確認できれば、システムの細部までの調査は不要）。
- ・インターネットによる議決権行使結果は、行使期間終了後、できるだけ速やかに保全する。
- ・総会当日は、事前に確認した調査方法に従い、株主総会の開催状況を確認し、記録する。
- ・システムにアクセスする株主の本人確認やシステムに向けて株主が入力した情報（質問事項や議決権行使結果）の記録・反映等が適切に行われているかを確認し、記録する。議決権行使が電子的に行われている場合には、そのデータログの記録化も必要。
- ・事前の議決権行使をどの時点で無効とするかは会社によって取扱いが変わり得るため、事前に確認しておく。

(3)ハイブリッド出席型バーチャル株主総会

①ハイブリッド出席型での開催を維持するかどうか

ハイブリッド出席型バーチャル株主総会では、リアル出席とバーチャル出席の2通りの方法から選択して出席が可能な点で先述したバーチャルオンリー型株主総会とは異なる。株主提案権が行使されている場合、実務対応についてはこちらも慎重に対応をする必要がある。

前提として、株主提案権行使の有無に関わらず、ハイブリッド出席型バーチャル株主総会ではリアル会場での出席とバーチャル出席のいずれの場合であっても、会社法上の出席と取り扱われるため、リアル株主総会と比べて実務対応事項は増加する。そして、株主提案権が行使されている場合は実務対応事項が更に増すこととなる。これに加え、もし提案議案への賛否が拮抗する場合には、議決権行使の集計につき、議案の採決時点において精緻に集計が可能であることが前提となるが、例えば事前に議決権を行使した一般株主が当日バーチャル出席して議決権を行使した場合や、当日に会場出席した一般株主が、会場内からバーチャル出席サイトを通じて議決権を行使した場合、もしくはこれらが組み合わされて行われた場合等につき、その取扱いをど

のようにするか、事前に検討すべき事項や当日対応すべき事項も格段に増加する。

現時点で、ハイブリッド出席型バーチャル株主総会は、その実施事例や、実務対応の知見や経験が十分に蓄積されているとは言い難く、これに加えて株主提案権行使に関わる当日対応を要することから、株主提案権が行使された場合には、リアル株主総会やハイブリッド参加型バーチャル株主総会の開催に早期の段階で方針転換をすることも1の選択肢と考えられる。もともとハイブリッド出席型バーチャル株主総会では“会場を用意する”ことが前提となっているため、前記「(2) ①バーチャルオンリー型での開催を維持するかどうか」にて述べたバーチャルオンリー型株主総会における会場手配の課題と状況が異なること、また、株主提案権の行使期限が株主総会日の8週間前であることと、通常はこの行使期限よりも後に株主総会の招集を決定する取締役会が開催されることも勘案すれば、もし仮にリアル株主総会やハイブリッド参加型バーチャル株主総会の実施に舵を切る場合であっても、大きな障害はないものと思われる。ハイブリッド出席型の場合、リアル会場に入場する以外にもバーチャル出席の方法により株主総会に出席することが可能であると考え、会場の収容人数の上限に達したことを理由に株主の入場を制限することも可能との見解もある。もっとも、この見解に基づいた場合でも、バーチャル出席型を採用する前のリアルのみ株主総会実施時の出席実績よりも著しく少ない収容人数となるリアル会場しか準備していなかった場合には、バーチャルオンリー型から他形態に移行する場合と同様の懸念が生じることとなる。

以下では株主提案が上程されている株主総会において、ハイブリッド出席型バーチャル株主総会の開催を維持する場合の実務対応について解説していく。

②実務上の対応事項

ア. 提案株主との調整

主な論点は、前記「(2) ② ア. 提案株主との調整」にて述べたバーチャルオンリー型株主総会における対応事項と同様である。一方で、ハイブリッド出席型バーチャル株主総会固有の対応事項として、当日の出席方法を予め確認しておくことが考えられる。特に、実際に提案株主が株主提案に係る議案の説明の機会を求めた場合、実務上は万が一通信障害によって提案株主とのコミュニケーションが途絶することがないように、リアル会場で出席してもらうことが望ましいであろう。また、提案株主が複数名いる場合「1名はバーチャル出席」「1名はリアル出席」と提案株主の中でも異なる出席方法を希望する場合も考えられ、この場合、より一層議事采配の難易度が増すこととなる。そもそもハイブリッド出席型バーチャル株主総会は、リアル株主総会の開催に加えて追加的な出席手段を提供するものと捉えることができるのであって、株主は常にリアル株主総会に

