

2023年11月15日 全5頁

グラスルイスの2024年議決権行使助言方針 改定動向

全ての上場会社に気候変動対策開示を求める意見が投資家の間で強い

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- グラスルイスの議決権行使助言方針の今後の改定に関する意見募集結果が公表された。
- 長期在任している社外取締役には、独立性を認めないとする基準では、取締役就任以前に社外監査役に就いていた場合にはその期間も通算するかどうかが問われた。
- 社外取締役の兼務数については、これまでよりも上限数を引き下げ、厳格に考える方向を支持する意見が投資家の間では強い。
- 気候変動対策に関する情報開示を全ての上場会社は行うべきとする意見が、投資家の間で強く支持されている。
- 経営者自社株保有ガイドラインの内容としては、自社株保有の規模や存在感への関心が高い。

グラスルイスの助言方針改定

議決権行使助言業者大手のグラスルイス (Glass, Lewis & Co. LLC) によって8月から9月にかけて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、11月9日に公表¹された。この意見募集は、今後の各国別助言方針改定の基準点 (ベンチマーク) となるものである。

今回の意見募集は、世界の様々な市場を対象としており、日本の上場会社には関係のないものも多いが、日本市場のみに向けた改定案も含まれている。本稿では日本の上場会社の株主総会運営に影響を及ぼしそうな事項を中心に助言方針に関する意見募集結果を紹介する。

¹ グラスルイス “2023 Policy Survey” (2023年11月9日)

社外監査役・社外取締役の在任期間の通算

社外取締役の独立性について日本市場に向けた意見募集は次の通りだ。

- 在任期間が長い社外取締役の独立性を判断するにあたり、当該社外取締役が以前に社外監査役に就任していた場合の在任期間も通算するべきか。

社外役員の在任期間が長いと、会社経営陣との関係が密接になりすぎ、当該社外役員が独立した立場から発言できるか疑わしくなるため選任議案に反対するという考えもあるが、現在のグラスルイスの日本市場向け助言方針は次のようなものだ。

グラス・ルイスは、役員や取締役会の評価（独立した第三者からの評価も含む）を定期的に行うこと、そして、取締役会での多様な意見や新しい経営戦略のアイデアなどの共有を促すための定期的な役員の交代を強く推奨する。ただし、弊社は、単に年齢や在任期間だけを考慮するのではなく、企業に必要なスキルと経験の分析や、役員そして取締役会の評価の結果を踏まえ、役員構成の改革の必要性に応じた評価をすべきであると考えている。

原則として、年齢や在任期間は、助言賛否の決定において考慮しない。弊社は、役員の任期や年齢に制限を設ける事は、一概に株主の利益につながるものではないと考える。そのような制限は、取締役会がある一定の取締役を退任させるための形式的な理由として利用される事も多々ある。

（出所）グラスルイス「[2023 Policy Guidelines](#)」（日本語版）p. 18

つまり、在任期間のみを理由として社外役員の選任議案にただちに反対投票を推奨することはしないが、役員の独立性を判断する際の考慮要素の一つにはしているということであろう。この在任期間を算定する際に、過去に社外監査役に就任していた場合には、その期間も通算するべきかどうか今回の意見募集では問われた。

監査役設置会社から監査等委員会設置会社に機関設計を変更する場合、社外監査役が社外取締役に就任するケースは多い。この際、社外監査役であった期間を除いて社外取締役就任から在任年数をカウントするのは合理的ではないように思える。社外監査役として経営にかかわってきたことは疑いがないからだ。そこで、社外監査役としての在任期間を通算するという考え方が生まれる。意見募集の結果は、社外監査役就任時から在任期間を通算すべき回答が投資家（回答数 68）では 57.4%、非投資家（回答数 104）では 40.4%だった。通算は不要という回答は、投資家で 36.8%、非投資家では 57.7%であった。

もっとも、こうした社外監査役・社外取締役の在任期間を通算するという考えは、すでに資産運用機関の議決権行使方針の中では一般的と言っていいほどになっている。その上で、在任期間 12 年程度を目安にして、これを超える候補者の再任議案に反対するという方針が資産運用機関の間で広がっている。この点で、社外役員の独立性判断の基準については、グラスルイスよりも資産運用機関の方が形式的で厳格であるといえそうだ。

その他の注目点

この他、今回の意見募集で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。

- 社外役員の兼務数の上限
- 気候変動対策に関する情報開示の要求先の拡張

また、別稿²で記した通り、経営者が自社株を保有することは、経営者と投資家との利害を一致させる上で効果的であると考えられており、経営者自社株保有ガイドラインに関しても次のような意見募集が行われた。

- 経営者に自社株保有を求める規定を評価するにあたり何を重視しているか

社外役員の兼務数の上限

社外役員に期待される役割は、複雑で高度化している。その役割を適切に果たすには、多くの時間を要するため、一定数を超えて社外役員を兼務する社外役員候補者には反対投票が推奨されることになる。グラスルイスの現在の日本市場向け助言方針は、次の通りだ。

グラス・ルイスは、上場企業で業務の執行にたずさわる者（以下、業務執行者）が3社以上、または、業務の執行にたずさわらない者（以下、非業務執行者）が6社以上の上場会社にて、取締役または監査役を兼任する場合、基本的に該当する取締役または監査役の選任に反対助言を行う。

