

2019年8月21日

2019年6月株主総会シーズンの総括と示唆

“株主の「物言う化」”と“資本市場との対話の深化”が進む

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]

- 2019年6月株主総会シーズンの特徴は“広がる株主の「物言う化」”と“資本市場との対話の深化”であった。具体的な注目点としては、①買収防衛策の廃止・非継続企業の増加、②取締役会構成の見直し（独立社外取締役比率3分の1以上、女性取締役の選任等）、③アクティビスト投資家との対話の深化、④機関投資家等の支持を集める株主提案の増加、等が挙げられる。
- 2019年6月株主総会シーズンの主要企業（TOPIX500）における議決権行使の状況を集計した結果を見ると、機関投資家・議決権行使助言会社の議決権行使基準の厳格化を背景に、経営トップ選任議案の賛成率は年々低下している事が確認できた。特に「不祥事企業」、「低ROE企業（ROE5%未満）」、「監査等委員会設置会社・指名委員会等設置会社等において社外取締役比率が3分の1未満の企業」の経営トップの賛成率が対前年比で大きく低下している。
- 2020年6月株主総会シーズンに向けたポイントとしては、「親子上場の在り方（上場子会社のガバナンスの在り方）」、「政策保有株式の縮減」、「低ROE企業の機関設計の見直し」、「東京証券取引所の市場制度改革」が考えられる。機関投資家の上場企業に対する目線が引き続き厳しくなる中で、上場企業には資本市場を意識した経営が今まで以上に求められる。

1. 2019年6月株主総会シーズンの総括

全体総括

2019年6月株主総会シーズンの特徴¹は、“広がる株主の「物言う化」と“資本市場との対話の深化”である。いわゆるアクティビスト投資家や外国人投資家だけでなく、国内の機関投資家においても上場企業に対する積極的な対話等を通じた“物言う化”が進んでおり、上場企業側もそれらの株主・投資家の意見を経営に取り入れるケースが増えてきている。本年株主総会シーズンにおけるポイントとしては、①買収防衛策の廃止・非継続企業の増加、②取締役会構成の見直し（独立社外取締役比率3分の1以上、女性取締役の選任等）、③アクティビスト投資家との対話の深化、④機関投資家等の支持を集める株主提案の増加等が挙げられる。

① 買収防衛策の廃止・非継続企業の増加

まず、買収防衛策の廃止・非継続企業の増加については、年々、資本市場の買収防衛策に対する目線が厳しくなっている。従来の外国人投資家に加え、ここ数年は国内主要機関投資家も買収防衛策の導入・継続に対する目線を厳しくしている。特に本年に関しては、大手信託銀行が買収防衛策の継続議案に対する賛成基準を“取締役会で独立社外取締役が過半数以上”としており、そうした国内機関投資家の姿勢を受けて、買収防衛策の廃止・非継続を選ぶ企業が増加している。2019年6月末時点で331社が導入しているが、前年同期比で57社減少²しており、図表1に示すように減少幅が目立っている。特に主要企業（TOPIX500採用企業）に限ると、買収防衛策を導入し本年有効期限等を迎える企業43社のうち継続したのは11社（株主総会に継続議案を上程したのは9社、取締役会決議で継続したのは2社）に留まっている。

¹ 2019年6月株主総会シーズンを取り巻く政府や機関投資家等の動向については「2019年6月株主総会シーズンに向けた示唆（https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20190510_020783.html）」をご参照ください

² 2018年7月～2019年6月累計で新規導入3社、廃止・非継続60社の前年同期比57社減

(図表 1) 買収防衛策の導入企業数の推移



出所：レコフ社 MARR データより大和総研作成

② 取締役会構成の見直し (独立社外取締役比率 3分の1以上、女性取締役の選任)

次に、取締役会構成の見直しについては、2つのポイントがある。1点目は独立社外取締役比率で取締役総数の3分の1以上の選任、2点目は女性役員（特に女性取締役）の選任である。独立社外取締役比率3分の1以上の選任については、まず昨年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コード（以下CGコード）の原則4-8³において本改訂により従来よりも強い論調で要請されている。また、機関投資家や議決権行使助言会社が図表2に示すように独立社外取締役比率（社外取締役比率）⁴に関する議決権行使基準等を変更していることも上場企業に大きな影響を与えている。例えば、2019年2月より大手議決権行使助言会社の Institutional Shareholder Services Inc.（以下、ISS）が監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社の取締役会には社外取締役比率で3分の1以上を求めており、国内大手機関投資家においても監査等委員会設置会社や指名委員会等設置会社、親会社が存在する上場子会社に対しては独立社外取締役等を3分の1以上求めるように議決権行使基準を変更している。加えて、大手信託銀行が2020年4月以降に上場企業の取締役会の構成において社外取締役比率で3分の1以上を求めることを既に公表している。

その結果、図表3に示すように、独立社外取締役で3分の1以上を確保している上場企

³原則4-8：独立社外取締役の有効な活用「独立社外取締役は会社の持続的な成長と中期企業価値向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分備えた独立外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。」

⁴ 機関投資家によって社外取締役比率3分の1基準に“独立性を求める”場合と“独立性を求めない”場合がある。非独立社外取締役でも取締役会の構成の条件を満たす（経営トップ等に反対票が入らない）が、社外取締役の独立性基準の部分で当該社外取締役に反対票が入るため、多くの企業は独立社外取締役を選任している

