

株主提案権の現在実相

——人権DDと株主アクティビズムの最新動向を踏まえて——

菅 原 貴 与 志

1 はじめに

昨年二〇〇三年の株主総会における株主提案数は、過去最多を更新した。特にアクティビスト（要求型株主）の動きが活発である。その背景には、東京証券取引所（東証）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ていることに加えて、^①人権デューデリジェンス（人権DD）と株主アクティビズムの動向も株主提案の増加を後押ししている。

本稿では、株主提案権の概要を整理した上（後記^②）、会社法上の解釈問題について若干検討し（同^③）、人権DD

と株主アクティビズムの最新動向を踏まえて、企業実務の視点からみた株主提案の現状を俯瞰したい（同4・5）。

2 株主提案権の概要

株主は、会社が株主総会を招集する機会を利用し、自らの考えを株主総会に提案することができる⁽²⁾。これが株主提案権であり、具体的には議題提案権・議案提出権・議案通知請求権という三つの権利が定められている（法三〇三条（三〇五条））。

(1) 議題提案権

少数株主（取締役会設置会社の場合には、六か月前からどの時期をとっても総株主の議決権の1%以上または三〇〇個以上の議決権を有していた株主。ただし、非公開会社では、六か月の保有期間は課されない）は、会社が招集する総会で一定の事項を議題とすることができる（法三〇三条⁽³⁾⁽⁴⁾⁽⁵⁾）。これが議題提案権であり、議題追加権と概念することもできる。たとえば、「取締役〇名選任の件」や「剰余金の配当の件」というのが追加すべき議題となる。

なお、その行使について、法文では必ずしも書面による必要はないが、実務的には、株式取扱規程において書面により行使すべきことを定める例が多い。

株主提案権を行使する株主は、文理上「株主総会の目的（議題）」のみを提案すれば足りるにも読める。しかし、上場会社では、書面投票制度の採用が義務付けられているため（有価証券上場規程四三五条）、株主総会参考書類の提供が必須であり（法三〇一条一項）、株主総会参考書類には議案まで記載しなければならない（規七三条一項一号）。

したがって、少なくとも上場会社の株主が株主提案権を行使する場合には、議題だけでなく「議案」の提案も伴うことが必要である。

(2) 議案提出権

議案提出権とは、株主総会の現場において、議題について具体的な「議案」を提案する権利である（法三〇四条）。たとえば、株主総会の議場において、会社提案の「議案」（「取締役Aを選任する件」、「一株あたり五〇円の剰余金を配当する件」）がある状態の下、動議という形式にて、会社提案の「議題」（「取締役〇名選任の件」、「剰余金配当の件」）の範囲内で、会社提案を修正する「議案」（「取締役Bを選任する件」、「一株あたり六〇円の剰余金を配当する件」）を提出する例などが考えられる（いわゆる「修正動議」ないし「実質的動議」）。

(3) 議案通知請求権

議案通知請求権は、株主が提出しようとする議案について、その要領を招集通知に記載することを請求する権利である（法三〇五条一項、規九三条一項三号）。この請求権を行使できる株主の要件は、議題提案権と同様となっている。

3 株主提案権をめぐる解釈問題

(1) 請求と行使の要件

取締役会設置会社において、議題提案権と議案要領請求権の請求は、株主総会の日の前八週間前までに行わなければならない（法三〇三条二項・三〇五条一項）。公開会社の株主総会の招集通知は、原則として、会日の二週間前に発する

必要があり（法二九九条一項）、株主総会の八週間前に提案権が行使された場合には、残りの六週間でその提案に対応した招集通知の印刷・封入・発送等をする必要がある。この六週間のうちに、会社が事前に用意した議題等に追加して、提案に対応した事項を招集通知に記載または記録し、これを発送するわけだから、会社の事務処理の観点からすれば、時間的な余裕は決して多くない。

また、公開会社の株主が株主提案権を行使するためには、「総株主の議決権の一〇〇分の一又は三〇〇個以上の議決権」を「六か月前」より有していることが必要である（法三〇三条二項・三〇五条一項）。この六か月持株保有要件の起算点は、行使日から遡って六か月間と考えるのが多数説である^⑥。また、この持株要件をいつまで充足している必要があるかについては見解が分かれているが、基準日か提案権行使時のいずれか遅いほうと考えるべきであろう^⑦。

