

2018年3月8日 全4頁

増加する株主提案権の行使

日本版スチュワードシップ・コード改訂後、賛成率も急上昇

政策調査部
主任研究員 鈴木裕

[要約]

- 株主提案権の行使があった会社数は増加傾向にあり、近年は年 50 社程度になっている。
- 機関投資家が株主提案を行う事例もしばしば見られるようになった。
- スチュワードシップ・コード改訂で機関投資家に議決権行使結果の個別開示が求められるようになり、機関投資家による株主提案への賛成率が上昇している。
- 現在、法制審議会では株主提案権制度の改正が検討されている。

株主提案権の行使状況

12月決算の上場会社の株主総会は3月に行われるが、いくつかの会社で株主提案権の行使があったようだ。機関投資家から、配当の増額や、買収防衛策の撤廃、取締役任期短縮といった議案が出ている。また、大株主から提案のあった取締役候補を会社側提案の取締役選任議案として付議する会社もある。

株主提案権とは、株主が株主総会の議案を提案する権利のことだ。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。

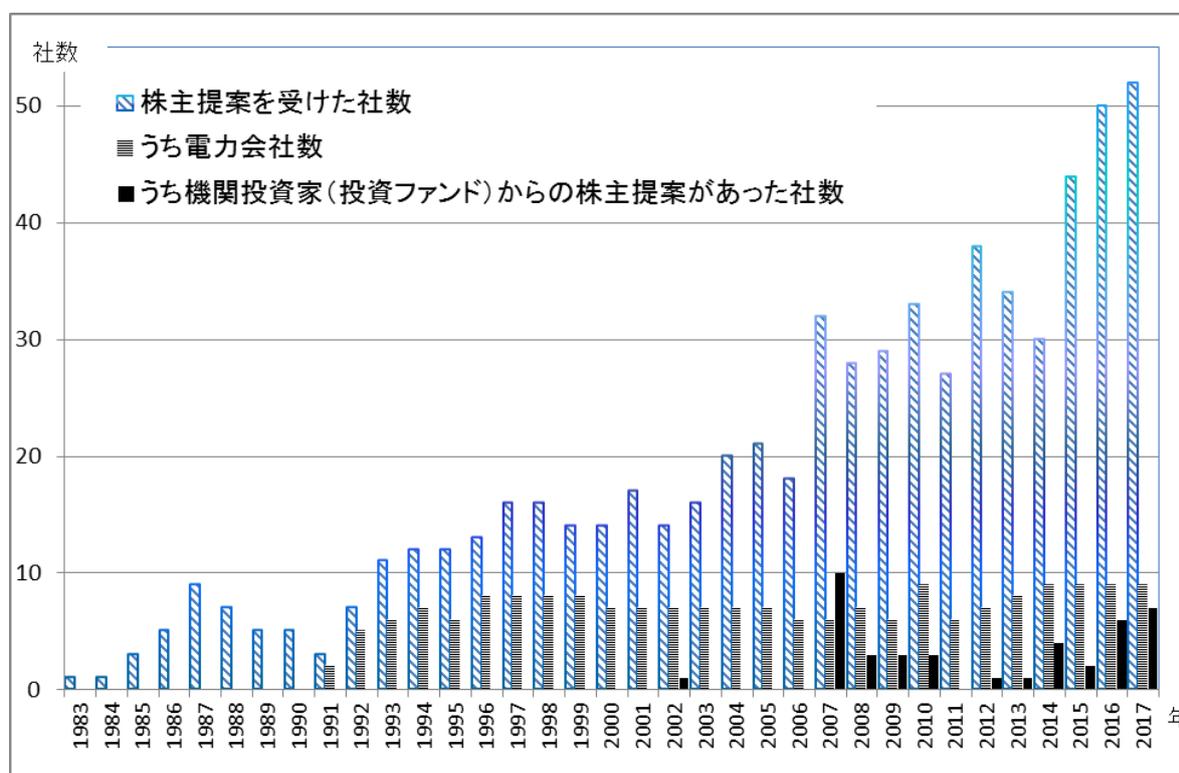
6ヶ月前から継続して、総株主の議決権の100分の1以上、または300個以上の議決権を有する株主であれば株主提案権を行使することができる。提案する議案の内容を株主総会の招集通知に記載するには、株主総会期日の8週間以上前に、取締役に対し書面で請求しなければならない。ただし、株主の提案議案が法律上株主総会で決議するべきものでない場合には、取締役は招集通知に記載する必要はない。また、同じ内容の議案がすでに株主総会の議案としてかけられ、総会で議決権の10分の1以上の賛成を得ることなく否決された日から3年間経過していない場合は、議案の提案をすることはできない。

