

松 山 大 学 論 集
第30卷第5 - 1号抜刷
2018年12月発行

「建設的な対話」における株主提案権の効用

内 海 淳 一

「建設的な対話」における株主提案権の効用

内 海 淳 一

目 次

- I. はじめに
- II. 「建設的な対話」の環境整備
 - II-1 ハードロー的側面
 - II-2 ソフトロー的側面
 - (1) スチュワードシップ・コード
 - (2) コーポレートガバナンス・コード
 - (3) フェア・ディスクロージャー・ルール
- III. 株主提案権の位置づけ
 - III-1 機関投資家の場合
 - III-2 一般株主の場合
 - III-3 政策保有株式について
- IV. おわりに

I. は じ め に

近年の株主総会において、株主の議題・議案提案権の行使による当該決議への参加意欲は、非常に増している。具体的には、取締役選任や役員報酬の個別開示、議決権行使書の白票の取扱い、情報開示、事業運営などの提案に関心が高まっている¹⁾。これは、コーポレート・ガバナンスに対する株主としての意識変化の表れと考えられる。とりわけ、機関投資家（信託銀行・保険会社・投信会社など）には、ガバナンスへの関与が期待されており、特にスチュワードシップ・コード（2014年）では、その方向性が示されている。さらに、上場会社を対象としたコーポレートガバナンス・コード（2015年）において、株主との「建設的な対話」を主眼に、さまざまな原則（ソフトロー）が提示されるに至っている。

会社法（ハードロー）上は、会社・株主間および株主相互の対話（コミュニケーション）手段として、株主提案権等が保障されているが、現在では幅広い対話が求められている²⁾

こうした状況を踏まえて、さらなる機関投資家の積極的な企業経営への関与として、目的を持った対話（エンゲージメント）が期待されており、その結果によっては株主提案権が行使される場合も考えられる。いずれにせよ、機関投資家である株主の役割が増大する傾向にある。しかしながら、株主は、機関投資家だけではなく、実際には数多くの一般株主が存在している。

そこで本稿では、「建設的な対話」の下、機関投資家および一般株主それぞれの株主提案権の効果的な行使について、若干の考察を行うこととする。

注

1) 『株主総会白書 2017 年版』商事法務 2151 号 20 頁参照。

2) ハードローとソフトローの棲み分けに関しては、各国の立法政策として検討されるべきものと思われるが、その関係についても、国から授権されているか否か、ハードローの補完・代替もしくは独立した規範、ハードローの適用・解釈の基準（商慣行・商慣習法等）などさまざまな状態が考えられることから、これらを踏まえた検討が必要となる（神作裕之「コーポレートガバナンス・コードの法制的検討－比較法制の観点から－」商事法務 2068 号（2015 年）16 頁）。

Ⅱ. 「建設的な対話」の環境整備

Ⅱ-1 ハードロー的側面

会社・株主間および株主間の対話の場は、会社法において株主総会が設定されており、1950（昭和 25）年の商法改正前では、「株主総会は最高かつ万能の意思決定機関」と解されていた。1950（昭和 25）年改正商法は、経営権限に関し新たに取締役会制度を創設して株主総会から委譲され、総会権限の縮小を図った。今日においても、取締役会設置会社の株主総会は、万能ではないが最高の意思決定機関である³⁾。その後、長年にわたり株主総会の形骸化・無機能化が問

題とされ、實際上、会社と株主の「建設的な対話」はほとんど行われなかった。こうした背景から、1981（昭和56）年の商法改正では、株主による対話手段として株主提案権（旧商232条ノ2／会社303条・305条）制度が導入された。この立法趣旨は、必ずしも株主提案を可決させることにある訳ではなく、むしろ経営陣や他の株主にアピールする点に存在意義があることから、会社・株主間および株主相互のコミュニケーションを促進し、風通しを良くすることで株主総会を活性化することであった⁵⁾。しかし、株主提案権の現実的な行使は、当初、一部の社会派株主による原発反対運動を中心になされていた⁶⁾。