業は年々増加している。2019年7月末時点では、上場企業全体で35.9%（前年比+7.8%pt）となっており、企業規模でTOPIX1000までの企業は過半数以上が独立社外取締役で3分の1以上を確保しているなど、既に独立社外取締役で3分の1以上を選任するのが上場会社における1つの目線になっている。

また、女性役員（女性取締役）の選任も進んでいる。CGコード改訂に伴い原則4-11⁵で女性取締役等の確保が求められたことに加え、本年より大手議決権行使助言会社のグラスルイスがTOPIX100の企業に対し女性役員（取締役・監査役・指名委員会等設置会社における執行役）の確保を求めている。また、多くの機関投資家が企業のESG（環境・社会・ガバナンス）への取組みに関心を高める中において、女性活躍の観点から取締役会におけるダイバーシティ確保についても注目している。その結果、主要企業（TOPIX500）においては、図表4に示すように女性役員の選任は73.4%（前年比+11.5%pt）、女性取締役の選任は64.8%（同+13.1%pt）と大幅に増加している。

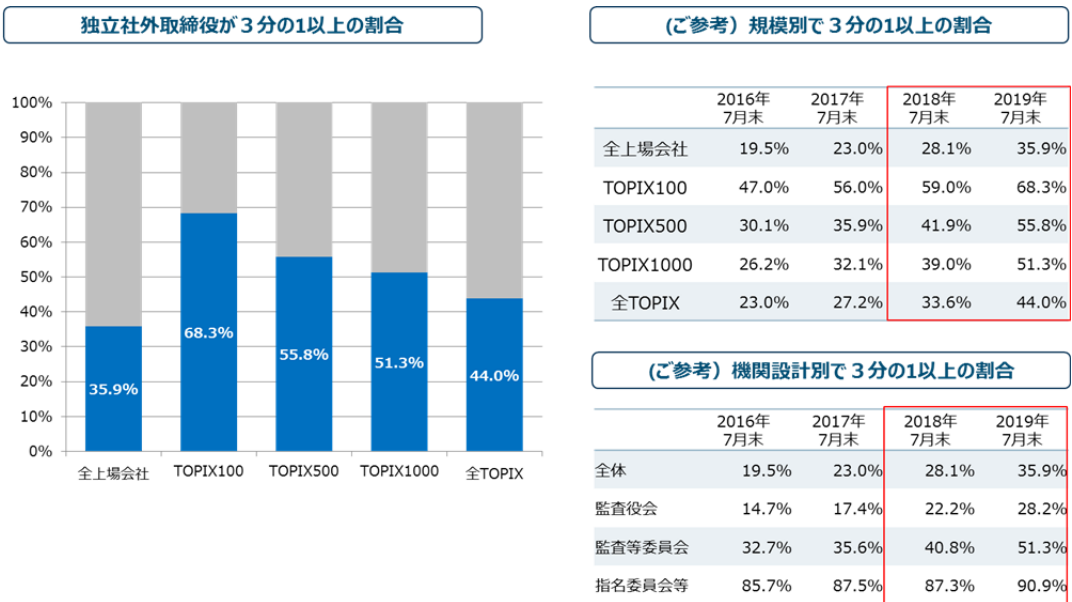
(図表2) 主要な機関投資家・議決権行使基準の議決権行使基準の変更点等

機関投資家の属性	概要
議決権行使助言会社 (ISS)	・ 監査等委員会設置会社・指名委員会等設置会社については、社外取締役比率で3分の1以上が確保できていない場合には、経営トップに反対推奨する。
議決権行使助言会社 (グラスルイス)	・ TOPIX100の企業に対して、女性役員が1人もいない場合は、経営トップもしくは指名委員会等設置会社の場合は指名委員会委員長に反対推奨を行う。（女性役員の範囲は、取締役・監査役・指名委員会等設置会社の執行役）2020年2月以降は対象企業を東証1部・2部企業に拡大する。
大手信託銀行 A行	・ 社外取締役は2名以上必要とし、取締役総数が15名以上の場合、社外取締役は3名以上必要。 ※2020年4月から取締役総数の3分の1以上必要とする。
大手独立系運用機関 B社	・ 社外取締役比率 大企業（日経225採用企業）で社外取締役が3分の1以上いない場合には、取締役会議長（社長または会長）あるいは（判明している場合には）指名委員会委員長に反対推奨。 ・ 女性役員 取締役にも監査役にも女性が1人もいない場合には同様に反対推奨。
大手信託銀行系AM C社	・ 指名委員会等設置会社および監査等委員会設置会社において、独立社外取締役が取締役総員数の1/3以上でない場合、取締役選任に反対。将来的には、上場企業においては、取締役の1/3以上が独立社外取締役で占められることが望ましいと考える旨を明記。
大手証券系AM D社	・ 全ての会社において社外取締役2名以上を求める（従来は直近3期のROE平均が8%未満の会社のみ）。 ・ 支配株主のいる会社について、直近3期のROE平均が8%以上である場合を除き、社外取締役1/3以上（従来は上場子会社において親会社出身の取締役を選任する場合は、独立性の高い社外取締役2名以上）。
大手生保系AM E社	・ 取締役会の構成において、親会社が存在するとき、2名以上、かつ、1/3以上の独立した社外取締役を求めるよう基準を厳格化。
大手金融グループ系AM F社	・ 親会社等がある上場企業の取締役会において、社外取締役が1/3以上いない場合は、取締役選任議案に反対する。

