

2020年6月25日 全6頁

議決権行使助言業者に対する上場会社の反応

影響力を強める議決権行使助言業者への上場会社からの反論

政策調査部 主任研究員 鈴木裕

[要約]

- 日本版スチュワードシップ・コードの改訂で、議決権行使助言業者向けの行動規範が大幅に拡充されたことから分かる通り、助言業者への関心は高まりを見せている。
- 上場会社による議決権行使助言業者への反論では、判断基準を問題にするものや、事実認識の誤りを指摘するものなど、いくつかの類型がある。
- 上場会社が議決権行使助言業者の賛否推奨を覆すのは困難だが、助言業者を利用する機関投資家の賛否判断に影響を及ぼすことはできる。
- しかし、議決権行使助言業者へ反論する上場会社がまだまだ少数派であるのは事実であり、それには相応の理由がある。

1. 影響力を強める議決権行使助言業者

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、投資先の会社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。日本の上場会社の株主総会議案についても、賛否推奨レポートを作成して、機関投資家に販売している。

こうした議決権行使助言業者の事業内容には、近年、関心が高まっており、2020年3月に改訂された日本版スチュワードシップ・コード（以下SSコード）でも、議決権行使助言業者向けの行動原則が大幅に拡充された。改訂後のSSコードは、新たに原則8、指針8-1～3を制定し、機関投資家向けサービス提供者に関する規定を置いた。議決権行使助言業者は、機関投資家向けサービス提供者であり、上場会社と機関投資家の間に立ち、機関投資家の議決権行使に影響を与えている。SSコードが目指しているのは、上場会社と投資家の実りある対話だが、これを

実現するためには、議決権行使助言業者の業務の適正を確保することが有益だという判断から、改訂によって行動原則の充実が行われたのだろう。

図表： SSコードにおける議決権行使助言業者向け行動原則

- ① 日本拠点の設置を含め、十分かつ適切な人的・組織的体制を整備(指針 8-2)
- ② 透明性を図るため、(人的・組織的体制を含む)助言策定プロセスを具体的に公表(同)
- ③ 企業の開示情報に基づくほか、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換(指針 8-3)
- ④ 「助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保に資する」観点から、助言の対象企業から求められた場合に、下記を行うことを推奨(同)
 - ・当該企業に対して、前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を与えること
 - ・当該企業から出された意見も合わせて顧客に提供すること

(出所) SSコードをもとに大和総研作成

議決権行使助言業は、最大手の ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) とそれに次ぐグラスルイス (Glass, Lewis & Co.) の 2 社の寡占状態で、機関投資家が外部から助言を得ようとするれば、この 2 社のどちらかと契約を結ぶことになる。そのため、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、事業規模も大きい ISS は、機関投資家への影響力が強いようであり、ISS から賛否推奨レポートが発行される上場会社は、その助言方針に注意を払っておく必要がある。

2. 助言内容に反応する上場会社

株主総会に会社側が提出する議案のほとんどは可決され、株主提案のほとんどは否決されるのが通例だが、会社側としては会社側提案に対する反対票を少なくして、株主から信頼される会社だという外観を示したいところだろう。そのため、会社側提案への反対を推奨したり、株主提案への賛成を推奨したりされることがあれば、会社側が反論を出すことも検討しなければならないことがある。そのためには、まず自社の株主総会議案に関して、どのような賛否推奨が出ているかを知らなければならない。議決権行使助言業者による反対投票推奨を会社側が知るのには、証券代行会社や IR コンサルタントからの情報提供によることが多いようである。こうした入手先がない場合やできるだけ早く入手したい場合には、議決権行使助言業者に直接、上場会社側から賛否推奨レポートを請求する方法もある。議決権行使助言業大手の ISS とグラスルイスは、上場会社からの請求があればレポートを送ることとしている。

議決権行使助言業者に対する会社側からの反論は、例年数十件程度あるようで、今年もすでに反論文を公表した会社がある。議決権行使助言業者は、典型的な議案については、あらかじめ賛

