

2025 年 10 月 3 日 全 3 頁

議決権行使における取締役兼務数基準の今後

ISS の意見募集結果：「投資家」は積極的だが、会社側には不満

政策調査部

主席研究員

鈴木 裕

[要約]

- 議決権行使助言業者の ISS が、来年以降の株主総会議案に関する議決権行使助言基準の改訂について、意見募集の結果を公表した。
- 取締役が他社の取締役等を兼務する場合、兼務数に上限を設ける等の助言基準の新設など、日本の上場会社の株主総会にも影響を及ぼしそうな内容も含まれている。
- しかし、兼務数上限基準を設けることについて、資産運用業者などの「投資家」からは肯定的な回答が多いが、上場会社などの「非投資家」からは、そのような基準は不要だとする回答も少なくない。

ISS が取締役兼務数に関する助言基準の導入を検討

すでに拙稿¹で述べた通り、議決権行使助言業最大手の ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) が、非執行取締役 (non-executive directors) や CEO が他社でも役職についている場合、兼務数が過剰であるとして取締役選任議案に反対投票を推奨する基準の導入を検討している。グローバル基準の改訂事項の 1 つであるが、改訂されれば、今後の日本の上場会社の株主総会に大きな影響を与える可能性のあるものだ。改訂案に関して、資産運用業者や上場会社からの意見を受け付けていたが、このほどその意見の概要が公表された²。

議決権行使助言業者は、株式投資を行う年金基金・大学寄付基金などのアセット・オーナーや、アセット・オーナーから基金の資産運用を委託されている運用機関、投資信託、保険会社などの機関投資家を顧客として、投資先の会社の株主総会議案に対する議決権行使について賛成投票・反対投票の推奨を行っている。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% に近く、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 からの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。

兼務数基準に対する対立する見解

意見募集には、「投資家」(“Investor”) から合計 165 件の回答があった。「非投資家」(“Non-Investor”) からの回答は合計 83 件だった。「投資家」のうち、115 件がアセット・マネージャーで、39 件がアセット・オーナーだった。「非投資家」は、57 件が上場会社 (“Public Corporation”) で、16 件が上場会社向けにコンサルティング等を提供する業者だ。なお、設問ごとに回答者数は異なる。

株主総会議案の賛否判断に当たり、取締役の兼務数基準の新設の要否や、その数値基準の目安については、「投資家」と「非投資家」の間で大きな隔たりがあった。非業務執行取締役 (日本では社外取締役が相当する) に関して、上場市場における規制等で上限が存在しない場合、適切な兼任数の上限はどれかという質問に対して、5 つが上限を選んだのは、「投資家」で 26%、「非投資家」の回答者は 19% だった。4 つが上限であると回答したのは、「投資家」で 25%、「非投資家」は 22% だった。これだけ見ると資産運用業者とそれ以外の間に大きな差異は無いように見えるが、「一般的な上限は設けるべきではなく、各取締役会が適切と考える基準を自主的に判断すべきである」という選択肢は、「非投資家」の 38% が選んだのに対して「投資家」ではわずか 9% にとどまった。

CEO の兼務数についても同様に、「投資家」と「非投資家」の考えは大きく異なる。CEO が自

¹ 鈴木裕「[ISS が取締役兼務数基準の導入を検討](#)」(大和総研レポート、2025 年 7 月 31 日)

² ISS “[Institutional Shareholder Services Announces Results of Global Benchmark Policy Survey](#)” (2025 年 9 月 22 日)

社以外で取締役を兼務することについて、「投資家」の 55%が「1つが上限」と答えたのに対して、「非投資家」では「CEO に対して一般的な上限は設けるべきではなく、各取締役会が適切と考える基準を自主的に判断すべきである」という回答が 39%と最も多かった。

図表 1 非業務執行取締役の兼務数

上限	投資家(回答数 161)	非投資家(回答数 69)
6 つまで	4.35%	2.90%
5 つまで	26.09%	18.84%
4 つまで	24.84%	21.74%
3 つ以下	16.77%	5.80%
上限設定に反対	8.70%	37.68%
場合による/その他	19.25%	13.04%

(出所) 脚注 2 の資料 p. 16

図表 2 CEO による自社以外での兼務数

上限	投資家(回答数 160)	非投資家(回答数 60)
2 つまで	22.50%	14.93%
1 つまで	55.00%	34.33%
上限設定に反対	8.75%	38.81%
場合による/その他	13.75%	11.94%

(出所) 脚注 2 の資料 p. 17

広がりを見せる兼務数上限基準

ISS はこれまで取締役の兼務数を理由として反対投票を推奨する基準を設けていなかったが、少なからぬ資産運用業者は、兼務数に関する議決権行使方針を設けるようになっている。脚注 1 のレポートで紹介した通り同業のグラス・ルイスは、グローバルに適用する兼務数基準をすでに設けている。

「非投資家」（多くは上場会社）は、兼務数基準を設けることに積極的ではないとしても、議決権行使助言業者の顧客の多くは「投資家」であるから、顧客の要望に応える形で兼務数基準を設けるだろう。議決権行使助言業の大手 2 社が兼務数基準を導入することになれば、国内外の機関投資家の間での兼務数基準を設ける動きはさらに加速するものと考えられる。