

株主総会の現代的変容

会社法部

* 目 次

1.はじめに ······	110	5. 総会運営のデジタル化の進展 ······	121
2. 2024年3月期決算会社の定時株主 総会の状況 ······	111	(1) 現況 ······	121
(1) 株主総会の出席者・所要時 間・発言者 ······	111	(2) バーチャル総会と定員制・ 事前登録制の可否 ······	121
(2) 招集通知の早期開示 ······	112	6. 株主との対話の実質化 ······	123
(3) 株主宛発送書類の状況 ······	112	(1) 実質株主の取扱い ······	123
(4) 議決権の電子行使の状況 ······	113	(2) 株主との対話促進の動向 ······	123
(5) バーチャル株主総会 ······	113	(3) 今後の見直しについて ······	124
7. アクティビスト投資家の先鋭化 ······	125		
3. 機関投資家の多様化 ······	115	8. まとめにかえて ······	126
(1) 機関投資家の実情 ······	115		
(2) 議決権行使基準の厳格化 ······	116		
4. 株主提案の増加傾向 ······	117		
(1) 総説 ······	117		
(2) 2024年6月総会の現況 ······	118		
(3) 勧告的決議と株主提案 ······	119		

1. はじめに

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、株主総会が株主との重要な対話の場であるという対話型総会が浸透したことから、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¹。

また、株式の持合い状況にも大きな変化が生じてきた。2023年には、多くの国内機関投資家（たとえば、アセットマネジメント One、三菱UFJ信託銀行）において、純資産比率20%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」と掲げられることがあるため、一般株主の関心も高まっている²。

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

1 東京証券取引所（東証）「2024年3月期決算会社の定時株主総会の動向について」（2024年4月25日）によれば、同年の定時株主総会は6月27日（木）に29.7%と最も集中した。集中日の集中率は、前年の26.1%よりもやや上昇したもの、引き続き1983年の集計開始以来の低い水準が継続している。

2 金融庁は、2023年2月9日、損害保険大手4社に政策保有株の売却を加速するよう求めた。4社合計の政策保有株は延べ5900社、時価ベースで6.5兆円に及ぶ。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。

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。

かかる直近の傾向を踏まえ、本稿では、昨年2024年の株主総会の状況を俯瞰した上で、機関投資家の多様化、株主提案の増加、総会運営のデジタル化の進展、株主との対話の実質化などを分析し、株主総会の現代的変容について検討したい。

2. 2024年3月期決算会社の定時株主総会の状況

(1) 株主総会の出席者・所要時間・発言者³

近年の3月期決算会社の6月定時株主総会の出席者は、単純平均すれば1総会あたり68人と、コロナ禍で激減したものが増加傾向に反転している。また、株主から質問・意見などの発言があった社数は8割弱であり、これを1社あたりで平均すれば4人前後という計算になる。株主の発言内容としては、①配当・株主還元、②経営政策、③財務状況、④株価関係が多い。

所要時間の単純平均は、50分弱であり、コロナ禍以前の水準に戻りつつある。会社側が用意しているシナリオに、4人程度の株主が発言をすれば、50分くらいになるであろうから、これが平均的な株主総会のイメージではないかと思われる⁴。

³ 2024年株主総会の各種データは、『株主総会白書 2024年版』旬刊商事法務2376号(2024年)。

⁴ 開催日の集中率については、前注1)。

(2) 招集通知の早期開示

会社と株主との建設的対話の促進に向けて、株主側の株主総会議案の検討期間拡大を図る取組みが進展していることも、近年顕著な傾向である。この点、上場規則でも「株主総会の日の3週間前の日よりも前に」開示するよう努めるものとしており（有価証券上場規程施行規則437条3号）、より早期に招集通知の開示が行われることが期待されている。

ほぼ全ての上場会社が、招集通知を定時株主総会の3週間以上前にウェブサイトにて電子的に公表（早期ウェブ開示）しており、総会開催日の4週間（28日）前までに行った会社も20%を超えている。時価総額別では、時価総額の大きい会社ほど早期に開示する傾向がみられ、5,000億円以上の会社では62.1%、1,000億円以上5,000億円未満の会社においても34.9%が4週間（28日）前までに開示している⁵。

