

新時代の株主総会プロセスの 在り方研究会

報告書（案）

2020年〇月〇日

【目次】

1. はじめに	3
2. これまでの取組と、株主総会の現状	5
(1) 株主総会に係るこれまでの検討と取組	5
(2) 株主総会を巡る昨今の状況	5
①株主総会プロセス	5
②株主総会当日の運営	5
③コーポレート・ガバナンスの進展.....	6
3. 新時代の株主総会プロセスに向けた検討	7
(1) 株主総会の二つの側面.....	7
① 意思決定機関としての株主総会.....	7
② 会議体としての株主総会	7
(2) 意思決定機関としての株主総会の実質化に向けた株主総会プロセスの在り方.....	8
①目的に応じた効果的な対話・情報開示.....	13
② 対話環境の整備としての議決権電子行使の促進.....	17
(3) 会議体としての株主総会の在り方（株主総会当日）	30

① ハイブリッド型バーチャル株主総会	30
② 会議体としての株主総会の規律の在り方について	30
③ 海外の株主総会	33
④ 今後に向けて	34
4. おわりに.....	36

1. はじめに

- 独立社外取締役の選任の増加や法定または任意の指名・報酬委員会等を設置する企業の増加等、日本のコーポレート・ガバナンスは着実に進展してきている。このコーポレート・ガバナンスを、持続的成長に向けた果敢な経営判断、人材、設備、研究開発等イノベーションへの投資を後押しし、中長期的な企業価値向上の実現に結び付くための確固たるものとするためには、企業とリスクマネーの出し手である投資家・株主が質の高い対話を通じて相互理解を深め、企業の持続的成長のための道筋について、目線を合わせる 것이重要である。
- 企業と投資家・株主が中長期的な企業価値向上のための対話を行う代表的な場が、株主総会である。株主総会は、企業の最高意思決定機関であり、取締役の選解任をはじめ、コーポレート・ガバナンスの構築・維持にとって根幹とも言える機能を有する。その根幹を中長期的な企業価値向上に向けたものとするために、企業と投資家・株主の対話が必要なのである。
- 株主総会は二つの側面を有する。すなわち、意思決定機関としての側面と、会議体としての側面である。
- これまで、株主総会については、特に意思決定機関としての側面に着目し、年間を通じた意思決定のための一連のプロセスを株主総会プロセスとして、建設的で実質的なものにするための環境整備が行われてきた。それにより、株主総会開催日の分散化や株主総会資料の公表早期化、議決権行使の電子化等の取組が進んできたところである。なお、2019年12月に成立した改正会社法における株主総会資料の電子提供制度は、株主総会資料の提供の早期化を目的とするものであり、投資家・株主が意思決定をするにあたり、より十分な検討をするための環境整備の一環として新たに創設された。
- 一方、株主総会のもう一つの側面である、会議体としての株主総会については、その在り方について十分には議論されてこなかった。そこで、経済産業省では、2018年

年 9 月に「さらなる対話型株主総会プロセスに向けた中長期課題に関する勉強会」を立ち上げ、「ハイブリッド型バーチャル株主総会」を題材として株主総会当日の会議体としての側面についての議論を深め、その法的・実務的論点を整理した。2019 年 5 月にとりまとめ案を公表し、ハイブリッド型バーチャル株主総会に係る論点整理案を示すとともに、今後の課題として、株主総会運営を過度に硬直的にしていると指摘される決議取り消しの訴えに関する解釈の具体化や、株主総会プロセスにおける対話の深化のための環境整備の必要性などの指摘を紹介した。

- また、2019 年 6 月に閣議決定された成長戦略においては、“グローバルな観点から最も望ましい対話環境の整備を図るべく、株主総会当日の新たな電子的手段の活用の在り方について、2019 年秋頃を目途に取りまとめるとともに、年間を通じた対話の在り方について、諸外国の状況も踏まえて引き続き検討する。”と盛り込まれた。
- これらを受け、2019 年 8 月、株主総会当日の新たな電子的手段の活用の在り方および近年の内外の制度整備や実務の積み重ねを踏まえたさらなる対話のための環境整備等について検討する「株主総会プロセスの在り方に関する研究会」（座長：尾崎安央早稲田大学法学学術院教授）（以下、「本研究会」という。）を立ち上げ、計 8 回に渡って議論を重ねた。
- 本報告書は、これらの議論の結果を取りまとめたものである。

2. これまでの取組と、株主総会の現状※記載項目のみ

(1) 株主総会に係るこれまでの検討と取組

- 「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」、「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」等について紹介。

(2) 株主総会を巡る昨今の状況

- スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コード策定後、株主総会プロセスにも変化が現れている。ここではそれを概観する。

①株主総会プロセス

- 議案検討期間の確保—招集通知の早期開示、電子開示、電子的な議決権行使の促進。
- 招集通知（事業報告、株主総会参考書類を含む）における法定記載事項以外の任意記載の充実（ESG の取組、コーポレートガバナンス・コードを踏まえた内容等）、機関投資家の理解を助ける記載の工夫。
- 事業報告等と有価証券報告書の一体的開示。

②株主総会当日の運営

- 総会の運営は、（お土産を取りやめる事例が増えている以外は）それほど大きな変化がないことを株主総会白書から示す。
- 一方で、株主総会を建設的な対話の場にしようとの意識が高まっている。（IR 協議会のアンケートは、2017 年以降、株主総会における IR 部門の関与や招集通知等の工夫の事例が例示としてあげられている。株主の理解を深めるために、分かりやすいスライド・ナレーション・動画を用いている会社は多く、また、事業報告に記載されていない直近の経営戦略を経営者が語る例も増えている。）

③コーポレート・ガバナンスの進展

- 一定の「実質化」の兆し。

3. 新時代の株主総会プロセスに向けた検討

- 現状を踏まえ、株主総会プロセス全体が実態に即して機能するよう、改めて検討を行った。

(1) 株主総会の二つの側面

① 意思決定機関としての株主総会

- 株主総会は、日本の会社法上、株式会社の最高意思決定機関である。意思決定機関としての株主総会は、会社の規模等によって状況は異なるものの、多くの株主を抱える上場会社では、年間を通じた情報開示や、個別に実施する株主との対話等の充実において、株主総会プロセス全体が実質的な審議の場としての役割を果たしていることが多い。
- また、事前の議決権行使を背景として、株主総会当日を迎える前に決議の趨勢が明らかになっていることが多いが、その場合、実質的な意思決定の場としての役割は株主総会プロセス全体を通じて果たされているといえる。

② 会議体としての株主総会

- 会社法上、株式会社は、特定の日時と場所を定め、当該日時と場所において株主総会を開催することとなっている。それが会議体としての株主総会であり、会議体とはすなわち、審議を経て決議をする場である。
- 会議体としての株主総会における審議に関して、会社法上、取締役等の説明義務（株主の質問権）（会社法 314 条）、議長の議事整理権（会社法 315 条）や、議案提案権（会社法 304 条）などが定められている。これらは、会議体としての一般原則が、会社法において明文化されたものである。

(2) 意思決定機関としての株主総会の実質化に向けた株主総会プロセスの在り方

- 近年、企業と投資家・株主の対話は急速に進展しており、特に、ESG などを中心に、持続可能な成長を見据えた中長期的な企業価値向上をテーマに、対話の視点の幅が広がっている。企業においても、その視点に応じ、情報開示や説明を実施する事例が増えている。株主総会プロセスにおける議決権行使に向けた対話についても、近年その重要性が認識され¹²、企業と、投資家・株主双方において、情報開示の充実を含む幅広い取り組みが広がっている。一方で、いくつかの点については、双方の認識ギャップがみられる点も明らかになっている。

<企業の取組>

(企業の取組の現状)