出所：各社公表資料より大和総研作成

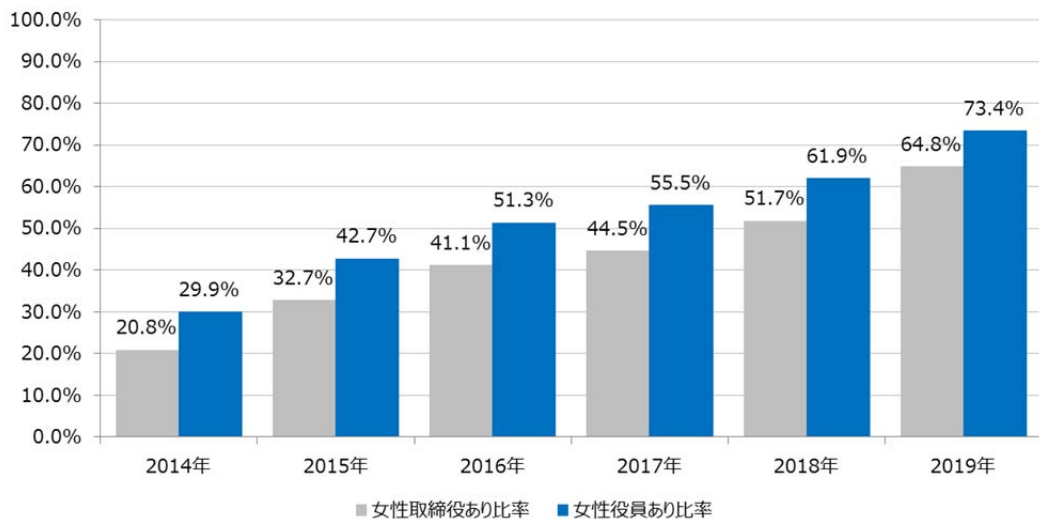
⁵ 原則4-11：取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件「取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。（以下略）」

(図表 3) 取締役会における独立社外取締役比率が3分の1以上の企業割合



注：全上場企業は東証1部・2部、マザーズ市場、JASDAQ市場の合計
 出所：各社のコーポレートガバナンス報告書より大和総研作成

(図表 4) 女性役員（女性取締役）の選任状況（TOPIX500）



注1：女性役員の有無は有価証券報告書の開示より
 注2：役員については、一部企業は執行役・執行役員を含む
 出所：各社の有価証券報告書より大和総研作成

③ アクティビスト投資家との対話の深化

ここ数年アクティビスト投資家は日本の上場企業に対し活発に投資活動をしている。そ

うした中で、2019年6月株主総会シーズンの特徴としては、一部の上場企業がアクティビスト投資家と対話を強化し、アクティビスト投資家の推薦する社外取締役を受け入れる事例が散見されるようになってきている点である。それらの要因としては、①アクティビスト投資家が大量保有（5%超、場合によっては20%超）するケースがあり、株主としての存在を軽視できない点、②一部アクティビスト投資家は長年に亘る対話を通じて、経営陣と信頼関係を構築できている点、③一般機関投資家の“物言う化”が進み、議決権行使基準が厳しくなる中で、経営基盤の安定のためにアクティビスト投資家を味方につける必要がある点、などが考えられる。

また、アクティビスト投資家の推薦する社外取締役の選任に至らないまでも、アクティビスト投資家からの株主提案等に対し、一定の対応をする事例も見受けられる。アクティビスト投資家が大量保有もしくは株主提案を実施している会社においては、アクティビスト投資家や一般機関投資家の目線を意識した対応として、「取締役の任期短縮（2年→1年）」、「資本コストの開示」、「買収防衛策の廃止・非継続」、「資本政策の見直し（自己株式の取得や大幅増配等）」、「役員報酬制度の見直し（TSRを意識した報酬制度）」、「独立社外取締役の増員」等が実施されている。

ある企業ではアクティビスト投資家から「自己株式の消却」を提案された際に、本来であれば「自己株式の消却」は会社法で定められた株主総会の目的事項でないため、当該提案を却下することができたはずだが、当該企業は株主総会の参考書類を含む招集通知に「報告事項」及び「目的事項」に加えて、「参考事項」として株主提案があった旨及び株主総会に上程しない理由、自己株式の消却に対する会社側の考え方を記載しており、アクティビスト投資家の要望を尊重した対応を行っている。

スチュワードシップ・コードで機関投資家の上場企業に対する業績や株主還元、コーポレートガバナンス等に対する目線が厳しくなっており、加えてCGコードで上場企業に求められるコーポレートガバナンスの水準が高くなる中で、上場企業のアクティビスト投資家との関係も、従来の敵対的な関係と言うよりも、共に企業価値及び株主価値向上を目指すパートナーとしての変化に変わりつつあると言える。