(3) 株主宛発送書類の状況

会社法の令和元年改正による電子提供制度（同法325条の2以下）に伴い、株主宛ての発送書類にも変化がみられる。

2024年6月定時株主総会において、発送書類を削減した上場会社が39.5%に増加し、特にプライム市場では53.8%と半数を上回った⁶。株主数別では、株主数が多いほど削減傾向が見られ、50,000人以上では80.8%、10,000人以上50,000人未満で48.5%が削減を実施している。

5 東証「株主の議決権行使に係る環境整備に関する2024年6月総会の状況及び今後の動向について」（2024年9月20日）3頁。

6 前注5）4頁。

ちなみに、株主総会参考書類を含むすべての書類（フルセット・デリバリー）が57.5%、アクセス通知とサマリー資料の会社は32.3%、アクセス通知のみの会社は7.2%であった。この点、資本金1,000億円以上の会社においては、フルセット・デリバリーが11.3%、アクセス通知とサマリー資料の会社は80.2%、アクセス通知のみの会社は5.4%となっている。電子提供制度の2年目に入り、フルセット・デリバリーが減少する一方、アクセス通知とサマリー資料の会社が増加しており、今後も状況の変動が見込まれる。

(4) 議決権の電子行使の状況

機関投資家向け議決権電子行使プラットフォームの利用会社は、全上場会社で55.3%であり、このうちプライム市場では96.7%であった。また、個人投資家向けをみれば、全社でも86.9%と増加しており、議決権電子行使の利用会社の拡大は明らかである⁷。

投資の利便性の向上に向けて、コーポレートガバナンス・コード(CG コード)が「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。特に、プライム市場上場会社は、少なくとも機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォームを利用可能とすべきである。」としていることもあり（補充原則1-2④）、今後とも各社の利用促進が予想される。

(5) バーチャル株主総会

現行法上、株主総会の招集に際しては、物理的な開催場所を決

⁷ 前注5) 7-8頁。

めなければならないため、物理的な開催を伴わないオンラインのみの株主総会（バーチャル・オンリー型）は認められない（会社法298条等）。しかし、リアル株主総会の開催に加え、その開催場所に在所しない株主がインターネット等の手段を用いて参加する総会（ハイブリッド型）は可能である（会社規則72条3項1号）⁸。このハイブリッド型バーチャル株主総会には、株主総会を傍聴するだけで、そこで議決権行使等は想定されていない「参加型」と、会場の株主と同様に、議決権を行使できる「出席型」がある。この点、産業競争力強化法（産競法）等の一部を改正する等の法律により、上場会社が経産大臣および法務大臣による確認を受けた場合は、バーチャル・オンリー株主総会を実施できる特例が設けられている。

2024年6月株主総会では、上場会社の20%弱がバーチャル株主総会を導入している。このうちハイブリッド参加型株主総会を実施した企業は300社（16.95%）、ハイブリッド出席型が16社（0.9%）、バーチャル・オンリー総会は9社（0.5%）であった⁹。

ハイブリッド参加型は時価総額に応じて採用割合が高い。時価総額が大きく、多数の株主を擁する大手企業の場合、コロナ禍対応や遠隔地株主に対する参加手段の多様化を図る必要があり、ハイブリッド参加型を導入していることが背景にあるものと思われる。

8 経済産業省「ハイブリッド型バーチャル株主総会の実施ガイド」（2020年2月26日策定）。

9 前注1) 9頁。

3. 機関投資家の多様化

(1) 機関投資家の実情

最近は、株式の持合い状況に大きな変化が生じた。政策保有株式の基準については、多くの国内機関投資家において、純資産比率20%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ている。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い。

それに伴い、機関投資家を中心にアクティビスト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。

近年、アクティブ運用の実績低迷などを受けて、より多くの機関投資家が、アクティブ運用から市場インデックス連動（たとえば、日経225やS&P500など）の動きに連動するように設計されたパッシブ運用へ移行している。また、2006年の国連責任投資原則（PRI）の影響などもあり、環境や社会に配慮して事業を行っている会社に投資しようというESG投資の潮流が認められ、会社側としてもESGへの取組みを株主に報告し、理解を得ることが求められている。

