

2018年12月20日 全4頁

2019年以降の株主総会向け議決権行使基準改定動向

政策保有の相手先からの社外役員派遣には反対投票推奨へ

政策調査部 主任研究員
鈴木裕

[要約]

- 議決権行使助言業のISSとグラスルイスが、議決権行使に関する助言方針の改定を公表した。
- ISSは、社外役員の独立性判断基準として、株式の政策保有の相手先会社から派遣される社外取締役、社外監査役については独立性を認めない、という基準を新たに設ける。この基準は2020年2月以降、適用開始となる。また、すでに公表済みであるが、2019年2月以降は、監査等委員会設置会社と指名委員会等設置会社について、社外取締役の割合が3分の1に達していない場合、経営トップの取締役選任議案に反対投票が推奨される。
- グラスルイスは、取締役会のダイバーシティ（構成員の多様性）が不十分な場合に、経営トップまたは指名委員会委員長の取締役選任議案に反対投票を推奨するとの基準の適用範囲を大幅に拡大する方針である。

議決権行使助言業者の賛否推奨基準改定

議決権行使助言業者のISS (Institutional Shareholder Services Inc.)¹とグラスルイス (Glass, Lewis & Co.)²が、2019年以降の株主総会に向けた議決権行使助言方針（以下、助言方針）の改定を公表した。議決権行使助言業者は、株式投資を行う年金基金・投資信託・大学寄付基金などの機関投資家を顧客として、投資先企業の株主総会議案に関する議決権行使について賛成投票・反対投票の推奨を行っている。ISSとグラスルイスの2社で議決権行使助言業のシェアが100%近くであり、わが国の上場会社の株主総会議案においても、この2社の賛否推奨動向は賛否数をかなり変えることがある。

¹ ISS “2019 Asia-Pacific Proxy Voting Guidelines Updates” (Updated December 6, 2018)
<https://www.issgovernance.com/file/policy/latest/updates/Asia-Pacific-Policy-Updates.pdf>

² グラスルイス “2019 PROXY PAPER™ GUIDELINES JAPAN”
http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2018/11/2019_GUIDELINES_Japan.pdf

2017年日本版スチュワードシップ・コード改訂により議決権行使結果の個別開示を求められるようになった結果、同コードに参加を表明している国内機関投資家が、利益相反を管理する目的で助言者を利用する事例が増えているようである。利益相反が疑われるケース、すなわち機関投資家自身の取引先やその親会社等の取引先の上場会社が発行する株式を投資対象としている場合に、そうした取引先への配慮の結果、不適切な議決権行使をすることは、機関投資家に資産運用を委託している顧客への裏切りとなる。議決権行使結果の個別開示によって、どの会社のどの議案に賛成、反対しているかを公表することで、利益相反に陥っているかどうか、外部から見てもわかりやすくなった。そこで、典型的に利益相反が疑われる場合には、助言者を利用するなどして、議決権行使判断の適正さを確保する必要が生じる。事業会社の立場からは、機関投資家の賛否投票に影響を及ぼす助言者の動向に注意する必要があるだろう。

ISSの社外役員の独立性に関する改定内容（2020年2月以降）

ISSは今回、取締役選任議案および監査役選任議案に際して、候補者が株式の政策保有の相手先企業の出身者である場合には、独立性なしと判断する基準を付け加える。ISSは、これまで「大株主である組織において、勤務経験がある」場合に独立性なしとしていたが、今回は株式を保有している相手先、投資先からの社外役員に独立性を認めないとした。政策保有は、相互持ち合いに限らず、いわゆる片持ちの場合も含む。

社外役員の独立性基準の厳格化

2020年2月から、政策保有銘柄企業出身の社外取締役および社外監査役は、独立性がないと判断

- **政策保有銘柄企業の判断には、有価証券報告書掲載の「保有目的が純投資以外の目的である投資株式」を用いる予定。**

(出所)脚注1の資料およびISS Executive Director 石田猛行「日本の2018年株主総会シーズンの総括および2019年ISSポリシー改定」(2018年11月22日)をもとに大和総研作成