そのような状況の中、1990年代、会社不祥事（大手ゼネコンによる談合・ヤミ献金、金融機関の不良債権、総会屋への利益供与など）の続発によって、株主としてのコーポレート・ガバナンスに対する意識向上が転機となり、これまでの「シャンシャン総会」から、いわゆる「モノ言う株主」が多く見受けられるようになった。『株主総会白書2001年版』⁶⁾によれば、株主提案権制度が創設されて以来、過去最高（17社18件）の利用状況となった⁷⁾。従来の反原発・環境保護を求める定款変更議案のほか、利益処分、取締役および監査役の選任・解任、退職慰労金の不支給・減額支給、役員報酬等の個別開示など、さまざまな株主（労働運動型株主や市民オンブズマン等）による議案が提案されている⁸⁾。

株主提案権の行使に関して、現代では「建設的な対話」に向け、特に株主総会開催前のプロセスが重要と思われる。すなわち、株主との「建設的な対話」を踏まえて、株主提案されることが望ましいと考える⁹⁾。

現在、法制審議会の会社法制（企業統治等関係）部会において株主提案権に対する規律の見直しが検討されており、2018（平成30）年2月14日には中間試案が公表された。その中では、近時、濫用事例（膨大な数の提案、嫌がらせの提案など）がみられることから、濫用的な行使の制限¹⁰⁾について議論されている。具体的には、「提案することができる議案の数」および「内容による提案の制限」として取りまとめられ、今後も検討作業が続けられる¹¹⁾。ハードロー（会社法）として、株主提案権の手続き・実体内容等の制度的枠組みは整備すべきである

が、その中での具体的な範囲についてはソフトローとの関係で検討してもよいと思われる。

また、1981（昭和56）年改正商法は、株主提案権の新設とともに株主総会における取締役・監査役の説明義務（旧商237条ノ3／会社314条）を規定した。これは、裏を返せば総会会場における株主の質問権を実質的に保障している¹²⁾。立法目的についても、株主提案権と同様、株主総会の形骸化・無機能化に対処するための総会活性化とされている。この規定によれば、株主は株主総会で説明を求める事項を事前に書面で通知することができ（旧商237条ノ3第2項）、¹³⁾ さらに2001（平成13）年の商法改正では、電磁的方法による通知（同条3項）が可能となった。事前通知に関しては、旧商法（旧商237条ノ3第1項）の文言が「総会ニ於テ株主ノ求メタル事項」と規定されていることから、あらかじめ会社に質問状等を提出しても、株主総会で実際に質問しない限り、取締役等の説明義務は生じない¹⁴⁾。ただ、運動型株主やクレーマーなどの場合は、実務的には株主の質問に先んじて一括回答による対応が主流となっている¹⁵⁾。

説明義務の範囲については、従来、株主が会議の目的事項を合理的に判断するのに客観的に必要な範囲（判例・通説）と解されていた¹⁶⁾が、現在、会社法の説明義務の規定（314条）では、この範囲について「必要な説明」の要件に加えて、さらに「特定の事項」に限定する文言となっている。ただし、当該事項が株主総会の目的である事項（議題）に関しない場合や株主共同の利益を著しく害する場合、その他正当な理由がある場合（会社規71条）は、説明を拒絶することができる（会社314条但書）。最近の株主総会の会場での議案等に対する質問等については、全体として全くない会社は少ないようである¹⁷⁾。質問等（質問状の提出含む）があった会社では、経営政策・営業政策、配当政策・株主還元、社会情勢等の外的環境などに関する内容が中心で、また運動型株主やクレーマーなど「動向をマークする株主」については、会社の個別事情によって質問等の有無が左右されているようである¹⁸⁾。したがって、株主の質問権濫用に対する一定の防止は必要であるが、明らかに拒絶事由に該当する場合以外について

は、取締役等が最初から対決姿勢で説明拒絶を意識するのではなく、株主総会議長の秩序維持・議事整理権(会社315条)による総会運営を通じて質問を整理¹⁹⁾することで、「建設的な対話」を追求する必要があると思われる。説明義務の範囲について、会社と株主の見解の相違による訴訟リスクを考慮すれば、株主総会において極力対話を尽くす方が好ましく、仮に提訴された場合、会社側の丁寧な対話姿勢は評価されることになるであろう。

説明義務の程度に関しては、平均的な株主が決議事項について合理的な理解および判断できる程度としながらも、質問株主の知識等も考慮するとの裁判例²⁰⁾に対し、この考え方は矛盾しているとの指摘²¹⁾がある。客観的基準の原則に対し主観的基準を考慮することの必要性についての個別判断は、非常に困難と思われる。

