

2020年8月5日 全4頁

# ISS が議決権行使の厳格化を検討、意見募集

## 社外取締役 3分の1 基準、大規模政策保有会社経営トップ再任反対等

政策調査部 主任研究員 鈴木裕

### [要約]

- 議決権行使助言業者最大手の ISS が、今後の議決権行使助言方針に関して機関投資家等からの意見を募集中だ。
- 監査役設置会社に対して、取締役会における社外取締役の比率が 3分の1 未満である場合や、大規模な政策保有株式を保有している会社の場合に、経営トップの再任議案に反対投票を推奨することについて意見を求めている。

## 1. 議決権行使助言業者の助言方針改定

議決権行使助言業者最大手の ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) が、現在“2020 ISS Benchmark Policy Survey”<sup>1</sup>を行っている。その中には、世界中の上場会社に適用される Global Policy 以外に、各国で個々に適用されるローカルな基準についても記されている。日本の上場会社の株主総会議案に関する議決権行使助言方針（以下、助言方針）の改定案（以下、次期改定案）について、3つの点を挙げて現在、機関投資家等からの意見を募集中だ。本稿ではこれを紹介する。

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。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%に近く、わが国の上場会社の株主総会議案においても、この 2社の賛否推奨動向が賛否数をかなり変えることがある。特に創業が古く、事業規模も大きな ISS は、機関投資家への影響力が大きいとみられ、ISS からの反対投票推奨を受ける可能性のある上場会社は、その助言方針に注意を払っておく必要がある。

<sup>1</sup> ISS “2020 ISS Benchmark Policy Survey” (July 29, 2020)

## 2. 次期改定案の概要

次期改定案では、日本の上場会社の株主総会議案に関連して、次の3点で機関投資家等からの意見を募っている。

### ①監査役設置会社における社外取締役の比率

現在、ISSは、監査役設置会社が社外取締役を2名以上選任していない場合、経営トップ（通常、社長や会長を指す）の取締役再任議案に反対投票を推奨している<sup>2</sup>。次期改定案では、社外取締役の比率が3分の1以上いない場合に経営トップの取締役再任議案に反対投票を推奨することが提案されている。ここでは、“outside directors”（社外取締役）であれば足り、独立性までは求めているようだ。

ISSは、既に今年から親会社や支配株主<sup>3</sup>を有する監査役設置会社では、取締役会の独立性の基準について、株主総会後の取締役会に占める、(1)ISSの独立性基準を満たす社外取締役が2名未満の場合、または(2)ISSの独立性基準を満たす社外取締役の割合が3分の1未満の場合、経営トップである取締役の再任に反対するとしている。この場合は、“independent directors based on ISS independence criteria for Japan”（日本に適用されるISSの独立性基準を満たす独立社外取締役）とされ、社外取締役に独立性を求めることが明示されている。

なお、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は、独立性のある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既にISSは導入している。また、監査役設置会社の社外取締役には、親会社や支配株主がいる場合を除き、独立性は問わないとしているが、社外監査役については、独立性基準が適用されている。

次期改定案は、社外役員として社外監査役が複数在任する監査役設置会社に社外取締役を3分の1以上とするように求めている点で、相当厳しい基準である。しかし、国内機関投資家の中には、この3分の1基準を既に自社の議決権行使基準に導入しているところも少なからずある。現在検討中の東京証券取引所（東証）の市場区分の見直しでは、十分な規模の流動性（時価総額）を持つ企業やそうした企業に投資をする投資家のための市場とされるプライム市場（仮称）に上場する企業には、他の市場よりも高いガバナンス水準を備えることが求められる。また、市場区分とは別のTOPIXの見直しで導入される新たなインデックスの構成銘柄に選定される企業には、プライム市場の企業と同様に高い水準のガバナンスが求められることになりそうだ<sup>4</sup>。現在のコーポレートガバナンス・コード（CGコード）では、「独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべき」（原則4-8）とされているが、より高い水準として取締役の3分の1以上を独立社外取締役とするよう求められることはありそうだ。次期改定案は、国内機関投資家の動向やCGコード等による規制動向に合わせた見直しと言えよう。