- 企業においては、投資家との対話は、年間を通じて主に IR 担当部署が中心となっており、行っていることが多い。四半期毎に実施する決算説明会や、投資家向けミーティングを年に数回行うほか、国内外のアナリストやファンドマネージャーとの個別の対話を随時実施している。また、年に1、2回は実質株主判明調査³を行い、自社の株式保有状況を掴みつつ対話を行うということも多くの会社でなされている。そういった IR 部署が、投資家・株主との日頃の対話の中で、投資家・株主側が企業に求めているガバナンス上の論点や、経営戦略の方向性に係る意向等を聴取し、社内にフィード

¹ 日本では諸外国と異なり定足数が法定されていることから議決権行使に向けた対話の必要性が高いという指摘もある。諸外国の定足数の状況については、次の P.52 に詳しい。「株主総会の招集通知関係書類の電子提供の促進・拡大に向けた提言～企業と株主・投資家との対話を促進するための制度整備～」

<https://www.meti.go.jp/press/2016/04/20160421006/20160421006-1.pdf>

² スチュワードシップ・コードの指針 5-1 には、「機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべきであり、議決権の行使に当たっては、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で、議案に対する賛否を判断すべきである。」との記載がある。

³ <実質株主判明調査の概要>もともと、費用がかかるものであることもあり、株主構成によっては、実施していない会社もある。

バックを行っている⁴。

(図表○ 挿入)

- 他方、企業において株主総会の運営事務局を担当するのは、総務部、法務部や SR 部（以下、「SR 担当部署」という。）といった部署が多く、株主総会プロセスにおける議決権行使に向けた対話についても、通常は SR 担当部署が実施している。具体的には、議案が固まった段階で、投資家・株主を訪問し、議題・議案の説明を行う。広義の対話と言える情報開示についても、招集通知の発送前に WEB 開示を実施するといった取組みが広がっている。

(投資家・株主からの指摘)

- 企業における株主総会プロセスでの対話については、いくつかの点について投資家・株主側から指摘がある。
- 第一に、スケジュールである。招集通知や株主総会参考書類が開示されてから企業から議案説明の面談の要望があったとしても、そもそも日本の株主総会スケジュールが過密な状況の中ですべてに応じることは難しいといった指摘がある。また、そもそも特に問題になるような議案がなければ、株主総会直前に対話する必要はなく、むしろ、議案を検討する段階からの対話が重要であるといった指摘もある。
- 第二には、情報開示についてである。招集通知の中に、投資家・株主が議決権行使判断に必要と考える情報が載っていないこともあり、個別に確認を要するが、スケジュール的に難しいといった指摘がある。また、情報開示の在り方についても、早くたくさん情報を出せばいいというわけではなく、招集通知や株主総会参考書類等の決まった媒体、又は TDnet 等の決まった場所に説得的に開示されていることが必要との指摘もある。
- 第三に、対話の内容やその主体についての指摘である。IR 担当部署は足元の業績

⁴ 近年、IR（Investor Relations）と SR（Shareholder Relations）の部署が一体となって活動するような事例もみられる。

の話、SR担当部署はガバナンス系の話に偏ることが多いが、本来はどちらも中長期の企業戦略の中で語るべきであって、本来、取締役等のマネジメント層との対話が望ましいという指摘もある。

<投資家・株主の取組>

(投資家・株主の取組の現状)

- 投資家・株主は、ファンドマネージャーやアナリストを中心に、投資運用先となる対象資産の選定やポートフォリオ構築を主な目的として、株式を発行する企業の開示情報の分析や、より深い理解を得るための対話を実施している。特に、2014年に日本版スチュワードシップ・コードが公表されて以降、投資家・株主と企業が適度な緊張関係の下で建設的な対話を行うことで、中長期的な企業価値向上につなげ、リターンを拡大することが投資家・株主のスチュワードシップ責任であるとの理解が浸透し、議決権行使についてもその重要なツールと認識されてきている。
- 他方、わが国企業の株主総会は、開催日の分散化傾向はみられるものの、依然として開催時期が集中している中で、多数の株式を抱える投資家・株主が株主総会プロセスにおいて実施する議決権行使に向けた対話については、その深化とともに、効率化を図る取組も進展している。
- 具体的には、投資家・株主は、予め、投資先企業のガバナンス向上を初めとした企業価値向上に重要と考えられ、議決権行使判断において考慮すべきと考えられる事項などを、議決権行使の基本方針や議決権行使基準、又は議決権行使精査要領といった形でまとめて（以下、これらをまとめて「議決権行使方針等」という。）公表している。そのことは投資家・株主の議決権行使の透明性の向上にも資するものであり、スチュワードシップ・コードでも推奨されている事項でもあることから、近年急速に公表する投資家・株主が増えている。
- 株主総会プロセスでは、ファンドマネージャー等を中心に年間を通じて対話を実施しつつ、議決権行使判断では、議決権行使方針等を元に大量の議案に対する判断を短期間で実施している。また、議決権行使判断においては、大量のデータ分析が必

要になることや、投資家・株主と対象企業との関係によっては利益相反が懸念される行為でもあることから、第三者である議決権行使助言会社（以下、「助言会社」という。）を活用する動きも広がっている。

（企業からの指摘）

- 投資家・株主における株主総会プロセスでの対話については、いくつかの点について企業側から指摘がある。
- 第一に、誰と対話すべきかという点である。企業が議案検討にあたり投資家・株主に対話を申し込む場合、投資家・株主側でファンドマネージャー、アナリスト、議決権行使担当者が分断されており、議案については誰と話すのが適切なのかが分からないといった指摘がある。また、海外投資家は、議決権行使担当者やファンドマネージャーに議決権行使判断について広い裁量を与えられている場合があり、判断が柔軟で対話が結果につながりやすいが、国内投資家は役割が分断され、担当者の裁量が狭く、形式的基準による判断に留まることが多く、対話が結果につながらないといった指摘もある。
- 第二に、議決権行使判断の形式化についてである。独立社外取締役等の選任議案などについて、企業が中長期的な見通しや全体としてのガバナンス体制の中で検討し、それを対話において投資家・株主に伝えたとしても、結局議決権行使の方針等の数値基準等に従った形式的な判断がなされてしまうという指摘がある。この点については、アセットオーナーがアセットマネージャーである投資家・株主に対して議決権行使に係る説明責任と透明性の確保を求めることが、かえってアセットマネージャーの議決権行使の形式化を進めてしまうといった指摘や、大量の議決権行使を限られた時間の中で行う必要がある場合には、企業個別の事情に即した判断が難しいとの指摘もある。
- 第三に、助言会社を活用する際の対応である。助言会社の推奨レポートの影響が大きくなっているが、推奨意見の決定は基本的に企業側の公開情報に基づき作成されているところ、助言会社側の実態の確認体制に限界があることもあり、形式的判断

で推奨内容が決められているとの懸念が指摘されている。企業側も実態の正確な理解に向けた説明を助言会社に行う努力をする一方、助言会社側も、かかる目的のために、企業と事前に対話する機会をできる限り広く設ける努力を行うべきといった指摘がある⁵。助言会社の推奨結果は、海外機関投資家や多くのパッシブ投資家をはじめとする機関投資家が依拠ないし参照しているものであり、機関投資家やアセットオーナーのステュワードシップ活動の質に重大な影響を及ぼすものである。社会的影響力の大きさに対応した調査能力や企業と対話ができる環境を整えたうえで、その推奨のあり方も企業の持続的な成長を促すものであることが必要である。

- 以上の企業、投資家・株主におけるそれぞれの現状と課題を踏まえ、今後、株主総会プロセスにおける企業と投資家・株主との対話をさらに効果的なものにしていくための方策を検討する。

⁵ 2020年3月24日に再改訂されたステュワードシップ・コードでは、議決権行使助言会社における体制整備、それを含む助言策定プロセスの具体的公表、企業との積極的な意見交換に関する規定等が盛り込まれた。このような改定趣旨を踏まえた助言会社の行動（comply またはそれに代わる explain）が期待される。