今後は、株主の質問への準備・対応についても、社外役員(社外取締役・社外監査役)の役割が重要になると予想される。

以上、ハードローとしての会社法上の株主提案権および説明義務に違反した場合は、法令違反(招集手続き・決議方法)による株主総会取消事由(会社831条1項1号)や不法行為による損害賠償請求(民709条/取締役等の場合、会社350条/株式会社の場合)など事後的救済が可能となる²²⁾。

II-2 ソフトロー的側面

(1) スチュワードシップ・コード

会社制度は、会社法等のハードローのみで規律されている訳ではなく、会社実務では企業社会の自主規制や業界慣行、市場ルール、さらに定款・社内規程などさまざまな私的規範(ソフトロー)により成り立っている。また、2014(平成26)年改正会社法では、社外取締役の義務化に代わり、社外取締役を置かない場合はその理由(置くことが相当でない)を開示(会社327条の2)させる手法(Comply or Explain)を採用した。このように、現代ではソフトローの重要性が高まっている。

そして、株主との対話を重視するソフトローの分野として、新たな行動規範 (Code) が公表されるに至っている。その1つは、2014 (平成26) 年2月27日の金融庁による『「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》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』(以下、SSCという)である。このSSCは、コーポレート・ガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていくため、2017 (平成29) 年5月29日、改訂が確定した²³⁾

まず、SSCについて、その対象は日本の上場株式に投資する機関投資家で、SSC受入れを表明しているのは233社 (2018 (平成30) 年8月31日現在)²⁴⁾である。機関投資家は、SSCを受け入れた場合、「スチュワードシップ責任」を果たすことが求められるが、それは「機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、『顧客・受益者』(最終受益者を含む。以下同じ。)の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任」²⁵⁾を意味している。この責任を前提として、行動規範の原則4は、「機関投資家は、投資先企業との建設的な『目的を持った対話』を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。」としている。この場合の「目的を持った対話」(エンゲージメント)とは、「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話」(指針1-1(注5))と定義されている。もともと、機関投資家は、「投資先企業との間でどのように対話を行うのかなどについて、あらかじめ明確な方針」(指針4-3)を持つべきであって、その際には、特に「パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。」(指針4-2)と述べている。ここでのパッシブ運用とは、機関投資家が、中長期的な観点から投資先の株式を保有すること(短期的利益を追求しない)により、株式価値の堅実な増大をめざすやり方のことである²⁶⁾したがって、

より積極的に経営陣との「建設的な対話」を求めている。対話において把握すべき内容として、ESG（環境・社会・ガバナンス）についても、機関投資家ごとの運用方針および投資先企業の状況を踏まえ機関投資家自らが判断すべきである（指針3-3）。

また、原則6において、「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、具体的な議決権行使結果（賛否の理由を含む）について（2017年改訂部分）は、「少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである」とされ、また「個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである」とも述べて、「個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果を公表することが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきである」（指針5-3）と開示内容を充実させて、「建設的な対話」の実効性確保を目指している。

さらに、複数の機関投資家が協働して企業と対話を行うこと（集团的エンゲージメント）について、これが有益な場合もありうることが示されている（指針4-4）。

（2）コーポレートガバナンス・コード

2015（平成27）年5月13日、金融庁および東京証券取引所による「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために～」²⁷⁾（以下、CGCという）が公表された。CGCについては、上場会社（東京証券取引所）を対象に基本原則および原則・補充原則が適用（上場規程445条の3）されるが、マザーズおよびJASDAQの上場会社の場合は、基本原則のみ適用（同条2号）される。

まず、株主との対話に関する基本原則5において、「上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。経営陣幹部・取締役（社

外取締役を含む)は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自ら経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。」と述べている。日本におけるCGCは、上場会社(経営陣)に対しSSC(機関投資家)の考え(責任)を波及させたものといえる。そして、そのための方針として、「上場会社は、株主からの対話(面談)の申込みに対しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに対応すべきである。取締役会は、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を検討・承認し、開示すべきである。」(原則5-1)と掲げ、具体的な実践としては、「株主との実際の対話(面談)の対応者については、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣幹部または取締役(社外取締役を含む)が面談に臨むことを基本とすべきである。」(補充原則5-1①)としている。

