

2018年4月18日

2018年2月・3月株主総会のポイント

ROE改善等を背景に、経営トップの賛成率は全体的に改善

経営コンサルティング第一部
主任コンサルタント 吉川英徳

[要約]

- 主要企業を中心に 2018年2月・3月株主総会の議決権行使結果について分析を行った。
- 主要企業の経営トップの取締役選任議案については、ROE改善等を背景に賛成率が前年比で大幅改善する企業が目立つ一方で、買収防衛策の継続議案については国内外の機関投資家の目線が厳しく、低賛成率に留まっている。
- また、3月株主総会において、アクティビスト投資家からの株主提案が行われた3社14議案について分析を行ったところ、買収防衛策の廃止や取締役任期の短縮に関する株主提案については、多くの一般株主が賛成しており、アクティビスト投資家だけでなく、国内を含む一般機関投資家のコーポレートガバナンスに関する目線が厳しくなっている事がうかがえる結果となった。
- 2018年6月株主総会に向けての注目点としては、アクティビスト投資家の動向や、政策保有株式の縮減等が求められるCGコード改訂、それらに対する企業側の取組み等がある。アクティビスト投資家だけでなく、一般株主の「物言う株主化」が進む中で、上場企業には資本市場を意識した経営が従来以上に求められている。換言すれば、経営陣や取締役会の「株主との対話力」が試されているのである。

2018年6月株主総会シーズンの動向を見通す上で参考となる2018年2月・3月株主総会の結果が出揃った。本稿においては、2月・3月株主総会の動向等を整理すると同時に、6月株主総会シーズンに向けた示唆を探っていききたい。

1. 主要企業のコーポレートガバナンスに関する動向

まず、主要企業（TOPIX500採用企業で2月・3月株主総会企業）61社のコーポレートガバナンス体制の変化を見てみると（図表1）、前年と比較して独立社外取締役比率が三分の一以上の企業が前年比7社増の34社と大幅に増加している。外形的なガバナンス体制の強化は引き続き進んでいると言える。一方で、本年6月施行予定のコーポレートガバナンス・コード（以下CGコード）改訂で実質的に導入が求められるようになった任意の指名・報酬委員会の設置や女性役員の選任については、既に約6割の企業で導入が進んでいる事もあり、対前年比ではあまり大きな変化は見られなかった。CGコード改訂に伴い、残りの4割の未導入企業の今後の対応が注目される。

なお、図表は掲載していないが、政策保有株式については、61社中36社が保有銘柄数を減少させる一方で、増加したのは3社に留まっており、政策保有株式の縮減の方向が確認できた。

（図表1）ガバナンス体制の変化（TOPIX500採用企業の11月・12月決算企業61社が母数）

| | 2017年4月時点 | 2018年4月時点 | 変化 |
|--------------------------------|----------------------|----------------------|-------------------|
| 監査等委員会設置会社 (指名委員会設置会社) | 11社 (3社) | 12社 (3社) | 1社 (0社) |
| 複数名の独立社外取締役選任 (複数名の社外取締役選任) | 58社 (58社) | 61社 (61社) | 3社 (3社) |
| 独立社外取締役を1/3以上選任 | 27社 | 34社 | 7社 |
| 独立社外取締役比率 (社外取締役比率) | 29% (31%) | 31% (33%) | +2%p (+2%p) |
| 女性役員の選任 (女性取締役の選任) | 37社 (28社) | 37社 (27社) | 0社 (-1社) |
| 指名・報酬に係る 任意の諮問委員会設置 | 37社 (指名33社、報酬36社) | 38社 (指名33社、報酬36社) | 1社 (指名1社、報酬1社) |

出所：コーポレートガバナンス報告書等より大和総研作成

2. 主要企業の2月・3月株主総会における議決権行使結果の動向

主要企業のうち2月・3月株主総会を実施した61社の議決権行使結果を議案別に整理した（図表2）。61社で計656議案が株主総会に上程され、賛成率の平均値は96.0%（前年比+1.0%pt）であった。国内機関投資家を中心に議決権行使基準を厳格化している一方で、企業側においては、業績回復によるROEの改善や独立社外取締役等の追加選任等によるコーポレートガバナンス体制強化により、機関投資家の議決権行使基準に抵触する議案が減少したことが賛成率改善の背景にあると考える。

