

2019年7月16日 全5頁

# 2019年株主総会レビュー

## 株主提案の可決や会社側提案議案への反対票増など大きな変化

政策調査部 主任研究員 鈴木裕  
調査本部 岸川和馬

### [要約]

- 2019年の株主総会では、取締役選任議案、監査役選任議案で賛成率の低い候補者が2018年よりも増えている。
- 株主提案では、報酬の個別開示など情報開示を求める提案には多くの賛成票が集まっている。
- 会社提案の議案に相当数の反対票があった会社には、反対が多かった原因の分析結果や、今後の株主との対話方針等の説明が求められる可能性がある。

### 大きな変化があった2019年総会

3月決算会社の株主総会が終了し、決議結果を知らせる臨時報告書も提出が済んだところだ。会社側提案のほとんどは難なく可決し、株主提案はほぼ否決される例年通りの株主総会であったが、見方によっては大きな変化があったともいえそうだ。これまでも株主提案が可決されることはあったが、それは創業者等の大株主が現経営陣と対立しているような状況でのことで、大株主の持ち株だけで決議の成否を左右できる、比較的時価総額の小さな会社で生じるものだった。しかし、今回は時価総額が兆円規模の会社で株主提案の可決があった。また、取締役選任議案や監査役選任議案は、可決されているとはいえ、賛成率があまり高くない候補者が増えているようだ。

会社側提案がすべて可決されることを前提に、総会後の経営陣の構成が予め考えられているのが普通だ。しかし、賛成率の低い候補者が少なからずいることを見れば、今後会社側提案の役員選任議案でほぼ100%の可決が続くとはいえないように思える。

株主総会で反対票を投じているのは、機関投資家に限らないが、株式保有量に応じて多くの反対票を出している機関投資家が会社側提案議案の否決まで望んでいるかということ、必ずしもそういうことでもなさそうだ。機関投資家が取締役選任議案や監査役選任議案で反対票を投じるのは、例えば経営成果の振るわない社長・会長への不満を伝えるためであ

ったり、いわゆる独立性に疑問がある社外役員に機械的な判断で反対投票したりするのであって、当該の候補者選任議案の否決を真に望んでいるとは限らない。会社側提案の役員選任議案が否決されることは実際、極めてまれ、あるいはほぼないといってよいが、それを機関投資家が問題視しているという話も聞かない。経営不振や独立性が疑わしいからといって、否決まで望んでいるわけでもなさそうだ。しかし、現在の状況が続けば、否決する気のない反対票が積み上がり、結果的に誰も望んでいない否決ということが生じるようになるかもしれない。

## 役員選任議案への反対増加

機関投資家は、類型的な議案については、予め決めておいた判断基準に事実を当てはめて、賛否を決める。客観的な事実や数値を判断基準に含めることが多いが、この場合には、判断の際に考慮する事実を増やしたり、数値基準を厳格化したりすれば、賛成が減ることとなる。例えば再任議案の出ている社外役員の役員会参加頻度について、75%以上なら再任賛成としていたものを85%以上に引き上げれば、反対数は増えると予想できる。

機関投資家は判断基準を厳しくすることはあっても緩和することはあまりないようであるので、議案の内容に変化がなければ賛成率は年々下がるが、上場会社側でも機関投資家の判断基準に敏感に反応するところがあり、多くの機関投資家が反対と判断するような役員候補者は出しにくくなっている。そのため、賛成率の上下だけから、機関投資家の議決権行使が厳格になったか、あるいは逆かは判断できない。ただ少なくとも、役員選任議案で、賛成率の低い候補者が増えているのは事実のようだ。

図表 1 役員選任議案における賛成率の分布（日経 500 構成銘柄）

### 取締役選任議案

賛成率(%)	人数		比率(%)	
	2019年	2018年	2019年	2018年
50以下	2	0	0.06	0.00
50-60	10	1	0.30	0.03
60-70	21	18	0.62	0.51
70-80	87	81	2.58	2.29
80-90	406	364	12.03	10.31
90-	2,849	3,067	84.41	86.86
計	3,375	3,531	100.00	100.00

### 監査役選任議案

賛成率(%)	人数		比率(%)	
	2019年	2018年	2019年	2018年
50以下	0	0	0.00	0.00
50-60	2	2	0.32	0.40
60-70	6	15	0.95	3.03
70-80	23	14	3.63	2.83
80-90	90	57	14.20	11.52
90-	513	407	80.91	82.22
計	634	495	100.00	100.00

(出所)各社の臨時報告書を大和総研集計

3月決算の日経500構成銘柄のうち、2018年と2019年の臨時報告書をEDINETから取得できた会社について、取締役・監査役選任議案での賛成率の分布を大和総研で調査したところ、図表1のような結果だった。これは会社側提案の議案のみを集計したものである。ここから明らかなことは、取締役選任で賛成率の低い候補者が増えていることだ。また、監査役選任でも90%以下の賛成率にとどまった候補者は、2018年よりも2019年の方がかなり多い。

## 株主提案への賛成

株主提案権とは、株主が株主総会に議案を提案する権利のことだ。原則として6カ月前から継続して総株主の議決権の100分の1以上、または300個以上の議決権を有する株主であれば株主提案権を行使することができる（会社法第303条第2項）。この権利が行使されると、株主が株主総会に諮るべきと考える議案を株主総会招集通知に記載し、会社側の費用で株主に周知するとともに、会社側の事務負担によって賛否を集計することとなる。