このように、公開会社の株主総会では、アクティビストに加えて、インデックス投資やESG投資による機関投資家の多様化に留意しなければならない¹⁰。

10 機関投資家の投資戦略の多様性について、加藤貴仁「株主の議決権の議決権—残余権者から投資戦略へ—」商事法務2335号27頁（2023年）。

(2) 議決権行使基準の厳格化

機関投資家の多様化に関する連して、ISS (Institutional Shareholder Services) やグラス・ルイス (Glass Lewis) など、機関投資家の議決権行使基準厳格化も最近の傾向である。

議決権行使助言会社の助言方針の改定は、①気候変動、②ジェンダーダイバーシティ¹¹、③資本効率¹²、④政策保有株式¹³、⑤在任期間¹⁴と多岐にわたっており、これらはいずれも取締役選任議案の議決権行使判断に影響を与えており。その背景には、機関投資家の企業価値に対する目線の厳しさがあるから、公開会社・上場会社側としても、こうした動きに対して適切に対応する必要があろう。

-
- 11 ISS が女性取締役基準を新たに導入し、グラス・ルイスはプライム上場企業については取締役会総数10%以上の「多様な性別の取締役」を求め(2026年から20%)、プライム市場以外の上場企業についても少なくとも役員1名の性別多用性の基準を導入した。また、国内機関投資家でも女性取締役を最低1名以上求める基準を導入する動きが認められる。
 - 12 たとえば、三井住友 DS アセットマネジメントが一部議案の判断においてROE(自己資本利益率)水準だけでなくPBR(株価純資産倍率)水準も踏まえて議案判断を行った旨を公表するなど(2024年1月4日改訂「議決権行使判断基準」)、株価水準が機関投資家の取締役選任議案の賛否判断への影響が大きくなっている。
 - 13 ISS は、純資産20%以上の政策保有株式を保有する企業の経営トップ選任議案に反対を推奨している。また、グラス・ルイスは、対連結純資産10%以上の政策保有株式を保有する企業の経営トップ選任議案に原則反対を推奨する。
 - 14 ISS、グラス・ルイスとも、在任期間12年以上の社外役員の独立性を否定する。

4. 株主提案の増加傾向

(1) 総説

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¹⁵。その背景には、スチュワードシップ・コード（SSコード）の影響、ISSやグラス・ルイス等による議決権行使基準の厳格化などがある（前記3（2））。

また、最近の株主総会では、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に関する問題意識の高まりもあり、特に機関投資家からの株主提案の数が増加している。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、今後とも活発化する可能性が高い。これら株主提案の内容としては、前記定款変更議案、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。

ここ数年、株主提案数が高水準で推移している理由には、アクティビスト投資家が複数の投資先に対して株主提案を実施することが挙げられる。また、株主の権利に対する意識の高まりによって、個人株主による株主提案の事例も認められる¹⁶。

-
- ¹⁵ 株主提案権の最新動向に関し、菅原貴与志「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－」日本法学90巻2号51頁（2024年）。
- ¹⁶ 個人株主による株主提案增加の背景には、東証が上場企業に対して投資単位の引下げ要請を行ったことで、株式分割や最低投資金額の引下げが進み、議決権300個以上という条件を満たしやすくなったことが大きい。

(2) 2024年6月総会の現況

2023年7月から2024年6月株主総会まで（すなわち、2024年6月株主総会シーズン）では、113社（前年112社）の株主提案が実施され、2023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¹⁷。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44社である。

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¹⁸。こ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

17 牧野達也＝林良樹「株主提案権の事例分析（1）—2023年7月総会～2024年6月総会—」資料版商事法務485号53頁（2024年）、大和総研コンサルティングレポート「2024年6月株主総会シーズンの総括と示唆」4頁（2024年）。なお、2025年3月27～28日に集中した12月決算期企業の3月株主総会においても、取締役選任などを求める株主提案が過去最多となっている。

