

2019年10月16日 全5頁

ISSの議決権行使助言方針改定

2020年以降、親会社・支配株主を有する会社の取締役会に高度の独立性を求める

政策調査部
主任研究員 鈴木裕

[要約]

- 議決権行使助言業最大手のISSが議決権行使に関する助言方針の改定案を公表し、2019年10月18日まで意見を募集している。
- 親会社や支配株主を有する会社での独立社外取締役の数量要件の厳格化が検討されており、適用開始時期について猶予期間を設けるべきか、意見を求めている。
- 株式の政策保有の相手先企業において勤務経験がある者は、社外取締役としての独立性を認めないとする助言方針の改定も検討されている。

議決権行使助言業者の助言方針改定

議決権行使助言業最大手のISS (Institutional Shareholder Services Inc.) が、2020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) の改定案¹ (以下「2020年改定」) を公表し、機関投資家や上場企業からの意見を募集中だ。議決権行使助言業者は、株式投資を行う年金基金・大学寄付基金などのアセット・オーナーや、アセット・オーナーから基金の資産運用を委託されている運用機関、投資信託、保険会社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対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。

議決権行使助言業のシェアは、ISSと同業のグラスルイス (Glass, Lewis & Co.) の2社で100%近くあり、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。特に創業が古く、企業規模も大きなISSは、機関投資家への影響力が大きいようで、ISSからの反対投票推奨を受ける可能性のある上場企業は、その助言方針

¹ Institutional Shareholder Services 「2020年版ISS 議決権行使助言方針 (ポリシー) 改定に関するコメント募集」

<https://www.issgovernance.com/file/policy/proposed-benchmark-policy-changes-2020-Japanese.pdf>

に注意を払っておく必要があるだろう。ISSの助言方針改定は、例年秋頃に公表され、機関投資家等から意見募集を経て、翌年の2月からの適用開始となる。

今年は、2020年改定以外に、適用開始時期を明示せずに、今後あり得る改定として、Global Policy Survey²（以下、“Policy Survey”）も行われている。本稿では、その両方の概要を紹介する。

図表 1 主な議決権行使助言業者

	設立	職員数	顧客数	議案調査企業	日本拠点
ISS	1985年	1,800人以上	約2,000	115か国約20,000社以上の約44,000件の総会議案を分析	有り
グラスルイス	2003年	360人以上	1,300以上	約100か国20,000件以上の総会議案を分析	無し

（出所）各社の公表資料をもとに大和総研作成

2020年から適用開始となる助言方針改定

2020年から適用開始となる助言方針改定については、適用開始に猶予期間を設けるべきかについてなお検討しているものと、すでに適用開始が決定しているものがそれぞれ一つずつある。

① 親会社や支配株主を有する会社での独立社外取締役の数量要件の厳格化

2020年改定では、親会社や支配株主³を有する日本企業（ISS調査対象の日本企業約3,000社のうち、親会社や支配株主を有する企業は400社強あるとのこと）に求められる取締役会の独立性の基準について、独立社外取締役2名以上を求める現行の基準を改定し、取締役の3分の1以上が独立社外取締役であることを求める基準の導入を検討している。ISSは監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社に対して、社外取締役が取締役の3分の1以上であることを求める基準をすでに導入しているが、これを親会社や支配株主を有する企業に拡張しようとするものだ。

取締役や取締役会に関するISSの独立性基準を理解するには、ISSの助言方針では、取締役個人の独立性と取締役会全体の独立性を分けていることを押さえておく必要がある。取締役選任議案の中で、独立性がないと判断された社外取締役個人に反対投票を推奨するのは、監査等委員会設置会社における監査等委員である社外取締役と、指名委員会等設置会社における社外取締役に限定されている。これに対して、監査役設置会社の社外取締役には、独立性は問わない

² Institutional Shareholder Services “ISS Opens Global Policy Survey for 2020” (July 22, 2019) <https://www.issgovernance.com/iss-opens-global-policy-survey-for-2020/>

³ ISSの助言方針における親会社や支配株主は、東京証券取引所の定義 (<https://www.jpx.co.jp/glossary/sa/193.html>) と同一である。

としている。しかし、監査役設置会社であっても親会社や支配株主を有する会社の場合には、取締役会の独立性を問い、取締役に ISS の独立性基準を満たす社外取締役を一定数必須としている。この一定数の基準を今回の改定案では厳格にすることだ。

「社外取締役が最低 2 名いない場合」を「社外取締役の割合が 3 分の 1 未満の場合もしくは最低 2 名いない場合」に改定すると、「3 分の 1 未満」の基準の方に抵触することが多くなるが、「最低 2 名」の基準を残す意味もある。取締役総数が 3 名で社外取締役が 1 名であれば、3 分の 1 以上が社外取締役であるから、「3 分の 1 未満」の基準には抵触しないが、「最低 2 名」を満たさないので、経営トップに反対投票推奨が出ることになる。取締役数が 4 名から 6 名では、「3 分の 1 未満」基準と「最低 2 名」基準で差異はなく、取締役数が 7 名以上になれば「3 分の 1 未満」基準の方が常に厳しい判断になる。

この改定については、内容そのものというよりは、今回の助言方針の適用開始に猶予期間を設けることについて意見を聞きたいということのようだ。親会社や支配株主を有する企業が独立社外取締役を増やすためには時間が必要だとの考えから、適用開始までに猶予期間を設けることが妥当であるか、意見を求めている。意見の募集期間は、2019 年 10 月 8 日から 10 月 18 日までだ。