図表2 賛成率が高かった株主提案議案（日経500構成銘柄）

会社名	議案内容	賛成率(%)	可決/否決
(株)LIXILグループ	取締役選任(6名)	50.8~64.6	可決
武田薬品工業(株)	定款変更(クローバック条項の採用について)	52.2	否決
武田薬品工業(株)	定款変更(取締役報酬の個別開示)	49.6	否決
三井金属鉱業(株)	定款変更(取締役報酬の個別開示)	45.2	否決
関西電力(株)	定款変更(取締役報酬の個別開示)	43.1	否決
九州旅客鉄道(株)	取締役選任(3名)	24.7~41.6	否決
三井金属鉱業(株)	定款変更(取締役会議長と最高経営責任者の分離)	36.0	否決
九州旅客鉄道(株)	定款変更(指名委員会等設置会社への移行)	34.3	否決
九州旅客鉄道(株)	自己株式の取得	34.1	否決
(株)安藤・間	定款変更(労働衛生管理の徹底)	30.1	否決
九州旅客鉄道(株)	取締役(監査等委員である取締役を除く)の報酬額改定及び譲渡制限付株式の導入	20.5	否決

(出所)各社の臨時報告書をもとに大和総研作成

株主提案を受ける上場会社は増加傾向にある。10年ほど前までは、年に20社程度で提案権行使があったが、最近では40~50社程度にまで増加している。2019年は3月決算会社

だけですでに 54 社が株主提案を受けたと報じられている<sup>1</sup>。かつては、個人株主の風変わりな提案や、環境団体や労働団体からの政治的な主張を含んだとも思える株主提案が多かったが、近年の変化としては、ファンドを運用する機関投資家からの提案が増えていることが挙げられるだろう。

株主提案は内容が様々であるので、機関投資家も内容を精査して賛否を判断する。機関投資家が賛成できそうな内容の提案であれば、賛成率が高くなるのは当然だろう。配当や自社株取得に関する提案は、一見多くの賛成を得そうにも思えるが、実はそうでもなさそう。会社側の配当額よりも、株主提案の配当額の方が多いとしても、配当増加による財務構造の変化（自己資本比率の低下）等を総合的に検討した場合には、会社側の提案に賛成できることが多いのだろう。他方、コーポレート・ガバナンス関連の提案、特に各種の情報開示に関する提案などは、株主提案への賛成が多くなる。特に、米国や欧州で開示事項になっている報酬の詳細な開示を求める提案には、反対する理由を見つけにくいだろう。

## 買収防衛策への反対

買収防衛策は、3月決算の日経 500 構成銘柄のうち 11 社が議案にしていた。すべて可決されているが、賛成率は軒並み低い。前田建設工業（株）の 53.7%や住友不動産（株）の 55.2%などは薄氷を踏む思いではなかっただろうか。買収防衛策は、最も高くても 75%程度の賛成率にとどまっている。これは全議案の賛成率を低い順に並べればかなり前の方に出てくる状況であり、株主が嫌う議案であることは明白だ。

## 株主総会後にすべきこと

わが国のコーポレートガバナンス・コードでは、「取締役会は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである。」（補充原則 1-1①）とされている。これは、会社提案の議案について述べられたものではあるが、株主提案に関しては、逆に相当数の賛成が投じられたときは、と読み替えるべきであろう。

しかし、「相当数」が実際にどれほどの数量・比率をいうのか明確ではなく、仮に上場企業で「原因の分析」や「対話その他の対応の要否について検討」を行ったとしても、これに関して公表を求められることもない。とはいえ、機関投資家の中には、対話の糸口として、上場会社側が株主総会の結果をどう受け止めているかを説明すべきとの声もある。一般社団法人機関投資家協働対話フォーラムは、2018 年 10 月から、会社提案議案に相当数の反対票が投じられた会社に対して、反対票が多くなった原因の分析と、株主との対話

<sup>1</sup> 日本経済新聞「株主提案、最多 54 社に」（2019 年 6 月 8 日朝刊）

その他の対応の要否についての検討の結果を説明するよう求める手紙の送付を開始したとのことだ<sup>2</sup>。

わが国のコーポレートガバナンス・コード補充原則 1-1①は、英国コーポレートガバナンス・コードにおける、「株主総会の結果を発表する際に、相当数（a significant proportion）の反対票が生じていたと取締役会が考えるときには、反対票の理由を理解するための方策を企業側は説明すべきである。」（Code Provisions E2.2）という条項と同趣旨のものである。もともとの英国においても明確な数値は示されていなかったが、英国投資協会（The Investment Association）は2017年12月に、これを20%と明示して、上場各社の対応に関する開示制度を設けた<sup>3</sup>。

英国の基準を参考に、会社提案議案に20%の反対、株主提案議案に20%の賛成があった会社に何らかの説明を求める投資家が出てくるかもしれないので、説明の準備をしておくことを検討してもよいだろう。

---

<sup>2</sup> 一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム「エンゲージメント・アジェンダ 株主総会で相当数の反対票が投じられた議案に関する原因分析と対応」（2018年10月1日）

[https://www.iicf.jp/pdf/jp/pdf\\_jp\\_20181001.pdf?20190402](https://www.iicf.jp/pdf/jp/pdf_jp_20181001.pdf?20190402)

<sup>3</sup> 鈴木裕「株主総会で反対票が多い場合の対応」（2017年12月26日、大和総研レポート）

[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20171226\\_012609.html](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20171226_012609.html)