① 目的に応じた効果的な対話・情報開示

- 企業と投資家・株主における認識ギャップが生じていると考えられる点を解消するに当たり、実施することが望ましいと考えられるポイントと共に、当該ポイントに関し企業と投資家・株主との間で実施されているプラクティスの一例を紹介する。

<企業>

◆ 株主総会前に限定しない対話期間の設定

- ✓ 企業は、株主総会プロセスにおける議決権行使に向けた対話を実施する場合、招集通知発送後ではなく、上程議案を策定する段階から対話を実施する。
- ✓ 特に議決権を多く保有する投資家・株主については、株主総会終了後に賛否結果を確認し、必要に応じ個別面談を実施し、投資家・株主側が考える自社の中長期的な企業戦略の考え方やガバナンス体制についての問題意識を把握する。

ベスパラ紹介

- 議案の方向性を概ね固めた株主総会の1-2か月前には、議案の内容について国内外の機関投資家に事前説明を実施している企業もある。当該対話を踏まえ、場合によっては、議案の差し替えをする例もある。
- 議案説明については、上記の年間を通じた対話により相互理解が進み、お互いの認識に齟齬がない場合には必ずしも必要ではないが、企業における諸般の事情により、投資家・株主の意向に沿わない可能性がある議案を上程する場合には、事前に説明に行き、当該事情を説明する。
- 対話を行うべきかどうかを判断するために、特に議決権数の多い投資家・株主については、公表されている議決権行使方針等を確認する企業もある。
- 事前の対話において、投資家・株主の議決権行使方針等のコアの考え方が明らかになり、その考え方に応じて必要と考えられる情報を招集通知に記載したことで、数値基準や形式基準では反対になりかねなかった議案でも、理解（賛成）を得ることができたといった事例もある。

(図表○ 挿入)

◆ 事前の情報開示の充実

- ✓ **企業は、投資家との対話を踏まえて必要と考えられる事項は、法定記載事項に限らずできる限り株主総会前に決まった場所⁶に開示する。**

ベストプラ紹介

- 対話を通じて明らかになった投資家・株主の意向を踏まえ、指摘を受けて取り組んでいる事項などは自社 HP 等を通じて積極的に公表する。
- また、企業の招集通知でも、ガバナンスコード関連の記載や、経営計画・経営戦略、サステナビリティ関係など、法定記載事項以外の情報も積極的に開示。
- 有価証券報告書の記載事項についても、一部を招集通知に記載する事例もある⁷。

(図表〇 挿入)

◆ 中長期の企業戦略に基づく説明

- ✓ **企業は、中長期的な企業価値向上に向けた戦略の中で、自社のガバナンス等を説明する。議案についても、中長期の戦略の中における位置づけや必要性を説明する。**
- ✓ **その説明の内容からすれば、説明者は中長期の戦略が語れる立場の者⁸であることが望ましい。**

ベストプラ紹介

- SR 担当部署が、普段から投資家と対話を行っている IR 担当部署との情報共有を密に

⁶ 機関投資家による情報のアクセシビリティの観点からは招集通知や株主総会参考書類等の決まった媒体、または TDnet 等の決まった場所への掲載が望ましい。株主総会資料の電子提供制度も見据えた対応が検討されることが望まれる。

⁷ < 開示事例の紹介 >

⁸ 企業によって異なるが、一般的には担当役員や、CEO、COO、CFO などのトップマネジメントが該当すると考えられる。

行い、さらに社内体制につなげられるよう、IR 担当部署と SR 担当部署を「IR・SR 部（室）」のように一つの部署に統合する企業もみられる。

- また、投資家・株主に対する説明を社長（CEO）や CFO 自ら行う機会を増やしている企業の例も出てきている。さらに、最近では機関投資家の意向を踏まえ社外取締役が積極的に投資家・株主向け説明を実施する企業もある。
- そういった企業においては、株主総会に向けて議案を検討するに当たり、予め IR 担当部署から投資家・株主の意向を踏まえて検討している場合もある。

＜投資家・株主＞

◆ 中長期の企業の方向性を踏まえた議決権行使判断

- ✓ **企業との対話を踏まえ、中長期的な企業戦略との観点を踏まえた議決権行使判断を行う。**

◆ 対話と議決権行使の一体化

- ✓ **議決権行使に係る企業との対話を行う部署を対外的に明らかにし、年間を通じて対話を行う部署と議決権行使判断を行う部署が異なる場合、それらの部署が適宜情報共有・連携を行う。**

ベスプラ紹介

- 対話は専門部隊が実施し、その結果を受けて議決権行使判断をアナリストが行う。
- 年間を通じて実施した対話の結果は全てデータベースとして記録し、世界中の運用者で共有する。
- 議決権行使の方針等を決定するに当たっては、主要なファンドマネージャーも議論に参加し、運用の観点からの視点も予め盛り込む。

- 不祥事などがあった場合には、事案毎にアナリストとファンドマネージャーの担当を決めて分析や調査を実施し、その結果を議決権行使判断を行う部署に提供する。

◆ 議決権行使の方針等の対話への活用

- ✓ 投資家・株主は、議決権行使の方針等については、形式基準のみならず、その基本的な思想や考え方の全体像を明らかにする。また、対話の余地がなく受け入れることが困難と考えられる事項については、その理由と共に議決権行使の方針等で明らかにする。

ベストプラ紹介

- 議決権行使基準に留まることなく、対話に基づき賛否判断を行う旨を議決権行使の方針等においてまず開示する。
- 議決権行使の方針に詳しく考え方や賛否事例等も記載することで、企業における予見可能性を高めている。重点的に対話をした企業や、これまでと考え方を変えた場合には、極力個別に行使結果理由のフィードバックを行う。
- 対話において改善すべき論点が明らかになった場合、その後の取組状況をフォローしつつ、複数年のスパンで判断する。
- 企業との年間を通じた対話を充実し、中長期的な企業戦略を踏まえた判断を実施するために必要となるリソースを確保して対応する。

