

2020年10月20日 全3頁

ISS が助言方針改定案の日本語版意見募集

大規模政策保有企業経営陣への再任反対は当初案よりも緩和

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改定に関する日本語版の意見募集を開始した。
- 先に英語版で行った意見募集とほぼ同様の内容であるが、大規模な政策保有株式を有する会社の経営トップの選任反対に関する基準は、やや緩和された案となっている。
- 今回の改定案については周知期間が設けられ、2022年2月以降の適用開始となる見通しだ。

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、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) について日本語版の意見募集を開始した¹。意見募集期間は10月14日から10月26日までである。7月から行われた英語版での意見募集²の結果が9月25日に公表³されている。日本語版の内容は英語版とほぼ同様で、次の2点について市場関係者からの意見を幅広く求めている。

- 監査役設置会社において取締役の3分の1以上を社外取締役とすることを求めること(2022年2月より適用予定)
- いわゆる政策保有株式を過度に保有する会社の経営トップに反対すること(2022年2月より適用予定)

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,

¹ ISS 「[2021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](#)」 (October 14, 2020)

² ISS 「[2020 ISS Benchmark Policy Survey](#)」 (July 29, 2020)。

³ ISS 「[ISS Announces Results of Global Benchmark Policy Survey](#)」 (Sept. 25, 2020)

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は、その助言方針に注意を払っておく必要がある。

2. 次期改定案の概要

意見募集の対象となっている 2 つの論点は、いずれも既に英語版でも問われており、導入に賛成する意見が多数であった。英語版の多数意見を日本語版でも採用する意向のようにも思えるが、政策保有株式を過度に保有する会社の経営トップに反対する場合の、「過度」と判断する際の基準が、英語版での意見募集結果で多数だった数値よりも緩和された案が提示された。

① 監査役設置会社において取締役の 3 分の 1 以上を社外取締役とすることを求めること

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⁴。次期改定案では、この 2 名以上という基準に加えて、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。ここでは社外取締役であれば足り、独立性は問われない。

英語版の意見募集結果では、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。

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 いわゆる政策保有株式を過度に保有する会社の経営トップに反対すること

次期改定案では、2022 年 2 月以降に開催される株主総会において、いわゆる政策保有株式の過度な保有が認められる場合（政策保有株式の保有額が純資産の 20%以上の場合）、経営トップである取締役の選任に反対投票を推奨することだ。政策保有株式の保有額は、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の貸借対照表計上額を指す。また、企業再編などにより新たにその企業に入社したばかりの経営トップなど例外的な状況においては、反対を推奨しないことも検討されるとのことだ。

英語版の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。政策保有株式の保有が過度であるかの

⁴ 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）

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かった。この点、日本語版の意見募集では、英語版で最多の意見だった 10%基準ではなく 20%を案として採用している。なお、同業のグラスルイスは、2021 年から政策保有株式の保有額が純資産の 10%以上の場合に反対投票を推奨することを決めている。

いわゆる政策保有株式の情報が掲載される有価証券報告書は通常、定時株主総会後に提出されるため、議決権行使の判断に利用する情報は約 1 年前のものとなる。例えば 2022 年 6 月に開催される定時株主総会に際しては、2021 年 6 月に提出された有価証券報告書の政策保有株式の情報を利用することになる。2022 年の株主総会の時点では、2022 年 3 月決算期の有価証券報告書は通常未提出だからだ。2022 年 6 月の取締役選任議案の賛否を決めるに当たって 2021 年 3 月時点の株式保有状況を参照することになり、その間に保有量の変動した場合にどのように考慮されるか、疑問が残る。1 年余りの間に政策保有株式の縮減が進み、20%基準を下回った会社が株主総会前に有価証券報告書以外の手段を通じてその事実を公表した場合、ISS がそれを考慮するか明確ではないということだ。

3. 今後の見通し

政策保有株式の保有量の基準値として、英語版の多数意見よりも緩和された数値を採用していることは、上場各社の立場からは、歓迎されるだろう。しかし、機関投資家からはより厳しい基準を求める声上がるかもしれない。意見募集の結果次第では、基準値の再考もあり得るところだ。

助言方針を大きく変える場合、これまでも ISS は周知期間を置いてきたが、今回も影響の大きさを考慮して 1 年程度の周知期間を置いている。しかし、2022 年から適用開始である以上、悠長に構えることはできない。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。