

2024年6月18日 全6頁

# 2024年株主総会：静かに増える反対票

社外取締役の増員が続く中で、長期在任や多重兼務が反対理由に

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

## [要約]

- 社外取締役の人数を増やすよう、上場企業に対する要請は続いている。
- 社外取締役の人数を確保するために、いったん選任された社外取締役の多くは続けて再任されることとなるが、長期在任者には独立性に疑いが生じるとして機関投資家は再任議案に反対するようになっている。
- 人数確保のためには、他社の社外取締役に自社にも就任するように依頼することがあるが、これも兼務数の過剰を理由に選任議案に反対票が投じられることがある。
- 女性役員の不在や過少の場合には、経営トップ等の再任議案に反対票が多く出るが、この女性役員の人数に関する議決権行使基準は今後さらに厳しくなるものと予想できる。また、業績基準の数値を引き上げる機関投資家も現れており、上場企業の株主総会運営はますます難しさを増すだろう。

## 長期在任の社外取締役<sup>1</sup>への反対

機関投資家は、上場企業が開示する取締役候補者のプロフィールを読み込み、候補者の適格性を評価し、議決権行使に結びつけている。社外取締役の候補者については、それぞれが考える独立性基準が満たされているかをチェックする。この独立性基準では、メインバンクの出身者や、親会社や主要株主となっている企業での勤務経験者には、独立性を認めないとする考え方が多くの機関投資家で以前から採用されている。また、主要株主ではなくとも、株式の持ち合いがある企業での勤務経験者にも独立性を否定する基準が採用されるようになっている。

独立性基準は多様な観点を含んでおり、様々な理由で社外取締役の独立性が疑われ、機関投資家が社外取締役選任議案に反対している。近年、これまで議案の反対理由として適用されることの少なかった独立性基準である長期在任が、頻繁に適用されるようになっている。社外取締役として長期にわたり在任している場合は、長期在任ゆえに独立性が疑わしくなるという理由によって反対票を受けるといった事例が増えているようだ。

<sup>1</sup> この項と次項（多重兼務）の記述は、社外監査役にもあてはまる。

社外取締役は、2010年を過ぎたころから、増加を続けている。これは、東京証券取引所（東証）の独立役員届出書制度や、コーポレートガバナンス・コード、会社法改正などで、上場企業に社外取締役選任と、増員を求める政策的な圧力が続いているからだ（図表1）。

