

2020年10月6日 全3頁

ISSの助言方針改定案への意見募集結果

社外取締役3分の1基準、大規模政策保有企業経営陣への再任反対等

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していたが、その結果が公表された。
- 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等について賛成意見が多数寄せられたようである。

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、7月29日から行っていた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）¹についての意見募集結果が、9月25日に公表²された。次期改定案では、日本の上場会社の課題として3つの点を挙げていた。

- 監査役設置会社における社外取締役の比率が不十分である場合に経営トップの取締役再任議案に反対投票を推奨
- 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
- 取締役会の構成における関心事項

投資先の会社の株主総会議案に関して、機関投資家向けに賛否の推奨を行って対価を得るコンサルティング事業であ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%に近い。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から反対投票推奨を受ける可能性のある上場会社

¹ 改定案の詳細については、鈴木裕「[ISSが議決権行使の厳格化を検討、意見募集](#)」（大和総研レポート、2020年8月5日）参照。

² ISS “[ISS Announces Results of Global Benchmark Policy Survey](#)” (Sept. 25, 2020)

は、その助言方針に注意を払っておく必要がある。

2. 意見募集結果の概要

次期改定案で扱われた3点について機関投資家等からは、いずれについても助言方針への反映を求める意見が多数派だった。意見募集結果を見る限り、今後、上場会社の株主総会における機関投資家の議決権行使は一層厳しいものとなりそうだ。

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³。次期改定案では、社外取締役の比率が3分の1以上で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ないようだ。

意見募集結果では、投資家の86%、非投資家の79%が社外取締役を3分の1以上にすべきという助言方針の改定に賛成している。

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2020年からは、親会社や支配株主⁴を有する監査役設置会社にも、独立社外取締役の3分の1基準の適用を開始した。

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、相当厳しい基準だといえよう。

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 Survey⁵で問われたが、日本語版⁶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⁷ことから、ISSも近々実施に踏み切るのではないかと思われる。

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

³ ISS「[2020年版 日本向け議決権行使助言基準](#)」（2020年2月1日施行）

⁴ ISSの助言方針における親会社や支配株主は、原則として[東京証券取引所の定義](#)と同一である。

⁵ ISS「[ISS Opens Global Policy Survey for 2020](#)」（July 22, 2019）

⁶ 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](#)」

⁷ 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）

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。

意見募集結果によると、こうした助言方針を設けることに投資家の 69%、非投資家の 51%が賛成し、反対はそれぞれ 12%と 24%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 43%、非投資家 33%) であったが、5% (投資家 23%、非投資家 21%)、20% (投資家 14%、非投資家 21%)、その他 (投資家 20%、非投資家 24%) と 10%基準以外を支持する意見も少なくない。

③取締役会の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。意見募集結果では、優先度が高い (high) との意見が多かった順に、ジェンダーダイバーシティの不足 (投資家 63%、非投資家 45%)、取締役の過剰な兼任 (投資家 59%、非投資家 41%)、社外取締役の在職期間 (投資家 46%、非投資家 36%) だった。

3. 今後の見通し

“2020 ISS Benchmark Policy Survey” は英語で行われており、日本の機関投資家や事業会社の意見が反映されているか、疑問がないではない。実際、例年英語版の後に日本語版での意見募集が行われているのは、日本での意見を反映させる必要があると考えているからだろう。

昨年は、英語版で問われた事項は日本語版に反映されていなかった。しかし、今回は特に政策保有株式について、英語版で 2 年連続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の動向からみて、ISS の助言方針改定はあり得るものと考えておくべきだ。改定に先立って、日本語での意見募集が行われるのではないだろうか。

また、監査役設置会社における社外取締役 3 分の 1 基準も、少なくない国内機関投資家が既に同様の議決権行使方針を有するようになってきていることを考えると、ISS が助言方針に採用するようになっていても不思議ではない。取締役会の構成についても同様だ。

もっとも、助言方針は改定しても直ちに適用するのではなく、1 年程度の周知期間を置いてからということがこれまでもあった。適用開始がいつになるにせよ、反対投票推奨を受けないようにするための対応策は早めに検討しておく必要があるだろう。