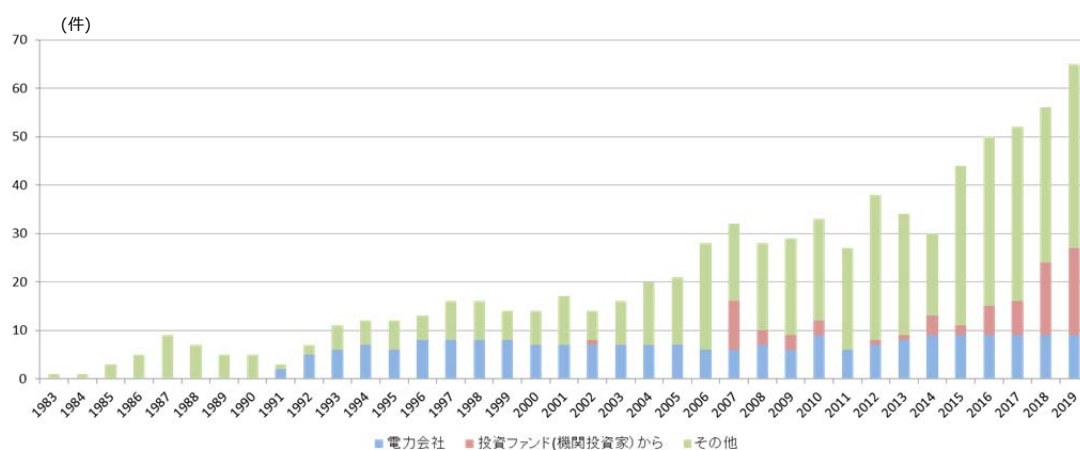
④ 機関投資家等の支持を集める株主提案の増加

近年、上場企業における株主提案は図表5に示すように増加にある。機関投資家からと見られる株主提案数も増加しており、2019年6月株主総会シーズンにおいては、65社・192議案⁶の株主提案があった。本株主総会シーズンにおいては、図表6で示すように一部の議案については国内外の機関投資家が賛成したため、賛成率が50%を超えている議案が見られている。まず金属製品会社の取締役選任議案については、同社の元CEOが取締役選任議案に自分を含む8名（うち2名は会社提案と同一）の株主提案を実施、国内外の機関投資家の支持を得て株主提案候補者全員が可決している。加えて、医薬品会社では、定款一部変

⁶ 大和総研集計、議案数は親議案単位

更においてクローバック条項⁷の採用を求める株主提案が 52.2%の賛成率を獲得している。定款変更議案なので可決には 3 分の 2 の賛成率が必要であるが、大株主同士の内紛企業における株主提案を除くと、株主提案で 50%を超える賛成を獲得するのは非常に珍しく、多くの機関投資家が支持した結果とも言える。また、同じ医薬品会社や非鉄金属会社、電気・ガス業会社で行われた株主提案議案には役員報酬の個別開示を定めるよう定款変更が求められており、賛成率は 43.1%~49.7%と過半数迫る賛成票を集めている。役員報酬のあり方について機関投資家の関心が高まっており、役員報酬の個別開示について機関投資家の支持を集めた結果と言える。

(図表 5) 株主提案の推移 (全上場企業)



出所：各年「株主総会白書」(商事法務)より大和総研作成、2019年は大和総研集計

⁷ 業績連動報酬においてその支給の前提となる業績が不正会計等によって疑義がある場合は、当該部分の返還を会社側が支給対象者に求める事の出来る契約条項

(図表 6) 主な株主提案 (公表賛成率 30%以上の株主提案) (全上場企業)

業種名	議案	内容	公表賛成率	備考 (提案者等)
金属製品	取締役選任	独立社外取締役	94.5%	可決: 会社提案・株主提案同一
金属製品	取締役選任	独立社外取締役	94.4%	可決: 会社提案・株主提案同一
金属製品	取締役選任	社外取締役	64.6%	可決
金属製品	取締役選任	社内取締役	58.7%	可決
金属製品	取締役選任	社内取締役	53.7%	可決
医薬品	定款一部変更	クローバック条項の導入	52.2%	-
金属製品	取締役選任	社外取締役	52.0%	可決
金属製品	取締役選任	社内取締役	51.4%	可決
金属製品	取締役選任	社内取締役	50.8%	可決
医薬品	定款一部変更	役員報酬等の個別開示	49.7%	-
非鉄金属	定款一部変更	役員報酬の個別開示	45.2%	-
電気・ガス業	定款一部変更	役員報酬の個別開示	43.1%	-
陸運業★	取締役選任	社外取締役	41.7%	米国系アクティビスト投資家
陸運業★	取締役選任	社外取締役	40.1%	米国系アクティビスト投資家
卸売業★	定款一部変更	剰余金の配当等の決定機関	38.8%	南米系アクティビスト投資家
輸送用機器★	定款一部変更	取締役会議長は社外取締役とする	37.3%	シンガポール拠点の日系アクティビスト投資家
非鉄金属	定款一部変更	取締役会議長と最高経営責任者分離	36.0%	-
輸送用機器★	定款一部変更	指名委員会等設置会社への移行	35.1%	シンガポール拠点の日系アクティビスト投資家
陸運業★	定款一部変更	指名委員会等設置会社への移行	34.4%	米国系アクティビスト投資家
陸運業★	自己株式の取得		34.1%	米国系アクティビスト投資家
情報・通信業★	取締役選任		33.1%	米国系アクティビスト投資家
建設業★	定款一部変更	資本コストの開示に係る定款変更の件	33.2%	日系アクティビスト投資家
その他製品	買収防衛策の廃止		32.0%	-
機械★	役員報酬	譲渡制限付株式報酬導入	31.8%	米国系アクティビスト投資家
建設業★	定款一部変更	安全衛生管理の徹底	30.1%	香港系アクティビスト投資家

