

2017年12月26日 全3頁

# 株主総会で反対票が多い場合の対応

英国企業の株主総会議案に20%以上の反対があった場合、会社側の対応策等を公示する新たな取り組みが始まる

政策調査部 主任研究員 鈴木裕

## [要約]

- 英国投資協会は、上場企業が株主総会議案に20%以上の反対票を受けた場合に、議案の詳細や今後の対応策等を公示すべきとする新たな制度を導入した。
- 報酬関連議案や取締役再任議案で、20%以上の反対票を受けた上場企業は相当多いようである。
- わが国では、これまでのところ類似の制度導入が検討された形跡はないようだ。

## 英国の新たな公示制度

日本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。しかし、「相当数の反対票」が実際にどれほどの数量・比率を言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。

英国コーポレートガバナンス・コードにおいても、「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)とされており、やはり反対票の数量・比率は具体的には示されていない。

こうした不明確さを払拭するため、英国投資協会(The Investment Association)は2017年12月19日に新たな公示制度(Public Register)をスタートさせた<sup>1</sup>。株主総会議案に多くの反対票があった企業に対して、追加的な情報を公示するための基準や公示すべき内容を明らかに

<sup>1</sup> The Investment Association “PUBLIC REGISTER”  
<https://www.theinvestmentassociation.org/publicregister.html>

し、一覧できる形での提供を始めた。

## 公示制度の概要

英国の新たな公示制度の概要は図表の通りだ。英国株式市場の株価指数である FTSE All-Share の構成銘柄が、株主総会議案に 20%以上の反対票があった場合や、議案を取り下げた場合に、反対票の状況や、対応方針を英国投資協会が運営するウェブページに掲載することとなる。

20%という基準値は、法令上の確たる根拠があるわけではなさそうだ。企業の corporate secretary（概ね総務や企画を主担当とする部署）と大手の機関投資家の団体“GC100 and Investor Group”が 2016 年に策定した、“Directors’ Remuneration Reporting Guidance 2016”<sup>2</sup>の中で、20%の反対票を相当数の反対と考えるとしたものをそのまま今回の公示制度に流用したとのことだ。

図表：英国の新公示制度の概要

適用対象	株主総会開催時に FTSE All-Share の構成銘柄である企業が、 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 株主総会議案に 20%以上の反対票があった場合</li> <li>● 株主総会招集の通知時から総会終結時までの間に、議案を取り下げた場合</li> </ul>
公示内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 当該議案の詳細(株主総会の種別、総会日次、議案の番号・表題)</li> <li>● 決議の結果(賛否の比率、棄権票の比率、発行済み株式総数のうちの行使議決権比率)</li> <li>● 株主総会決議結果およびコーポレートガバナンス・コード E2.2 で要求される説明へのインターネット・リンクの表示</li> <li>● 株主からの見解やそれを踏まえた企業側の対応に関する追加的な説明へのインターネット・リンクの表示</li> </ul>

(出所)脚注 1 の“The Investment Association”のウェブページをもとに大和総研作成

## 公示初年の概況

公示初年の 2017 年中では、FTSE All-Share 構成銘柄の企業が開催した株主総会は 640 を超え、うち 22%が今回設けられた公示制度の適用対象となった。それだけ多くの上場企業が、株主総

<sup>2</sup> GC100 and Investor Group “Directors’ Remuneration Reporting Guidance 2016”

[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/2-632-2324?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/2-632-2324?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1)

会で何らかの議案について 20%以上の反対票を受けており、機関投資家をはじめとした株主の厳しい態度がうかがえる。

また、公示対象となった議案の 38%は報酬関連議案であり、32%が取締役選任（再任）議案であった。

## 日本では類似の制度導入は具体的には論じられていないが

今回の公示制度は、英国のビジネス・エネルギー・産業戦略省が 2017 年 8 月 29 日に公表したコーポレートガバナンス改革に関する報告書（“Corporate governance reform: government response”）<sup>3</sup>で既に素案が出されていた。この段階では、株主総会に付議した「経営者報酬議案」に対して 20%以上の反対投票があった企業に対して対応策の公表などを求め、英国投資協会を中心に新たな制度の検討を進めるべきとされていた。新たな公示制度では、「経営者報酬議案」という限定を外し、すべて株主総会議案が対象となっているが、概ね英国国内では既定の方向であったということだろう。

また、現在英国では、コーポレートガバナンス・コードの改訂案が公表され、意見募集等の手続きが進められている<sup>4</sup>。改訂案では、20%という基準を明記するとともに、総会后 6 カ月以内の公示対応を定めるなど、現行の Code Provisions E2.2 にある不明確さは見られなくなっている。

コーポレートガバナンス・コード改訂に向けた検討は、わが国でも現在進められている<sup>5</sup>。現在までの議事や配布資料を見る限り、今回英国で始まった新たな公示制度に類似する何らかの取り組みが具体的に論じられた形跡はないようだ。しかし、株主総会議案に相当数の反対票があった場合の対応についての補充原則 1-1①は、英国コーポレートガバナンス・コードの Code Provisions E2.2 と同様のものであり、日英での取り組みに差異があるとすれば、英国に寄せていく方向での制度見直しの検討が今後もないとは言えないのではないだろうか。英国で、Code Provisions E2.2 を具体化するための新たな公示制度が設けられた今、わが国のコーポレートガバナンス・コード改訂に向けた検討が進められる中で、上場企業側の開示事務の負担が増えることとなるかもしれない。

<sup>3</sup> GOV.UK “Consultation outcome Corporate governance reform” (29 August 2017)

<https://www.gov.uk/government/consultations/corporate-governance-reform>

<sup>4</sup> FRC “Consulting on a revised UK Corporate Governance Code” (05 December 2017)

<https://www.frc.org.uk/consultation-list/2017/consulting-on-a-revised-uk-corporate-governance-co>

<sup>5</sup> 金融庁「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」

<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/index.html>