

2015年12月7日 全4頁

# 2016年株主総会向け議決権行使方針動向

## 議決権行使助言業者の新方針は、社外取締役の複数選任が焦点に

金融調査部 主任研究員  
鈴木裕

### [要約]

- 議決権行使助言業者の2016年株主総会向け助言方針が公表された。
- 会社法改正やコーポレートガバナンス・コード策定を受けて、社外取締役の導入が進んだが、新たな助言方針では、社外取締役の複数選任を定めるなど、上場企業には一層の対応が求められそうだ。
- 過去の否決事例では、議決権行使助言業者の影響があると考えられるものが少なからずあり、上場企業側には、助言方針の改訂内容を踏まえた対応が必要かもしれない。

### 議決権行使助言業者が2016年の助言方針を公表

議決権行使助言業の最大手ISS (Institutional Shareholder Services Inc.)<sup>1</sup>ともう一つの大手業者であるグラスルイス (Glass, Lewis & Co., LLC)<sup>2</sup>が、2016年の株主総会に向けた議決権行使助言方針の改訂を公表した。議決権行使助言業者は、株式投資を行う年金基金・投資信託・大学寄付基金などの機関投資家を顧客として、投資先企業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。

大手の機関投資家であっても、世界中の投資先企業の株主総会議案を読みこなして適正に賛否を決し、議決権行使に結び付けるのは容易ではない。しかし、投資先企業に対する議決権は、受託者である機関投資家が年金制度加入者等の委託者から預かった資金で購入した株式に付随するものであるから、適正に行使すべきである。そこで、機関投資家に対して議決権行使の助言を行い、対価を得ることがビジネスとなり得る。

<sup>1</sup> ISS “2016 Asia Pacific Proxy Voting Guidelines Updates”

<http://www.issgovernance.com/file/policy/2016-asia-pacific-policy-updates.pdf>

ISS “Executive Summary Proxy Voting Guideline Updates and Process”

<http://www.issgovernance.com/file/policy/executive-summary-of-key-2016-updates-and-policy.pdf>

<sup>2</sup> グラスルイス “Guidelines 2016 Proxy Season”

[http://www.glasslewis.com/assets/uploads/2015/12/2016\\_GUIDELINES\\_Japan.pdf](http://www.glasslewis.com/assets/uploads/2015/12/2016_GUIDELINES_Japan.pdf)

米国では機関投資家向けに議決権行使に関する助言を行うコンサルティング業者が幾つも設立されてきたが、業者同士の経営統合が進み、現在は ISS とグラスルイスの 2 社が、議決権行使助言葉の 97% を支配する有力な業者となっている<sup>3</sup>。この 2 社は、日本の上場会社の株主総会議案の分析を行っており、個々の議案について、理由を付けて賛成・反対の投票を推奨している。

## 社外取締役の選任が焦点に

助言業者は、毎年のように助言方針の改訂を行い、冬になると次期株主総会シーズンの方針を公表している。今回の日本企業の株主総会に関する助言方針の改訂では、近年のコーポレートガバナンス・コードの策定や会社法改正でもテーマの一つとなった社外取締役の選任に対する関心が示されている。

今回の助言方針の主な改訂点は次の通りである。

図表 1 議決権行使助言業者の助言方針の主な改訂点

ISS	
取締役会の構成(既に2015年方針の中で公表済み)	2016年2月より、総会後の取締役会に複数名の社外取締役がいない場合、経営トップである取締役の選任議案に反対投票を推奨する。(現行基準:一人も社外取締役がいない場合)
買収防衛策	取締役会は、ISS 基準に基づき独立しており、かつ出席率に問題のない社外取締役が取締役の <u>3分の1</u> 以上(かつ2名以上)を占めること。(現行基準:5分の1)  買収提案を評価する特別委員全員が ISS 基準に基づき独立しており、かつ出席率に問題のない社外取締役もしくは社外監査役であること。(現行基準への付加)  招集通知が総会の <u>4週間</u> 以上前に証券取引所のウェブサイトに掲載されていること。(現行基準:3週間以上前に発送)
グラスルイス	
社外取締役の独立性基準	取締役と会社との取引額が次の基準を超過するときには、独立性を認めない。  取締役個人が、取締役固有の業務以外のサービス提供(専門性を問わない)を行った対価の場合には、500万円。  当該取締役が所属する専門的なサービス(法律、コンサルタント、投資銀行業など)提供者への対価の場合には、1200万円。

(出所)ISS、グラスルイスのホームページをもとに大和総研作成

<sup>3</sup> James K. Glassman and J. W. Verret “HOW TO FIX OUR BROKEN PROXY ADVISORY SYSTEM” (April 16, 2013)  
[http://mercatus.org/sites/default/files/Glassman\\_ProxyAdvisorySystem\\_04152013.pdf](http://mercatus.org/sites/default/files/Glassman_ProxyAdvisorySystem_04152013.pdf)

