

2024年5月9日 全7頁

株主提案制度にコスト/ベネフィット分析を

世界で最もアクティビスト・ファンドにとって使いやすい日本の株主提案制度

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- アクティビスト・ファンドから株主提案を受ける日本の上場会社の数は急増している。
- 世界で最も株主提案を受ける上場会社が多いのは米国であるが、アクティビスト・ファンドが米国の上場会社に対して株主提案権を行使することは極めてまれだ。米国では、株主提案として配当の額の決定に関する議案や、取締役選任に関する議案を提出することは禁じられている。
- アクティビスト・ファンドが狙う配当議案や取締役選任議案を株主が提案できる日本の株主提案制度はアクティビスト・ファンドを呼び寄せる一因となっているといえよう。
- 株主提案権の濫用が疑われたことから、一人の株主が提案できる件数に上限を設ける法改正が2019年にあったが、その後も株主提案を受ける会社数は増加を続けている。株主提案制度を会社側にとって適切なものとするための新たな制度改革が必要かもしれない。

急増する株主提案

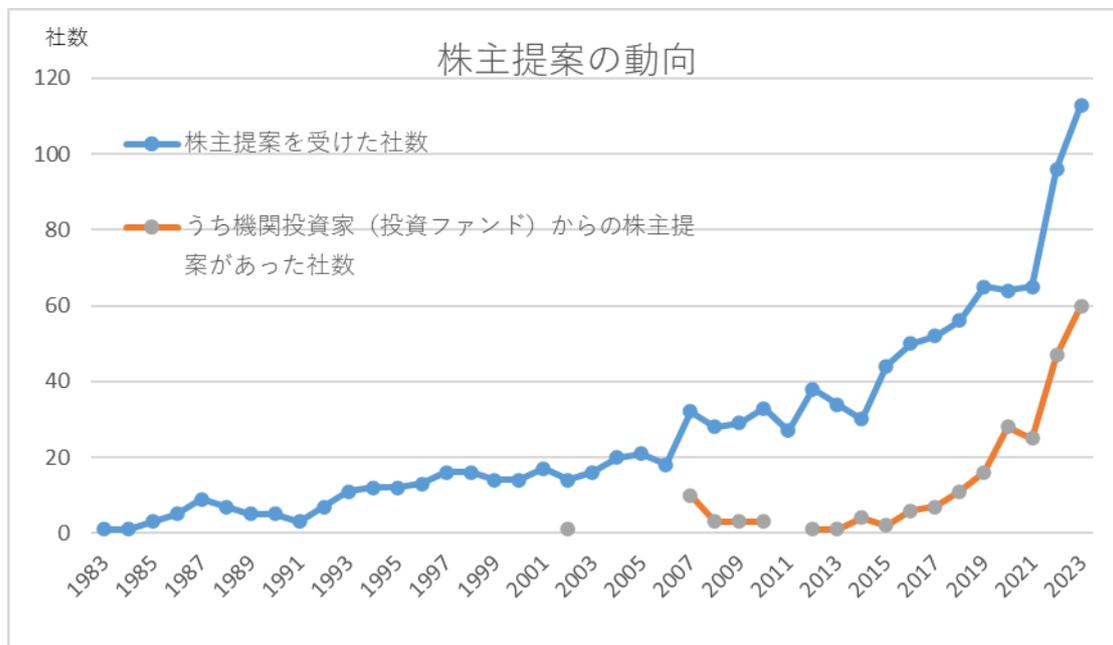
株主提案を受ける上場会社は2022年に急増し、増加傾向は収まりを見せていない(図表1)。特にアクティビスト・ファンドを含む機関投資家から株主提案を受けた会社数は、2021年から23年にかけて3倍近くに増えた。以前は、電力会社をはじめ、特定の会社が毎年連続して株主提案を受け、株主総会が政治・社会問題の討議の場になっているかのような時期が長く続いていた。だが、近年は株主提案の対象会社が広がり、提案内容も株主の直接的な損得に関わりそうなものが多くなっている。別稿¹でも紹介したが、アクティビスト・ファンドの中には、日本の株主提案権の使いやすさを認めながら、従来の使われ方が適切さを欠いていたのではないかと指摘する声もあったほどだ²。わが国においてアクティビスト・ファンドが株主提案権を利用するようになったのは、比較的最近のことで