(図表 2) 主要企業の議決権行使結果の概要 (2月・3月株主総会)

| | 2017年 | | 2018年 | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-----|-------|--------|-----------------|-----------------|----------------------|
| | 議案数 | 賛成率 | 社数 | 議案数 | 賛成率 | 差引 | 公表賛成率 最大値(%) | 公表賛成率 最小値(%) | 賛成率が最小値の 企業のセクター名 |
| 定款一部変更 | 10 | 97.1% | 13 | 13 | 98.8% | +1.7p | 99.9 | 96.6 | 石油・石炭製品 |
| 剰余金処分 | 41 | 97.5% | 44 | 44 | 98.0% | +0.5p | 100.0 | 90.1 | 輸送用機器 |
| 取締役選任 | 472 | 95.5% | 58 | 458 | 96.4% | +0.8p | 99.9 | 67.7 | - |
| 経営トップ | 52 | 92.6% | 55 | 55 | 95.4% | +2.9p | 99.6 | 85.8 | ガラス・土石製品 |
| 社内 | 281 | 96.2% | 56 | 257 | 96.7% | +0.5p | 99.4 | 87.0 | 輸送用機器 |
| 社外 | 11 | 87.9% | 5 | 8 | 82.0% | -6.0p | 96.0 | 67.7 | ゴム製品 |
| 社外(独立) | 128 | 96.1% | 50 | 138 | 97.0% | +1.0p | 99.9 | 80.1 | ゴム製品 |
| 取締役選任(監査等委員) | 9 | 83.5% | 11 | 36 | 95.5% | +12.0p | 99.6 | 65.0 | - |
| 社内 | 1 | 97.3% | 10 | 11 | 95.6% | -1.7p | 98.2 | 92.0 | 情報・通信業 |
| 社外 | 3 | 65.5% | 0 | 0 | - | - | - | - | - |
| 社外(独立) | 5 | 91.5% | 9 | 25 | 95.4% | +3.9p | 99.6 | 65.0 | 機械 |
| 監査役選任 | 32 | 95.4% | 25 | 46 | 95.1% | -0.3p | 100.0 | 65.7 | - |
| 社内 | 13 | 96.5% | 18 | 19 | 96.6% | +0.2p | 99.1 | 93.0 | 小売業 |
| 社外 | 0 | - | 1 | 1 | 90.9% | - | 90.9 | - | - |
| 社外(独立) | 19 | 94.7% | 20 | 26 | 94.2% | -0.5p | 100.0 | 65.7 | 化学 |
| 補欠監査役選任 | 11 | 96.4% | 11 | 12 | 97.4% | +1.0p | 99.7 | 90.4 | 電気機器 |
| 補欠取締役選任(監査等委員) | 1 | 98.7% | 4 | 5 | 97.6% | -1.1p | 99.3 | 96.3 | 機械 |
| 役員賞与 | 8 | 94.5% | 7 | 7 | 96.5% | +2.0p | 99.1 | 91.7 | 石油・石炭製品 |
| 役員報酬 | 18 | 96.0% | 13 | 18 | 94.1% | -1.9p | 99.8 | 77.9 | 化学 |
| 退職慰労金等 | 3 | 78.9% | 2 | 3 | 78.9% | -0.0p | 89.5 | 71.0 | 機械 |
| 新株予約権 | 7 | 86.6% | 4 | 5 | 80.8% | -5.8p | 98.8 | 70.8 | 情報・通信 |
| 買収防衛策 | 6 | 76.2% | 3 | 3 | 69.8% | -6.4p | 79.3 | 61.2 | 化学 |
| 株式併合 | 2 | 99.5% | 1 | 1 | 98.9% | -0.6p | 98.9 | - | - |
| 会計監査人選任 | 1 | 96.6% | 3 | 3 | 98.8% | +2.2p | 100.0 | 98.1 | 化学 |
| その他 | 7 | 85.1% | 2 | 2 | 87.8% | +2.7p | 99.8 | 75.8 | 食料品 |
| 全体 | 628 | 95.1% | 61社 | 656 | 96.0% | +1.0p | 100.0 | 61.2 | |

出所：臨時報告書等より大和総研作成

個別議案を見ていくと、まず経営トップの取締役選任議案については、全体的に賛成率の改善が大きく目立っている。主要企業61社中、大手議決権行使助言会社 Institutional Shareholder Services (以下、ISS) の経営トップの取締役選任基準の1つである ROE 基準 (ROE5%基準¹) に抵触する企業数は前年の5社から本年度は1社に減少している。また、当該1社についても本年は取締役選任議案を上程していないため、今回、経営トップ選任議案を上程した55社の平均賛成率は95.4% (前期比+2.9pt) に改善している。

経営トップ選任議案の賛成率の対前年の変化率を整理すると (図表3)、賛成率が大幅改善する企業が目立つ一方で、大幅低下する企業は一部に限られた。賛成率が大幅改善した企業の特徴としては、ROEが改善した事によるISSのROE基準の抵触回避や前年不祥事の反動等が見られた。賛成率が対前年で5%pt超低下した企業は2社に留まった。監査役の減員や配当性向の低下等が主要因と見られる。