① 監査役設置会社

監査役設置会社に関してISSでは、社外取締役であれば足り、独立性は必須としていない。他方、社外監査役については独立性を求めており、社外取締役とは異なる扱いをしている。つまり、今回の新方針は、監査役設置会社の場合、基本的には社外監査役の独立性基準の厳格化だということになる。

ただし、監査役設置会社でも、親会社や支配株主を持つ会社では、株主総会後の取締役会にISSの独立性基準を満たす社外取締役が2名以上いない場合、経営トップである取締役選任議案に反対投票を推奨するとしている。つまり、親会社や支配株主を持つ会社の場合には、厳格化された独立性基準を満たす社外取締役の有無は問われるが、その社外取締役当人の取締役選任議案に反対投票が推奨されるわけではなく、独立社外取締役数が未達であるという理由で、経営トップの取締役選任議案に反対推奨が出るということだ。

なお、親会社や支配株主を持たない会社で、社外取締役が 2 名以上いない場合には、経営トップの取締役選任議案に反対が推奨されるが、ここでは社外取締役であればよく、ISS の定める独立性までは求めている。

② 監査等委員会設置会社

ISS の独立性基準を満たさない監査等委員である社外取締役選任議案には反対投票を推奨するが、監査等委員ではない「それ以外の社外取締役」については、ISS の独立性基準を満たさない場合でも、それを理由に反対を推奨しない、という扱いをする。ここは、監査役設置会社における監査役と平行に考えて、監査等委員には、高い独立性を求めるといことだろう。

③ 指名委員会等設置会社

株主総会後の取締役会を構成する取締役の過半数が独立していない場合、ISS の独立性基準を満たさない社外取締役選任議案には、反対投票が推奨される。取締役 10 名中 7 名が社外取締役で、うち 6 名が独立性基準を満たしていれば、取締役会の過半数が独立しているので、残り 1 名の独立性が認められなくても反対投票推奨とはならない。しかし、取締役 10 名中 6 名が社外取締役で、うち 5 名が独立性基準を満たしていたとしても、取締役会の過半数が独立しているとは言えないので、残りの 1 名の独立性基準が問題視されることとなる。

ISS の取締役会構成基準に関する改定内容（2019 年 2 月以降）

指名委員会等設置会社および監査等委員会設置会社には、社外取締役の割合を 3 分の 1 以上にすることが求められるが、社外であればよく、ISS の定める独立性基準を満たすことは必要とはされない。これは、いま現在の日本で独立性を重視しすぎると、企業が独立性を確保することばかりに注力してしまい、経営経験等の面で資質を十分に備えた候補者であっても選ばれなくなる恐れがあるからだとのことだ。

指名委員会等設置会社および監査等委員会設置会社

株主総会後の取締役会に占める社外取締役の割合が 3 分の 1 未満である場合、経営トップである取締役の選任議案に反対投票を推奨する

➤ **独立性は問わない。**

(出所)ISS「2018 年版 日本向け議決権行使助言基準」をもとに大和総研作成

グラスルイスの取締役会多様性基準に関する改定内容（2020 年以降）

グラスルイス³は取締役会構成について、多様な経歴を有し、その役目に適した経験を持つメンバーを含むべきという考え方を有している。ダイバーシティ自体を役員選任議案の賛否推奨に考慮する基準を 2019 年から適用開始予定であったが、早くも 2020 年から適用範囲を拡大することを決めた。

2019 年から適用が開始される議決権行使助言基準は、TOPIX コア 30 および TOPIX ラージ 70 の構成銘柄についてダイバーシティを考慮要素とする、というものだ。役員に 1 名も女性が含まれていない場合、監査役会設置会社および監査等委員会設置会社では経営トップの取締役選任議案に反対を推奨し、指名委員会等設置会社では指名委員会委員長に反対投票を推奨する。

これを 2020 年以降は、東京証券取引所第一部および第二部の上場企業に適用を拡大する予定だ。ただし従来通り、上場企業側が十分に説明し、今後の対応方針を明らかにしているのであれば、反対投票推奨は見合わせることもあるとしている。

³ 脚注 2 の資料を参照。