¹ 鈴木裕「[アクティビストの道具としての株主提案](#)」(大和総研レポート、2023年2月24日)

² Seth Fischer「[Japan's shareholder rights and the arms of the revolution](#)」(Oasis Management「Ethical Boardroom」pp.108-110、2015年夏)

あり、上場会社にとって新たに対処が必要な課題となっている。

図表 1：近年になってファンドからの株主提案が急増している



(注) 前年7月から当年6月までの集計。

(出所) 商事法務研究会「株主総会白書」1983年版～2023年版をもとに大和総研作成。投資ファンドからの株主提案数は、2018年までは提案者名称などから大和総研推計、2019年からは「株主総会白書」による

使い勝手の良い日本の株主提案制度

脚注 2 文書にあるように、アクティビスト・ファンドが日本の株主提案制度の使い勝手の良さを発見したのは比較的最近のことだ。日本の株主提案制度にアクティビスト・ファンドが注目する理由は 2 つあると考えられる。一つは、株主提案権を取得するための株式保有要件が緩いことで、もう一つは提案内容の制限がほとんどないということだ。

図表 2：株主提案権を得るために必要な株式保有量

日本	議決権総数の 1% または 300 個の議決権を 6 ヶ月間継続して保有
米国	2,000 ドル相当の保有: 3 年以上 15,000 ドル相当の保有: 2 年以上 25,000 ドル相当の保有: 1 年以上 (Universal Proxy Card 制度による取締役選任議案は 1 株の保有で可能)
英国	株式の 5% 以上の保有または株主 100 人以上で合計 10,000 ポンド相当以上の保有
ドイツ	株式の 5% 以上の保有または 500,000 ユーロ相当以上の保有
フランス	株式の 5% 以上の保有
スイス	株式の 5% (上場会社の場合 0.5%) 以上の保有

(出所) International Corporate Governance Network “[ICGN Viewpoint Shareholder Proposals - An Essential Instrument for Ensuring Corporate Accountability](#)” (2021 年 12 月)、MLL Legal “[Swiss Corporate Law Reform: Main Changes](#)” (2022 年 8 月 30 日) などをもとに大和総研作成

株主提案権を得るための株式保有要件は各国でかなり違う。法律上規定があったとしても、相当量の株式を保有する株主でなければ権利を与えられない欧州の国々では、この権利が絵に描いた餅にすぎないこともある。欧州の国々では、原則的には株式の5%以上保有していなければ株主提案権を得ることはできない。これも最近引き下げられた結果であり、かつてはかなり多くの株式保有がなければ株主提案権は得られず、欧州での株主提案は低調であった。図表2のスイスは、以前は株主提案権取得の閾値を保有金額によって定めていたが、2023年施行の法改正によって、保有比率5%（上場会社については0.5%）以上を株主提案権取得の要件とした。

これに対して、米国と日本は、保有株式要件が緩く、比較的容易に株主提案が出せる国だ。日本では株式売買の単位が1,000株の会社と100株の会社が混在していたが、2018年に100株に統一された。売買単位が1,000株だった会社の株主にとっては、株主提案権を得られる300個の議決権を購入するためのコストが10分の1になったということだ。個人投資家にとっては、300個の議決権はまだまだ高いハードルであるかもしれないが、アクティビスト・ファンドにとっては難しいものではないだろう。

米国では、日本以上に株主提案権を容易に得られる。最低で2,000ドル相当の株式を保有していれば、株主提案ができる。しかし、米国では提案できる内容に強い制限が設けられている（図表3）。制限される提案内容には、剰余金の配当の決定が含まれ、日本ではしばしば見られる増配提案は米国では出せない。取締役選任に関する議案を出すことも原則的にはできない。つまり、アクティビスト・ファンドが狙う配当増額、取締役の地位などに関する株主提案は、米国では禁止されているが、日本では全て可能だということだ。保有株式や設備の売却なども、定款変更議案の形にできれば日本では提案可能だ。これらも、会社の通常の事業運営に関する事項であるので、米国では株主提案はできないだろう。