否判断基準を策定し、これに事実を当てはめることで賛否を決定している。そこで、議決権行使助言業者の推奨に反論する場合には、判断基準の合理性に関する疑いを指摘するか、事実認定の誤りを指摘することが考えられる。また、反論ではなく、賛否判断の基礎となる事実に関する情報を補足する対応もあり得る。

判断基準の合理性を問題にする場合には、議決権行使助言業者の判断基準が、日本の実情や常識とはそぐわないと主張することになる。もっとも、このような反論を受けたとしても、議決権行使助言業者は、判断基準自体の不合理性は認めないため、賛否推奨判断の見直しを行うことにはならないであろう。しかし、判断基準の不合理性を指摘することで、議決権行使助言業者の推奨レポートを利用する機関投資家の判断に影響を与えて、賛否を覆すことができる可能性はある。

事実認定の誤りを指摘する場合は、助言業者がその誤りを認めれば、推奨内容を修正することになるだろう。多くの上場会社の株主総会議案を読みこなし、適切な賛否推奨に結びつけるには、ある程度の時間が必要だろうが、日本の株主総会は、6月下旬に集中的に開催されるため、一つの会社の株主総会議案に多くの時間を割くのは難しい。そのため、賛否推奨の基礎となる情報の収集が不十分であったり、情報が適時のものではなかったりすることがあり得る。改訂されたSSコードが、前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を与えるよう、議決権行使助言業者に求めているのは、実際にそのようなことが生じ得るからだろう。

議決権行使助言業者は、賛否を判断するのに十分な情報が開示されていない場合には、会社側に不利になるような判断を行うことがある。そこで、会社側から欠けている情報を補足的に公表することで、助言業者の推奨する賛否を変えられる場合もあるだろう。

3. 助言方針の不適切さを指摘する反論

助言方針の不適切さを指摘する類型としては、ISSのROE5%基準に関するものがある。ISSは、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選任議案に反対を推奨する。ここで改善傾向とは、5年平均のROEが5%に達していなくとも直近の会計年度のROEが5%以上ある場合を言う。これに関する反論文は、こうした基準を業種や各社の置かれた環境に関係なく機械的に適用することの不適切さを指摘するものだ。

今年になってよく現れているのは、社外役員の選任議案と政策保有株式の関係する反論文だ。ISSは、2020年2月から、各上場会社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、その選任議案に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ある。

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。

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2月以降は、政策保有の相手先の会社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名が社外取締役に、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名が社外取締役に、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。

政策保有の相手先で勤務経験がある者を社外役員候補者に充てる上場会社は珍しくない。2020年の株主総会ではこれを理由として、ISSからの反対投票推奨が多く出ているようで、上場会社からの反論文もこれを取り上げる例がよく見受けられる。反論文では、政策保有株式はあるが、金額的に小規模なものであることや、政策保有の相手先で勤務経験があったとしても、独立性に問題があるとは思えない事情を説明するということになる。

しかし、助言方針の不合理性を指摘したとしても、議決権行使助言業者が賛否推奨を変えるとは考えにくい。したがって、このような反論文の公表は、それを読む機関投資家等の株主に向けたメッセージだと考えるべきであろう。助言方針を形式的に適用した賛否判断の不適切さを指摘する目的があるのだろう。

4. 賛否推奨の判断の基礎とした事実に関する反論

議決権行使助言業者は、必ずしも最新の情報に基づいて賛否推奨をしているわけではない。公開された情報を主に参考に行っていることから、公表されるまでは利用できない情報があるのは当然だ。上場会社による有価証券報告書の公表時期は、通常、株主総会終了後だ。しかし、この有価証券報告書に議決権行使に当たって考慮すべき情報が含まれている。上述したように、議決権行使助言業者は、各社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、反対投票を推奨している。政策保有の相手先かどうかの確認は有価証券報告書に基づいて行われる。