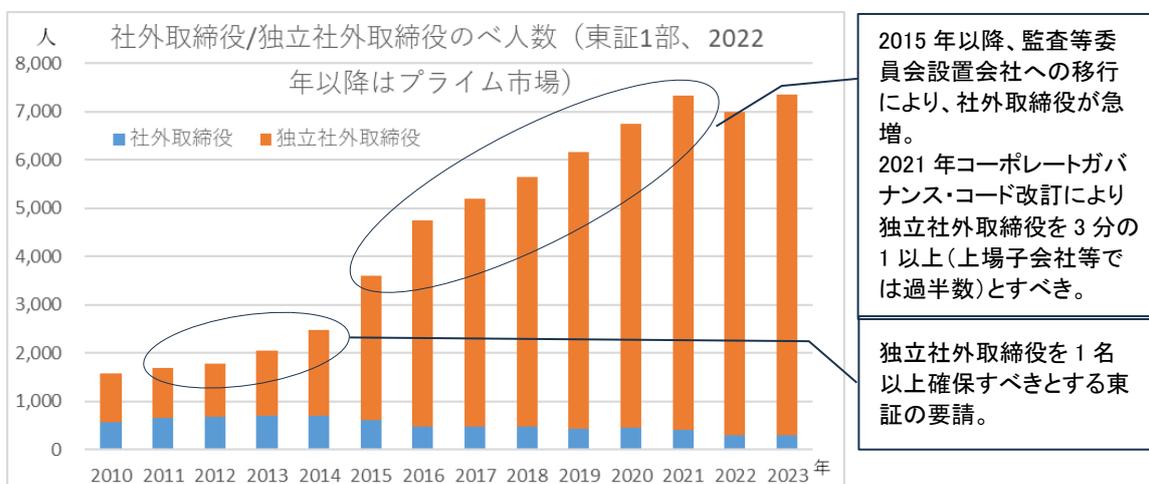
図表1：社外取締役増員を求める規制動向

2010年3月東証	東京証券取引所（東証）が独立役員届出書制度を実施。上場会社に対して独立役員を最低1人は確保することを求める。
2012年5月東証	上場規程に、独立役員として（社外監査役だけではなく）社外取締役を指定するように努めることを実質的に求める努力規定を追加。
2014年2月東証	上場規程を改正し、上場会社に対し独立取締役（取締役である独立役員）を少なくとも1名以上確保する努力義務を課す。
2014年会社法改正	【取締役】社外取締役を置いていない場合の理由開示（実質的に選任を義務化したとの評価も）。監査等委員会設置会社制度を新設。
2015年CGコード策定	【取締役】独立社外取締役の複数選任を求める。
2019年会社法改正	【取締役】（2021年施行）大会社に社外取締役の選任義務化。
2021年CGコード改訂	【取締役】プライム市場上場企業に独立社外取締役3分の1以上の選任を求める。支配株主を有する企業は、独立社外取締役3分の1以上（プライム市場上場企業では過半数）選任するか、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべき。

（出所）各種資料より大和総研作成

2021年までは独立社外取締役を2名以上選任すべきというのがコーポレートガバナンス・コードの要請だったが、2022年からプライム市場上場企業は3分の1以上にせよとなった。3分の1に達していない企業は、コーポレートガバナンス・コードを遵守せずガバナンスに欠陥があると疑われてしまう。機関投資家の議決権行使ガイドラインでも、3分の1基準の採用が急速に進んだ。基準未達の場合には、経営トップ等の取締役選任議案に反対となる。そこで、上場企業は社外取締役を増やしていくこととなる（図表2）。

図表2：増加を続ける社外取締役



（注）東京証券取引所コーポレート・ガバナンス情報サービスを利用して作成。毎年8月1日に集計。

（出所）日本取締役協会「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」（2023年8月1日）より大和総研作成

上場企業の間で社外取締役候補者の需要が高まれば、いったん就任した社外取締役は、人数を確保するために再任を繰り返すことになる。しかし、同じ企業で長期にわたり社外取締役に就いている場合には、経営陣と関係が近くなりすぎ独立性が失われるのではないかと疑う考え方がある。機関投資家の議決権行使ガイドラインでは、こうした考え方が広く採用されており、おおむね 12 年を超えると独立性が失われ、再任議案に反対されるようになってきている（図表 3）。以前は、長期の基準として 20 年や 16 年を採用することもあれば、特に数値基準を明示しないこともあったが、最近の議決権行使ガイドラインの更新では、12 年を長期の目安として採用する例がかなり多くなっているようだ。したがって、2024 年の株主総会では、2012 年までに社外取締役に任じられ、その後再任を繰り返してきた社外取締役候補者に少なからぬ反対票が機関投資家から投げられるだろう。

図表 2 で示した通り、2015 年以降は監査等委員会設置会社への移行によって、社外取締役が急増しているが、このうち移行前の監査役会設置会社で社外監査役に就任していた者が、移行後に監査等委員である社外取締役になった場合には、社外監査役の期間と社外取締役の期間は通算して考えるようである。

図表 3：長期在任社外役員への議決権行使基準の構成

適用対象	×	在任期間	×	その他の考慮事項
取締役・監査役（監査役から取締役へ移行した場合には期間を通算）		12 年程度を目安にして超過する場合に反対投票（期間の明確化と 12 年基準への収斂）		<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 上場市場</li> <li>・ 独立役員届出書</li> <li>・ 会社側からの説明 など</li> </ul>

