

2023年11月6日 全5頁

ISS の 2024 年議決権行使助言方針改定動向

ROE 基準の適用再開や ESG 関連議案の賛否基準について意見募集

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- 2024 年の株主総会シーズンに向けた ISS の議決権行使助言方針改定に関する意見募集結果が公表された。
- ROE が 5 年平均で 5% に達していない上場会社の経営トップの再任に反対投票を推奨する方針は、2020 年のコロナ禍以来、適用を猶予してきたが、適用再開を是認する声が多くあった。
- 社外取締役の独立性や、ESG 関連の株主総会議案についての助言方針なども検討対象となっている。
- ROE 基準は影響が大きく、上場会社にとっては適用再開に備える必要がありそうだ。

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.) によって 8 月 29 日から 9 月 21 日まで行われていた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) の改定案についての意見募集結果が、10 月 31 日に公表¹された。日本市場にのみ適用されている ROE (自己資本利益率) 基準に関する改定案は次の通りだ。

- ROE が一定基準に達していない上場会社について、経営トップの取締役再任議案に反対投票を推奨する基準は、新型コロナウイルス感染症の影響を考慮して適用を猶予していたが²、適用を再開する。

この他、グローバルに適用される助言方針の改定のうち、日本の上場会社の株主総会に関連しそうなテーマとしては、次のような検討も行われた。

¹ ISS “[Institutional Shareholder Services Announces Results of Global Benchmark Policy Survey](#)” (2023 年 10 月 31 日)

² 鈴木裕 「[ISS 議決権行使助言方針改定-コロナ禍対応](#)」 (大和総研レポート、2020 年 5 月 13 日)

- 専門職業的なサービスの提供に従事する社外取締役候補者の選任に関する賛否基準
- 環境や社会に関連する株主提案議案に関する賛否基準

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葉のシェアは、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、顧客層が幅広く事業規模が大きな 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。

ROE 基準の適用再開

ISS の現在の助言方針は、資本生産性が低く（過去 5 期平均の 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再任議案に反対投票を推奨するというものである。しかし、新型コロナウイルス感染症の影響を考慮して、2020 年 6 月から、この ROE 基準の適用を猶予してきた。

今回の意見募集では、感染症の現在の状況に鑑み ROE 基準の適用再開の賛否が問われた。結果は、投資家（回答数 192）では賛成 75%、反対 25%、非投資家（回答数 90）では賛成 60%、反対 40%であった。

専門職業的サービス提供者の役職員である社外取締役の選任議案に関する賛否基準

法律、監査、コンサルティングなどのサービスを上場会社に提供している専門職業的サービス提供者に社外取締役が所属している場合、社外取締役として会社との関係を持つだけでなく、専門職業的サービス提供者（の役職員）と顧客という関係も生じる。この場合、現時点の ISS の助言方針は、その社外取締役が会社の経営者側と緊密に協力して意思決定に関与する可能性があるため、独立性が損なわれるとされている。また、社外取締役本人だけでなく、直系親族 (immediate family member) が当該専門職業的サービス提供者の役職員である場合も、社外取締役としての独立性が失われるとしている。ただし、専門職業的サービスの対価が僅少な金額（現在は米国で \$10,000 以下）である場合には、独立性は失われない。つまり、上場会社側へ専門職業的サービスを提供し対価として僅少ではない金銭を受け取っている業者の役職員を社外取締役本人か直系親族が務めている場合、当該社外取締役の選任議案には反対投票が推奨されることになる。今回の意見募集では、その助言方針をどのように調整するかが問われた。

結果は、投資家（回答数 198）の 51%が現在の方針を是とし 25%は僅少な金額の閾値を引き上げるべきだと回答したが、基本的には、投資家は改定の必要性は薄いという意見のようだ。しかし、非投資家（回答数 164）は、現在の方針を是認するのは 27%で、閾値を引き上げるべきと考えているのは、23%であった。非投資家は、社外取締役本人または直系親族が実際に当該上場会社への専門職業的サービス提供に従事もしくは管理している（38%）、または該部署に勤務している（26%）としても独立性に問題を生じるとは考えないと回答している。非投資家の主流的意见は、単に専門職業的サービス提供者の役職員として在籍しているだけで独立性を失うものではないということだろう。これは、専門職業的サービス提供者も多数の役職員を擁しているため、実際には問題となり得る専門職業的サービスの提供に関わりがない場合が有り得るからだ。非投資家の意見は、実際に専門職業的サービス提供に関与しているか、関与する可能性が高い場合には、独立性が失われるが、そうでない場合には問題視すべきではないとの判断だと思われる。

専門職業的サービス提供と社外取締役（または社外監査役）に関連する ISS の日本基準は、「コンサルティングや顧問契約などの重要な取引関係が現在ある、もしくは過去にあった」場合には、独立性を認めないというものだ。グローバル基準では、直系親族が専門職業的サービス提供者の役職員である場合も独立性を失うとしている点で、日本基準よりも厳しい。