② 対話環境の整備としての議決権電子行使の促進

<問題の所在>

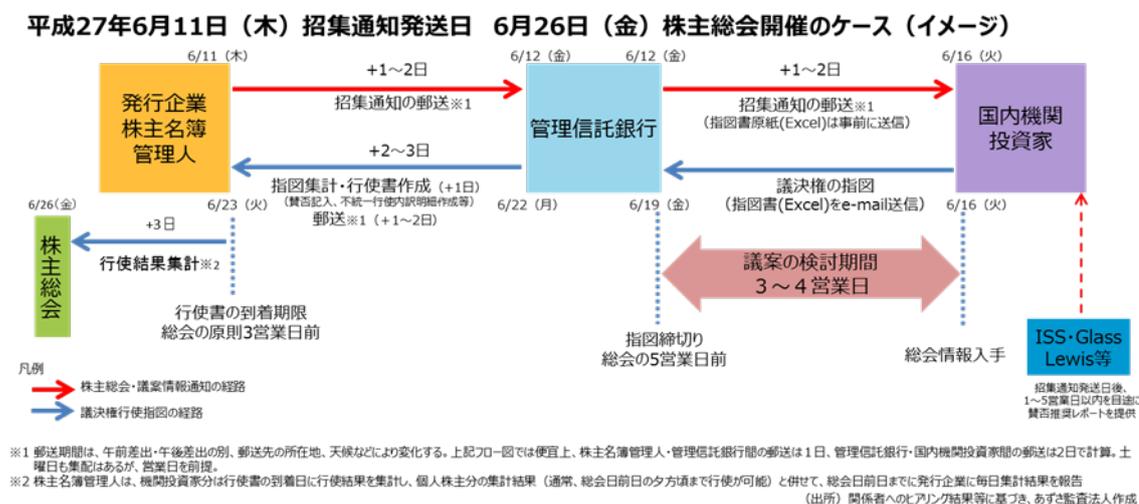
- 前述の通り、年間の株主総会プロセスを通じた企業と投資家・株主との対話が充実してきているが、最も対話が行われる期間は、議案が固まり、招集通知等の株主総会関連資料が開示され、それを受けて投資家・株主が賛否を判断し議決権行使を行う期間である。
- 企業の議案が開示されてから、投資家・株主は、2-3 週間の中に議案を精査・分析し、自らの基準や議決権行使助言会社の情報等に照らして賛否を判断することになる。多数の投資先企業を抱えるアセットマネージャーは、6 月の株主総会集中期には、数週間の中に最大 2.5 万件前後の議案処理に追われることになる。
- もちろん、数週間の中にこれだけの量の議案の判断をしなければならないからこそ、日頃の対話を通じた相互理解が必要なのであり、それらの取組が議案判断にも大きな影響を与えていることは言うまでもない。
- しかしながら、議案の内容の詳細は招集通知で初めて明らかになるケースが大多数であるところ、それらを正確に理解し期限内に処理することは、負担が過重であるだけでなく、人為的ミスが発生する可能性も否定できない。
- さらに、招集通知の情報だけで判断が難しい場合や、議案が公表された後に議案判断に関わる重要な情報が判明するような場合には、企業と個別に対話を実施したり、情報を精査する時間も必要になる場合があるが、株主総会の集中期は通常処理だけでも負荷が重い中で、それらの個別対応は困難であることも指摘されている。
- こういった状況は、従前から「議案検討期間の確保・拡大」として課題認識され、複数の取組が進められてきた⁹。例えば、2019 年 12 月に成立した改正会社法に盛り込まれた株主総会資料の電子提供制度についても、企業がインターネットを通じて招集

⁹ <対話研報告書><電子化研報告書>

通知等の株主総会関連資料を提供することで、印刷や郵送に要する時間が削減され、これまでよりも早期に株主が議案の内容を知ることができ、その分検討期間を確保することができる、という期待の下創設された制度である。また、株主総会日が集中することについての対応として、企業が株主総会の権利行使の基準日を変更しやすくするための環境整備¹⁰も、それぞれの会社の議案検討にかかる時間を確保するための取組の一つである。

- さらに、これらの取組と合わせて指摘されてきたのが、議決権電子行使プラットフォーム（以下、「プラットフォーム」という。）の利用促進である¹¹。プラットフォームの活用が、企業側、投資家側双方で進むことで、これまで、議決権行使フローにおける管理信託銀行等の複数の関係者で事務処理上の必要性から設けられていため切によらず、議決権行使期限ぎりぎりまで検討ができるようになる。それにより、議案検討期間を1週間程度拡大できると指摘されている。

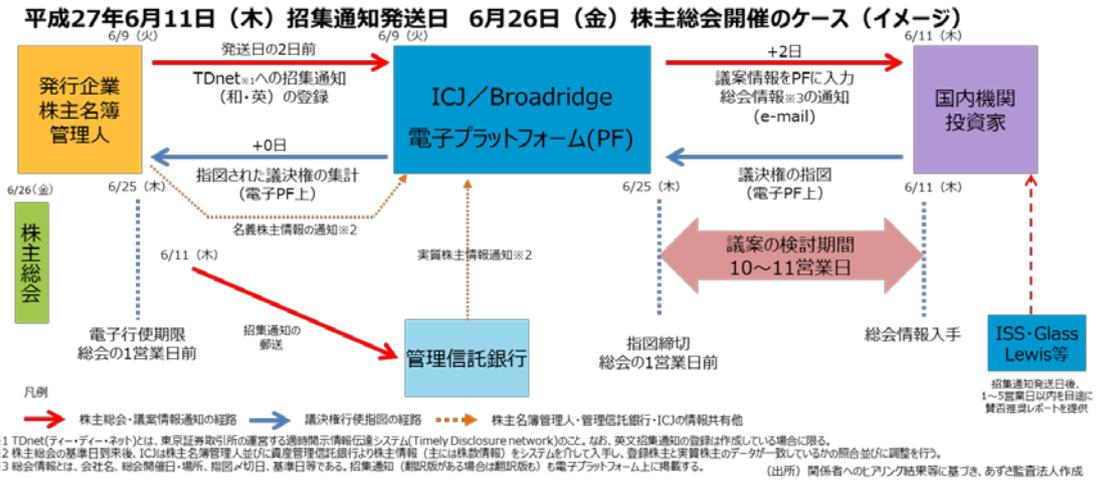
【図表○】



¹⁰ <株懇ガイド><法人税の申告期限の延長>

¹¹ 『日本再興戦略』改訂2015では、企業と投資家が建設的な対話を行うための施策の一つとして、「議決権行使についても電子化の促進と権利行使の質を高めるため、関係団体等において議決権行使プロセス全体の電子化を促進するための課題と方策を来年中に検討することを促す」とされた。

【図表〇】



- これらの問題意識から、「コーポレートガバナンス・コード」補充原則 1 - 2 ④でも、「上場会社は、自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率等も踏まえ、議決権の電子行使を可能とするための環境作り（議決権電子行使プラットフォームの利用等）や招集通知の英訳を進めるべきである。」とされるときともに、「有価証券上場規程施行規則 437 条（5）」においては、議決権行使の電子化の促進が推奨されている。
- これらの要請を受け、企業側では徐々に活用が広がっている。2020 年 3 月には、プラットフォームに参加する企業が 1050 社を超え、企業数は順調に拡大しつつある。また、海外機関投資家については、元々クロスボーダーの議決権行使は電子行使が主流であることもあり、海外機関投資家の日本株投資の 8 割以上がプラットフォームを通じて行われている¹²。
- 一方で、国内機関投資家の直接参加は 2020 年 3 月には 26 社まで拡大しているものの、いまだ広がりを見せていない（未参加の国内機関投資家の議決権行使指図分は名義株主である管理信託銀行がプラットフォーム上で議決権行使を代行していることから、管理信託銀行名義の議決権行使はすべてプラットフォームを通じて企業側に伝達されている。）。直接参加が拡大しない理由は従前から複数指摘されている¹³。第一に、国内機関投資家が銘柄を保有する企業にプラットフォーム参加企業と

12 <データ詳細>

13 <電子化研報告書>

不参加企業の両方がある以上、参加企業分はプラットフォームを通じた電子行使、不参加企業については、エクセルフォーマットに議決権行使指図を入力し管理信託銀行に送付することになり、手続きの二重化が生じるという点である。第二に、日本においてプラットフォームのサービスを提供している複数のシステム間の連携である。第三に、国内機関投資家がプラットフォームを利用する場合の手続きにおいて、アセットオーナーの個別同意を求める実務が存在している点である。