注 1: ★は機関投資家 (アクティビスト投資家) からと見られる株主提案

注 2: 株主提案は金属製品会社の取締役選任議案 8 議案を除き否決

出所: 各社の臨時報告書・招集通知・大量保有報告書等より大和総研作成

2. 2019 年 6 月株主総会シーズンの議決権行使結果

主要企業 (TOPIX500) の 2019 年 6 月株主総会シーズン⁸の 500 社の会社提案の議決権行使結果を集計したのが図表 7 である。議案全体の賛成率は前年比 0.2%pt 低下の 94.6%であった。全体的には高水準であるが、対前年で賛成率が低下した要因としては、機関投資家等の議決権行使基準が厳格化する中で、取締役選任議案等の賛成率が低下したこと等が背景として考えられる。賛成率が最も低い議案は金属製品会社の独立社外取締役の取締役選任議案で、44.4%で否決されている。これは前述した元 CEO による株主提案 (取締役選任議案) により、機関投資家の票が分かれ、会社提案に反対票が集まったことに加え、独立性の観点から議決権行使助言会社が反対推奨した事が影響したとみられる。

買収防衛策議案については 9 社が継続議案を株主総会に上程 (2 社は取締役決議で継続) しており、平均賛成率は 63.3% (前年比-3.3%pt) であった。機関投資家の目線が厳しくなる中で多くの企業が非継続・廃止を選択しており、主要企業において買収防衛策の継続を株主総会に上程する企業は年々減少している。一方で株主報酬に関連する議案は 104 社が上程しており、前年の 57 社より大幅増となっている。CG コード改訂で任意の指名報酬委員会の設置が実質義務化されたことに加え、有価証券報告書で役員報酬制度の詳細な開示が求められるなど、役員報酬のあり方に上場企業の関心が高まる中において、長期インセンティブ報酬として、譲渡制限付株式や信託型等の株式報酬を導入する企業が増えている事

⁸ 主要企業 500 社において 2018 年 7 月～2019 年 6 月に開催された株主総会の議案を集計

が背景にある。

次に経営トップの取締役選任議案について分析を行ったのが図表 8、図表 9 及び図表 10 である。図表 8 は過去 5 年間の主要企業 500 社における経営トップ選任議案の修正賛成率⁹の分布並びに ROE 水準別の平均修正賛成率の時系列推移である。まず、修正賛成率の時系列推移では、年々修正賛成率が 95%以上の社数が低下傾向にある。また、ROE 水準が 5%未満の場合は修正賛成率が他の ROE 水準と比較して一気に低くなっている事が読み取れる。これらは年々、機関投資家が議決権行使基準を厳格化していることが背景にある。

図表 9 は前年比較で経営トップの取締役選任議案の修正賛成率が 10%pt 以上低下した 27 社の一覧である。賛成率が対前年比で大幅に低下した要因としては、「不祥事企業（7 社、他要因との重複あり）」、「監査等委員会設置会社・指名委員会等設置会社等において社外取締役比率が 3 分の 1 未満の企業（同 6 社）」、「低 ROE 企業（ISS の ROE 基準¹⁰に抵触）（同 5 社）」等が挙げられる。

加えて、図表 10 は経営トップ選任議案の修正賛成率下位 20 社である。低賛成率の要因を分析すると、「低 ROE 企業（ISS の ROE 基準に抵触）（11 社）（他要因の重複あり）」、「不祥事企業（4 社）」であった。国内機関投資家の株主総会に上程される取締役選任議案に対する見方が年々厳しくなる中で、株主価値を毀損していると見られる企業の経営トップ選任議案に対しては従来以上に機関投資家等からの厳しい目線が集まっているとみられる。