環境や社会に関連する株主提案議案に関する賛否基準

環境や社会問題に関連して、会社側に情報開示や行動を投資家が求める動きは、随所で見られるようになったようだ。株主提案が容易に行える米国では、毎年多くの環境や社会問題関連の議案が投資家から提案されている³。日本でも米国ほどの活発さは見られないが、毎年数社に環境や社会問題関連の議案を投資家が提案している。こうしたいわゆる ESG（環境・社会・企業統治）関連の議案についての助言方針はどうあるべきか次のような観点からの意見を求めた。

- ESG 関連の株主提案について、ISS の議決権行使助言方針は、可能な限りグローバルな一貫性を目指すべきか、市場ごとのアプローチを取るべきか。
- ESG 関連の株主提案について重要性（マテリアリティ）をどのように考慮するか。これは、ESG 関連の株主提案について賛否を検討するにあたり、会社の株価や業績に及ぼす影響を重視するか、あるいは環境や社会問題の解決や緩和にどう影響するかを重視するか、またはその双方を重視するか。
- 環境または社会的リスクが会社にとって重要である可能性がある場合（または会社の事業活動とそのリスクとの明確な関連性がある場合）、投資家が会社に期待する適切な行動/開示は何か。

³ 鈴木裕「[アクティビストの道具としての株主提案](#)」（大和総研レポート、2023年2月24日）

- 気候変動等の問題に関して、会社が準拠すべき、または投資家にとって利用価値の高いガイドライン、基準、フレームワークは何か。
- ESG 関連の企業情報開示等の問題が政治的な摩擦を生むようになると会社側が情報開示等に消極的になる可能性が生じるが、これをどのように考えるべきか。現在、特に米国においては、ESG 関連の取り組みが会社の経営陣に期待される利益最大化に反する恐れがある上、機関投資家が投資先企業の ESG 関連の取り組みを投資判断において重視することは、機関投資家の受託者責任に反する恐れがあると指摘する声が高まっている。そうした指摘を受けないように、会社側が ESG 関連の対応に消極的になる恐れがあるが、機関投資家はそうした動向をどのように考えているか。

これら ESG 関連の設問は多いが、投資家と非投資家では多くの点でかなりの意見の相違が見られた。ESG 関連課題についての判断基準は、投資家は、原則的な考え方も具体的な基準の適用もグローバルな一貫性を重視しているが、非投資家では、具体的な基準の適用は市場ごとに行うべきとする考え方が強かった。これはおそらく、ESG 関連の各種の基準設定が活発な欧州の状況と、米国の状況は異なるのだから、別々に考えるべきだという産業界からの意見であると思われる。回答した非投資家のうち 55%が米国内に拠点を置いており、米国外の規制動向を米国の上場会社の株主総会で考慮することに警戒感を高めているようだ。

また、米国における反 ESG の政治的な動向⁴の影響について、投資家は透明性（情報開示）を後退させるべきではないと考えるのが多数だったが、非投資家は情報開示の後退を許容するというのが多数であった。ESG 投資は機関投資家の運用目的である収益の最大化を阻害する恐れがあるため、米国の共和党は ESG 関連の情報開示、特に上場会社に気候変動に関する開示を義務付けようとする動きに対して反発を強めているが、ISS の意見募集結果からは、この問題に対して投資家と非投資家の見解が異なっていることがわかる。

有り得る ROE 基準の適用再開

ISS による今回の意見募集は、米国の ISS 本社のホームページ上で、英語で行われているが、例年英語版の後に日本語版での意見募集が行われることが多い。英語版の意見募集結果が日本語版に必ずしも反映されるわけでもないので、2024 年の株主総会への影響を見定めるのは時期尚早であろう。しかし、ROE 基準については、日本市場に焦点を当てた助言基準改定の提案であり、新型コロナウイルス感染拡大という特殊な要因が緩和されている現在では、適用再開という方針は有り得るものと考えべきだ。また、グローバルな基準のうち、日本への影響が想定されるものについても、いずれは日本に波及にしてくるものであるから、対応策は早めに検討しておく必要があるだろう。

⁴ 鈴木裕「[米国議会の「反 ESG 月間」とその後](#)」（大和総研レポート、2023 年 8 月 3 日）

ISSをはじめとする議決権行使助言業者は、助言方針の策定にあたり、意見募集を継続的に実施しているが、これは専断的な基準策定ではないという外観を作るためであろう。特に助言の利用者である機関投資家の意見をバランスよく取り入れることによって、機関投資家の関心に応えるための議決権行使助言であることを示そうとしているものと思われる。

気になるのは、日本に特化した ROE 基準についての設問があった割には、“Asia-Pacific”からの回答者があまり多くないことだ。実際に日本市場で活動する投資家、非投資家の意見を十分に吸い上げられているか、疑わしくもある。