<sup>2</sup> ISS「[2020年版 日本向け議決権行使助言基準](#)」

<sup>3</sup> ISSの助言方針における親会社や支配株主は、[東証の定義](#)と同一である。

<sup>4</sup> 神尾篤史「[新TOPIXへの採用基準の1つはガバナンスの水準](#)」（大和総研レポート、2020年7月20日）

## ②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

これは、昨年の英語版の Policy Survey<sup>5</sup>で問われたが、日本語版<sup>6</sup>には入っていなかった見直しである。2年連続で同じ意見募集が行われていることと、同業のグラスルイスが同様の基準を2021年から実施することを公表している<sup>7</sup>ことから、ISSも近々実施に踏み切るのではないかとと思われる。

次期改定案では、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、純資産（net assets）または株主資本（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ている。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それが阻まれてしまい、企業の改革が頓挫することを問題視している。

昨年の意見募集の結果<sup>8</sup>を見ると、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。

## ③取締役構成における関心事項

次期改定案での3つ目の意見募集は、取締役会の構成に関して次の3点を挙げ、関心の度合いを高中低の3段階から選択せよというものだ。

- ジェンダーダイバーシティの不足（女性取締役の不在）
- 取締役の過剰な兼任（多くの会社等で役職に就任する事例）
- 社外取締役の在職期間（長期に在職することで独立性に疑わしさが生じる）

いずれも、以前から指摘されてきた問題であるが、ISSは助言方針に反映させていなかった。上場会社の対応に不足や不満を感じている機関投資家やコーポレート・ガバナンス上の課題を扱うコンサルタント等から厳しい意見が出るのではないだろうか。

同業のグラスルイス<sup>9</sup>は、東京証券取引所の第一部市場や第二部市場の上場会社で女性役員が一人もいない場合、監査役会設置会社と監査等委員会設置会社では、会長（会長職が無い場合は社長）、指名委員会等設置会社では、指名委員会委員長の再任議案に反対投票を推奨している。

<sup>5</sup> ISS [“ISS Opens Global Policy Survey for 2020”](#) (July 22, 2019)

<sup>6</sup> ISS [「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」](#)

<sup>7</sup> 鈴木裕 [「グラスルイスの議決権行使助言方針改定」](#)（大和総研レポート、2019年12月23日）

<sup>8</sup> ISS [“2019 Global Policy Survey Summary of Results”](#) (September 11, 2019)

<sup>9</sup> グラスルイス [「2020 PROXY PAPER™ GUIDELINES AN OVERVIEW OF THE GLASS LEWIS APPROACH TO PROXY ADVICE JAPAN 日本語版」](#)

この方針における女性役員とは、取締役と監査役に加え、指名委員会等設置会社における執行役員を意味するとのことだ。取締役の兼任数についても数値基準を設けて、超過する場合には選任議案に反対投票を推奨している。

在職期間の制限については、機関投資家が独自に基準を設ける場合がある。社外取締役や社外監査役について、在職が8年や10年など一定の期間を超えた場合には、独立性が失われると考え、反対投票するようだ。

次期改定案がISSの助言方針に実装されるようになれば、日本の上場会社の株主総会議案に反対票が増えることになるだろうと予想できる。ISSの助言方針は、毎年のように改定され、会社側の対応を難しくしている。例えば独立社外取締役の人数をかつては1名以上とすべきとしたものを2名以上に引き上げ、それをさらに今回、3分の1基準を導入しようとするなど、上場会社にとってはゴールが常に遠のいていくような助言方針改定が続いている。ISSの助言方針は国内機関投資家の議決権行使基準にも強い影響を及ぼしており、上場会社としては、その内容に十分な注意を払い、対応を検討すべきであろう。