しかし、例えば2020年6月の定時株主総会で社外取締役候補者が勤務経験のある会社が、政策保有の相手先であるかどうかをチェックするために使えるのは、2019年3月末時点の情報を開示している有価証券報告書だ。2020年3月末の政策保有株式の状況は、2020年6月総会終了

後に明らかになる。そのため、2019年4月以降、2020年の定時株主総会までにその政策保有株式を売却していたとしても、2019年3月末時点の情報をもとにその発行体での勤務経験があれば独立性のない候補者だとして反対投票が推奨されてしまう。

会社側としては、議決権行使助言業者が依拠した情報が古いことを説明することによって、反対投票推奨の基礎とした事実の誤りを指摘できる。こうした反論文を公表する会社も現れている。

情報を追加的に公表する事例もある。議決権行使助言業者は、重要な取引関係がある組織で勤務経験がある者を社外役員候補にすると、独立性に疑義があるとして反対投票を推奨される。ここでは、会社側が取引額は「僅少な」などと形容をすることで、重要な取引関係ではないと説明しようとするところがある。重要な取引関係でないなら、反対投票推奨を免れることができるからだ。しかし、議決権行使助言業者は、「僅少な」という記述では、取引関係の重要性を判断できないとして、判断できない場合は会社側に不利になるような助言をする。そこで、会社側からは具体的な金額を公表することで、反対投票推奨を覆せる場合がある。

5. 有利な推奨の活用

会社提案議案への賛成推奨や株主提案議案への反対推奨は、会社側に有利な推奨であるため、上場会社によって積極的に広報される場合がある。稀なケースであるとは思われるが、買収防衛策導入議案のように、反対投票推奨が多く出る類型の議案に賛成投票推奨が出されれば、それを公表することで、多くの株主から会社側に有利な議決権行使判断を引き出すことができるだろう。特に多くの株式を保有するアクティビストファンドなどの株主グループと対立している場合は、他の株主を会社側に惹きつける必要性は大きくなる。

会社を買収防衛策を導入する目的で株主総会に議案を付議する場合、議決権行使助言業者は非常に厳しい判断を示すのが通例であり、ほぼすべてに反対投票推奨が出されるといいだろう。それだけに稀に賛成推奨となれば、それを株主、特に機関投資家に知らせ、賛成票を増やす材料にしようとする。議決権行使助言業者ほどではないが、機関投資家も買収防衛策導入議案には一般に厳しい判断基準を有しており、賛成票を得るのは難しい。議決権行使助言業者からの賛成推奨は、その判断に影響を及ぼすことができる。

複数の議決権行使助言業者が同じ判断をすることは多いが、異なる判断になるのも珍しくない。そのため、会社側に有利な判断をした助言業者の推奨内容は積極的に広報するが、不利な助言内容は黙殺するという対応を示す上場会社がある。対立している株主グループからは、そのような対応に対する批判的な声も出されている。

6. 反論の要否判断は慎重に

議決権行使助言業者から議案に反対投票推奨を受ける会社は毎年相当な数にのぼる。しかし、

反論する会社はごくわずかだ。

反対投票推奨を受けた会社が反論しない理由はいくつか考えられる。第一に、議決権行使助言業者の反対投票推奨自体を会社側が認識していないということが考えられる。議決権行使助言業者は、通常、株主総会議案に関する賛否推奨の結果を積極的に会社側に知らせるわけではないため、会社側が反対投票推奨を知らないということは十分考えられる。第二に、議決権行使助言業者の推奨に大きな影響力はなく、議案の成否に関係しないと考えれば、反論するまでもない。第三に、反論すると反対投票推奨自体が広く知られることになってしまうことを危惧する場合もあろう。反論しようとするれば、反対投票推奨に言及せざるを得ないが、そうすると議決権行使助言業者の情報にアクセスできない一般株主にも、議案分析のエキスパートとされる議決権行使助言業者が反対投票推奨をしていることが知れ渡るため、これを避けるためにあえて反論しないということも考えられる。

議決権行使助言業者に対する反論を公表することによって、どのような影響が生じるかを慎重に検討したうえで、反論実施の可否を決するべきであろう。