出席する機会が与えられているという観点から、安定的な議事運営を確保するため、提案株主をリアル会場での出席へと誘導することが有効と考えられる。

イ. 議長シナリオ

まず、「a.提案株主がリアル出席する場合」と「b.提案株主がバーチャル出席する場合」に大別される。

a. 提案株主がリアル出席する場合

i. 議案の上程

議長および提案株主ともにリアル会場に存在するため、原則、リアル株主総会と同様のシナリオ対応となる。

ii. 質疑応答

提案株主は、他の株主から質問を受けた場合も説明義務は負わず、提案株主の指名の要否を含めて議長の議事整理権の行使により行われる。以下の記載は、他の株主からの質問に、提案株主が回答をすることを想定したものである。

イ)リアル出席の一般株主から株主提案議案に対して質問がなされた場合

質問をする一般株主と提案株主ともにリアル会場に存在するため、リアル株主総会と同様のシナリオ対応となる。

ロ)バーチャル出席の一般株主から株主提案議案に対して質問がなされた場合

この場合も、基本的には前記イ)と同様、リアル株主総会と同様のシナリオ対応で問題ないと考えられる。相違点としては、バーチャル出席の一般株主からの発信がテキストである場合は、議長や司会による質問の読上げになるため、質問株主と提案株主との直接の議論の応酬が発生しないことにより議場の混乱リスクが低減される点、また、バーチャル出席の一般株主からの質問内容の趣旨が汲み取れない場合がある点が想定され、後者においてはこれを念頭に置いた議事整理用のシナリオ（事務局から質問した一般株主への趣旨確認を行う。確認実施時には他にリアル会場から質問がある場合やバーチャル出席株主からの質問でも議案に関するもの等優先すべき質問があればそちらを優先する場合がある旨を説明する。他に質問がない場合には事情を説明し、質問株主からの回答を待つ。回答に時間を要する場合には、議長の権限で取り上げないことも考えられる。）を準備することが考えられる。

iii. 採決

投票を実施する場合には、「(2) ② イ. c.」(バーチャルオンリー型株主総会の採決)と同様である。ただし、リアル会場に出席している株主につい

でも投票システムにアクセスして賛否の意思表示をしてもらうか、リアル会場については、書面での投票実施を選択することも考えられなくはない。

投票を実施する必要もなく結果が明らかな場合には、賛否の意思表示は実施するものの集計は行わず結果の宣言を行う。

b. 提案株主がバーチャル出席する場合

i. 議案の上程

「(2) ② イ a.」(バーチャルオンリー型株主総会における議案の上程のシナリオ)と同様である。

ii. 質疑応答

提案株主に説明義務がない点、スムーズな議事進行の点では「(2) ②イ b 質疑応答」(バーチャルオンリー型株主総会時の質疑応答)と基本的に同様である。相違点としては、リアル会場に出席した株主からの質問については、議長が代理で読み上げる必要はなく、質問後に提案株主に回答を促せばよい点が挙げられる。前記(3) ②アに鑑み、提案株主が質問に対して回答する希望を示しており、それを認める場合には、リアル出席を求めるという実務対応も考えられる。

iii. 採決

「(3) ② イ. a. iii」(バーチャル出席型株主総会における採決時のシナリオ)と同様である。

ウ. 採決時の処理

「(2) ② エ」(バーチャルオンリー型株主総会における採決時の処理)と同様である。

③総会検査役が選任された場合の対応事項

「(2) ③」(バーチャルオンリー型株主総会における総会検査役が選任された場合の対応事項)と同様である。出席型に特有の事項としては、以下が挙げられている。

- ・代理出席をリアル出席株主に限る取扱いとするか否か、事前の議決権行使をどの時点で無効とするかについて整理、バーチャル出席株主に質問・動議を認めるかについて会社の整理を予め確認、当日の運用が適切になされているか記録

出席型は会社のルール設定次第で細部が変わり得ることから、質問・動議・代理人の出席等について、どのように会社が整理しているかを確認し、記録する必要性が高いとされている。