（2）提案内容と議案数の制限

議題提案権および議案追加請求権については、法令または定款に違反しない限り、株主提案にかかる議題内容の制限はされない。ただし、議案提出権は、議案の内容が法令または定款に反する場合、および当該総会の日から過去三年以内に総株主の議決権の一〇分の一以上の賛成が得られずに否決された議案を再提出する場合、これを提案することができない（法三〇四条但書）。また、取締役会設置会社の場合、定款変更により株主総会の権限を拡大できるため（法二九五条二項）、提出できる議案の内容は広範囲に及ぶ。

この点、米国では、株主の能力への懸念や権利濫用への憂慮、会社の負担への危惧、州法と連邦規則の関係などを理由に、株主提案によって配当額を具体的に要求したり、取締役の選解任を求めたりすることはできないものとされてきた^⑧。しかし、二〇一〇年SEC規則改正により、プロキシアクセス（Proxy Access）^⑨。株主総会において、株主が特

定の取締役候補者の選任を株主総会議案として提案し、会社から株主に送付される書類に掲載することを請求できる権利）を認める途が拓かれている（規則14a-11）。

株主提案権は、株主にとって自らの考えを会社経営に反映できる重要な権利ではあるが、一部には株主総会の運営を攪乱するような濫用的事例も見受けられないわけではない⁹⁾。こうした状況を背景に、令和元年改正では、株主が要領を招集通知に記載することを請求できる議案数の制限が定められた。すなわち、取締役会設置会社において、議案通知請求権を行使する場合の議案の上限数は一〇個と定められている（法三〇五条四項前段）。

(3) 手続違反の効果

議案通知請求権（法三〇五条）が無視された場合は、招集手続に違法があるものとして、株主提案に対応する会社提案の議案についてのみ決議取消事由になると解するのが通説であろう（同八三一条一項一号）。

これに対し、議題提案権（法三〇三条）や議案提案権（法三〇四条）の行使に手続違反があったとしても、それに対する決議がない以上、決議取消しの問題は生じないとするのが多数説である¹⁰⁾。

(4) 勧告的決議と株主提案

株主提案の内容は、法に定める株主総会決議事項（法二九五条二項）であることが要件となる。したがって、株主総会で決議することのできない事項を議題とする株主提案は不適法であり、これを取り上げる必要はない。そこで、法および定款で定められた株主総会決議事項ではないが、議案として株主意思の確認をおこなう場合の決議（勧告的決議）に関する議題が株主提案として認められるか否かが問題となる。

この点、いわゆる買収防衛策の廃止に関する議題について、定款に特段の定めがない以上、これを株主総会の目的

とすることは認められず、かかる議題提案も株主総会の決議事項としないと判断した近時の裁判例がある。⁽¹¹⁾ 他方、産業競争力強化法（産競法）三二条一項に基づく株式分配型のスピンオフが株主提案として提出された事案において、原則として株主提案権の対象になると判示した裁判例もある。⁽¹²⁾

前記の両裁判例をどう理解すべきかについては様々な見解があり得るところだが、⁽¹³⁾ 株主提案権の対象となる事項は、いずれも株主総会の決議事項であることを前提としている点に留意しなければならない。

4 企業実務の視点からみた株主提案

(1) 株主総会の現状と課題

かつては、日本企業の特質である株式持合いによって、いわゆる「物言わぬ株主」が大半を占めていた。しかし、近年では、開催日時を集中日からずらせて、株主が出席しやすいものとする取組みが進んでいる。

また、株式の持合い状況にも大きな変化が生じてきた。二〇二三年には、多くの国内機関投資家（たとえば、アセツトマネジメント One、三菱UFJ信託銀行）において、純資産比率二〇％以上を占める場合には代表取締役の再任に原則反対するなど、政策保有株式の保有総量に関する議決権行使基準が導入された。こうした政策保有株式の縮減が「資本コストや株価を意識した経営」と掲げられることもあるため、一般株主の関心も高まっている。⁽¹⁴⁾

これに伴い、「物言う株主」も確実に増加している。最近の株主総会においては、株主提案権を行使し、増配議案、役員報酬の個別開示、経営陣への参画を意図した取締役選任、株主に対する決算説明会の開催などを求める実例も認

められるようになってきた。こうした「物言う株主」の傾向は、株式持合いや取引上の必要で出資した大株主の姿勢にも影響を及ぼしている。

このような状況を踏まえて、会社の側でも、広く個人投資家に対する企業情報の開示に努め、IR活動を推進し、株主総会を株主との双方向的コミュニケーションの場として活用する姿勢が顕著である。