社外取締役選任に関する助言方針は、会社の設立形態や支配的な株主の有無によってさらに細分化されている。社外取締役の候補者が出ている場合には、その独立性を吟味するのは当然だが、候補者が出ない場合や候補者数が少ない場合には、個々の社外取締役の独立性を吟味するだけでなく、十分な人数の社外取締役を候補者に出そうとしない経営トップや取締役会議長の再任に反対することになる。

ISS の場合は、監査役設置会社の場合、社外取締役が 2 人以上いないならば、経営トップの取締役選任議案に反対する。ただし、その会社に支配的な株主がいる場合には、単に社外取締役であるだけでは足りず、ISS の定める独立性基準を満たしていなければならない。監査等委員会設置会社の場合には、監査役設置会社の基準に加えて、監査等委員となる社外取締役は、ISS の定める独立性基準を満たしていなければならない。

一方、グラスルイスでは、監査役設置会社には、2 名（または 20%）以上の独立社外取締役の選任を求め、これに満たない場合には、取締役会議長の取締役再任に反対を推奨する。支配株主がいる場合には、ISS とは対照的に支配株主による経営が株主の意向に沿うものである可能性があるから社外取締役に独立性を求めないこともあり得ると示唆する。とはいえ、これは例外的なものであり、通常は独立性を必須とするようである。

## 備えは必要

助言業者の影響力が小さいのであれば、助言方針の改訂に関心を払う必要はないだろうが、株主総会における投票の賛否をかなり大きく動かしている可能性がある。2011 年の米国における研究によれば、ISS が 25%程度、グラスルイスが 5%程度の票の行方を左右しているのではないかとの示唆がある<sup>4</sup>が、影響力はそれほど大きくはないという調査もあり、数量的に明確化することは難しいようである。

図表 2 議決権行使助言業者の助言が否決結果をもたらしたと考えられる事例

2005 年	ファナック	定款変更: 授権資本枠の拡大
2005 年	横河電機	定款変更: 授権資本枠の拡大
2005 年	東京エレクトロン	定款変更: 授権資本枠の拡大
2006 年	任天堂	定款変更: 配当決定権限を取締役に委譲
2006 年	アーク	定款変更: 取締役・監査役の賠償責任限度の設定
2006 年	日本アジア投資	定款変更: 配当決定権限を取締役に委譲
2007 年	富士フイルム	定款変更: 授権資本枠の拡大
2009 年	アルプス電気	定款変更: 株主の権利行使に関して株式取扱規程に定める
2011 年	ニフコ	(補欠) 監査役選任
2014 年	カブコン	買収防衛策継続

(出所) 大和総研作成

<sup>4</sup> “Say on Pay 2011: Proxy Advisors On Course for Hegemony” New York Law Journal (2011 年 11 月 28 日) [http://www.lw.com/upload/pubContent/\\_pdf/pub4467\\_1.pdf](http://www.lw.com/upload/pubContent/_pdf/pub4467_1.pdf)

日本でも、社外取締役を一人も選任していない企業の経営トップへの反対票が増えており、これは助言業者の推奨の影響であると考えられる。過去には、助言業者の推奨が会社側提案議案の否決をもたらしたと考えられる事例もある（図表2）。

授權資本枠の拡大は、支配権の変動を伴う新株発行を可能にする恐れがあることから、一種の買収防衛策であるとの批判があったため、反対されることが多かった。この表に記した他にも2007年の東京鋼鐵や2008年のアデランスHDなどで会社側提案議案が否決される例があるが、支配的な株主と経営陣の対立という構図だ。助言業者の推奨を参考にする可能性がある機関投資家からの反対票が集積した結果の否決と言うわけではない。否決事例において助言業者の推奨に従った議決権がどの程度の数量であったかは明確ではない。しかし、助言業者の判断と同一の方向に多くの票が動いているように見えることは否定できないのであり、否決事例の背後に助言業者の反対投票推奨があるという推測は可能だろう。

助言業者が株主総会議案の成否に影響を及ぼすようにも見えるが、2014年に策定された日本版スチュワードシップ・コードによれば、機関投資家の議決権行使は、「自らの責任と判断の下で」行うべきとされている。助言業者を機関投資家が利用することはあるにせよ、最終的な判断は、機関投資家自身が行うことは当然である。機関投資家の議決権行使の適正化が一層強く求められるようになっている中で、議決権行使助言業者への盲目的な依存はスチュワードシップ・コードの趣旨にそぐわない。2016年の株主総会に向けて、機関投資家の自律性が問われる。