このように、コーポレート・ガバナンスにおいては、株主が最大のインセンティブを有していることから、中長期的な企業価値の向上のため経営陣との「建設的な対話」は不可欠なものと認識されている。CGCは、SSCとともにその実効性が重要となっている²⁸⁾したがって、現実的で実行可能な対話方法・手段の構築について、取締役会等が積極的に検討する必要がある。すべての株主の対話要求に応えることは不可能なので、会社側が意見聴取の場として対話集会(IR・SR活動の一環)を開催することも有益と思われる²⁹⁾

(3) フェア・ディスクロージャー・ルール

会社側は、株主と対話する中で未公表の重要情報が含まれる可能性もあることから、有価証券の発行者による公平・適時な情報開示ルールを確保・明確化し、ひいては投資者との対話を促進するため³⁰⁾2017(平成29)年の金融商品取引法改正により、フェア・ディスクロージャー・ルール(27条の36第1項)が

整備（2018年4月1日施行）された。すなわち、上場会社等の役員や一定の代理人・使用人・その他の従業員などの情報提供者³¹⁾が対話を行う株主（特に機関投資家）や証券会社、ファンドマネージャー・アナリスト等の取引関係者³²⁾に対しインサイダー情報（未公表の重要事実）や公表前の確定的な決算情報など重要情報（株価に重要な影響を与える情報）を提供した場合は、原則として当該情報を公表³³⁾する義務を課している。この場合の重要情報とは「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であって、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの」（金商法27条の36第1項本文）と規定されている。重要情報の具体的な判断については、建設的な対話のため、ルール・ベース（細則主義）ではなくプリンシプル・ベース（原則主義）によりベストプラクティスを目指している³⁴⁾とくに、SSCに基づく機関投資家との建設的な対話において、フェア・ディスクロージャー・ルールがマイナス（情報提供に消極的になる）に機能するとの懸念に対しては、その制度設計および解釈・運用の重要性が指摘されている³⁵⁾。

注

- 3) 2005年の会社法制定により取締役会非設置会社が可能となり、この場合の株主総会は、最高かつ万能の意思決定機関である。
- 4) 上柳ほか編『新版注釈会社法(5)』（有斐閣、1986年）61頁〔前田重行〕。
- 5) 1991年6月開催の東京電力および関西電力の株主総会において、環境保護条項を定款に新設する旨の株主提案権が初めて行使され、その後、沖縄電力を除く7社でも同様の株主提案が行われた。
- 6) 商事法務1613号14頁。
- 7) ちなみに、2017年度の株主提案権の行使状況は、52社59件である（2017年白書・前掲書注1）19-20頁）。
- 8) 2001年白書・前掲書注6）14-16頁。
- 9) 2018年6月に開催された定時株主総会では、かつては敵対的買収などを試みた対決型の「モノ言う株主」（特に外国人投資家）は、ほかの株主を取り込んで改革を求める「対話路線」に変わっている（読売新聞（2018年6月29日）朝刊3面参照）。
- 10) 拙稿「株主提案権の拒絶と総会決議取消訴訟」『企業と法の現代的課題 市川兼三先生