議決権の100分の1以上、または300個以上の議決権を持つには、少なからぬ金額を同一の

銘柄に投資することになるが、この保有株式の数量基準は複数の株主が保有する株式を集めて満たすこともできるので、運動団体がメンバーの株式を集計して株主提案権を行使することも珍しくない。

図表 1 に掲げた通り、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。かつては、電力会社が株主提案を受けることが多かった事実からわかる通り、原子力発電の安全性を巡っての運動団体や個人株主からの提案が主だった。また、電力会社以外でも、鉄道運輸会社では、労働組合系の団体からとみられる株主提案が連続して出されることもあった。運動団体等が、何らかの主張を会社側に伝え、メディアを通じて広くアピールするツールとして株主提案が利用されることが多かったようだ。

図表 1：株主提案権の行使があった会社数



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～2017 年版をもとに大和総研作成

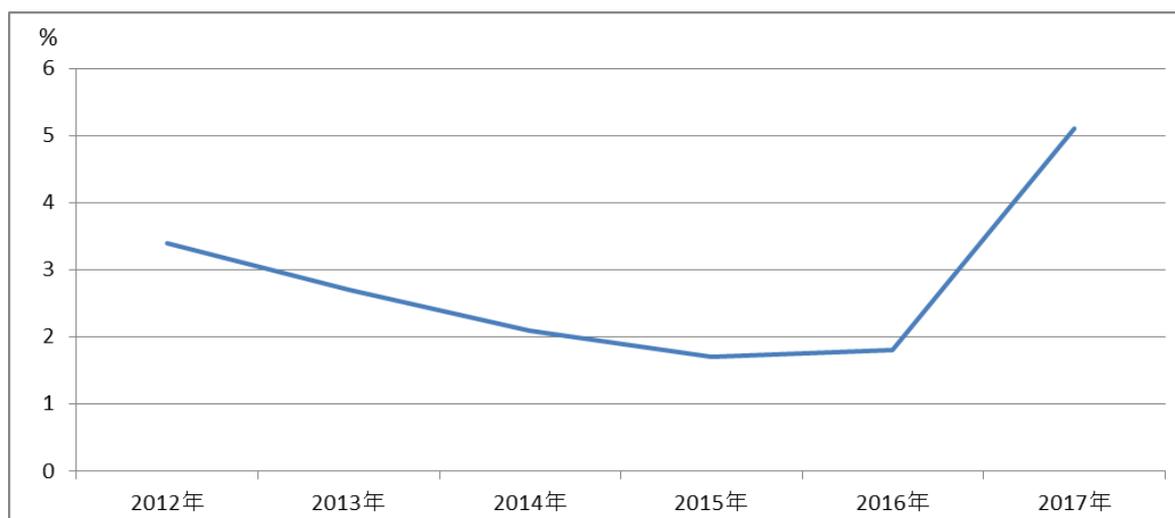
賛成を集める株主提案

運動団体からの株主提案は現在でも続いているが、新たな傾向として、機関投資家からの株主提案が少なからず出されるようになってきている。機関投資家からの株主提案は、主に配当の増額を求める意図での提案だ。会社の定款規定で株主提案による配当議案を排除している場合には、定款規定の変更を求める提案が出されることもある。