米国でアクティビスト・ファンドが、株主還元や事業再編を求める場合、また取締役選任を争うには、キャンペーンを行うことが多い。取締役選任では、キャンペーンが奏功し会社側がアクティビスト・ファンド側の候補者を受け入れることもあれば、プロキシーファイト(Proxy Fight)と呼ばれる方法で、アクティビスト・ファンド側の費用負担によって、取締役選任議案への賛成票を集めることもある。

また、米国の株主提案の決議は、勧告的決議(advisory voting)や非拘束的決議(non-binding voting)と呼ばれるもので、仮に過半数の賛成があったとしても、会社はそれに従う必要はない。拘束力がない、いわばアンケート調査のような投票を株主総会でわざわざ行う勧告的決議や非拘束的決議は、米国の株主総会の大きな特徴の一つだ。日本では、株主提案議案といえども、可決された以上、会社側は従わなければならないのとは対照的である。それだけに、株主提案に向き合う会社側の姿勢も日米では異なる。米国では、株主提案議案が過半数の賛成を得ることは珍しくないが、日本ではほとんどが否決される。

図表 3 : 提案内容の制限が強い米国

日本	株主総会で10%以上の賛成を得られなかった議案と実質的に同一の議案は3年間再提案できない	決議に拘束力あり
米国	株主提案が禁止されている事項 <ul style="list-style-type: none"> • 会社の事業に重要な関係性のない提案 • 会社の通常の事業運営についての提案 • 配当額の決定に関する提案 • 取締役選任についての提案 (Proxy Fight では可能。Universal Proxy Card 制度により変化の兆し。) • 既に会社が実施している内容についての提案 など 	決議に拘束力なし (non-binding, advisory) Proxy Fight は拘束力有り

(出所) 法令などをもとに大和総研作成

米国で株主提案権を利用しているのは、数人で構成された個人株主グループか、株主の衣をまとったアドボカシー団体か、ESG 投資商品に注力する比較的小規模な運用機関がほとんどだ。株主総会関連のコンサルティング業者 Georgeson の集計では、2022 年に米国では 941 件の株主提案があったが、うち 282 件が Chevedden Group という個人投資家グループと McRitchie という個人投資家が提案者となっている³。2023 年は 947 件の提案のうち、個人投資家の John Chevedden が 189 件、Kenneth Steiner が 70 件、“Corporate Governance” という団体 (実態は McRitchie) が 67 件だった⁴。年にもよるが、株主提案のうち 3 分の 1 程度は数人の個人株主が出しているというのが米国の実情だ。

アドボカシー団体には、左派あれば右派もある。上場会社に対して、環境や社会問題に対する取り組みを開示するように求める提案もあれば、そのような開示を不要だとする提案もある。かつては、左派的な団体が株主提案を活用していたが、ここ数年で右派的な団体による株主提案が増加している。環境問題や社会問題について左右両派から上場会社に対して様々な提案があり、米国の株主提案はかなり政治的な内容のものが多くなっているといえるだろう。株式保有要件が最低で 2,000 ドル相当と低く定められていることがこのような状況を生んでいる一因と考えられる。

アクティビスト・ファンドや大手の投資信託や保険会社などの資産運用機関が自ら株主提案権を行使することはまずないが、個人投資家やアドボカシー団体から提案された株主総会議案に対しては議決権を行使している。しかし、環境・人権関連の株主提案に必ずしも賛成しているわけではない。また、会社側から提案される経営者への報酬支払いについて株主の承認を求める報酬関連議案もあり、これは Say On Pay といわれるが、資産運用機関は基本的に肯定的な判断をしている。特に米国において、経営者報酬の高騰が今も続いているのは、資産運用機関が Say On Pay を通じて会社側にプレッシャーを与えていないからだとも考えられる。

長期的な企業価値への影響を考えれば、経営に対する制約要因となりかねない環境・人権関連の株主提案に慎重な姿勢を見せることや、適切な金銭的インセンティブを経営者が持つべきだ

³ Georgeson “A look back at the 2022 US proxy season” (2022 年 10 月 17 日)

⁴ Georgeson “A look back at the 2023 US proxy season” (2023 年 9 月 13 日)

とする資産運用機関の判断は理解できなくもない。しかし、環境や人権問題に無関心で、従業員と経営者の所得格差を放置しているかのような資産運用機関の議決権行使への批判は鋭さを増している⁵。