古稀祝賀論文集』（成文堂，2014年）3-5頁，同「株主提案権に対するソフトローの意義」松山大学論集29巻1号（2017年）304頁参照。

- 11) 『『会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する中間試案』の概要』商事法務2160号（2018年）10-11頁参照。
- 12) 竹内昭夫『改正会社法解説〔新版〕』（有斐閣，1983年）106頁。
- 13) 現在の会社法では，当該株主が株主総会の日より相当の期間前に当該事項を株式会社に對して通知した場合は，必要な説明をしなければならないとされている（会社314条，会社規71条1号イ）。
- 14) 東京高判昭和61年2月19日判時1207号120頁。これは，株主が事前に提出した質問狀に對して，取締役が株主総会で他の質問者を含めた一括回答をした場合，その適法性が争われた事案で，あらかじめ質問狀の提出があったものについて，総会で改めて質問をまつことなく一括回答することは，総会の運営方法の当否の問題として会社に委ねられていると述べ，一括回答後に当該株主が質問しなければ，説明義務は発生しないと解される（小林俊明「取締役の説明義務と一括回答」『会社法判例百選〔第3版〕』別冊ジュリスト229号（2016年）75頁）。最高裁では，原審判決が是認された（最判昭和61年9月25日金法1140号23頁）。
- 15) 2017白書・前掲書注1）128頁。
- 16) 最判・前掲注14）23頁。このように議題関連性および客観的必要性の観点から説明義務の範囲を判断している（江頭憲治郎『株式会社法第7版』（有斐閣，2017年）357頁（注6））。
- 17) 2017白書・前掲書注1）123-24頁によれば，調査回答会社1,730社のうち，「質問等があった」会社は1,351社（78.3%）となっている。
- 18) 2017白書・前掲書注1）124-26頁・128-30頁。
- 19) たとえば，ひとりの株主による質問数や発言時間について合理的な制限を設けること，一定の質疑時間経過後の質疑打ち切りなどは，議長の議事運営に対する秩序維持・議事整理権限の範囲内と解されている。
- 20) 東京地判平成16年5月13日金判1198号18頁。
- 21) 得津晶「既知事項質問に對する取締役の説明義務と議長の議事運営－東京スタイル決議取消訴訟事件」ジュリスト1312号（2006年）166頁，小林・前掲注14）75頁。
- 22) 行政罰としては，百万円以下の過料に処せられる（会社976条1項9号・19号）。
- 23) <https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>
- 24) 機関投資家（233社）の内訳は，信託銀行等（6社），投信・投資顧問会社等（166社），年金基金等（32社），生命保険・損害保険会社（22社），その他（議決権行使助言会社他）（7社）となっている（金融庁ウェブサイト〈<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html>〉）。
- 25) 改訂SSC・前掲注23）3頁。
- 26) パッシブ運用に對して，積極的な企業価値向上を目指す方法はアクティブ運用といわれ

るが、これは必ずしも短期的利益を追求するとは限らず、長期的視点で運用の意思決定を行い、投資先企業との対話の結果として長期株主となる場合もありうる。

- 27) 2018年6月1日、改訂 CGC 〈<https://www.jpjx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/20180601.pdf>〉、および金融庁による「投資家と企業の対話ガイドライン」〈<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20180601/01.pdf>〉の確定がそれぞれ公表された。
- 28) 株主総会の招集手続き（情報開示等）に関する CGC の対応については、拙稿『『建設的な対話の場』としての株主総会への取組み』松山大学論集 29 巻 5 号（2017 年）137 頁参照。
- 29) 油布志行＝渡邊浩司＝高田洋輔＝浜田宰『『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説〔Ⅳ・完〕商事法務 2065 号（2015 年）53 頁参照。現状においても、IR・SR 活動として機関投資家や個人投資家向けに決算または中期経営計画等の会社説明会が行われているが、こうした会社説明会は、株主の意見に耳を傾ける場というよりも、会社側によるプレゼンテーションが主体となっている。
- 30) 金融審議会市場ワーキング・グループ「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告～投資家への公平・適時な情報開示の確保のために～」(2016 年 12 月 7 日 〈https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20161222-1/03.pdf〉) 参照。
- 31) 情報提供者の範囲については、金商法 27 条の 36 第 1 項本文参照。
- 32) 取引関係者（情報受領者）の範囲については、金商法 27 条の 36 第 1 項 1 - 2 号（例外として、同項但書）参照。
- 33) 具体的な公表方法は、金融庁の開示情報閲覧サイト（EDINET）や東京証券取引所による開示資料の公衆縦覧電子システム（TDnet）、発行者のウェブサイト等である（金商 27 条の 36 第 4 項、重要情報公表内閣府令 10 条 〈https://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20171024_10.pdf〉）。
- 34) 金融審議会報告・前掲注 30) 2 - 3 頁、神作裕之「フェアディスクロージャー制度の導入とステューワードシップ活動」商事法務 2135 号（2018 年）27 頁。
- 35) 神作・前掲注 34) 24-25 頁・26-27 頁。フェア・ディスクロージャー・ルールの解説として、大谷潤＝渡部孝彦＝小中諒＝木崎真人「フェア・ディスクロージャー・ルールに係る政府令・ガイドライン等」商事法務 2162 号（2018 年）4 頁参照。また、日本 IR 協議会は、2018 年 2 月 28 日、上場会社が公平・適時・適切な情報開示を継続し、株主・投資家の建設的な対話のため、「情報開示と対話のベストプラクティスに向けての行動指針～フェア・ディスクロージャー・ルールを踏まえて～（「開示と対話のベストプラ指針）」〈https://www.jira.or.jp/download/guiding_20180228.pdf〉を公表した。このベストプラ指針は、企業と資本市場との建設的対話の促進をより一層図ることを目的に、情報開示の萎縮や対話機会の縮小が引き起こされないよう意識して策定されている。