⁹ 修正賛成率=公表賛成個数÷（公表賛成個数+公表反対個数+公表棄権個数）

¹⁰ ISS は 5 年平均 ROE かつ直近 ROE が 5%未満の場合、経営トップの取締役選任議案に反対推奨を行う

(図表 7) 主要企業の 2019 年 6 月株主総会シーズンの総括

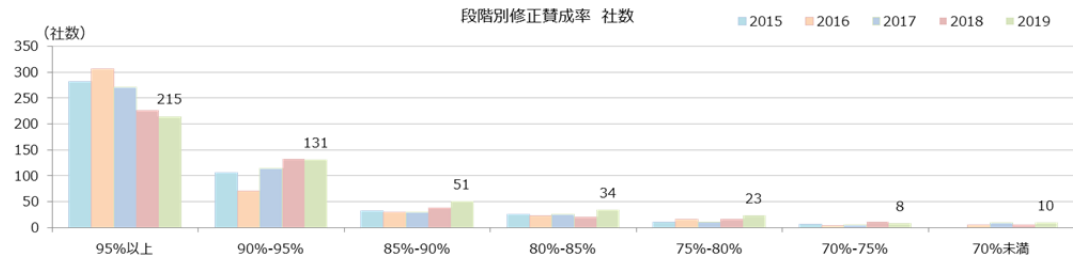
	(ご参考) 2017年			(ご参考) 2018年			2019年				平均修正 賛成率(%)	公表賛成率 最大値(%)	公表賛成率 最小値(%)	最小値の業種
	社数	議案数	賛成率	社数	議案数	賛成率	社数	議案数	賛成率	差引				
定款一部変更	118	119	97.7%	100	100	98.2%	104	107	98.3%	+0.1p	99.2%	100.0%	88.3%	食料品
剰余金処分	360	360	96.9%	355	356	97.5%	354	354	97.5%	+0.0p	98.5%	100.0%	68.9%	電気機器
取締役選任	480	4704	94.9%	476	4557	94.9%	485	4,609	94.4%	-0.4p	95.4%	100.0%	44.4%	
経営トップ	465	465	92.5%	453	453	91.9%	472	473	91.1%	-0.9p	92.0%	99.8%	51.3%	金属製品
社内	477	2980	95.4%	466	2831	95.4%	480	2,692	94.9%	-0.4p	95.9%	99.9%	62.3%	証券、商品先物取引業
社外	58	83	82.6%	51	94	84.3%	48	74	78.8%	-5.4p	79.6%	97.7%	59.7%	化学
社外(独立)	425	1176	95.6%	413	1179	95.6%	443	1,370	95.4%	-0.2p	96.4%	100.0%	44.4%	金属製品
取締役選任(監査等委員)	41	155	92.9%	65	236	94.0%	67	222	93.8%	-0.2p	94.8%	100.0%	63.1%	
社内	34	47	94.9%	56	79	94.8%	47	58	93.8%	-1.0p	94.9%	98.8%	82.1%	卸売業
社外	5	7	77.8%	4	11	91.1%	4	5	78.1%	-13.0p	78.2%	91.5%	63.1%	食料品
社外(独立)	39	101	93.0%	57	146	93.8%	62	159	94.3%	+0.5p	95.3%	100.0%	69.8%	情報・通信業
監査役選任	218	336	92.7%	233	346	93.8%	275	569	94.3%	+0.5p	95.2%	100.0%	58.7%	
社内	126	139	95.4%	142	150	95.2%	187	244	95.7%	+0.5p	96.7%	99.6%	81.8%	建設業
社外	20	24	77.5%	20	20	74.1%	15	19	76.7%	+2.6p	77.3%	90.0%	58.7%	食料品
社外(独立)	136	173	92.6%	139	176	94.8%	210	306	94.2%	-0.6p	95.1%	100.0%	64.7%	非鉄金属
補欠取締役選任	88	93	95.5%	98	104	94.6%	85	89	95.6%	+1.0p	96.4%	100.0%	56.4%	情報・通信業
補欠取締役選任(監査等委員)	15	17	94.8%	23	26	95.9%	23	24	95.8%	-0.1p	96.7%	99.9%	73.8%	電気機器
役員賞与	71	72	95.1%	60	62	94.4%	53	53	95.3%	+0.9p	96.0%	99.8%	69.8%	電気機器
役員報酬	109	146	95.7%	67	103	95.9%	66	85	96.9%	+1.1p	97.8%	99.9%	74.9%	保険業
退職慰労金等	20	21	80.8%	9	12	81.2%	11	12	81.2%	+0.1p	82.0%	94.6%	63.1%	化学
株式報酬	29	36	93.5%	57	63	92.9%	104	115	94.2%	+1.3p	95.0%	99.7%	63.5%	医薬品
買収防衛策	29	29	68.9%	12	12	66.5%	9	9	63.3%	-3.3p	63.6%	74.4%	52.9%	化学
株式併合	63	63	98.1%	12	12	98.7%	1	1	98.8%	+0.1p	99.7%	98.8%	98.8%	情報・通信業
会計監査人選任	10	10	98.9%	5	5	99.1%	5	5	99.0%	-0.2p	99.4%	99.7%	97.0%	医薬品
その他	13	14	88.9%	17	17	93.2%	19	20	98.5%	+5.3p	99.6%	99.9%	96.5%	サービス業
議案なし				1										
全体	499社	6175	94.8%	501社	6,011	94.9%	500社	6,274	94.6%	-0.2p	95.6%	100.0%	44.4%	

出所：各社の臨時報告書、招集通知等より大和総研作成

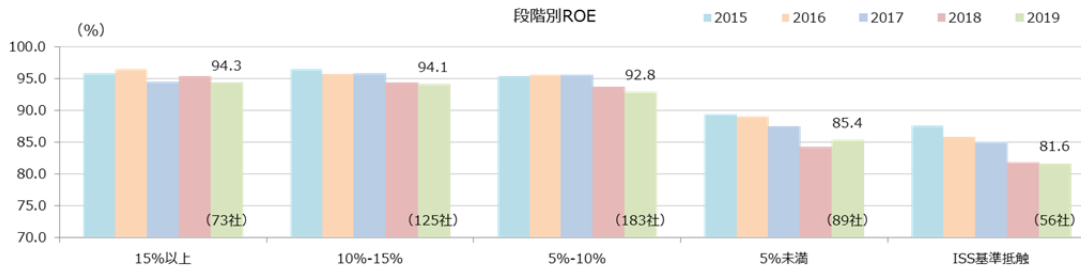
(図表 8) 経営トップ選任議案の修正賛成率の推移

取締役選任議案(経営トップ修正賛成率)の分布

(出所)各社の臨時報告書・招集通知、適時開示情報、Quick AMUSUS等より大和総研集計



取締役選任議案(経営トップ修正賛成率)のROE別分布



(図表9) 経営トップ修正賛成率の変化率(前年比10%pt以上低下した27社)