日本における株主提案の脱政治化

以上のように、日本以上に株主提案が容易な米国では、個人投資家やアドボカシー団体からのいささか政治的な色彩が強い株主提案が多く、これに対して賛否を明らかにしなければならない資産運用機関を政治的対立に巻き込むような状況だ。日本でも、環境・社会的な運動と連動した株主提案がかつては主流といってよい状況だったが、前掲図表1に記した通り、近年、ファンドが株主提案の出し手として台頭するなど大きな変化が生じている。日本の株主提案の使いやすさがよく知られるようになり、アクティビスト・ファンドを呼び寄せているようだ。

アクティビスト・ファンドによる株主提案は、剰余金配当の増額などの、会社の配当政策や財務戦略にかかわるものであったり、経営者の報酬構造にかかわるものであったりする。これらは環境・社会運動型の株主提案とは異なり、投資家の利益と直接的に関連するものが多い。

環境・社会運動型の提案であれば、投資収益との関連が不明であるので、株主提案に賛成しないという判断もあり得る。また、環境・社会運動型の提案の内容と類似する取り組みを既に会社側が実施している場合、例えば環境関連の情報開示充実を求める株主提案に対して、会社側が既にTCFDなどの枠組みに沿った開示を行っているのであれば、株主提案へ賛成せず、会社側の自律的な開示姿勢を支持する判断に傾きやすい。

しかし、アクティビスト・ファンドが行う配当政策や財務戦略、また報酬構造に関する株主提案の場合は、環境問題や社会問題とは異なり、機関投資家にとっていわば得意分野の内容であるので、実質的な判断が行われる。多くの場合、株主提案権を行使するアクティビスト・ファンドの持ち株数はさほど大きなものではない。大量保有報告書を提出することもあるが、単独で決議の行方を左右するほどの大きな保有はあまりない。しかし、大手の資産運用機関がアクティビスト・ファンドに同調するようになると、株主提案にかなりの賛成票が集まることもある。配当政策や財務戦略、また報酬構造に関する株主提案も例外ではない。

配当政策や財務戦略、また報酬構造は、会社にとって中長期的な経営計画そのものだ。それだけに会社側にとって、アクティビスト・ファンドの株主提案は、自社の方針と株主提案を比較する経営計画のコンテストともいえ、対応に苦慮する手強いものとなってくる。もっとも、アクティビスト・ファンドが提案者であっても、株主提案はほとんど全て否決されるのが現状だ。株主提案に対抗して自社の経営計画に適切さをアピールする苦労はあるが、否決が見込める以上、会社側にとって差し迫った危機ではないといっても良さそうだ。しかし、現在の株主提案制度に問題がないということではない。

⁵ 鈴木裕「[米欧で広がる議決権パズルスの建前と本音](#)」（大和総研コラム、2023年10月2日）

日本の株主提案制度の課題

株主提案議案は、ほとんど全て否決されている。それは株主提案制度が無意味だということではないが、同時に問題がないということでもない。

資本多数決制の下で、株式会社における有権者は株主なのだから、会社の重要方針は株主が決めるべきというのはむしろ当然だ。株主提案権の基礎には、“shareholder primacy”（株主至上主義）があるといってよいだろう。株主が投資先の会社の経営に発言する方法として株主提案の利用価値は高い。日本は欧州の国々よりも株主提案権の保有株式要件を低く設定していることや米国とは異なり提案内容の制約がほとんど設けられていないことによって、株主による企業統治が確実なものになっているといえるだろう。

問題は、少数者の主張をどの程度まで認められるべきかということだ。少数者に主張の機会を与えるために、上場会社側は様々な準備をし、そのために時間をかけ、費用を負担しなければならない。株主提案議案の説明のために、株主総会の時間が使われることも問題だ。株主提案議案がなければ、より建設的な議論の場になったかもしれない株主総会が、提案者による独善的なプレゼンテーションの場になる恐れがある。突飛な主張を定款変更議案の形にして、わずかな賛成しか得られないような株主提案を会社側の費用負担で議案化して賛否を集計することが株主一般の利益になるのか、という問題だ。会社側の費用負担とは、究極的には一般株主が負担しているということに他ならない。