（出所）各種資料より大和総研作成

この長期在任による独立性の喪失という考え方は、経営トップ等の取締役選任議案へも影響してくる。例えば、企業側のカウントでは、自社の取締役が 10 人で、うち 4 人が独立社外取締役であれば取締役会に求められる独立社外取締役比率 3 分の 1 以上をクリアしていると考えていたとしても、機関投資家側で、4 人のうち 1 人は、独立性が無いとカウントしたとすると、独立社外取締役は 3 人であり、3 分の 1 基準は未達となる。その結果、経営トップ等の取締役選任議案に反対ということになる。

## 多重兼務の社外取締役への反対

社外取締役増員の要請に応じていくと、長期在任が増えるだけでなく、社外取締役を兼務する者も多くなってしまふ。他社ですでに社外取締役に就任しているのであれば、経営陣としての適格性を改めて審査する必要性は薄くなる。独立性に問題がなく、企業経営のスキルがありそうな弁護士や学者を探そうとするなら、他社の社外取締役に声をかけてみるのが近道だ。

人気のある社外取締役には多くの上場企業から声がかかり、数社で兼務する事例も珍しくない。しかし、そのような場合には、取締役として一つ一つの企業に十分な時間を割けるのか、当人の能力を超えて兼務しているのではないかが問題となる。そこで、機関投資家の中には、社外取締役の兼務数に上限を設けて、それを超える場合には選任議案に反対するとの議決権行使ガイドラインを策定しているところがある。長期在任基準ほどではないが、これを採用する機関投資家が徐々に増えてきてい

るようだ。

図表 4：多重兼務社外役員への議決権行使基準の構成

適用対象	×	兼務数	×	その他考慮事項
取締役・監査役		本業以外に4~5社程度を上限と考えて、それを超える場合には、反対投票		<ul style="list-style-type: none"> <li>経営トップなどが他社取締役に就任する場合</li> <li>ダイバーシティとの優先関係 など</li> </ul>

(出所) 各種資料より大和総研作成

## 女性役員の不在、過少を理由とする反対

女性役員が不在、あるいは取締役会の中で一定割合に達していない場合、経営トップ等の取締役選任議案に反対するという議決権行使ガイドラインは、機関投資家の間で広く採用されている。役員としてカウントするのは取締役だけか監査役を含むか、人数や割合の基準はどうか、基準未達の場合誰に反対するか、適用対象の企業をどう設定するか（プライム市場上場の全企業かTOPIX500 構成銘柄かなど）、基準の細部にはかなりの差異があるものの、今やこのような基準を持っていない機関投資家を探すのは難しいほどだ。女性役員が一人もいない企業の経営トップには、かなりまとまった反対が出るようになってきている。

図表 5：女性役員の存否・人数に関する議決権行使基準の構成

カウント対象	×	人数基準	=	反対投票の対象
<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役</li> <li>取締役+監査役</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>1名以上</li> <li>10%以上</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>経営トップ</li> <li>取締役会議長</li> <li>指名委員会委員長 など</li> </ul>

(出所) 各種資料より大和総研作成

この女性役員の人数基準は今後、急激に厳しくなっていくと考えられる。昨年10月の東証の有価証券上場規程改正によって、プライム市場上場企業は、2030年までに女性役員比率30%以上を目指すものとされた(図表6)。

図表 6：東京証券取引所有価証券上場規程改正

<p>プライム市場の上場内国会社における女性役員の選任について、以下のとおり定めるものとします。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>2025年を目途に、女性役員を1名以上選任するよう努める。</li> <li>2030年までに、女性役員比率を30%以上とすることを目指す。</li> <li>上記の目標を達成するための行動計画の策定を推奨する。</li> </ol> <p>※ 上記の女性役員には、取締役、監査役、執行役に加えて、執行役員又はそれに準じる役職者を含むことができるものとします。</p>
--

