

2019年12月23日 全3頁

グラスルイスの議決権行使助言方針改定

2021年以降、過大な政策保有株を有する企業の経営トップに反対推奨

政策調査部
主任研究員 鈴木裕

[要約]

- 議決権行使助言業者のグラスルイスが、2020年以降の株主総会から適用する議決権行使に関する助言方針の改定案を公表した。
- 公表済みの方針以外では、2021年以降、政策保有株式の数量が過大な企業の経営トップの取締役選任議案に反対投票を推奨することが注目点だろう。ISSも同様の改定を検討しており、わが国の機関投資家の判断基準に影響が生じるかもしれない。

議決権行使助言業者の助言方針改定

議決権行使助言業大手のグラスルイス（Glass, Lewis & Co.）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¹（以下「2020年改定」）を公表した。グラスルイスなどの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、グラスルイスと最大手のISS（Institutional Shareholder Services Inc.）の2社でほとんどを占めており、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。グラスルイスは、ISSよりも影響力は小さいと思われるが、株主総会議案について反対投票推奨を受けることを避けたい上場企業にとっては、その助言方針に注意を払っておく必要があるだろう。

¹ Glass, Lewis & Co. “2020 PROXY PAPER™ GUIDELINES AN OVERVIEW OF THE GLASS LEWIS APPROACH TO PROXY ADVICE JAPAN” https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2016/11/Guidelines_Japan.pdf

なお、2020年以降のISSの助言方針については、別稿「ISSの議決権行使助言方針改定」²を参照されたい。

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年以降適用開始となる助言方針改定

グラスルイスの2020年改定は、女性役員を登用していない企業の経営トップの取締役選任議案に反対投票を推奨するという内容だ。また、2021年以降政策保有株式の数量次第でも、経営トップの選任議案に反対投票を推奨するとの方針が示されている。

① 女性役員がいない企業では、経営トップの取締役選任議案に反対推奨

これまで、TOPIX100の企業に女性役員がいない場合、原則として経営トップの取締役選任議案に反対投票推奨が出ていたが、これを2020年以降、東証第一部および第二部の上場企業に広げる。詳細は図表2の通りだが、この方針は、実質的には昨年の方針改定時に発表済みである。

図表 2 女性役員不在企業における取締役選任議案の賛否推奨基準

適用対象企業	東京証券取引所第一部および第二部の上場企業。
反対投票を推奨する状況	女性役員が1人もいない場合、原則として、ジェンダー・ダイバーシティの欠如に責任があると思われる取締役に反対助言をする。
反対投票推奨の対象	監査役会設置会社と監査等委員会設置会社の場合、会長(会長職が無い場合は社長)、指名委員会等設置会社の場合、指名委員会委員長とする。
女性役員の範囲	取締役と監査役のほか、指名委員会等設置会社における執行役。
考慮事項	ただし、その審査の際には、企業のダイバーシティに対する方針や取組みに関する開示内容等を慎重に吟味し、ジェンダー・ダイバーシティの欠如に対する明確な方針や取組みに関する十分な説明を示した企業に対しては、例外として、反対助言を行わない場合もある。

(出所)脚注1の資料及び Glass, Lewis & Co. “2019 PROXY PAPER” GUIDELINES AN OVERVIEW OF THE GLASS LEWIS APPROACH TO PROXY ADVICE JAPAN(日本語版)”をもとに大和総研作成

² 鈴木裕「ISSの議決権行使助言方針改定」(大和総研レポート 2019年10月16日)
https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20191016_021078.html

② 政策保有株式の規模を取締役選任議案の賛否判断に際し考慮要素とする

グラスルイスは、株式持ち合い (cross-shareholding) を日本独特の慣行であり、経営陣を資本市場のプレッシャーから隔離し、経営側の説明責任の低下、不十分な危機管理能力や非効率的な自己資本管理政策等を生じさせていると批判している。これまでも、企業が買収防衛策の導入に加えて、過剰な株式持ち合いを行っている場合、会長（会長職が存在しない場合、社長またはそれに準ずる役職の者）の取締役選任議案に対して、反対投票を推奨してきた。

2020年改定では、2021年以降は、買収防衛策を導入していない場合であっても、過剰な株式持ち合いをしている企業では、原則として会長（会長職が存在しない場合、社長またはそれに準ずる役職の者）の取締役選任議案に反対投票を推奨することとする。過剰な株式持ち合いとは、前年度の開示情報で、純資産 (net assets) の10%以上の政策保有株式 (strategic shares) を有している場合を指す。ただし、企業の政策保有株式に関する方針や実態に関する開示内容を慎重に吟味し、政策保有株式の縮減に関する明確な方針や縮減の進展のトラックレコードを示した企業に対しては、例外として、反対助言を行わない場合もある。

国内機関投資家の判断基準に影響も

このように、グラスルイスの2020年改定では、政策保有株式の数量が大きい場合は、2021年以降、経営トップの取締役選任議案に反対投票を推奨することが決まった。同様の改定は脚注2に示した大和総研レポートで解説した通り、ISSも検討中だ。

ISS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を行った。意見募集の結果では10%を基準とすべきとする意見が最多で、次いで5%であったとのことだ。グラスルイスは「純資産 (net assets)」、ISSは「株主資本 (shareholder equity)」と、用語に違いはあるが、ほぼ同内容と言っていいただろう。ISSの方は、この方針を実施するか未定であるが、グラスルイスが2021年から適用を開始する以上、ISSも実施の方向に傾くと考えたほうがいいただろう。

日本投資顧問業協会の調査³では、日本株の投資残高がある投資顧問業者93社中38社(40.9%)が、議決権行使指図に関し助言業者を活用しているとのことだ。そうした投資顧問業者のほか、投資信託委託会社や信託銀行、生命保険会社など、助言業者の助言方針を参考にしている機関投資家は相当な数に上るだろう。ISSとグラスルイスが、そろって政策保有株式の規模を取締役選任議案の賛否判断の考慮要素に取り入れようとしていることから、国内機関投資家も同様の基準を各社の議決権行使ガイドラインに含めるようになるのではないだろうか。

³ 一般社団法人日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート(第6回)の結果について(2019年10月実施分)」(2019年12月18日)

http://www.jiaa.or.jp/osirase/pdf/steward_eng2019.pdf