¹ 5年平均のROEが5%未満かつ直近ROEが5%未満の場合は、経営トップである取締役選任議案に反対推奨を行う

(図表3) 経営トップの取締役選任議案の対前年の変化の大きな企業 (±5%pt 以上)

賛成率が改善した企業 (5%pt超)

| | 公表 賛成率 (%) | 前年比 | 直近 ROE | 独立社 外取締 役の人 数 | 備考 |
|----|------------------|-------|-----------|------------------------|---|
| A社 | 97.0 | +31.9 | 10.4 | 3 | ROE改善によるISSのROE基準の抵触からの脱却。前年不祥事(子会社会計不祥事)の反動。 |
| B社 | 97.9 | +20.4 | 6.1 | 3 | ROE改善によるISSのROE基準の抵触からの脱却。 |
| C社 | 85.8 | +18.8 | 5.2 | 2 | ROE改善によるISSのROE基準の抵触からの脱却。 |
| D社 | 90.8 | +18.0 | 5.7 | 2 | ROE改善によるISSのROE基準の抵触からの脱却。 |
| E社 | 96.7 | +9.5 | 10.3 | 2 | 前年不祥事(製品検査のデータ偽装)の反動。 |
| F社 | 95.9 | +8.0 | 45.6 | 2 | 独立社外取締役の増員(1名⇒2名) |
| G社 | 97.0 | +7.9 | 14.1 | 2 | 前年はPEファンドが親会社等で、独立役員が1/3未満であったが、今年は当該ファンドが売却した為 |
| H社 | 98.6 | +5.3 | 13.0 | 3 | 配当性向30%未満、今年は自己株取得を考慮すると総還元性向で30%超 |
| I社 | 97.8 | +5.3 | 6.6 | 3 | 業績回復(ROEは2014年:0.2%、2015年:3.9%、2016年:5.9%) |

賛成率が低下した企業 (5%pt超)

| | 公表 賛成率 (%) | 前年比 | 直近 ROE | 独立社 外取締 役の人 数 | 備考 |
|----|------------------|------|-----------|------------------------|----------------------------|
| J社 | 93.2 | -5.7 | 14.7 | 3 | 監査役の減員(5名⇒3名、うち社外監査役3名⇒2名) |
| K社 | 93.9 | -5.0 | 16.2 | 3 | 配当性向の低下(15%⇒6.3%) |

出所: 臨時報告書等より大和総研作成

次に、買収防衛策については、主要企業2月・3月総会においては、4社が買収防衛策の更新時期であった。3社が継続議案を上程しており(前年は6社)、1社は買収防衛策を非継続している。今回、上程した3社の平均賛成率は69.8%(前期比-6.8%pt)と対年で大幅に低下している。今回継続した3社について、詳細に分析すると(図表4)、前回更新時との比較では、3社共に賛成率が低下している。また、安定株主である政策保有株主等を除く一般株主の賛成率を推定すると、一般株主賛成率の低下は全体賛成率の低下よりも幅が大きく、一般株主の買収防衛策に対する目線が厳しくなっている事がうかがえる。国内機関投資家を中心に買収防衛策の継続議案に関する議決権行使基準がここ1・2年で厳格化された影響が出ていると考える。

(図表4) 買収防衛策の継続議案に関する分析

買収防衛策の継続議案の賛成率の状況

| | 2018年総会 | | 2015年総会 (前回更新時) | | 2012年総会 (前々回更新時) | |
|----|---------|-------------|-----------------|-------------|------------------|-------------|
| | 賛成率 | 一般株主 賛成率 | 賛成率 | 一般株主 賛成率 | 賛成率 | 一般株主 賛成率 |
| L社 | 79.3% | 71.0% | 90.5% | 82.2% | 84.2% | 70.1% |
| M社 | 69.0% | 61.9% | 81.9% | 79.1% | 87.4% | 85.4% |
| N社 | 61.2% | 50.1% | 63.9% | 55.6% | 65.2% | 57.3% |

一般株主賛成率 = 一般株主の賛成個数 ÷ (一般株主の賛成個数 + 反対・棄権個数)

一般株主の賛成個数 = 賛成個数 - 政策保有個数 (事業法人の有する議決権数 + 上位株主のうち個人等の親密先)

出所：臨時報告書及び有価証券報告書等より大和総研作成

3. 株主提案に関する分析

2018年3月株主総会においては、アクティビスト投資家から3社に対し14議案の株主提案が行われている(図表5)。特に、買収防衛策の廃止に対する株主提案については、当該アクティビスト投資家に加えて、一般の外国人投資家や国内機関投資家からも賛成票が集まったと見られ、賛成率は約45%となった。当該アクティビスト株主や会社関係者(政策保有株主等)を除く一般株主による賛成率の推計では、約9割の一般株主が買収防衛策の廃止に賛成したと見られ、買収防衛策に対する資本市場の目線の厳しさがうかがえる結果となった。また、取締役任期短縮に係る株主提案についても、一般株主の賛成率は64%で、過半数超となっている。従来の外国人投資家だけでなく、国内機関投資家もスチュワードシップ・コードの影響等により、企業のコーポレートガバナンス体制に対する目線が厳しくなっている事が読み取れる。