Ⅲ. 株主提案権の位置づけ

Ⅲ-1 機関投資家の場合

これまで述べたように、機関投資家に対しては、「建設的な対話」によるガバナンスの役割・責任はより一層大きくなると思われる³⁶⁾。今後、SSC受入れを表明していない機関投資家では、その圧力が高まってくると予想され、さらにCGCおよびフェア・ディスクロージャー・ルールも踏まえて、「建設的な対話」に向けさまざまなポリシー（方針）の策定が急務となるであろう。そして、機関投資家全般として、一義的にはSSCに基づく建設的な対話、すなわち「目的を持った対話」（エンゲージメント）を模索することになるが、その対話が不調に終わることも考えられる。かつて、アメリカの機関投資家によるガバナンスとして、その保有株式を市場で売却することにより、経営陣に対し間接的な影響力を与える手法（ウォールストリート・ルール）が行われていたが、現在では経営に関与（コミットメント）することの方が、より機関投資家のインセンティブに繋がっている³⁷⁾。ただ、各機関投資家の背後に控える受益者の事情が異なることもあり、経営陣との経営に関する意思疎通・信頼関係構築は容易でない。したがって、二次的な対応策についても講じなければならない。

その場合は、ハードローとしての株主提案権による手段が、とりわけ株主間のコミュニケーションを図る上で重要となる³⁸⁾。つまり、機関投資家は、これまでのエンゲージメントの経緯を踏まえ、会社側との対話を尽くした結果の株主提案である旨を他の株主に対して情報発信することが求められる。たとえば、2018（平成30）年6月1日に金融庁が公表した「投資家と企業の対話ガイドライン」³⁹⁾に沿った話し合いで意見対立が生じた場合は、株主提案権を行使することにより株主全体としての判断が必要となる。なぜならば、会社として最終的な意思決定は、株主総会が行わなければならないからである。その際、機関投資家自身のウェブサイト（ホームページ）を活用する方法が効果的と思われる。従来、機関投資家が、自ら株主提案権を行使することは極めて少なかつ

たが、SSCに基づいて他の株主提案を支持したり、または会社提案に反対する議決権行使がなされ⁴⁰⁾ さらに経営陣との実効性のあるエンゲージメントも重視されることから、これが失敗した場合であっても、株主提案を提出する(結果的に株主総会に付議されない場合もある)ことで新たな「建設的な対話」が行われる可能性が出てくる。仮に株主総会に付議されることになった場合においても、決議結果(一定程度の賛成)によっては、さらなる「建設的な対話」に結び付くと思われる。この場合、株主提案権行使に際し、委任状争奪戦(プロキシ・ファイト)となることも考えられるが、結局、「建設的な対話」に還元されることになるであろう。そもそも、エンゲージメント活動は、長期間にわたる地道なコミュニケーションの取組みだからである⁴¹⁾

このように、機関投資家による株主提案権の行使は、必ずしも経営陣との対決または総会での決着を意味するものではなく、SSCおよびCGC、フェア・ディスクロージャー・ルールの実践として有効に機能することが期待される。

Ⅲ-2 一般株主の場合

上場会社における保有株式について、単元株式(議決権)ベースの持株比率は機関投資家が一般(個人・法人)株主を上回っているが、株主数では、圧倒的に個人株主である⁴²⁾ 会社法制度の基盤が資本多数決であるとしても、多数の一般個人株主を無視することはできない。

もっとも、個人大株主であれば経営陣との直接対話も一定程度可能と思われるが、小口の個人株主との対話については、前述のとおりCGCに沿って会社側(IR・SR活動)による対話集会を積極的に開催することが望まれる。

一方で、個人株主による提案権の行使は、積極的な対話手段として有効である。ただ、個人株主による提案行為の多くは、事前協議もなく唐突で不意打ち的な内容であるため、対決型株主提案として濫用的事例にまで発展する事態に至っている。このことは、経営陣との従前の対話が行われていないことを意味していると考えられる。個人株主に対してもCGCに則った「建設的な対話」

により、経営陣との良好な関係を構築することが望ましいが、まだ未知数なところが大きいと思われる。ソフトローによる規律である以上、ベストプラクティスの蓄積が重要となってくる。