18 ただし、株主提案が可決される事例は少ない。2024年6月株主総会において株主提案が実施された議案が可決したのは1社のみである。また、大和アセットマネジメントの調査によれば、2025年3月末時点のTOPIX構成銘柄における機関投資家等の株主提案に対する賛成率の分布では、賛成率40%台の議案が大幅に減少している一方で、賛成率10%未満の議案は大幅に増加しており、株主提案数が増加していても、質の高い提案は必ずしも増えていない現況がうかがえる。大和アセットマネジメントMarket Letter「2025年6月株主総会の振り返り～増える株主提案と進む二極化～」（2025年7月21日）。

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¹⁹⁾。

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^{20・21)}。その背景には、政策保有株式の解消とともに、東証の PBR 改善の要請²²⁾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。

(3) 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（会社法295条2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、これを採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。

-
- 19) 他方、米国においては、金融世界大手ゴールドマン・サックスが、2025年4月23日、定時株主総会を開催し、保守系シンクタンク「国立公共政策研究センター」が提出していた反 DEI 株主提案2件を大差で否決した。
- 20) 三菱UFJ信託銀行の調査によれば、2021年～2023年に提出された臨時報告書の記載では、2021年の自己株式の取得に関する株主提案が9件だったのに対し、2022年は29件、2023年が35件と増加傾向が認められる。
- 21) 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156条1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。
- 22) 2023年1月30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1倍を割れている会社には、開示を強く要請」としている。

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ならないと判断した近時の裁判例がある²³。他方、産競法31条1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²⁴。

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²⁵、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。

-
- 23 東京高決令元年5月27日資料版商事法務424号118頁。本決定は、「本対応方針を廃止する旨の本件議題を本件株主総会の目的とすること（中略）が認められるためには、本対応方針の廃止が相手方の株主総会の権限の範囲に属する事項である必要がある」と述べた上で、会社の定款の定め等を検討し、「相手方の株主総会が、本件定款15条1項により、本対応方針のような事前警告型買収防衛策の導入等を決定する権限を有しているとしても、抗告人は、本対応方針を廃止する旨の本件議題の提案等をする本件議題提案権等を有していない」と結論づけた。
- 24 京都地決令3年6月7日資料版商事法務449号90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。
- 25 前掲・京都地決に否定的な見解として、鈴木千佳子「勧告的な意味を有する株主提案の取り扱い」法学研究96巻7号51頁（2023年）。

5. 総会運営のデジタル化の進展²⁶

(1) 現況

令和元年改正による電子提供制度（前記2（3））、議決権電子行使の進展（同（4））、バーチャル株主総会（同（5））の検討など、株主総会のデジタル化の流れも顕著である。

2023年の株主総会から招集通知の電子提供制度が開始され、株主宛ての発送書類を削減した上場会社が増加している。また、CGコード補充原則1-2④の影響もあり、機関投資家向け議決権電子行使プラットフォームの利用会社は全上場会社で50%を超えた。さらには、6月総会の約2割がハイブリッド参加型のバーチャル株主総会を導入している。

(2) バーチャル総会と定員制・事前登録制の可否²⁷

-
- 26 総会運営のデジタル化については、菅原貴与志「株主総会デジタル化の現状と課題」法律のひろば78巻2号78頁以下（2025年）。
- 27 法務省法制審議会の会社法制部会では、バーチャル・オンライン株主総会を推進すべく、会社法への規律の新設に賛成する意見が多くみられた一方で、バーチャル・オンライン株主総会の問題点として、①動議等を出そうとする株主の接続を切断し、他の株主の視聴を妨害すること等が技術的に可能であり、不公正な議事運営がなされる懸念がある上、他の株主はそれを認識できない場合もあるため、救済措置を含めて検討する必要がある。また、総会検査役制度がどのように利用可能なのかについても検討すべきである、②通信障害等の場合も決議取消事由になり得ることが、会社による利用を躊躇させる要因となるため、セーフハーバーを設けることも検討すべきである、③デジタルデバイドの株主に対しては書面による議決権行使を確保すれば足りることとするかについても検討すべきである、などの指摘もなされている。法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会資料3「株主総会の在り方に関する規律の見直しに関する論点の検討（1）」（2025年6月25日）1頁。