＜議決権電子行使プラットフォーム活用に係るこれまでの進捗状況＞

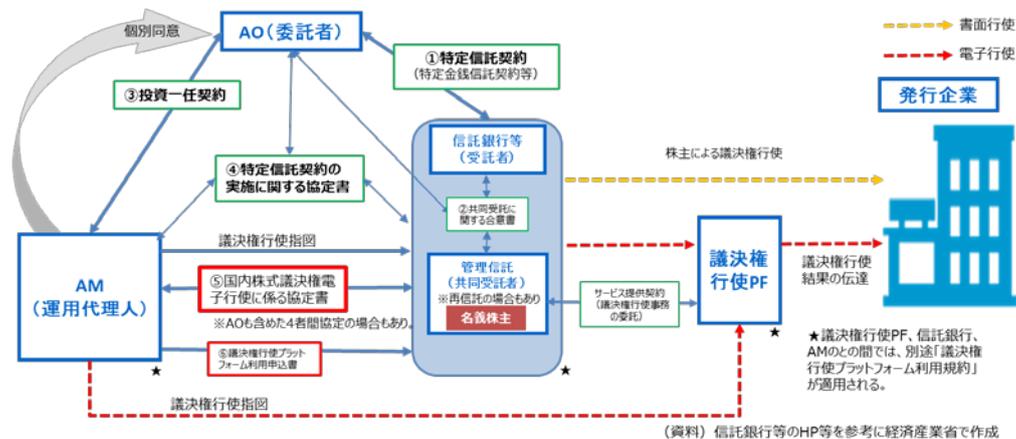
- それぞれの理由について、本研究会において、現状の整理を行った。
- 第一の点については、機関投資家より、手続きの二重化という事実に変化はなく、中長期的にすべての企業が参加することが望ましいものの、すでに参加企業は 1000 社を超え、さらにそれらの参加企業が時価総額の大きい企業が中心であることを踏まえると、その企業分だけでもプラットフォームを使うことで、全体の議案検討期間の確保が期待できるとの指摘があった。
- 第二の課題については、2019 年 12 月 12 日より ICJ と ISS のプラットフォームとのシステム連携が実施されている¹⁴。
- 第三のアセットオーナーの個別同意の点について、本研究会で改めて問題の所在を明らかにするとともに、法的な検討を行った。なお、以下の＜契約関係の整理＞に関しては、本研究会ですべての当事者間の個別契約を確認して整理したものではなく、一部の契約ひな形等の情報に基づき整理を行ったものである。また、＜個別同意の必要性について＞についても、＜契約関係の整理＞での整理に基づき、研究会で議論した内容をまとめたものである。したがって、個々の契約内容については、あくまで当事者間で合意されるものであり、本研究会として法的判断や法解釈を行うものではなく、当事者間における検討での参考となるべく紹介しているものである。

＜契約関係の整理＞

¹⁴ <http://www.icj.co.jp/news/information/2591/>

- 図表〇は、個別同意が必要とされるケース¹⁵における、プラットフォームの活用に伴うプレーヤーの契約関係を整理したものである。

【図表〇】



- このような特定信託契約において、議決権行使は、アセットオーナー（AO）とアセットマネージャー（AM）との間で締結される投資一任契約、及び管理信託銀行と結ばれる信託契約に基づき実施する。これらの契約の詳細を取り決めるため、AO・AM・管理信託銀行の間で信託契約の実施に関する協定書が結ばれている。これらの契約書・協定書において、議決権行使は AM が管理信託銀行に「指図」することで実施することとなっている。そして、AM が電子行使 PF を通じて議決権行使指図を行う場合、これらの契約書・協定書が明示的に指図方法を規定していないため、AM が AO の同意を得る実務取扱いとなっている。
- それぞれの契約等における議決権行使に係る取り決め内容がどのようになっているのかについて、契約ひな形やヒアリング等を元にまとめたものが図表〇である。これによると、契約関係によって、AM は、会社法上の議決権行使権者である管理信託銀行に議決権行使指図を行うことになっている。AM がプラットフォームを利用する場合には、契約書・協定書に明示的な記載がないことから、現在の実務においては、AM がアセットオーナーの同意を取得し、そのうえで、その取扱いを「国内株式議決権電子行使に係る協定書」や「議決権プラットフォーム利用申込書」にて、その取扱いを明確化することとなっている。

15 < 補足説明 >

【図表〇】

	①特定信託契約	②共同受託に関する合意書	③投資一任契約	④特定信託契約の実施に関する協定書	⑤国内株式議決権電子行使に係る協定書	⑥議決権プラットフォーム利用申込書
契約当事者	アセットオーナー (委託者) ↓ 信託銀行 (受託者)	アセットオーナー(甲) ↓ 信託銀行(乙) ↓ 管理信託銀行(丙)	アセットオーナー(甲) ↓ アセットマネージャー (乙)	アセットオーナー (委託者) ↓ アセットマネージャー (運用代理人) ↓ 信託銀行(受託者) ↓ 管理信託銀行 (共同受託者)	アセットマネージャー (甲) ↓ 信託銀行(受託者) ↓ 管理信託銀行 (共同受託者)	アセットマネージャー ↓ 信託銀行(受託者) ※さらに、アセットマネージャーがICに申込書を交付し、その承諾書はIC
議決権行使に係る主な取決め内容	<ul style="list-style-type: none"> 委託者は、受託者に対して議決権行使の指図をすることができる。 委託者は、受託者の承諾を得て、議決権行使の指図の権限を運用代理人に委任することができる。 	<ul style="list-style-type: none"> ①の契約で丙を共同受託者として甲乙間で合意。丙は、甲からの議決権等株主権の行使についての指図書を受領し、行使する。 	<ul style="list-style-type: none"> 甲は、①の契約に基づく資産の運用に関し、投資を行うのに必要な権限を乙に委任する。 議決権等の株主権の行使の指図については、乙が行い、甲は自ら指図を行わない。 	<ul style="list-style-type: none"> 運用代理人は、①の契約に係る指図権を行使するときは、共同受託者の所定の方法又は合意に基づいた方法に従う。 	<ul style="list-style-type: none"> 共同受託者は、議決権行使指図の授受に関する事務をICに委託する。 甲は、プラットフォームの利用につき①の契約の委託者へ事前説明を行い同意を得るものとする。 	<ul style="list-style-type: none"> ③の契約における議決権行使に関する指図について、プラットフォームの利用を申込みます。 利用については、プラットフォームの利用規約を含めて委託者(別紙記載)より同意を得ています。

(資料) ヒアリング等を元に経済産業省で作成

- またプラットフォームを通じて実質的な議決権行使が管理信託銀行ではなくAMによって行われることから、議決権行使について指図の権限を有しているAMと企業との間で適切な対話がなされる環境も、より整備しやすくなる。中長期的な企業価値向上に向けた機関投資家との対話は、実効性の観点から、議決権行使について指図の権限を有する機関投資家との間で行われることが望ましい。後述3の「対話環境の整備としての実質株主の判明」とおり欧米でも、議決権行使の指図の権限を有している者の把握を通じて、企業との間の対話を促進する法制度整備等が行われているところである。現状ではプラットフォームでもAMが行った議決権行使指図は管理信託銀行の議決権行使に変換され企業側に伝達されており、AMは企業側から特定できないが、プラットフォームの仕組みをさらに活用することでAMの議決権行使状況についても企業側に伝達され、機関投資家と企業との間の適時適切な対話を行うことが可能となる環境が整うことになる。
- そこで、現在プラットフォームの活用が進まない要因の一つとされているAOからの同意取得の要否について、①契約書とは異なる議決権行使にかかる事務フローとなること及び②AMによる直接的な議決権行使による見える化等を踏まえて、検討を行った。