(2) 株主提案の動向

近年は、機関投資家による積極的な議決権行使など、経営陣に対する株主の監視の目が厳しさを増している。その背景には、スチュワードシップ・コードの影響、ISS (Institutional Shareholder Services) やグラス・ルイス (Glass Lewis) 等による議決権行使基準の厳格化などがある(後記5(2)(3)参照)。また、最近では、後記(3)のとおり、株主提案行使件数の増加が顕著である。このうちアクティビストから株主提案を受けた会社数も増えており、こうした投資活動は、今後とも我が国でも活発化する可能性が高いものと思われる。

(3) 二〇二三年六月株主総会の状況¹⁵⁾

二〇二三年六月株主総会では、一一二社・四一六議案(前年九七社・三三〇議案)の株主提案が実施され、二〇二二年に引き続き株主提案の数が増加し、実施社数は過去最大となった。¹⁶⁾特にアクティビストを含む機関投資家(国内ヘッジファンド、外資系大手運用会社、大手年金基金等)からの株主提案が六一社(前年五一社)と増加している。

株主提案の内容としては、定款変更議案、役員選解任議案、剰余金処分・配当議案が大多数を占めている従前の傾向は変わらない。また、定款変更議案の内容としてESG関連の株主提案がなされる近時の傾向も継続している(後記5(4))。ただし、剰余金配当議案が可決されるなど、可決された株主提案議案の内容には一定の変化が認められた。¹⁷⁾

そうした近年の株主提案やその可決事例の増加の背景には、資本効率改善や株主還元強化に加えて、資本市場におけるESG等に関する問題意識の高まりがある。

また、自己株式の取得を求める株主提案も増加傾向にある⁽¹⁸⁾⁽¹⁹⁾。その背景には、政策保有株式の解消とともに、東証のPBR（株価純資産倍率）改善の要請⁽²⁰⁾を受けて、株主が自己株式の取得を提案しやすい環境になったことが挙げられよう。

5 人権DDと株主アクティビズム

(1) 我が国におけるビジネスと人権

人権DDとは、企業が事業における人権リスク（たとえば、強制労働、児童労働、ハラスメント等）を特定し、その防止・軽減を図り、どのように対処したかについて説明・情報開示する、という一連の取組みである。

世界的に「ビジネスと人権」への関心が高まる中、二〇二〇年一〇月に日本政府が発表した『『ビジネスと人権』に関する行動計画』⁽²¹⁾では、企業に対して、①人権デューデリジェンスのプロセス導入、②サプライチェーンを含むステークホルダーとの対話、③効果的な苦情処理の仕組みを通じた問題解決を期待する旨が表明されており、我が国においても人権DDの取組みに注目が集まっている。

この点、コーポレートガバナンス・コード（CGコード）⁽²²⁾ 補充原則二・二①でも「取締役会は、気候変動などの地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な

取引、自然災害等への危機管理など、サステナビリティを巡る課題への対応は、リスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題であると認識し、中長期的な企業価値の向上の観点から、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討を深めるべきである」とされており、現代企業にとっては人権DDの取組みが重要な課題となっている。

(2) 機関投資家と人権問題

機関投資家にも、人権尊重の動きが顕在化してきた。

二〇一四年、金融庁は、二〇一〇年の英国「スチュワードシップ・コード」(The UK Stewardship Code)を参考に、「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード(SSコード)》を策定した。SSコードとは、「機関投資家が投資先企業との建設的な対話(エンゲージメント)を通してその持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る」ために有用と考えられる諸原則のことである。

SSコード原則六は、「機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである」としており、機関投資家は、その背後の投資家に対し、上場会社株主総会の議決権行使に関する実質的な判断についての説明が求められる。

かかる状況下、機関投資家には、投資サイクル全般で投資先の人権リスクも点検することが強く期待されるようになってきた

(3) 議決権行使助言会社の動向

議決権行使助言会社のISSは、社会問題に関する議案について「株主価値の向上もしくは保護に資するかどうか、

に基づき個別判断する」とし、その社会問題の範疇には、商品の安全性、環境問題、エネルギー問題、労働問題、人権問題、従業員の多様性、取締役会の多様性、政治献金をはじめとして、幅広い分野の事柄が含まれ、株主提案を分析する際には、前記の様々な要素が考慮されるが、当該提案が短期および長期の株主価値の向上、もしくは保護に資するかどうかが重要だと説明する。

また、グラス・ルイスは、「事業のあらゆる側面において、重要な環境・社会的要素を考慮すべき」とし、経営陣や取締役会が社会リスクを軽視している、あるいは株主価値を脅かす現状または差し迫った社会リスクに適切に対応できていない場合には、株主が取締役の責任追及を検討すべきであって、「当該問題の監督をする責任を明確に負っている取締役会のメンバーに対して反対助言を行う」としている⁽²³⁾。