(4)ハイブリッド参加型バーチャル株主総会

①ハイブリッド参加型での開催を維持するかどうか

ハイブリッド参加型バーチャル株主総会においては、株主提案権が行使されている場合でも株主総会を実施するうえで会社法上考慮すべき事項は特段ない。ハイブリッド参加型バーチャル株主総会の場合、バーチャル参加株主は会社法上の「出席」と取り扱わないのが通常であり、株主総会当日の出席株主の権利である「議決権行使」「質問」「動議」も認められていないからである。従って、提案株主がバーチャル参加をする場合は会社法上の「出席」に当たらず対応事項が発生しないため、提案株主がリアル出席をする場合にのみリアル株主総会における提案株主の来場時の対応を行えばよく、ハイブリッド参加型バーチャル株主総会を実施する方針を維持することに特段の懸念はない。

②実務上の対応事項

一方で、実務においては、提案株主との認識の齟齬が生じないように事前に提案株主と出席方法につき予め確認を取るとは、当日のイレギュラー対応を減らす上で一定の意義があると考えられる。徐々に実施事例が増えている参加型ではあるが、この実施形態の会社法上の位置付け、「バーチャル」「出席型」「参加型」「オンリー型」等の各種用語も含め、現時点における世間一般と発行会社側とで浸透度、理解度にギャップがあると考えるのが穏当だからである。他方で、事前に提案株主に接触し、確認を取ること自体、法令上で求められるものでなく、かつ従来のリアル株主総会での実務では想定されていないうえ、心理面での抵抗感も一定程度あろうことも考えられるため、各社の置かれる個々の事情に応じて対応要否を検討すればよい。その場合でも、招集通知において誤解のないよう説明に意を用いる対応は必要である。

以上

【参考文献】

- ・ 経済産業省「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」
- ・ 経済産業省「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド（別冊）実施事例集（案）」
- ・ 経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」
- ・ 比較法研究センター「株主提案権の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告」
- ・ 商事法務研究会「令和元年度産業経済研究所委託事業（持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究）（株主総会に関する調査）」
- ・ 法務省民事局参事官室「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する中間試案の補足説明」旬刊商事法務 2160 号
- ・ 株式会社 ICJ「2023 年総会シーズン報告」
- ・ 澤口実・近澤諒 編著 村田昇洋・本井豊「バーチャル株主総会の実務〔第 2 版〕」商事法務
- ・ 太田 洋・野澤大和・三井住友信託銀行ガバナンスコンサルティング部「デジタル株主総会の法的論点と実務」商事法務
- ・ 濱口耕輔, 山本ゆり「バーチャル株主総会実務の課題と展望（2020 年総会の動向と新時代の展望（2））」旬刊商事法務 2241 号
- ・ 第 71 回全国株懇連合会定時会員総会第 1 分科会審議事項「企業と投資家の建設的な対話に向けて～対話促進の取組みと今後の課題」
- ・ 第 73 回全国株懇連合会定時会員総会第 2 分科会審議事項「株主提案権に係る実務」
- ・ 第 75 回全株懇会員総会第 1 分科会審議事項「会社法改正の概要と株式実務への影響」
- ・ 三谷革司「ガバナンス改革を先導する株主提案の動向」ビジネス法務 2013.3
- ・ 牧野 達也、大沼泰明「株主提案権の事例分析（2）」資料版商事法務 No.462
- ・ 牧野達也、林良樹「株主提案権の事例分析（1）」資料版商事法務 No.473
- ・ 牧野達也、林良樹「株主提案権の事例分析（2）」資料版商事法務 No.474
- ・ 生方紀裕「近時の事例から見た株主総会の有事対応とその（実務上の）教訓」株懇会報 858 号
- ・ 太田洋「2024 年定時株主総会の展望と対応」（2023 年 11 月 29 日）東京株式懇話会講習会資料
- ・ 吉川英徳「2023 年 6 月株主総会シーズンの総括と示唆」大和総研コンサルティングレポート
- ・ 「ESG 株主に聞く <第 2 回>アカデミカベンション」資料版商事法務 2023 年 9 月号
- ・ 「機関投資家に聞く（54）Australasian Centre for Corporate Responsibility（ACCR）」旬刊商事法務 2347 号
- ・ ACCR 投資家向け説明資料（2022.5）
https://www.accr.org.au/downloads/accr-investor-brief-j-power_jpn.pdf
- ・ ジェイ・ユース・アイアール「本年 6 月株主総会から見てきた株主提案の傾向と対応」