図表 2 独立社外取締役比率基準の導入

現行	改定案
<p>監査役設置会社</p> <p>親会社や支配株主を持つ会社において、株主総会後の取締役に占める ISS の独立性基準を満たす社外取締役が最低 2 名いない場合、経営トップである取締役</p> <p>経営トップとは通常、社長と会長を指す。</p> <p>指名委員会等設置会社</p> <p>親会社や支配株主を持つ会社において、株主総会後の取締役に ISS の独立性基準を満たす社外取締役が最低 2 名いない場合、指名委員である取締役</p> <p>株主総会後の取締役に占める社外取締役（独立性は問わない）の割合が 3 分の 1 未満の場合、経営トップである取締役</p>	<p>現行基準の次の部分を改定する</p> <p>「社外取締役が最低 2 名いない場合」</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>「社外取締役の割合が 3 分の 1 未満の場合もしくは最低 2 名いない場合」</p>

(出所) Institutional Shareholder Services 「2020 年版 ISS 議決権行使助言方針(ポリシー)改定に関するコメント募集」をもとに大和総研作成

② 株式政策保有の相手先企業での勤務経験のある社外取締役の独立性

今回の改定案とは別に ISS は、2020 年 2 月から、各企業が政策保有目的で保有する株式の発行体で勤務経験がある者には、社外取締役、社外監査役としての独立性を認めず、反対投票を推奨することを決めている。政策保有株式の確認方法は、有価証券報告書掲載の「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」として記載されているかどうかで決める。

前述のとおり、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、2020 年 2 月以降の助言方針では、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が厳格化されるということになる。しかし、親会社や支配株主を有する会社の場合には、取締役会の独立性を評価する基準として一定数・比率の独立社外取締役を要求しており、独立性の判断基準として 2020 年改定が影響してくる。政策保有の相手先での勤務経験のある社外取締役の人数によっては、独立性の数量・比率基準に抵触し経営トップの取締役選任議案に反対投票が推奨されることになるが、社外取締役個人に反対投票が推奨されるわけではない。

監査等委員会設置会社では 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、という扱いになっている。2020 年改定が適用開始となる 2020 年 2 月以降は、政策保有の相手先企業で勤務経験のある者を社外取締役にする場合、監査等委員である社外取締役であれば反対投票が推奨されることになる。

指名委員会等設置会社では、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。

2021 年以降に検討される可能性のある助言方針改定

2019 年 7 月に行われた Policy Survey では、日本に関して次の 2 つのテーマで助言方針改定に関する意見募集が行われた。意見募集の結果（以下、“Survey Results”）は、すでに公表⁴されている。この二つの改定は実装されるか、されるとすればいつごろか、今のところ不明であ

⁴ “2019 Global Policy Survey Summary of Results” (September 11, 2019)

<https://www.issgovernance.com/file/policy/2019-2020-iss-policy-survey-results-report.pdf>

るし、内容も確定しているわけではない。

① 大規模な政策保有株式を保有する企業の経営陣の再任議案に反対投票推奨

Policy Survey では、大規模な政策保有株式を保有する会社の経営陣 (executive directors) の再任議案に反対投票を推奨することを提案し、保有量の基準としては、株主資本 (shareholder equity) の 5%、10%、20%、それ以外のいずれにすべきかについて意見募集が行われた。ISS では、わが国のコーポレート・ガバナンス上の最大の問題の一つが株式の政策保有であると理解されているとの前提に立ち、政策保有の株主は、現経営陣を常に支持するため、他の株主が経営の変化を求めたとしても、政策保有株主によって実現を阻まれてしまい、企業の改革が頓挫することを問題視している。

Survey Results では、こうした助言方針を設けることに投資家の 62%、非投資家 54%が賛成し、反対はそれぞれ 13%と 23%であった。保有量の基準として、10%が適切とする意見が最多 (投資家 32%、非投資家 42%)、次いで 5% (投資家 31%、非投資家 32%) であったとのことだ。

② ROE5%基準を指名委員会等設置会社に適用しない

ISS は、資本生産性が低く (過去 5 期平均の自己資本利益率 (ROE) が 5%を下回り) かつ改善傾向にない場合、経営トップである取締役の再任議案に反対投票を推奨している。ここで、改善傾向とは、過去 5 期の平均 ROE が 5%未満でも、直近の会計年度の ROE が 5%以上ある場合をいう。Policy Survey では、この ROE5%基準を指名委員会等設置会社に適用しないことを提案し、意見を募集した。これは、指名委員会等設置会社にあっては、経営トップの更迭は指名委員会の判断で行うべきとの考え方からきているようだ。

Survey Results では、指名委員会等設置会社を常に ROE5%基準の適用除外とすべきという意見が、投資家 11%、非投資家 33%だった。一方、適用除外とすべきではないとする意見は、投資家 33%、非投資家 7%だった。もっとも多かったのは、その他の追加的な条件を考慮して指名委員会等設置会社を ROE5%基準の適用除外とすべきという意見で、投資家 56%、非投資家 60%であった。追加的な条件としては、投資家も非投資家も、取締役の過半数が独立社外取締役であることを挙げる意見が最も多かった。