取締役会に女性取締役がいない会社の経営トップに反対を推奨する（ISS）、ジェンダー・ダイバーシティ基準を固定数値方式から割合方式に変更し、プライム市場上場企業の取締役会が最低一〇％以上の多様な性別の取締役を有していない場合に取締役会議長に反対助言を行うなど（グラス・ルイス）、特にジェンダー・ダイバーシティに関する議決権行使基準が二〇二三年に改定された点には特に留意が必要であろう。

(4) 人権問題に関するエンゲージメントと株主提案

以上のとおり、昨今では環境問題、特に気候変動問題に社会の注目度が高まっているが、人権問題についても環境問題に劣らないくらい資本市場の重要課題になりつつある。

株主が投資先企業と目的をもって建設的な対話を行うことを「エンゲージメント（株主行動）」という。株主によるエンゲージメントの方法としては、株主総会における質問（法三二四条）や株主提案権の行使があるが、昨今では、

株主提案がエンゲージメント手段の一つとして定着しつつある。

米国においては、サプライチェーンを含めた人権D Dの開示を求める提案が多く、二〇二三年にはIT企業で職場の人権監査を求める株主提案が可決された事例も認められた。⁽²⁵⁾この点、日本でも、前記(1)のとおり、S Sコードに基づき、機関投資家がエンゲージメントを通じて投資先企業の持続的な成長を実現していくことにより、顧客や受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることが求められている。

近年は資本市場におけるE S Gに関する問題意識の高まりによって、わが国においても、環境問題(E)とともに、二〇二三年には、人権を含む社会問題(S)を主たるエンゲージメントの課題とする機関投資家が増えてきた。また、二〇二三年一月三十一日の企業内容等の開示に関する内閣府令等の改正により、同年二月三十一日以後に終了する事業年度にかかる有価証券報告書から、「サステナビリティに関する考え方及び取組」の記載欄も新設されている。

前記(3)の議決権行使基準改定の影響もあり、男女平等の達成を目標に取締役の男女比率について目標水準を定める定款変更が提案されるなど、社会関連の株主提案は、二〇二二年が三社であったのに対して、二〇二三年には五社に増加している。そうした動向には今後とも注視する必要がある。

6 結語にかえて

本稿で紹介したとおり、最近の株主総会における株主提案増加の一因には、人権D Dと株主アクティビズムの動きがある。アクティビストに加えて、他の機関投資家も株主提案を実施するなど、株主提案権行使の裾野は広がってお

り、二〇二四年株主総会でも社会問題・人権問題に関するキャンペーンが想定される中、従来以上に資本市場との対話に留意しなければならないであろう。

なお、脱稿時（二〇二四年五月七日）には、二〇二四年六月の株主総会シーズンを経ていないため、改めての分析が必要である。⁽²⁷⁾ 思うに、本格的なアフターコロナの株主総会を迎え、PBR問題に期待の高い株主の回帰が見込まれ、⁽²⁸⁾ また、機関投資家も、女性役員やサステナビリティに関する議決権行使基準を高めていくであろうことから、各社ともガバナンス体制の拡充に向けた取組みが求められている。

以上

- (1) 日本取引所グループ「上場会社の取組み支援／コーポレート・ガバナンスの向上」<https://www.jpix.co.jp/corporate/sustainability/esg-investment/support/01.html>
- (2) 少数株主には、株主総会招集権（六か月前からどの時期をとっても総株主の議決権の三%以上の議決権を有していた株主）が認められている（会社法（以下、単に「法」と略称）二九七条）。
- (3) 行使できる少数株主の資格要件について、定款で緩和することもできる。
- (4) 議案が株主提案に係るものである場合には、株主総会参考書類に、会社法施行規則（以下、「規則」）九三条一項各号に掲げる事項を記載する必要がある。
- (5) 株主提案権の行使に際しては、事前の個別株主通知の手続が必要である。実務上は、個別株主通知を受けた振替機関が、上場会社に対し、個別株主通知をした株主の保有株式数の増減等を通知することにより、当該通知を受けた上場会社が、当該

