

ガバナンス改革を先導する株主提案の動向

スパークル法律事務所 代表弁護士・NY州弁護士。東京大学法学部卒業。コロンビア大学ロースクール修了(LL.M.)。会社法、株主提案対応、コーポレート・ガバナンスに関するアドバイス、会社訴訟、M&A、独禁法などを広く手がける。

三谷 革司
Mitani Kakuji

政府主導による近年のガバナンス改革は目覚ましく進展し、株主の議決権行使の環境も大きく変容した。アクティビスト株主の活動も活発化し、株主提案が積極的に活用される事例がみられるようになった。本稿では、コーポレート・ガバナンスをめぐる議論の進展を中心とする環境変化を概説するとともに、2022年6月総会に現れた特徴的な事例を紹介する。

I 株主提案数の増加

近年、株主提案の積極的な活用がみられるようになった。2022年6月の上場会社の定時株主総会における株主提案の行使件数は77社を数え、過去最多であった¹。

特に注目すべきは、株主提案の件数だけでなく、「質」の変化である。従前は、会社を困惑させる目的と見受けられる濫用的な行使事例が相次ぎ、本来あるべき視点と異なる面で株主提案の制度が目立っていたのが実際である。令和元年会社法改正において、提案できる議案数の制限が設けられることとなった(会社法305条4項・5項)のもその現れである。一方、近時の株主提案の事例は、会社のガバナンスのあり方を問うもの、あるいはESG等の観点から会社の環境問題への取組みを問うものなど、会社の経営体制について真剣な意見をぶつけてくるものが圧倒的に多くなった。これに呼応するように、大株主の提案でないにもかかわらず、2割、3割といった高い支持率を集める株主提案が現れるようになった。

必然的に、会社も真摯な対応を迫られるようになり、株主提案の様相はかなり変化している。

II 株主提案の活発化の背景

1 ガバナンスをめぐる環境の変化

株主提案増加の背景には、コーポレート・ガバナンスをめぐる議論の進展がある。政府がガバナンス改革推進の政策を打ち出し、コーポレートガバナンス・コード(CGコード)が策定された2015年6月以降、ガバナンスをめぐる議論は飛躍的に進化してきた。2018年6月に改訂されたCGコードでは、経営陣の報酬決定手続や諮問委員会の利用、CEOの選解任など、ガバナンスの根本に関わる重要な事項が規定され、その運用も実務的にかなり定着した。CGコードは2021年6月にも再改訂され、ガバナンス強化に向けた流れは今後いっそう加速すると予想される。

経済産業省主導の動きも活発であり、2017年3月策定のCGSガイドライン²は、2018年9月に改訂、2022年7月に再改訂された。2020年7月に社外取締役ガイドライン³も公表されている。

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、外部的環境は著し

¹ 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462号64頁。2021年6月総会の48社と比較しても大幅増加であった。以下、本稿のデータの多くは、同記事の集計に依拠している。

² 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」

³ 経済産業省「社外取締役の在り方に関する実務指針」

く変化した。

2 機関投資家側の視点の変化

機関投資家側の視点も大きく変容している。2017年5月のスチュワードシップ・コードの改訂により、機関投資家も議決権行使基準の策定を行い、議決権行使結果の個別開示が求められるようになった。

2018年6月には、CGコード改訂と同じタイミングで対話ガイドライン⁴が策定され、機関投資家と企業との対話（エンゲージメント）において議論すべき事項が提示された。機関投資家と企業の対話が促され、機会が生じ、ガバナンス改革がいつそう促進される効果を生み出している。

同時に、CGコード（原則1-4）等が要請する政策保有株式の縮減は、株主構成の状況を大きく変化させ、安定株主割合の明らかな減少をもたらした。これにより、相対的に機関投資家の議決権行使の重要性の比重が顕著に高まっている。