<個別同意の必要性について>

- AOはAMとの間で投資一任契約を結んでおり、この契約上はAMが投資判断だけでなく議決権行使指図も行うということになっている。同時にAOは管理信託銀行と

の間で信託契約を結んでおり、管理信託銀行が名義株主となり、議決権を含む株主権を AO のために行使しなければならない。

- プラットフォームを利用しない場合管理信託銀行は AM の指図に基づいて自ら議決権行使するが、AM がプラットフォームを利用する場合には、AM はプラットフォームの運営者である ICJ を通じて直接議決権行使指図を行うことになる。つまり、これまで管理信託銀行が自ら議決権行使をしていたところが ICJ を通じて AM の議決権行使指図が直接企業側に伝達され、管理信託銀行は AM の指図結果を事後的にのみ検証できることになるので、管理信託銀行が、信託契約上の義務の履行方法の変化について、委託者である AO の同意を取得していると理解できる。この同意について、実務では AM が個別同意を得るということになっているとのことである。
- しかし、現在行われている個別同意の実務について、AO、管理信託銀行、AM の 3 者間の実務全般に照らして考えると、全体が 3 者の合意に基づいて行われているため、AO の同意についても、管理信託銀行と AM の合意に基づいて、AM が AO の同意を得るということになっており、AO が AM に対して同意をすると、信託契約における管理信託銀行の義務の履行方法が変わることについても同意したということになっているとも理解できる。
- なお、この点については、民法法理に照らしても、同意というのは必ずしも明示の同意とは限らず、黙示的な同意や包括的な同意もありうる。現在の契約において AO がどのような意思を持っていると解すべきかという点については、契約を取り巻く実務慣行に応じて解釈すべきである。ICJ のプラットフォームができた当初は、システム上の安全性などについて未知の部分があったため明示的な同意が必要という考え方だった可能性がある。しかし、プラットフォームを使って、指図に応じた議決権行使を確実に行うといった 15 年間の実績がある中においては、従来の、管理信託銀行が AM の指図を集計して議決権行使するという実務よりも、プラットフォームを活用した方が、むしろ時間や、事務的なミス等のリスクなどが小さくて済むと言える状況になっているといえる。実際、プラットフォームの始動当初には、システムへの不安が大きかったが 15 年の実績を経て、システム障害等への指摘は少なくなっている。またプラットフォームの活用に

よって、AO の氏名や持株数が企業側に判明するものではない。

- 現在用いられている通常の契約の雛型に照らすと、AM は AO からの個別同意を取得することなく、AM が PF の利用にあたっての必要な説明を行った上で、プラットフォームを利用することができるものと考えられる¹⁶。

＜今後の方策について＞

- 以上の検討を踏まえ、今後の方策の一つの選択肢として以下が考えられる。
 - 特定信託等において、現状実務において必要とされている AM による AO の個別同意の取得については、個々の契約ごとではなく、当該契約形態について包括的に対象としたうえで、プラットフォーム利用に係る諸規定についての説明¹⁷を行うとともに、AO は、当該プラットフォームの利用について懸念がある場合は積極的な意見表明が必要である旨、通知することとしてはどうか。
 - 新規の契約関係においては、AO も含む包括的な協定書の締結も選択肢として考えられるのではないか。
- なお、プラットフォームでは AM による議決権行使状況が把握されることが構造上可能であり、それによって AO に特段の不利益が生じることは考えにくいことを踏まえると、ICJ も AM からの個別同意や確認を逐次得ることなく、（現行の管理信託銀行名義での議決権行使の状況だけでなく）AM からの議決権行使の状況を企業に伝達できるとも考えられる。その場合、AM が議決権行使状況を対象企業に伝達することを明示に拒否する旨をプラットフォーム利用時に ICJ に伝えるオプトアウトの選択肢を別途設けることも理論的には考えられなくもないが、①オプトアウトした場合、企業が対話を行う場合は AM の手前の管理信託銀行に連絡することになるが、管理信託銀行は、議決権行使の指図を行っていないため、総会前の限られた日数の中で非効率性を生じさせること、②欧州では後記の通り透明化が進んでいることなどに照らすと、

¹⁶ もちろん、個別の契約内容によっては、同意が必要と解釈される場合もありうる。

¹⁷ AM の議決権行使指図状況が管理信託銀行名義に変換されて企業側に適時に伝達されることを含む。

こうしたオプトアウトの選択肢を設定することについては合理性が乏しいとも考えられる。また、日本ではスチュワードシップ・コードの影響もあり、自らの議決権行使の結果を公に公表している AM が多いことも踏まえると AM が議決権行使状況を対象企業に伝達することは実務的にも問題は生じないと考えられる。

- 本件については、いずれも最終的には契約当事者間の課題であるが、数年来課題として認識されている問題であり、プラットフォームの活用促進とそれによる建設的な対話の促進に向けて、関係者による適切な検討を期待したい。

③ 対話環境の整備としての実質株主の判明

- これまでの、株主総会プロセスにおける実質株主に関する議論としては、実質株主による総会参加の方法に関するものがあり、全国株懇連合会により「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」が出されている。後述のハイブリッド型バーチャル株主総会も、会社側の実施の方法によっては、株主総会当日の実質株主による総会参加の機会を拡大する側面がある。
- 一方で、株主総会プロセスにおける対話において重要となる実質株主の把握については、これまで十分な議論が行われてこなかった¹⁸。企業には実質株主把握のニーズがあるものの、実質株主は自己の情報を秘匿するメリットがある場合もあるためである。しかしながら、これまで述べたように対話の重要性の高まりとともに実質株主の把握の必要性が高まっていることから、以下では、実質株主を議決権行使の判断を行っている者とした上で、現状と改善の方向性を提示する。
- 日本において、会社が把握することのできる株主は、名義株主であり、振替法¹⁹151条に基づき証券保管振替機構より、「総株主通知」として年に2回または4回通知されることになっている。ただし、これは名義株主であり、名義株主に株式の管理等を委託している機関投資家等の実質株主は株主名簿には記載されない。企業が実質株主とのおおよその持ち株数を知る方法は、実務的には3つある。
- 第一に、実質株主判明調査によるものである。実質株主調査には相応の費用がかかることから、調査を実施しない企業も存在する。実施する場合においても、調査の頻度や範囲は企業によって異なる。海外投資家も含め、包括的な把握が可能であることから、対話先の選定にあたり、実質株主判明調査が利用されていることは多い。
- 第二に、金商法27条に基づく大量保有報告によるものである。株券等保有割合が5%を超える場合には大量保有報告が提出され、その後、株券等の保有割合が1%増減する場合にも同報告書が提出される。大量保有者には、自己又は他人の

¹⁸ <補足><電子化促進研究会報告書>

¹⁹ 社債、株式等の振替に関する法律

名義をもって株券等を所有する者のほか、投資一任契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等に投資をするのに必要な権限を有する者等も含まれる。企業によっては上記実質株主判明調査と併せて利用されている。

<制度概略説明>

- 第三に、配当金の非課税処理を行うために必要となる年金投信組入一覧表の記載を確認する方法である。本書類を見れば、機関投資家等の実質株主名と、配当基準日時点の株式数を株主総会前に把握することができる。なお、本書類は配当無しまたは配当基準日でない場合には作成されない。
- なお、事後的に部分的に把握が可能なものとして、スチュワードシップ・コードに基づき、コードに署名した機関投資家は、議決権行使結果を個別に開示している。その際、議決権基準日における持ち株数も含めて開示している事例もある²⁰。
- 実質株主は企業が調査しなければ把握できない状況は米国でも同様である。米国においては、証券法に基づき一任運用資産が1億ドル以上の機関投資家（銀行・保険会社・年金基金・ 뮤チュアルファンド等）は四半期ごとに保有明細をSECに提出する必要がある（13F）。この13Fの情報は公表（公衆縦覧）されるため、企業側も把握が可能である。日本企業による実質株主判明調査においても、大口の米国機関投資家の保有分については13Fによってその多くが把握されている。

<コラム等で詳述>

- このほか米国では、名義株主と実質株主の間で発行企業とのコミュニケーション格差が生じることを緩和するため、株主が自己の属性情報（名前・保有・住所）を企業側に開示するか否かを選択できるNOBO・OBO制度を導入している。なお日本では、米国でNOBOを選択した者でさえも、日本株は米国証券法の対象外であるため企業側に情報が開示されていない。