株主が持株要件を満たすか否かを判断することが可能となる。

(7) 菅原『会社法入門20講』(二〇二一・勁草書房) 六五頁。

(10) 東京高判平二三年九月二七日資料版商事三三三号二九頁。ただし、有力な反対説あり。

(12) 京都地決令三年六月七日資料版商事法務四四九号九〇頁。本決定では、株式分割型スピンオフを実施するには、産競法に基づく経済産業大臣の事業再編計画の認定や子会社株式の上場承認などが必要であるから、かかる株主提案に関する株主総会決議には法的拘束力がなく、勧告的な意味しか有しない決議であるものの、会社法上は剰余金の配当に関する株主提案であり、それが株主総会の決議事項に属する事項である限り、原則として株主提案権の対象になるとの一般論を示している。

(14) 金融庁は、二〇二三年二月九日、損害保険大手四社に政策保有株の売却を加速するよう求めた。四社合計の政策保有株は延べ五九〇〇社、時価ベースで六・五兆円に及ぶ。これは、金融庁が株の持合いを通じた企業との関係が一連の価格カルテル

の温床になったと問題視したものであり、政策保有株式の解消にも拍車がかかることが予想される。

(15) 二〇二三年株主総会の各種データについては、旬刊商事法務二三四四号『2023年版株主総会白書』。

(16) 大和総研コンサルティングレポート「2023年6月株主総会シーズンの総括と示唆」五頁。

(17) 二〇二一年・二〇二二年の六月総会で可決された株主提案議案は、役員選任議案のみであったのに対し、二〇二三年六月総会では、役員選任議案に加えて剰余金配当に関する議案も可決される事例が現れた。また、二〇二二年および二〇二三年において可決された議案を提案した株主の属性には、必ずしもアクティビストには該当しない機関投資ファンドも存在している。

(18) 三菱UFJ信託銀行の調査によれば、二〇二一年～二〇二三年に提出された臨時報告書の記載では、二〇二一年の自己株式の取得に関する株主提案が九件だったのに対し、二〇二二年は二九件、二〇二三年が三五件と増加傾向が認められる。

(19) 株主との合意による自己株式の取得のためには、株主総会決議によって取得する自己株式の数、取得の総額および自己株式を取得する期間等の取得の枠を決定しなければならないが（法一五六条一項）、自己株式の取得に関する株主提案も同項に基づいて提案されるのが通例である。

(20) 二〇二三年一月三日公表の東証「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」では、その改善策について「継続的にPBRが一倍を割れている会社には、開示を強く要請」としている。

(21) 企業の人権尊重責任を提唱したものとして、二〇二一年採択の国連「ビジネスと人権に関する指導原則」がある。
https://www.unic.or.jp/texts_audiovisual/resolutions_reports/hr_council/ga_regular_session/3404/

(22) 東証が定めた実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則。<https://www.jpix.co.jp/equities/listing/cg/tvdivg0000008jdy-att/nlsgeu000005lnul.pdf>

(23) グラス・ルイスは、二〇二四年議決権行使助言方針の改定に関する意見募集した結果、投資家の間で「気候変動対策に関する情報開示を全ての上場会社は行うべき」とする意見が強く支持されていることを公表した。

(24) マンハッタン政策研究所「プロキシ・モニター」(“Proxy Monitor”, The Manhattan Institute) によれば、米誌フォーチュン上位二五〇社の二〇二三年上期（一～六月）の株主提案議案数は二四三件と前年同期に比べ三九件増加している。

(25) ただし、米国では、保守派による反ESGの機運も衰えておらず、二〇二四年の大統領選が一段落するまでは機関投資家によるESG関連の株主提案に対する支持率が伸びるか否かは不透明な状況にある。二〇二三年にESG関連の決議案を支持した割合は、インデックス・ファンド大手バンガードが二%、世界最大の資産運用会社ブラックロックも七%にとどまっている。

(26) 従前より電力会社を中心に環境に関する株主提案は多数あり、近年は、環境NGOや機関投資家を中心に、気候変動リスク対応や脱炭素社会、パリ協定に定める目標への対応などを求める定款変更が提案されている。特にパリ協定に沿った事業計画の策定に関する議案では、二〇%を超える高い賛成率が認められた。

(27) 三井住友信託銀行の集計速報によれば、二〇二三年六月株主総会では、上場会社に限定しても九一社・三三六議案の株主提案が実施されたものとされており、三年連続で過去最多に達する見通しである。

(28) 日本経済新聞が三同期決算の上場企業二、三〇〇社を対象とした集計によれば、二〇二四年の配当および自社株買いを合算した株主還元総額は約二五兆円であり、二年連続で過去最高となる見通しとされている(日経新聞二〇二四年三月二五日朝刊)。各社の業績拡大を受け、東証による資本効率の改善要請も背景に、株主に積極還元する動向が認められるであろう。