ただし、兼任状況を精査する際、当該取締役または監査役の出席率、企業における役職、選任理由などを考慮した上で、最終的な判断をする。また、基準を超える兼任数であっても、兼任先がグループ会社内（原則：連結子会社と持分法適用の関連会社など）の場合には、当該役員がCEOまたは業務執行を務める企業での議決権行使助言の際、例外的に、過剰な役員の兼任を理由としての反対助言を控えることとする。また、同じグループ会社内にて複数の兼任をしている場合、グループ会社内の兼任数は1社と見なす。

（出所）グラスルイス「[2023 Policy Guidelines](#)」（日本語版）p. 15

意見募集の結果は、現在のグラスルイスの方針をおおむね是認するもので、兼務数の上限を5社以下とするべきという意見が投資家の89.1%、非投資家の92.2%だった。ただし、投資家はやや厳しい見解を持っており、3社以下が最も多くの賛同を集めた。投資家の意見に合わせる方向となれば、今後、兼務数の上限は引き下げられるかもしれない。

² 鈴木裕「[経営者自社株保有ガイドラインの広がり](#)」（大和総研レポート、2023年10月30日）

気候変動対策に関する情報開示の要求先の拡張

グラスルイスは前回の助言方針改定で、気候変動に関する情報開示が不十分な会社に対しては、取締役選任議案に反対投票を推奨するとの基準を導入した³。対象となるのは、Climate Action 100+ (<https://www.climateaction100.org/whos-involved/companies/>) により選定された会社をはじめ、自社の事業に起因して重要な気候変動リスクに晒されている会社だ。これらの会社が気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の勧告に沿って開示を行っていない場合、または著しく不十分な開示である場合、責任を負うべき取締役（responsible directors）に反対投票を推奨する可能性があるという方針だ。

Climate Action 100+に列挙されているのは170社（2023年11月10日）で日本の上場会社11社が含まれている。グラスルイスの方針は、適用対象をこの170社に限定しているわけではないが、適用対象についてどのように考えるべきか意見募集が行われた。結果は、投資家（回答数92）の最多数（33.7%）が、全ての企業がスコープ1（自社が直接排出する温室効果ガス）、2（自社が間接排出する温室効果ガス）、および3（原材料仕入れや販売後に排出される温室効果ガス）の排出削減目標を開示する必要があると回答し、スコープ1、2の開示（スコープ3は含めない）を求める意見が14.1%であった。投資家の半数近くが、明確で比較可能な数値目標の開示を求めているということだ。一方、非投資家の中で最も一般的な回答は、特定の規模の企業や特定の業界のみが目標を示すべきとするものが27.3%だった。投資家と非投資家では、意見にかなりの違いがありそうだ。

経営者に自社株保有を求める規定を評価するにあたり何を重視しているか

経営者自社株保有ガイドラインは、米国では大企業のほとんどが策定済みであり、欧州諸国でも珍しいものではないことは、拙稿で紹介した⁴が、脚注2レポートに記したように日本でも徐々に広がりを見せている。この自社株保有ガイドラインに記載されるどの事項に投資家が関心を持つか、グラスルイスの意見募集では、明らかにされた。

自社株保有ガイドラインには、どのような方法での株式保有であるのか（例えばストックオプションの未行使分を保有株として扱うか）、また保有を継続する期間をどのように定義するかなど、経営者が自社株保有する際のプロセスや開示について様々な規定が設けられている。そのような規定のうち、何を重視するかが意見募集では問われた。

結果は、株式保有ガイドラインに定める保有の規模（size）や存在感（presence）が重要（「非常に重要」と「まあ重要」の合計）であるというのが、投資家と非投資家の一致した意見だった。今後、日本でも自社株保有ガイドラインは広がりを見せると予想できるが、ガイドラインのどこに注目されるかを理解した上で、策定に取り組む際には参考になる情報だろう。

³ 鈴木裕「[グラスルイスの新方針：気候変動開示を考慮](#)」（大和総研レポート、2022年12月23日）

⁴ 鈴木裕「[経営者は自社株を保有すべきか？](#)」（大和総研レポート、2019年1月16日）

2024 年の日本版基準は年内公表

グラスルイスによる今回の意見募集は、米国のグラスルイス本社のウェブサイト上で、英語で行われていた。この結果を踏まえて、暦年の前半に株主総会シーズンを迎える市場については、翌年向けの助言方針が年内には公表される予定だ。温暖化対策に関する開示で投資家が非投資家よりもかなり厳しい意見を持っていることが分かったが、グラスルイスは、この件に関する助言方針を昨年策定したばかりだ。少なくとも 2024 年の助言方針が現行よりも大幅に変わるとは考えにくい。

グラスルイスも ISS⁵も助言方針の改定にあたっては、意見募集を実施するようになったが、これは専断的、恣意的に助言方針を設けているの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。議決権行使助言業者から助言サービスを購入しているのは資産運用機関であるから、投資家側の意見の方が改定には反映されやすいだろう。上場会社としては、投資家が意見募集にどのように反応しているかを見極めて、2024 年以降の株主総会における投資家対応を準備していくべきだと考えられる。

⁵ 鈴木裕「[ISS の 2024 年議決権行使助言方針改定動向](#)」（大和総研レポート、2023 年 11 月 6 日）