²⁰ GSAM

- 欧州においては、2017年5月に成立した第2次株主権指令²¹に基づき、新しい取組が始まっている。同指令には、EU企業と株主のインターアクションの促進等を目的として、加盟国は、会社が議決権の一定割合以上を保有する株主を特定する権利を持つよう確保しなければならない旨が盛り込まれた²²。当該指令を受け、EU加盟各国は2019年6月までに国内法化が求められた。
- 当該指令に基づく規則において、株主を特定するために仲介業者が伝達するべきとされている事項が具体的に定められている。一例として、会社の求めに応じ、証券口座を提供する仲介業者は、株主を特定する情報（名前、住所、emailアドレス、保有株式数等）を遅滞なく伝達しなければならないとされている。しかもこの「会社の求め」の頻度は、四半期毎等ではなく随時である。

（図表○ 挿入）

- このようにEUでは、対話を行う相手方としての機関投資家を企業側が把握・特定できる仕組みが、法制度によって導入されている。欧州株主権指令に基づき各国法の下で構築される情報伝達の仕組みは、各国の国内法上の株主の定義の範囲に限定されず活用されることが、対話を行うべき者を特定することに資するものと考えられる。

（図表○ 挿入）

- 日本においては、米国のような公衆縦覧等の仕組みも、EUのような把握権の制度もまだ導入されていない。しかし、機関投資家との対話が進展する中で、企業と機関投資家の相互の信頼関係の醸成の要請は、欧米と何ら変わるところはない。信頼関係醸成の観点から、対話の中でおおよその持ち株数が言及されることも現に多い。こ

²¹ DIRECTIVE (EU) 2017/828 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement

²² 第2次株主権指令の目的は、EU企業と株主のコミュニケーションの充実であることから、本報告書で詳述する企業が「株主を特定する権利」のほかに、株主側が企業の情報を把握しやすくするための措置や、株主に対する電子的な議決権行使の確認書送付なども定められている。

これらの諸状況に鑑みると、議決権基準日時点における実質株主²³（企業が対話する相手方としての機関投資家²⁴）とその持株数について、企業が把握できるよう、実務的な検討がなされるべきと考えられる。

- なお、前述「② 対話環境の整備としての議決権電子行使プラットフォームの活用促進」において述べたとおり、機関投資家側のプラットフォームの活用が進めば、管理信託銀行ではないAMからの議決権行使の状況を適時に企業も把握し、議決権行使について判断権を有している機関投資家であるAMとの間で必要な対話を適時適切に行うことができるようになる環境が整うことになる。AOからの同意取得の仕組みが効率化・円滑化することは、この観点からも重要である。

²³ 本記載の射程は主に機関投資家であり（欧米の諸制度も機関投資家を対象としたものである）、株主名簿上の名義人が個人株主である者の「実質株主」はここでの議論の射程外である。

²⁴ 通常の場合、当該株式について議決権行使の指図を行うAMが想定される。

(3) 会議体としての株主総会の在り方（株主総会当日）

① ハイブリッド型バーチャル株主総会

- 本研究会は、ハイブリッド型バーチャル株主総会を実施する際の法的・実務的論点、及び具体的取り扱いを明らかにする「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」を策定し、2019年2月26日に公表した（巻末参考資料1）。

② 会議体としての株主総会の規律の在り方について

- 株主構成に占める機関投資家比率が上昇し、株主総会プロセスにおいて機関投資家との対話が行われている今日、会議体としての株主総会について、本研究会で改めて整理を行った。まず、今日における株主総会の意義については、以下の3つのような意義が考えられる。もちろん、会議体としての株主総会を開催することに伴い実施される想定 Q&A の作成や、当日の対応準備を通じて、経営陣にとって1年間の振り返りや自社の課題発見などの気付きの機会になるといった、開催することで得られる結果的意義は別途あると考えられるが、ここでは、会議体としての株主総会そのものの意義について整理した。

i. 決議に向けた審議の場としての意義

- ✓ 審議を行い、決議を行う場。会社法の立て付け上の意義。
- ✓ 対話は、株主と取締役等が対面する緊張感の下で、決議と一体として行われる。

ii. 信認の場・確認の場としての意義

- ✓ 株主総会プロセス全体の中で対話が十分に行われ、前日までに決議の趨勢が判明することを肯定的にとらえつつ、当日は出席者（主に個人株主）からの信認を得る場。
- ✓ 信認を得るための緊張感自体に、ガバナンス上の意義がある場合もある。

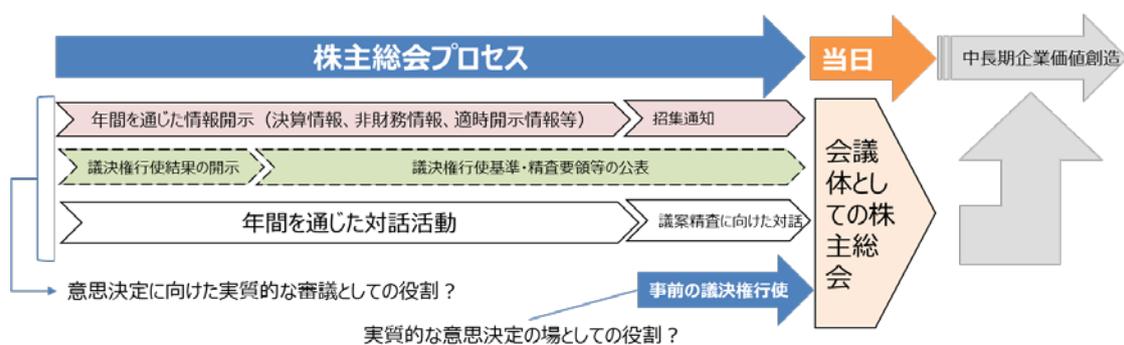
iii. 対話の場・情報提供の場としての意義

- ✓ 決議に向けた審議としてではなく、株主（主に個人株主）とのコミュニケーションの場。
- ✓ 中長期的な企業価値創造プロセスの理解を得るなど、株主との中長期的な関係構築のための場として活用されることもある。

- 「i. 決議に向けた審議の場としての意義」については、まさに、会議体が本来的に持つ意義である。すなわち、そこでは審議や決議が一定の規律の下で公正かつ適正に行われることが求められている。

しかし、これまで見てきたとおり、意思決定に向けた審議や決議については、実質的には年間を通じた株主総会プロセスの中で果たされていることが多く、そのような場合、会議体としての株主総会については、ii. 信認の場・確認の場や、iii. 対話の場・情報提供の場としての意義があることが多い。

【図表○】

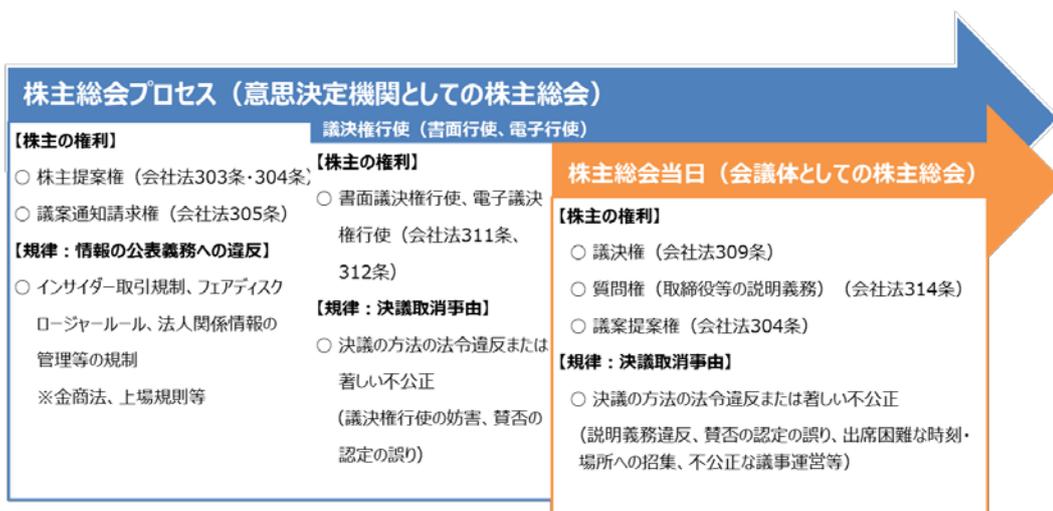


- 次に、株主総会プロセスの視点から当日の意義を見てみたものが図表○である。会議体としての株主総会が本来的に期待されている役割が会議体よりも前の時点で果たされ、年間を通じた情報開示や対話、それらに基づく事前の議決権行使といった部分で行われている。その結果、会議体としての株主総会は、いわばそれらを将来の中長期的な企業価値創造に向けた事業活動につなげるための結節点として機能しているといえる。
- 最後に、プロセスの適切性を制度的にどのように担保しているかを整理したのが（図○）