業種名	2019年 公表賛成率 (%)	2019年 修正賛成率 (%)	修正賛成率 前年比 (%pt)	2018年 賛成率 (%)	2018年 修正賛成率 (%)	直近 ROE (%)	備考
金属製品	51.3	51.3	▲45.8	97.1	97.1	▲9.1	株主提案あり
機械	66.4	66.6	▲29.6	95.7	96.2	12.0	不祥事(不正会計)
輸送用機器	65.9	67.0	▲27.8	93.2	94.8	13.3	不祥事(不正検査)
不動産業	67.5	69.6	▲23.9	92.8	93.5	▲57.2	不祥事(不正品質)、ISSのROE基準抵触
証券、商品先物取引業	61.7	62.5	▲24.7	86.5	87.2	▲3.7	不祥事(業務改善命令)
電気・ガス業	65.3	66.8	▲20.7	84.3	87.5	2.0	ISSのROE基準抵触、社外取締役比率(監査等委員会設置)
陸運業	78.5	78.8	▲18.4	95.5	97.2	12.4	株主提案あり
銀行業	75.1	77.9	▲15.7	90.7	93.6	3.4	ISSのROE基準抵触
小売業	76.5	79.2	▲16.1	89.8	95.2	8.2	社外取締役比率(親子上場)
銀行業	81.9	83.5	▲15.4	95.6	98.9	4.7	不祥事(業務改善命令)
食料品	83.5	84.0	▲13.9	97.3	97.8	11.4	取締役増員、社外取締役比率(親子上場・監査等委員会設置)
機械	82.3	82.3	▲13.7	96.0	96.0	14.7	社外取締役比率(親子上場、指名委員会等設置)
ゴム製品	82.9	84.1	▲13.5	96.7	97.6	6.8	取締役数の増員(6名→8名)
ガラス・土石製品	78.6	79.8	▲13.2	92.1	93.1	10.7	低配当性向(23%)、独立役員数など
小売業	82.1	82.1	▲13.3	95.4	95.4	0.8	ISSのROE基準抵触
パルプ・紙	77.8	77.9	▲12.8	90.6	90.8	6.6	社外取締役比率(2名/17名)、低配当性向(20%)
その他製品	80.1	80.9	▲12.8	93.2	93.7	▲11.2	ISSのROE基準抵触
卸売業	82.3	82.7	▲12.6	94.0	95.3	12.4	取締役増員(6名→7名)、低配当性向(25%)
建設業	80.8	81.3	▲12.9	93.0	94.2	15.5	不祥事(子会社での不正流出事件/不正品質)
電気機器	80.0	80.0	▲12.0	92.0	92.0	5.8	取締役増員(8名→9名)
その他金融業	86.3	86.3	▲12.4	98.7	98.7	-	不祥事・決算延期(有報提出延期)
建設業	82.9	83.4	▲12.1	94.8	95.5	9.9	社外取締役比率(監査等委員会設置)
その他製品	82.4	82.4	▲11.3	93.6	93.7	6.9	社外取締役比率(監査等委員会設置)
情報・通信業	83.9	84.2	▲11.1	94.9	95.3	8.7	社外取締役比率(監査等委員会設置)
その他金融業	81.1	81.5	▲10.9	92.0	92.4	6.2	低配当性向(24%)、業務資本提携先と提携解消など
機械	76.2	76.3	▲10.6	86.8	86.9	10.9	取締役増員(9名→10名)、低配当性向(21%)
電気・ガス業	76.1	76.9	▲10.0	86.5	87.0	0.8	ISSのROE基準抵触

出所：各社の臨時報告書、招集通知等より大和総研作成

(図表10) 経営トップ修正賛成率の下位20社

業種名	2019年 賛成率 (%)	2019年 修正賛成率 (%)	2018年 ROE (%)	3年平均 ROE (%)	5年平均 ROE (%)	ISSの ROE基準	2018年 賛成率 (%)	備考
金属製品	51.3	51.3	▲9.1	2.7	1.5	●	97.1	低ROE (ISS基準抵触)、赤字、株主提案有
情報・通信業	60.6	60.9	3.3	3.7	3.6	●	66.2	低ROE (ISS基準抵触)
不動産業	60.0	61.6	8.9	10.5	9.7	-	-	創業者との内紛
証券、商品先物取引業	61.7	62.5	▲3.7	4.3	5.3	-	86.5	不祥事(業務改善命令)、赤字
その他製品	64.5	64.9	▲3.5	0.5	1.5	●	70.9	低ROE (ISS基準抵触)
機械	66.4	66.6	12.0	11.9	11.1	-	95.7	不祥事(子会社不正会計)
電気・ガス業	65.3	66.8	2.0	2.5	3.5	●	84.3	低ROE (ISS基準抵触)、社外取締役比率(監査等)
輸送用機器	65.9	67.0	13.3	15.5	12.6	-	93.2	不祥事(不正検査)
卸売業	68.7	68.7	4.4	3.7	3.5	●	69.3	低ROE (ISS基準抵触)、大株主にアクティビスト投資家
不動産業	67.5	69.6	▲57.2	▲11.5	▲1.5	●	92.8	低ROE (ISS基準抵触)、不祥事(不正品質問題)
電気機器	70.6	70.6	1.2	▲5.3	▲1.6	●	65.7	低ROE (ISS基準抵触)
医薬品	71.3	70.7	10.4	8.7	8.6	-	74.3	取締役会決議による買収防衛策継続
電気機器	71.1	71.1	15.2	14.7	14.4	-	77.4	キャッシュリッチ企業、低配当性向(11%)
小売業	71.2	71.3	▲11.2	▲2.1	▲0.6	●	79.1	低ROE (ISS基準抵触)
海運業	72.0	72.6	▲8.6	▲15.3	▲7.5	●	79.8	低ROE (ISS基準抵触)
非鉄金属	72.2	73.4	0.2	3.4	6.5	-	75.2	低ROE (過去3期)、アクティビスト投資家が株主(9.4%保有)
その他製品	74.6	74.6	3.6	3.6	3.5	●	75.7	低ROE (ISS基準抵触)、社外取締役比率(3人/16人)
銀行業	73.2	74.9	3.6	3.8	4.0	●	-	低ROE (ISS基準抵触)
建設業	74.9	75.2	6.5	6.8	6.5	-	82.8	取締役増員(12名→13名)、低配当性向(23%)、アクティビスト投資家が株主(9.1%保有)
卸売業	75.8	76.2	6.6	7.2	8.7	-	78.8	取締役会規模、社外取締役比率(監査等委員会設置、5人/19人)