機関投資家が株主提案をする場合には、もともとある程度の量の株式を保有していることが普通だ。そのため、可決には至らないまでも、賛成率は高めになる。一方、運動団体の提案は、かつては一般株主からの賛成を得にくく、賛成率はかなり低いことが普通だった。しかし、この傾向は近年変わってきており、運動団体や個人株主の株主提案であっても、内容によっては相当多くの賛成を得るようになってきている。2017年の定時株主総会では、複数の銀行持株会社に株主提案があったが、役員報酬の個別開示や、取締役会議長と最高経営責任者（CEO）の分離を求める株主提案には、30%から場合によっては40%を超える賛成が見られた。これは、電力会社への株主提案も同様で、提案内容によっては、少なからぬ賛成票を得るものも見られる。役員報酬の個別開示等の他にも、経営の透明性向上に向けた情報開示の充実を求める提案には、ある程度の賛成票が出ている。

株主提案権が行使されると、会社側は意見を表明するのが通常だ。極わずかな例外はあるが、会社側が出す意見は、株主提案に反対するというものだ。したがって、株主提案に賛成票を投じるということは、会社側の反対理由に納得していないということの意味する。従来、機関投資家が株主提案に賛成する割合は低かったが、近年賛成率が急上昇していることを示すデータがある。議決権行使の電子プラットフォームを運営する株式会社 ICJ が、プラットフォーム経由で行使された国内機関投資家の議決権行使を集計した結果を見ると、2016年から17年にかけて賛成率がかなり上がっている（図表 2）。プラットフォーム経由の議決権行使の集計であり、すべてを網羅しているわけではないが、大手の機関投資家の多くはこのプラットフォーム経由で議決権行使しているし、また上場企業も時価総額の大きなところは概ねこれに参加している。議決権行使の傾向を見るには、有用であろう。

図表 2：株主提案議案に対する機関投資家の賛成率



出所：ICJ「6月総会概況」をもとに大和総研作成

2017年は、日本版スチュワードシップ・コードの改訂により、機関投資家に対して議決権行

使結果の個別開示が求められた年だ。株主提案議案についても、賛成したか反対したかを開示することとなった。賛否を開示するということは、賛否のいずれに判断するにせよ、顧客等からその理由を問われる可能性があるということだ。誰が提案したかではなく、どのような提案であったかを精査したうえで賛否を決定しなければならない。そのため、反対する理由が特に見当たらない株主提案に対しては、賛成票を投じたように思える。

株主提案権に関する制度改正の動向

株主提案権の行使状況や、賛成率の状況を見ると、多くの株主が賛成する議案も少なくなく、株主提案権の有意義な利用が進んでいるようだ。しかし一方、賛成率が2～3%程度にすぎない多数の株主提案を毎年のように連続して受ける企業もあり、株主提案権の濫用が疑われる事例がないわけではない。そのため、株主提案権についての制度改正の検討も行われている。

2016年3月に公表された法務省からの委託調査報告「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」（比較法研究センターに委託）¹や、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による、「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～」²の公表に見るように、株主提案権制度のあり方を再考すべきとする声は、以前から挙がっていた。こうした中、法制審議会に「企業統治等に関する規律の見直しの要否を検討」（2017年2月9日法制審議会第178回会議 配布資料10「会社法制（企業統治等関係）の見直しについて」）するよう諮問が出されており、株主提案権についても検討が進められ、提案できる議案の数を5または10個に限定することや、内容による制限が検討されているほか、保有株式要件を厳格化し、株主提案ができる株主を今以上に絞り込む趣旨の論点も提示された³。

機関投資家の上場会社との対話が進められる中で、対話の強力なツールとなるかもしれない株主提案権の節度ある適正な利用が期待される。

¹ 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」

² 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～」

³ 法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する中間試案」（平成30年2月14日）