3 株主総会に対する姿勢の変化

ガバナンス改革の進展は、会社提案議案について主要取引先に協力してもらって賛成票を確保し、手続面で遺漏ないように乗り切るといったオールドスタイル型の株主総会対応の終焉をもたらし、経営陣に新たな緊張感を与える結果となった。必然的に、経営陣はガバナンスに関する方針も含め、詳細な開示を行い、その合理性を積極的に説明せざるを得ない。機関投資家は、会社提案であっても、合理性のない議案には賛成してくれないからである。

このような環境の変化は、株主側にとっては、真に合理性のある株主提案であれば、他の株主を説得することに成功し、可決に至らせる現実的可能性を見出せるものになった。

可決にまで至らなくとも、そのような株主提案を受けた経営陣は、必要な説明を求められることになる。このように、会社の経営に現実的な影響力をもたらすことが可能な土壌が生まれている。

株主提案が、会社を困惑させる手段や、単なる運動ではなく、実効的な手段として意味を持つようになったのは、このような背景がある。

4 サステナビリティに関する動き

以上の動きが顕著にみられるのは、サステナビリティ関連の株主提案である。グローバルの動向として、企業活動が地球環境に与える影響について非常に強く関心が寄せられており、企業によるSDGsやESGの取組みはもはや必須のものとして要請されている。

こうした環境の変化を受け、株主提案が用いられる例がみられる。このような株主提案は、伝統的な運動型株主提案とは異なり、多くの機関投資家、特に海外の機関投資家の説得に成功しており、高い賛成票が集まる傾向がある。

III 2022年6月総会における株主提案の事例

1 株主提案が可決された事例

株主から、会社提案に対抗する株主提案が提出され、可決に至った事例は以下の3例であった。

(1) 北越メタルの事例

筆頭株主（約35%保有）であるトピー工業との経営をめぐる対立があり、筆頭株主側から役員選任に関する株主提案が提出された事例である。会社提案の役員選任議案が一部否決され、株主提案の役員選任議案が可決された（賛成率約74%）。

⁴ 金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」（2021年6月改訂）

(2) Fast Fitness Japanの事例

取締役会が任意の諮問機関として設置された指名報酬委員会の意見を得て取締役候補者の選定を行ったのに対し、実質的に議決権の過半数を保有する取締役会長と監査等委員である取締役が反発し、自ら株主として株主提案を行った事例である。任意の諮問機関の意見と真っ向から異なる株主提案を行った点において、やや異例な事例であるが、株主提案が可決されるに至った（賛成率約73%~79%）

(3) フューチャーベンチャーキャピタルの事例

個人投資家がSNS等を通じて経営陣交代を訴えて株主提案を行い、役員選任議案の株主提案が可決されるに至った事例である（賛成率約68%）。株主提案を行った個人投資家は株主ではないが、過半数の株主の賛同を得た珍しい事例である。会社提案はすべて否決され、経営陣は全員交代となった。

2 アクティビスト株主等による提案

(1) アクティビスト株主の活動の活発化

2022年の事例のうち、およそ半数（38社程度）がアクティビスト株主⁵によるものと推測され、前年（17社）⁶からも倍増した。

【アクティビスト株主による株主提案とみられる議案が付議された主な会社】

第一建設工業、バイタルケーエスケー・HD、日本精化、石原ケミカル、コニシ、文化シヤッター、ヒラノテクシード、ソーダニッカ、日本電計、世紀東急工業、極東開発工業、タチエス、極東貿易、日本証券金融、電気興業、日産車体、天馬、テレビ東京HD、岩手銀行、滋賀銀行、京都銀行、中国銀行、日本食品化工、フェイス、ゲームカード・ジョイコHD、日鉄ソリューションズ、エスケー化研、東京ラチエーター製造、宮地エンジニアリンググループ、岩崎電気、ヤマト、ヨータイなど