出所：各社の臨時報告書、招集通知等より大和総研作成

3. 2020 年以降の株主総会シーズンに向けた示唆

2020 年以降の株主総会シーズンに向けたポイントとしては、「親子上場（上場子会社のガバナンス）」、「政策保有株式の更なる縮減」、「低 ROE 企業の機関設計の見直し」、「東京証券取引所の市場制度の見直し」が論点になると考えられる。

「親子上場（上場子会社のガバナンス）」に関しては、経済産業省が 6 月に公表した「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針¹¹」において上場子会社のガバナンスの在り方として整理されている。当該実務指針においては、上場子会社においては取締役会における独立社外取締役比率を 3 分の 1 もしくは過半数を確保することを基本とする等が明記され、上場子会社に対するコーポレートガバナンス強化の要請が従来以上に強まっている。特に最近では、上場子会社企業において一般株主の利益と大株主である親会社の利益相反が問題となる象徴的な事例が相次いでおり、機関投資家等が親子上場の在り方（特に上場子会社のコーポレートガバナンスの在り方）を従来以上に厳しく見る可能性が高い。加えて、取引所規則の改正や法制度の改正等¹²も考えられよう。

「政策保有株式」については、CG コード改訂や開示府令の改正により、縮減方針の明確化や取締役会において政策保有株式の保有効果の検証、その検証結果の個別開示が求められるなど、従来以上に政策保有株式の保有に対する見方は厳しくなっている。特に ISS が 2019 年 7 月に、「日本企業に於いては政策保有株式を株主資本の一定割合¹³以上持つ企業の経営陣の再任に対して反対推奨する」という今後の助言方針について意見募集をしており、仮に同様の考え方が具体的な議決権助言方針として採用された場合は、多くの日本企業において政策保有株式の保有量について実質的な上限として意識されることとなる。今まで以上に、政策保有株式の保有の削減が進むと考えられる。

「低 ROE 企業の機関設計の見直し」については、ISS が上記の政策保有株式に関する助言方針と同様に「ROE5%基準を指名委員会等設置会社には適用しない」という助言方針について意見募集を行っている。仮に本助言方針が採用された場合は、構造的な低 ROE 業種（例えば地方銀行セクター等）においては、機関設計の変更も選択肢に入ると考えられる。現在の日本における指名委員会等設置会社の割合は全上場企業の 2.1%¹⁴に過ぎないが、今後、指名委員会等設置会社を選択する企業も増えると考えられる。

「市場制度の見直し」については、金融庁の「市場構造専門グループ」で議論が進められているところであるが、時価総額やコーポレートガバナンス等の多様な視点で新市場の区分が行われると見られる。今回の市場制度の見直しを通じて、多くの経営者にとっては“上場の意味”及び“株価（時価総額）を上げるためにはどうすればよいのか”という事を

¹¹ <https://www.meti.go.jp/press/2019/06/20190628003/20190628003.html>

¹² 例えば、上場子会社の独立社外取締役には“マジョリティ オブ マイノリティ（少数株主のうち過半数）”の確保を求める措置や上場子会社の少数株主が親会社に対し責任を追及できる制度の創設等が考えられる

¹³ 一定割合については、株主資本の 5%、10%、20%が ISS による考えとして提示されている

¹⁴ 2019 年 7 月末時点の東証上場会社 3,639 社の機関設計別の内訳は指名委員会等設置会社 78 社、監査等委員会設置会社 999 社、監査役会設置会社 2,563 社

意識する機会になると考えられる。一部の機関投資家や個人投資家は書簡や株主総会において“市場制度の見直しへの対応（時価総額基準をクリアするための施策）”を会社側に問う事例も出ている。既に一部の企業では、東証1部の上場を実質的に維持し、C市場（いわゆるプレミアム市場）に上場するために、株価向上に向けた社内プロジェクトが発足させている事例もある。日本における多くの上場企業の経営者は、自社の資本コストや株価に対して関心が低いというのが一般的な見方であるが、「市場制度の見直し」を契機に、自社の企業価値について真摯に見つめなおす企業が増えると考えられる。

“株主の「物言う化」”と“資本市場との対話の深化”が更に進む中において、株主総会のあり方も“予定調和的な儀式の場”から、“機関投資家を中心とした一般株主の支持を集める場”に変わりつつある。政策保有株式の縮減が見込まれる中において、多くの上場企業において安定株主の減少ならびに機関投資家の影響の高まりが想定され、従来以上に株主総会が“緊張感ある最高意思決定機関”になると考えられる。株主総会において想定外の事態を発生させないためにも、日頃から機関投資家の議決権行使基準等の動向や自社に対する見方（経営戦略・株主還元方針・コーポレートガバナンス等）を整理したうえで、自社の経営に適宜反映させる必要がある。“株主との対話”が今まで以上に重要になっていくと考えられる。

—以上—