その上で、個人の株主提案権については、経営陣との直接対話ができない場合における「建設的な対話」への端緒になると思われる。そのためにも、株主提案権の行使により、他の株主への情報発信が不可欠である。現状での他の株主への一般的なアピール方法は、会社が送付する株主総会招集通知に添付される株主総会参考書類において、当該議案の提案理由および議案要領を記載してもらうことである。会社法施行規則（93条1項）によれば、提案理由・議案要領に関し特に字数制限はなく、「その全部を記載することが適切でない程度の多数の文字、記号、その他のものをもって構成されている場合にあっては、当該事項の概要」を記載しなければならないとして、会社側の判断に委ねられている⁴³⁾。ただ、上場会社の多くは、社内規程（株式取扱規則など）等によって400字を超える場合は、その概要を記載することができるとしている（同項括弧中カッコ書）。

個人株主による株主間コミュニケーションについては、機関投資家と比較すれば、他の株主への影響力および信頼性の点において乏しいと言わざるを得ない状況である。したがって、株主間コミュニケーションをより活性化するためにも、株主総会参考書類の限られた記載分量において、提案株主がより詳細な提案理由や議案要領、さらには意見等の出典情報（個人のウェブサイト、メールアドレスなど）を公開することで双方向コミュニケーションを図る方法も考えられる。インターネット普及が拡大する昨今において、こうした活動は、ひいては経営陣との「建設的な対話」への基盤になると思われる。

Ⅲ-3 政策保有株式について

CGCにおける政策保有株式とは、一般的に上場会社が純投資以外の目的で保有している他の上場会社株式のことをいうが、「みなし保有株式」⁴⁴⁾など直

接保有していないものも含むとされる⁴⁵⁾。代表的なものは、一般事業会社間における相手方株式の相互保有（持ち合い）による株式である⁴⁶⁾が、持ち合いに限らず一方的に保有する場合も含まれる。政策保有株式は、相手方企業との長期・安定的関係の維持・強化、または経営戦略上の必要性、もしくは相手方・自社の企業価値の向上に資するという目的で保有されるものである。しかしながら、場合によっては本来の資金調達目的ではなく、現経営陣の支配権維持・強化を目的とした安定株主工作（議決権行使の歪曲）等に利用されるおそれがあることから、CGCに盛り込まれている。

2018（平成30）年6月1日、改訂CGCが公表され、その原則1-4（追加変更部分）では、「上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、**政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。**また、毎年、取締役会で、**個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。**上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための**具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。**」とされている。さらに、政策保有させる上場会社側に対しても、「上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない。」（新設補充原則1-4①）、および「上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない。」（新設補充原則1-4②）と述べている。

このような状況（特に相互保有では、互いに政策保有株主および政策保有させる会社という特殊な関係となる）の下、上場会社（政策保有株主）経営陣とその株主が「建設的な対話」を目指すこととなるが、この場合について、「投資家と企業の対話ガイドライン」では、CGCどおり政策保有株式（縮減を含む）に関する検証

および開示・説明が分かりやすくなされているかなどの点が対話において重点的に議論することが期待される事項とされ⁴⁷⁾ それに関する事柄が株主提案権の対象ともなる。また、理論上、政策保有させる会社に対して、政策保有株主として提案権を行使することは考えられるが、通常、この場合は株式相互保有を縮減・解消を検討することになるであろう。

注

- 36) 改訂 SSC は、年金基金等のアセットオーナーに対しても運用機関への実効的なチェックのため、自らスチュワードシップ活動に取り組むべきとし（指針1-3）、運用機関に対し議決権行使を含め、求める事項や原則を明確に示し、かつ運用機関と投資先企業との間の対話の「質」に重点を置いたモニタリングによる適切なコミュニケーションを求めている（指針1-4および1-5）。さらに、「投資家と企業の対話ガイドライン」（前掲注27）参照）では、対話において重点的に議論することが期待される事項として「自社の企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、母体企業として、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置（外部の専門家の採用も含む）などの人事面や運営面における取組みを行っているか。また、そうした取組みの内容が分かりやすく開示・説明されているか。」（5-1）が示されている。
- 37) 2017年度の全国4証券取引所上場会社（調査対象会社数：3,687社）の株式分布状況調査によれば、上場株式（単元株式数ベース）の所有者別分布状況について、「個人・その他」の持株比率は21.0%で、「金融機関」は26.2%（内訳は、「信託銀行」18.4%、「保険（生保・損保）会社」4.0%、「都銀・地銀等」3.1%、「その他の金融機関等」0.7%）、「事業法人等」は23.7%、「外国法人等」は26.6%であり、近年、株式保有構造の機関化が進んでいる（日本取引所グループ・株式分布状況調査〈<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>〉参照）。
- 38) 機関投資家による株主提案権の行使は、エンゲージメントの失敗といわれている（新春座談会「対話型株主総会プロセスの将来像〔下〕」商事法務2123号（2017年）40頁〔江口発言〕）。
- 39) 田原泰雅＝渡邊浩司＝染谷浩史＝安井桂大「コーポレートガバナンス・コードの改訂と『投資家と企業の対話ガイドライン』の解説」商事法務2171号（2018年）4頁参照。
- 40) 機関投資家が各議決権行使基準（ガイドライン）に沿って会社提案議案に対し「否」の意思表示をする傾向は、資本金規模が大きくなるにつれて高くなっているため、それだけ大会社における機関投資家の存在意義が増している。また、「否」の指示があった議案に