(2) 株主提案の内容

会社提案の配当額に一定額を加算する等といった剰余金の処分（配当）議案が典型的である。また、ガバナンスに関する株主提案については、定款変更議案が用いられる。これは、会社法上、取締役会設置会社では会社法または定款で規定された事項に限り株主総会で決議を行うことができるとされ（会社法295条2項）、それ以外の具体的な業務執行に関する事項を直接に義務づける株主提案は許されないと解されているからである。そのため株主側は、その内容を定款に規定するよう、定款変更議案として株主提案を行うのが通例である。

定款変更の具体的内容としては、資本コストの開示、相談役・顧問の廃止、政策保有株式の売却、などといった例がみられる。CGコードを意識した説得力を有する提案もあり、そのような提案には賛成率が高くなるものもある。会社側としても無視できない格好となっている。

役員報酬関連では、譲渡制限付株式報酬制度の導入に関する議案や、自己株式取得に関する株主提案の例がみられる。役員報酬の個別開示（定款変更議案として提出される）は、比較的高い支持を集める傾向にある。

(3) 具体的事例

2022年6月総会で話題となった事例を、いくつか紹介する。

① 岩崎電気の事例

株主（ESG投資事業組合）が、銀行との株式持合いを問題視し、政策保有株式に関する定款規程の新設や、銀行出身の監査役の解任議案、配当の増額を株主提案として提出した。特に監査役解任議案が株主から高い支持を集めた（賛成率約44%）。

⁵ アクティビストという呼称は一義的ではないが、本稿では会社に対して株主提案権を具体的に行使して何らかの施策等を求める株主を広くいうものとする。

⁶ 牧野達也「株主提案権の事例分析(2)」資料版商事法務450号105頁

② エスケー化研の事例

株主（アセット・バリュー・インベスターズ）が、創業家による経営状況を問題視し、株式分割、自己株式消却、配当の増額、任期短縮、独立社外取締役の選任、温室効果ガス排出量の開示を内容とする定款変更議案を株主提案として提出した。いずれの議案も高い支持を集めた（賛成率約16%～約33%）。

③ 日産車体の事例

株主（リム・アドバイザーズ）が、親会社からの天下り禁止、親会社への資金提供の禁止、代表取締役の個別報酬開示、自己株取得、資本コスト開示等の定款変更議案を株主提案として提出した。いずれの議案も高い支持を集めた（賛成率約31%～約36%）。

④ 世紀東急工業の事例

株主（ストラテジックキャピタル）が、配当金の増額、自己株消却、相談役の廃止に関する定款変更、相談役の個別報酬開示に係る定款変更議案を株主提案として提出した。相談役の個別報酬開示議案は賛成率約39%、相談役廃止の定款変更議案は約35%の賛成票を集めた。また、会社側が自ら自己株消却を行ったため、株主側が自己株消却の提案を取り下げるといった経緯があった。

3 気候変動に関する議案

近年注目を集めているのが気候変動関連の株主提案である。定款変更議案として提案され、環境保護団体にとどまらず、機関投資家も含めたグループによって提案される例もあり、株主による賛成票が多く集まる傾向がみられる。2022年6月総会で話題となった事例を、いくつか紹介する。

(1) Jパワーの事例

石炭火力大手のJパワー（電源開発）では、英銀系のHSBCアセットマネジメント、英ヘッジファンドのマン・グループ、NGOのACCR（オーストラリア企業責任センター）

らが共同で、パリ協定に沿った温室効果ガス排出量削減の目標を明記した事業計画の策定・公表と、設備投資と目標との整合性の評価の開示等を求める定款変更議案を株主提案として提出した。Jパワーでもすでに温室効果ガス削減計画を公表しているが、これを不十分として投資家向けの説明会を開催するなど注目を集めた。一部の株主提案は賛成率約25.8%を集めた。

(2) 三菱商事の事例

三菱商事においても、パリ協定目標と整合する中期および短期の温室効果ガス削減目標を含む事業計画の策定・開示、新規の資本的支出と2050年温室効果ガス排出実質ゼロ達成目標との整合性評価の開示を求める株主提案（定款変更議案）が提出された。一部の株主提案は賛成率約20%を集めた。