である。当日までの株主総会プロセスにおいては、会社法において、株主提案権を始めとする株主権がプロセスの中で機能するものとして存在し、それらが適正に機能するための規律が設けられているほか、金商法や上場規則において、株主総会プロセスの中で実施される企業の情報開示や対話が公正、適正に行われるための規律が設けられている。

- 一方、会議体としての株主総会については、会社法において、会議体としての本来機能を果たすことを制度的に担保するための取締役等の説明義務や株主による議案提案権（動議）が存在し、また、それらが公正に機能するために決議取消の訴えといった規律が存在している。言い換えれば、会議体としての株主総会に係る規律は、株主総会当日に、審議を経て決議が行われることを前提に設けられている。
- このように、株主総会の今日的な意義と、実態としてのプロセス、制度を包括的に見ると、ほとんどの株主総会において、賛否の結果は前日までに決していることが多いのに対し、会社法における株主総会当日の規律は、「審議を経て決議が行われる」「当日」における適正性を担保するものであるということが明らかになる。このような株主総会当日の規律が、総会実務を硬直的にしている可能性がある。さらに、株主総会の実務が硬直的であることは、企業が、株主総会プロセス及び当日に行うべき対話を阻害している可能性もある。
- そこで、本研究会では、株主総会当日の規律について、類型化して考えることにより、その意義を明確化することを試みた。まず、会社提案と株主提案が拮抗するような有事を考える。有事においては、事前の議決権行使はなされるものの、株主総会の当日に一定の株主が出席すること等により、当日まで賛否が変わる可能性がある。そのような場合においては、株主総会当日の規律に忠実に株主総会を運営することにより、決議の適正性を担保することが強く求められるであろう。

【図表〇】



- 一方、平時の株主総会においては、実質的な審議や決議の場としての役割は株主総会プロセスにおいて果たされていることから、その際の会議体としての株主総会は、ii. 信認・確認の場としての意義や iii. 対話の場としての意義を有している。株主からの「質問」に議案に関するとは言いがたいものがあつたとしても、ii や iii を意識した対応がなされており、会社は、出席株主から評価されることや、株主の意見を直接聞く機会の重要性を意識して対応していると考えられる。

③ 海外の株主総会

- 今後の株主総会の在り方を考えるための参考として米国、イギリス、ドイツ、フランスの株主総会についての規律及び実務を調査した。

(図表〇 挿入)

- 上記の4カ国において、株主の質問権又は取締役の説明義務は明文の規定があるか否かは異なるものの、認められている。ただし、米国においては、株主による質問は可能であるが、会社側に回答義務はない。米国の株主総会の中には、株主総会の決議終了後に、質疑応答の時間を設けているものがあるが²⁵、会社側に回答義務

²⁵ Duke Energy 社

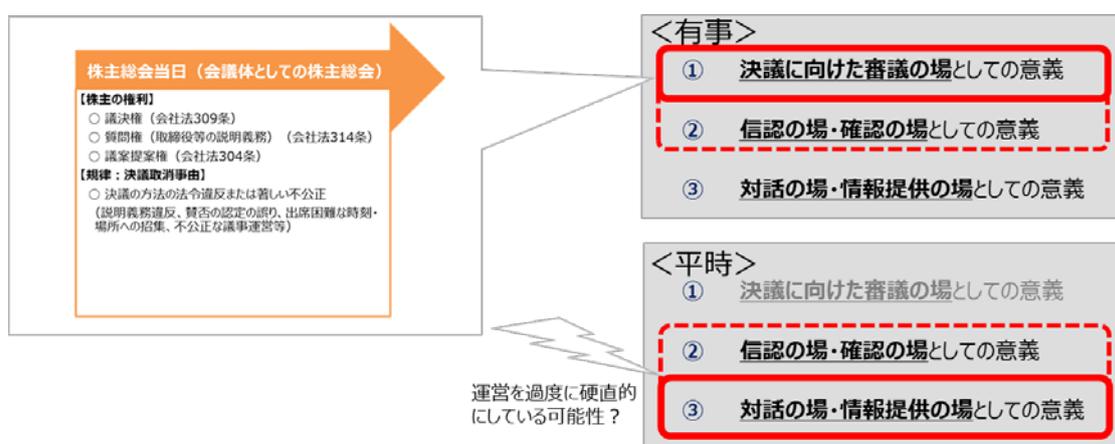
がないことからこのような実務となっている可能性がある。

- 修正動議については、各国において一定の制限がある。米国は、議案の事前通知を求める定款規定により、認められない。イギリスは、議案の修正は招集通知に記載された議事の範囲を超えてはならない。ドイツは、公告された議事日程に含まれるものに限る。フランスも、ドイツと同様議事日程に記載された議題に限ることとされているが、取締役・監査役構成員の解任、後任の選任は例外とされ、記載された議案にかかる修正提案は可能である。また、議事日程に直接関係し、株主が予測できる議案も判例により可能とされている。
- このような海外の法制は、株主総会の当日が、プロセスと連続としたものととらえられている可能性を示唆する。

④ 今後に向けて

- 会議体としての株主総会当日が、どのような総会であるかに応じて、企業には株主総会の意義を適切に機能させるための様々な工夫が可能と考えられる。

【図表〇】



- 例えば、説明義務についても新たなとらえ方が可能ではないか。事前の情報開示を充実させている場合、当日の質問に対する説明の対応如何が説明義務違反となりうる余地は狭いと解することも可能ではないかとの問題提起もある。
- 事前の議決権行使は、事前の情報開示や対話を通じてなされている一方で、当日、株主が提出することができる修正動議は、会場に出席しない者には情報提供がなされないまま提案され、事前の議決権行使を行った者にとっては不意打ちになるとの指摘がある。また、当日の株主総会までに決議の趨勢が判明して、当日の出席株主が限定的である場合には、動議が出ても否決されるのが明らかであるところ、その対応自体が実務的負担となっているとの指摘もある。また、会議体としての株主総会当日に実際に出席する株主は全体の1%程度であるとされているにも関わらず、その中の一部の株主の対応のために一定のリソースをかけざるを得ないのは負担であるとの問題提起もある。
- さらに、手続的動議（議長の不信任動議、休憩を求める動議など）に関し、議長の不信任動議については議場に諮るべきとされ、その他の手続的動議については議長の裁量により判断できるとされていることや、審議・採決の方法に関し、一括審議をしても一括採決については認められないとされるなどの、いわば株主総会実務の不文律についても、諸外国の例も参考に実態を踏まえ見直す余地があるのではないかとした指摘もある。
- 一方で、あくまでも株主総会が会議体であることを前提とされていることを考えると、当日出席しなかった株主とわざわざ来場した株主の権利の違いや、そこにかかる実務的負担もある程度やむを得ないといった指摘もある。
- これらを踏まえ、当日の動議の取り扱いについても、現在の意義と実務を踏まえ、その在り方について再考の必要があるのではないか。
- 将来的な会議体へのさらなる電子的手段の活用の在り方も見据え、株主総会の規律や実務の在り方についても、その意義を踏まえた検討がなされることを期待したい。

4. おわりに