- ・ 商事法務研究会編「株主総会白書 2023 年版－電子提供制度の施行を迎えて－」旬刊商事法務 2344 号
- ・ 渡辺邦広他「株主総会資料電子提供制度の実務対応 Q&A (8・完) 旬刊商事法務 2313 号
- ・ 保坂大希「機関投資家の議決権行使動向－2023 年 6 月株主総会の振り返り－」旬刊商事法務 2341 号
- ・ 邊英基「【令和元年改正会社法の実務対応 (1)】株主総会資料の電子提供制度への実務対応」旬刊商事法務 2230 号
- ・ 仲 卓真「令和 3 年度会社法関係重要判例の分析〔中〕」旬刊商事法務 2302
- ・ 太子堂厚子 松下憲 若林鋼功晃 金村公樹「株主提案と委任状勧誘〔第 3 版〕」商事法務
- ・ 飯田秀総「株主提案権に関する規律の見直し」法律ひろば 73 巻 3 号
- ・ 竹林俊憲 邊英基 坂本佳隆 藺牟田泰隆 青野雅朗 若林功晃「令和元年改正会社法の解説〔II〕」旬刊商事法務 2223 号
- ・ 高木弘明 野澤大和「株主提案権の制限」旬刊商事法務 2231 号
- ・ 神田秀樹 竹林俊憲 古本省三 井上卓 石井祐介「座談会 令和元年改正会社法の考え方」旬刊商事法務 2230 号
- ・ 竹林俊憲「一問一答 令和元年改正会社法」商事法務
- ・ 野澤大和「電子提供制度における会社側の主張のみを記載した書面の追加提供の可否」旬刊商事法務 2313 号
- ・ 大川信太郎「外為法とアクティビスト」旬刊商事法務 2307 号
- ・ 岩原紳作編「7 会社法コンメンタール機関〔1〕」商事法務
- ・ 太田洋 野澤大和「令和元年 会社法改正と実務対応」商事法務
- ・ 後藤元「株主提案権に関する規律（とその趣旨）の見直し」旬刊商事法務 2231 号
- ・ 河本一郎他「株主提案をめぐる実務」別冊商事法務 No.80
- ・ 江頭憲治郎 中村直人編「論点体系会社法〈第 2 版〉」第一法規
- ・ 相澤哲 細川充「新会社法の解説 (7) 株主総会等」旬刊商事法務 1743 号
- ・ 上柳克郎他「新版注釈会社法 (5)」有斐閣
- ・ 松下憲「アクティビスト株主対応の最新のスタンダード〔下〕」旬刊商事法務 2275 号
- ・ 辰巳郁「剰余金の配当に関する株主提案への実務対応と会社法上の留意点」旬刊商事法務 2087 号
- ・ 足立啓「「株主から剰余金の配当に関する提案が行われた場合の標準モデル」の解説」旬刊商事法務 2093 号
- ・ 近澤諒、福田剛「株主による取締役候補者の提案への対応」旬刊商事法務 2320 号
- ・ 福田剛「アクティビスト株主派遣取締役の最新実務－米国の実務と日本法の下での法的考察－」旬刊商事法務 2259 号
- ・ 田中亘、森・濱田松本法律事務所「会社・株主間契約の理論と実務」有斐閣
- ・ 前田雅弘他「会社法実務問答集 I 上」商事法務

- ・上柳克郎他「新版注釈会社法（5）」有斐閣
- ・足立拓人他「座談会 総会検査役の実務と手引き」金融法務事情 2200号
- ・依馬直義「米国の株主総会とバイデン政権下で加速する規制改正の動向」旬刊商事法務 2318号
- ・黒沼悦郎「株主総会の勧告的決議について」早稲田大学法学会編「早稲田大学法学会百周年記念論文集第二卷民事法編」成文堂
- ・松元暢子「経営事項を内容とした株主提案権の行使について」東京株式懇話会会報第 819号