については、取締役選任議案（社内）が最も多く、ついで取締役選任議案（社外）、剰余金の処分の順となっている（2017年白書・前掲注1）81-82頁参照）。また、改訂SSCでは、機関投資家の議決権行使をめぐる利益相反に対処するため、個別議案に対する賛否の理由を含めた公表（指針5-3）が求められており、この客観性を担保できるよう独立した取締役会や第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべき（指針2-3）としているが、ISS（Institutional Shareholder Services Inc.）やグラス・ルイス（Glass, Lewis & Co., LLC）などの議決権行使助言会社の利用も考えられる。

- 41) 江口高顕「エンゲージメントの時代における機関投資家の役割－日本における新しい投資家像構築を目指して－」商事法務2109号（2016年）24-25頁。
- 42) 2017年度株式分布状況調査・前掲注37)によれば、株主数合計（延べ人数）は、前年度比166万人増加して5,272万人となり、全体の97%を占める個人株主数は、前年度比162万人増加して5,129万人となり、4年連続で増加している。
- 43) 相澤哲＝郡谷大輔「会社法施行規則の総論等」商事法務1759号（2006年）17頁。
- 44) 「企業内容等の開示に関する内閣府令（平成22年内閣府令第12号）によれば、信託契約等により所有権は有しないものの議決権行使権限またはその指図権限を留保している株式は、みなし保有株式とされている（<https://www.fsa.go.jp/access/22/201004b.html>参照）。
- 45) 対話ガイドライン・前掲注27)4-1（注4）。
- 46) 会社法では、株式の相互保有に関して、株式会社（支配会社）が他の会社等（被支配会社等）の議決権の25%以上有する場合、その他経営を実質的に支配することが可能な関係として法務省令で定める場合、被支配会社等は、株主として支配会社株式についての議決権を有しないとされている（会社308条カッコ書、会社規67条・95条5号）。
- 47) 田原＝渡邊＝染谷＝安井・前掲注39)14-16頁参照。

IV. お わ り に

今後、SSCやCGCなどのソフトローによる実効性のある規律について、ハードローである会社法との関係において、より重要性が増してくるものと思われる。株主提案権に関していえば、その手続き・提案内容（権利濫用・権限分配問題を含む）等の権利自体については、制度設計の問題として原則会社法で規制され、その行使面等については、「建設的な対話」を基礎とした中長期的視点でのガバナンス問題としてソフトローでの実効性の確保が求められる。その上で、まず経営陣が株主に対し企業価値向上へのビジョンを分かりやすく説

明⁴⁸⁾し、株主側は、その経営戦略等について客観的に評価できるよう啓蒙されなければならない。会社側も、中長期的な経営から企業価値を向上させる株主（特に機関投資家）を積極的に選んで行くような状況も将来的にありうるだろう⁴⁹⁾株主による具体的な提案内容のあり方は、さらなる「建設的な対話」によるベスト・プラクティスの集積に期待される。

注

48) 2017年度の法人税法改正において、コーポレート・ガバナンス改革の観点から取締役のインセンティブ報酬として業績連動給与（リストラクテッド・ストックやストック・オプション等）の損金算入拡大が認められたが、これは法人税法に「役員の役割とは企業価値を高めることである」という視点が入ったことによるものとされる（渡辺徹也『スタンダード法人税法』（弘文堂、2018年）137-38頁 Column）。

49) 江口・前掲注41) 28頁。