(出所) 東京証券取引所「女性活躍・男女共同参画の重点方針 2023(女性版骨太の方針 2023)に係る上場制度の整備等に係る有価証券上場規程等の一部改正について」(2023年10月4日)

今のところ女性役員の数基準を1人以上、または10%以上としている機関投資家が多いが、これは、極めて近い将来引き上げられると思われる。議決権行使助言業者のグラスルイスの2024年の方針(“2024 Benchmark Policy Guidelines”)では、現在は「プライム市場上場企業の取締役会には、最低でも10%以上の多様な性別の取締役を求め」としているが、「2026年以降に開催される株主総会からは、プライム市場上場企業の取締役会には、最低でも20%以上の多様な性別の取締役を求め」としている。20%というのは、中途段階にすぎず、東証の上場規程改正を受けて、多くの機関投資家が2030年までには女性役員比率30%以上を議決権行使ガイドラインに含めるようになるだろう。

## 業績基準の厳格化、多様化

機関投資家は、何らかの指標で計測して、業績不振が続く企業に対しては、取締役選任議案に反対するという議決権行使ガイドラインを持っている。使われる指標は、ROE(自己資本利益率)が多いが、TSR(株主総利回り)やDOE(自己資本配当率)のほか会計的利益など様々だ。また、明確に数値を定めることもあれば、市場全体での相対比較や同業他社比較なども用いられており、業績基準は、機関投資家ごとに違いが大きい。そうした中で数値基準としてROE5%というのは、かなり多くの機関投資家が議決権行使ガイドラインで採用している基準だ。

このROE基準を引き上げる機関投資家が少しずつ現れている。これまで、例えば一定年数の平均で5%を下回る場合は経営トップの再任議案に反対としていたものを、8%に引き上げるといったものだ。このような引き上げ方針を数年後から実施するという予告的なガイドライン改定もある。

また、東証がいわゆる「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等」の要請を出して以降、PBR(株価純資産倍率)を議決権行使ガイドライン含める機関投資家が散見されるようになった。PBRが1倍を割れている企業に対しては、取締役選任議案での反対などの対応がとられることとなる。今のところ、PBRを考慮するとのガイドライン改定は珍しいものであるが、今後は広がるかもしれない。

## 高まる否決リスク

社外取締役が急増し始めたころからおおむね12年が経とうとしている。長期在任者は今後ますます増えていき、長期在任を理由とした反対票も増える。社外取締役の増員を政策的に推進してきたため、多重兼務者も現れている。多重兼務を理由とした反対票を生むこととなる。東証の上場規程改正もあり、女性役員の数基準は今後厳格化が進むのは間違いない。一定数の女性役員を選任できていない企業では、経営トップの選任に今まで以上に多くの反対票が集まるだろう。ROE5%以上であれば、機関投資家を満足させられると考えていいのはあと数年だけだ。

機関投資家は、これまで以上に取締役選任議案に反対票を多く投じるようになるだろう。しかし、反対票を出している機関投資家は、否決しようとしてまで考えているのだろうか。業績やガバナンスへの取り組みに関する不満感を出すために反対票を投じているのであり、否決まで望ん

でいるわけではないという話を聞くこともある。社外取締役の一人が在任 12 年超であるため取締役会の独立社外取締役比率が 3 分の 1 に満たないからといって、経営トップは企業経営から身を引くべきだと考えている機関投資家はどれほどいるのだろうか。

しかし、今のまま反対票が膨らんでいけば、否決する気のない反対票が積み上がり、思わぬ否決事例が生じるかもしれない。そのとき、経営トップを選び直す混乱は、株価にポジティブに作用するとは考えにくい。否決リスクの高まりは、上場会社に安定株主づくりへの取り組みを促すかもしれないが、今や株式持ち合いや金融機関による株式の政策保有は非難的だ。上場企業は改めて、経営に肯定的な株主層の開拓という古い課題に向き合っていかなければならないだろう。