(3) 三井住友FGの事例

三井住友FGにおいても、パリ協定目標と整合する中期および短期の温室効果ガス削減目標を含む事業計画の策定・開示、IEAによるネットゼロ排出シナリオと一貫性のある貸付（新規の化石燃料供給、関連インフラ設備の拡大に調達資金が用いられないことを確実にするための措置の策定・開示）を求める株主提案（定款変更議案）が提出された。一部の株主提案は賛成率約27%を集めた。

4 その他の運動型株主提案

各電力会社においては、例年、反原発等を主眼とする多数の株主による共同提案がなされており、本年の総会でも同様の事例がみられた。株主提案といえば、伝統的にはこのような運動型株主によって利用されていたが、現在でも同様である。これまでは僅かな賛成割合にとどまっていたが、気候変動対応の提案は他の株主からも高い支持を集める傾向がすでにみられている。今後もサステナビリティ重視の動きやビジネスと人権の取組みを問

われるグローバルの潮流に呼応した動きが強まることが予想される。

5 経営権争い・会社内紛など

可決された事例も含め、会社の経営権争いや会社内紛等に関連して株主提案がなされた事例もみられた。はるやまホールディングスの事例では、現経営陣に対抗して、創業家から役員選任議案が提出されたが、過半数の獲得には至らなかった（賛成率約37%）。

やや特殊なケースであるが、支配権争奪戦となった三ツ星の事例では、株主グループが役員選任議案の株主提案を行ったが、先立って開催された臨時株主総会で同一の議案が否決されたため定時総会の開催直前で撤回された。この定時総会において株主意思確認がなされた有事導入型買収防衛策に基づく会社側の対抗措置の発動が裁判所によって差し止められたことから注目を集めている。

IV 諸外国の動向

米国でも、州会社法上に取締役会に経営に関する権限を与える規定が置かれており、これを奪う株主提案は認められないが、一定の行動をとることを勧告または要請するにとどまる勧告的提案は許されると解されている⁷。勧告的提案（決議）は、役員報酬に関するSay on Pay規制でも用いられるが、近時、多くのガバナンスに関する株主提案がこの勧告的提案の形で行われている。

2022年度の株主総会でも、気候変動問題のほか、労働者の権利保護や格差是正を求める内容の勧告的決議を求める株主提案が多く出された。米エクソンモービルでは、2021年の株主総会においてアクティビスト株主が株主提案で推薦した取締役3名が選任され、

2022年の株主総会でも、気候変動が業績に与える影響をまとめた報告書の公表を求める株主提案が可決された。米ジョンソン&ジョンソンでも、人種格差の第三者監査を求める株主提案が可決された。気候変動問題に関する株主提案は、米国の大手企業に対して軒並み提出されており、高い支持率を集める例がみられる。

同様の傾向は他国でもみられる。英シェルでは、会社提案として気候変動戦略に関する議案が可決されているが、アクティビスト団体から十分ではないとして気候変動戦略に関する株主提案が提出され、可決には至らないが、高い賛成票を得ている。

ただし、2022年にはロシアによるウクライナ侵攻といった環境変化もあり、気候変動関連の議案が高い支持率を集める傾向にも変化も出てきていることも指摘されている。

V 終わりに

コーポレート・ガバナンスをめぐる議論の進展を背景として、具体的かつ説得力を持った株主提案がなされれば、他の株主から高い賛成票を集めるようになった。特にESG関連についてはその傾向が顕著である。当然ながら、経営陣はこれを無視して放置するわけにはいかず、株主提案が可決に至らない場合でも、提起された問題について適切な説明をしなければならない。

公表されていない事案の中には、水面下で株主提案が示唆されている場合も多数あると推測される。株主提案を背景として、企業の経営が変革を迫られている。ガバナンス改革の流れはさらに加速しており、今後も株主提案の動向から目が離せない。

⁷ 経済産業省「令和元年度産業経済研究委託事業（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）15頁