バーチャル株主総会の場合、オンライン開催に必要な通信環境を整備し、過剰なログイン集中によるシステムダウンを回避するために、定員制を導入することも議論されている。この点、経済産業省・法務省「株主総会運営に係る Q&A」（令和5年3月30日最終更新）によれば、定員制や事前登録制も可能であるとするが（同 Q2・Q3）、「新型コロナウイルスの感染拡大に必要な対応をとるために、やむをえない」と判断される場合には、「合理的な範囲内において」とも明記されており、一般論としての定員制を積極的に肯定したものではない^{28・29}。

従来型のリアル株主総会ではなく、バーチャル株主総会の場合にも定員制・事前登録制の問題はある。バーチャル総会においては、実務上、オンライン開催に必要な通信環境を整備し、過剰なログイン集中によるシステムダウンを回避しなければならない。そうした合理的な理由が見出せる場合には、事前登録制も可能と解される。他方、事前登録制と定員制と併用し、定員数に達した時点で登録受付を締め切り、未登録の株主の総会出席を拒むことは可能かについては、一応の検討が必要であろう。この点、ハイブリッド型バーチャル株主総会ならば、参加型でも出席型でも、株主にはリアル総会への出席機会があるため、法的な問題は生じにくい。

-
- 28 株主の総会出席権を最大限に保障する観点からは、会場に入場できる株主の人数をできる限り制限すべきではなく、仮に定員制を採用したとしても、その上限は合理的な人数を設定すべきである。
 - 29 静岡地沼津支決令和4・6・27金判1652号37頁（スルガ銀行事件）は「株主が希望すれば必ず株主総会に出席する権利があるわけではない」旨を示しているが、会社が合理的な範囲内で株主の総会参与権ないし総会出席権を最大限に保障したのであれば、仮に会場に入れない株主が存在したとしても、総会開催差止事由や決議取消事由に該当しないことを示唆している。

しかし、バーチャル・オンリー型株主総会の場合には、株主にリアル総会に出席するという選択肢が存在しない。したがって、総会出席権の保障という観点からは、登録人数の上限を極力設けるべきではない。仮に上限を採用したとしても、システムダウン回避のための合理的な範囲に限り許容されるに過ぎないと解すべきであろう。

6. 株主との対話の実質化

(1) 実質株主の取扱い

近年は、投資信託委託業者が受託者の代理人として入場を求めるにあたり、海外機関投資家が国内カストディアンの代理人として議決権行使を求めたりするなど、実質上の株主が名簿上の株主の代理人となることができるか、という問題も提起されている。この点について、CG コード補充原則 1-2 ⑤は、「信託銀行等の名義で株式を保有する機関投資家等が、株主総会において、信託銀行等に代わって自ら議決権の行使等を行うことをあらかじめ希望する場合に対応するため、上場会社は、信託銀行等と協議しつつ検討を行うべきである」とする。

たとえば、名義株主の背後にいる実質株主（グローバルな機関投資家等）の入場を認める会社も全体の3割弱あり、実質株主から総会出席を求められた場合には自社の裁量で傍聴を認める会社は7割を超えており（ケース・バイ・ケースで対応する会社が2割強）。

(2) 株主との対話促進の動向

CG コードや SS コードに株主との対話が謳われるなど、株主との対話や議決権行使活動の実質化を求める動きにも注目しなければならない。

CG コード基本原則5は、「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、自らの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、こうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。」とする。また、SS コードも、対話による問題改善（原則4）、スチュワードシップ責任に関する定期的な報告（同6）、機関投資家としての実力確保（同7）を定める。

また、2024年6月7日、金融庁の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・コードのフォローアップ会議より「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024」が公表された。そこではスチュワードシップ活動の実質化として、情報開示の充実およびグローバル投資家との対話促進について提言されている³⁰。

(3) 今後の見直しについて

現状では、発行会社において名義株主の把握は可能であるが（会社法121条）、実質株主は大量保有報告制度の適用対象（5%超）となる場合を除いて把握できない。すなわち、対象株券等の保有者

³⁰ 他方、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）と経団連が創設した「経団連・GPIF アセットオーナーラウンドテーブル」第1回会合（2024年10月3日）において、上場企業の側からは、機関投資家の議決権行使が「形式的すぎる」といった批判が出されている。