(図表5) アクティビスト投資家からの主な株主提案に対する分析

| 会社名 | 株主提案概要 | 賛成率 | 一般株主による 推定賛成率(注) |
|-----|-----------------------------|-------|---------------------|
| Q社 | 買収防衛策の廃止 | 44.8% | 87.7% |
| Q社 | 定款一部変更の件(買収防衛策の導入方法) | 44.3% | 86.6% |
| O社 | 定款一部変更の件(取締役任期2年→1年) | 28.4% | 64.0% |
| Q社 | 定款一部変更の件(取締役社長と取締役会議長の兼任禁止) | 22.2% | 36.9% |
| Q社 | 定款一部変更の件(累積投票による取締役選任について) | 20.4% | 32.8% |
| O社 | 剰余金処分の件 | 20.3% | 42.2% |
| P社 | 定款一部変更の件(取締役の員数増員) | 18.7% | 20.6% |
| P社 | 取締役1名選任の件① | 17.3% | 17.2% |
| P社 | 取締役1名選任の件② | 17.3% | 17.2% |
| P社 | 取締役1名解任の件 | 17.2% | 16.9% |
| Q社 | 定款一部変更の件(指名委員会等設置会社制度への移行) | 15.8% | 22.3% |
| P社 | 定款一部変更の件(ROE経営) | 14.3% | 9.9% |
| P社 | 剰余金処分の件 | 14.0% | 8.9% |
| Q社 | 役員報酬 | 6.4% | 1.3% |

注：一般株主による推定賛成率＝創業家や事業会社持分等を除く賛成個数÷(創業家や事業会社等の政策保有株主及び当該株主提案を行ったアクティビスト株主持分を除く議決権行使個数)

出所：臨時報告書及び有価証券報告書等より大和総研作成

4. 2018年6月株主総会への示唆

2018年6月株主総会への示唆としては、アクティビスト投資家による株主提案等の動向に注意を払う必要がある。近年の傾向としては、少数株主持分のアクティビスト投資家が投資先企業のコーポレートガバナンスや株主還元姿勢等に対する問題意識を水面下の交渉やメディア等を活用したキャンペーン、株主提案という形で、事業会社に問いかけ、そうした動きに、外国人投資家のみならず国内機関投資家も賛同する傾向が出てきている。

特に買収防衛策の継続議案等は機関投資家の目線が厳しい議案の代表例でもある。今後、今回の株主提案の影響を受けて、買収防衛策の廃止に関する株主提案がアクティビスト投資家等から行われるリスク等を考慮し、予め非継続(廃止)を選択する企業も出てくると考える。

また、CGコード改訂に伴い、企業側には、政策保有株式の縮減に向けた対応(及び資本コストを踏まえた政策保有株式の保有の便益の検証)、指名・報酬に関する透明性の確保等が従来以上に求められている。加えて、自社の資本コストの把握等も行う必要がある。

特に政策保有株式については、資本市場の関心の高いテーマである。CGコード改訂への対応は本年12月末までの猶予があるが、今年の6月株主総会においても、当日の質

疑応答や事前の機関投資家等との対話において、自社の資本コストに対する考え方や政策保有株に関する今後の取組み等について確認される可能性が高い。CG コード改訂を踏まえ、「縮減に向けた自社としての考え方」を整理する必要があると考える。

従来は安定株主等に支えられて形式的な承認の場であった「株主総会」が、外国人株主の増加や国内機関投資家の「物言う株主化」により、「実質的な意思決定の場」に変わりつつある。株主利益の観点から課題等がある議案については、国内外を問わず、機関投資家が反対票を投じ、議案の内容によっては、否決リスクにさらされる状況にある。

資本市場に対し真摯に向き合う為には、自社のガバナンス体制や財務内容、株主還元姿勢等を資本市場目線で今一度見直し、ゼロベースで再検討する必要があると考える。中長期かつ持続的な企業価値向上というゴールは同じでも、至る道筋で株主等と認識の齟齬がある部分については、丁寧な対話を通じて、株主に理解・共感してもらう必要があると考える。必要に応じて、自社の方針・取組み等を臨機応変に変える必要も出てこよう。アクティビスト投資家のみならず、一般機関投資家や、場合によっては政策保有株主も含めた全ての株主が「物言う株主化」する中で、企業は日頃のコミュニケーションを通じた、経営陣や取締役会の「株主との対話力」が試される局面となっている。

－ 以上 －