これは、新しい問題ではない。米国と日本は、保有株式要件が緩く、比較的自由に様々な提案が株主から出される国だ。それだけに独りよがりな株主提案が多く見られ、株主一般の利益に反する恐れがあるものや、さほど多くの株主の関心をひかないものもある。果たして費やしたコストに見合うだけのベネフィットがあるのか、疑問視されるようになっていた。

日本では、既に2016年3月に法務省から委託調査報告「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」⁶が出ている。また、同年10月に株主総会実務担当者の団体である全国株懇連合会が、「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～」⁷を公表しており、提案趣旨の一つに「株主提案権制度のあり方を再考し、必要に応じて制度改善の提言も行うこと」(p.4)を掲げた。こうした中、法制審議会で株主提案制度が検討課題になり、2019年に会社法改正（施行は2021年）が実現し、一人の株主が提案できる議案の数を10個に制限するという改正が行われた。

米国では、大会社の経営者をメンバーとするBusiness Roundtable (BRT) が2016年10月に“Responsible Shareholder Engagement & Long-Term Value Creation（責任ある投資家と長期的価値創造）”⁸を公表し、株主提案権の適正化を訴えた。その後の選挙で誕生したトランプ政

⁶ 法務省「[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の公表について](#)」（2016年3月）

⁷ 全国株懇連合会「[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～](#)」（2016年10月）

⁸ Business Roundtable “Responsible Shareholder Engagement & Long-Term Value Creation”（2016年10月31日）

権の国家経済会議に対して BRT が出した 2017 年 2 月の書簡⁹でも、SEC（証券取引委員会）による対応と必要があれば法制度的解決も進めるべきと提案され、2020 年 9 月に改正に至った¹⁰。以前は 2,000 ドル相当の株式を保有していれば株式提案ができたが、前掲図表 2 のように保有年数が短い場合は必要株式数が大きく設定されることとなった。

株主提案議案には、「株主一般の利益と関係のない社会的政治的な議案」（脚注 9 の BRT 書簡）が少なくなく、「一部の株主により濫用的ともいえる行使がなされることによって、当該一部の株主以外の大多数の株主と企業との建設的な対話が阻害されるおそれがある」（脚注 7 の全国株連連合会の政策提案、p. 77）との懸念は日米で共通していた。

しかし、こうした制度改正後、米国では、株主提案が減少することは無かったし、日本では逆に急増している。わずかな賛成票しか得られない、代わり映えのしない提案を毎年のように受ける会社もある。会社法は実質的に同一の議案につき株主総会において原則として 10%以上の賛成を得られなかった場合、3 年間は再提案できないと定めている（会社法第 305 条第 6 項）。しかし、内容にわずかでも変更があれば「実質的に同一」と判断することは難しいので、結局低賛成率の株主提案議案の再提案を防ぐことはできていない。

株主提案権制度を会社側にとって納得性のあるものするには、会社法改正で導入された提案件数の制限や提案内容の実質的同一性による再提案の制限では、不十分だろう。提案者に着目して、低賛成率の株主提案を続ける株主の株主提案権を制限するなど考えることも検討してよいのではないだろうか。

むすび

日本の株主提案制度は、諸外国に比べても株主にとって極めて使い勝手の良いものだ。それだけに、適切に利用しなければ、株主提案を受ける会社側を困惑させることになる。株主提案権が不適切に行使されることにより、株主総会における審議の時間等が無駄に割かれ、株主総会の意思決定機関としての機能が害されることや、会社側における検討や招集通知の印刷等に要するコストが増加するということが弊害として指摘され続けている。

2021 年施行の会社法改正は、そのような状況に対処するためだったが、その後も、株主提案を受ける会社数は増加の一途だ。濫用とまでは行かなくとも、可決にはほど遠い賛成しか得られない提案を毎年のように続けて出すことは、他の株主にとって迷惑でしかない。株主提案権の行使に関するコストとベネフィットを比較して、より適切な制度を構築するための検討が必要になるかもしれない。

⁹ [Business Roundtable からホワイトハウス宛の書簡](#)（2017 年 2 月 22 日）

¹⁰ SEC [“SEC Adopts Amendments to Modernize Shareholder Proposal Rule”](#)（2020 年 9 月 23 日）