でその株券等保有割合が5%を超えてる者（大量保有者）のみが、大量保有報告書を提出する義務がある（金商法27条の23第1項・2項）。

企業と株主・投資家の対話を重視し、相互の信頼関係を醸成するためにも、実質株主の把握の必要性などについて検討が求められる。この点、金融庁の金融審議会ワーキング・グループでは、2023年6月より実質株主の把握を可能とする制度が議論され、同年12月に報告書が公表された³¹。また、2024年9月から開催された「会社法制研究会」においても、法務省が想定する論点の一つとして、実質株主の把握の必要性が挙げられており³²、その議論が法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会に承継されている³³。

7. アクティビスト投資家の先鋭化

株主総会におけるアクティビスト投資家の活動が先鋭化している。

最近のアクティビストの株主提案では、単なる株主還元やコーポレートガバナンス改善の要求にとどまらず、社外取締役ないし業務執行取締役を推薦し、取締役選任議案として株主提案を実施する事例も増えている。

また、ソーシャルメディアの発展により、アクティビストが自身の論点

31 同報告書では、欧州諸国に倣い、発行会社が実質株主や名義株主に対しその保有状況や実質株主に関する情報について質問した場合に回答を義務付ける制度を創設する方向が示された。

32 同研究会は、会社法の見直し（従業員等への株式の無償交付、株式交付制度の拡大等のテーマ）が求められている昨今の状況から、会社法制に係る課題について検討を加えることを目的としていた。

33 前注27) 16頁。

や要求を広く発信することが可能である。これにより、会社側に対する圧力が増し、他の株主や投資家も支持を得やすくなっている。さらには、アクティビストの成功事例に伴い、他の投資家を刺激し、同様の手法を取ることを促しているという側面も見逃せない。

株主総会におけるアクティビスト投資家の先鋭化は、会社にとって経営の透明性や株主の意見を重視する必要性を再認識させる一方で、企業戦略や長期的なビジョンとのバランスを取る新たな課題をもたらしていくであろう。会社側としても、アクティビストを含む機関投資家との対話を、自らの経営方針を見直す機会として捉えることが求められている。

8. まとめにかえて

特にコロナ禍以降、株主総会のデジタル化が急速に進展している（前記5）。従来の対面形式のリアル総会から、ハイブリッド形式のバーチャル総会の試みが進むことにより、遠隔地や時間的制約のある株主を含め、より多くの株主の意向が会社の意思決定に反映される可能性がある。また、株主提案権の行使が増加する中、個々の株主が企業経営に影響を与える機会も拡大している。こうした状況を踏まえて、こうした少数派株主の声を反映させるための仕組みも整備されていくであろう。

ESG重視の潮流に伴い、企業の持続可能性や社会的責任に対する関心が一層高まり、株主の投資判断に際してもESG経営の評価がますます重要な役割を果すようになってくる。したがって、企業の成長戦略に環境への配慮や地域社会との共生が、今後ますます不可欠になるものと思われる。

さらには、事業活動がグローバルに展開される現状では、各国の法制度が我が国株主総会に与える影響も無視できない。たとえば、実質株主確認の制度についても、諸外国の様々な制度を参考に検討されることが予

想される³⁴。株主総会に関する国際的視点が進むことにより、他国の株主や投資家との対話を促進し、企業の国際競争力を高めることも期待できるであろう。

株主総会の在り方は刻々変化しており、そのデジタル化、ESG重視、株主権の拡充、そしてグローバル化の影響が相俟って、今後ますます株主とのコミュニケーションの場としての重要な役割を果たすことになる³⁵。企業としてもこれら変化に的確に対応し、持続可能な成長を目指す必要があるものと思料する。

以上
(菅原 貴与志)

³⁴ 第5回「会社法制に関する研究会」(2023年7月14日)議事要旨1頁。

³⁵ 2025年3月28日、金融担当大臣から全上場企業に対して「株主総会前の適切な情報提供」が発出され、有価証券報告書の定時株主総会前の開示が要請されたが、これも実務的に注意が必要な点である。