

2016年12月8日 全5頁

# 2017年株主総会向け議決権行使方針動向

相談役・顧問を置くための定款変更議案に反対の方針を追加

金融調査部 主任研究員  
鈴木裕

## [要約]

- 議決権行使助言業の大手、ISS とグラスルイスが、2017年の株主総会向け議決権行使助言方針を公表した。
- ISS は、相談役・顧問に関する定款規定の新設に反対するという方針を新たに導入する。
- 監査等委員会設置会社への移行を進める際には4人以上の社外取締役選任を求める旨の助言方針の導入が検討されたものの、今回は見送られた。
- 日本版ステewardシップ・コードの見直しの方向が明らかになり、機関投資家には保有株式に関する議決権行使結果を個別企業の議案ごとに公表することが期待されるようになる。
- これにより、日本企業の株主総会における議決権行使助言業者の影響力が強まる可能性がある。

## 議決権行使助言業者の助言方針改定

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、2017年の株主総会に向けた議決権行使助言方針 (以下、助言方針) の改定を公表した。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関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。推奨を行うために、通常はあらかじめ賛否判断の基準として助言方針を設けておく。

<sup>1</sup> ISS “2017 Asia Pacific Proxy Voting Guidelines Updates”

<https://www.issgovernance.com/file/policy/2017-asia-pacific-iss-policy-updates.pdf>

<sup>2</sup> グラスルイス “Guidelines 2017 Proxy Season”

[http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2016/11/2017\\_Guidelines\\_Japan.pdf](http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2016/11/2017_Guidelines_Japan.pdf)

会社法改正でもなければ、株主総会議案の傾向が毎年大きく変動するわけではないものの、議決権行使助言業者は、その時々の問題を見いだして、助言方針の改定を行っている。毎年暮れから翌年にかけて、次の株主総会シーズンから適用する助言方針の改定を公表することが多いようである。

最近の米国政府監査院 (U.S. Government Accountability Office) の調査<sup>3</sup>によると、議決権行使助言業者が助言方針を作成するにあたっては、機関投資家や上場企業など市場参加者の意見が参考にされるようになっているという。しかし、上場企業側には、助言方針の検討プロセスで意見を伝えたとしても、必ずしも助言方針に反映されないとの不満もあるようだ。株主総会議案の賛否を判断する助言方針自体について、それが合理的なものか上場企業側から見ると疑わしさが残るのだろう。

## ISS の新たな助言方針

ISS は、上場企業が相談役・顧問を置くことを規定する定款を設けることに反対を推奨する方針を明らかにした。これに関しては、2016 年 10 月に意見募集<sup>4</sup>を行った通りである。

2017 年 2 月開催の株主総会から、相談役・顧問制度を新たに定款に規定しようとする場合、その定款変更反対を推奨します。ただし相談役や顧問を取締役の役職として規定する定款変更については、必要あれば株主はその取締役に対して責任を問うことができるため、反対は推奨しません。

(出所) 脚注 4 の ISS 公表資料

ISS の調査によると、2016 年 6 月に株主総会を開催した上場企業のうち 28% が、相談役・顧問を置く旨の定款規定を設けているという。「第〇条 当社は、取締役会の決議によって、相談役および顧問各若干名を置くことができる」といった規定だ。しかし、相談役・顧問は、定款規定がなければ置けないというものではない。こうした規定がなくとも、相談役・顧問を置いている企業は数多い。今回の ISS の助言方針改定は、このような定款規定なしで相談役・顧問を置く企業に、直接的な影響はないだろう。

また、今回の改定は「新たに」規定するための定款変更議案に対するものだ。相談役・顧問を置く際に定款規定を必須とはしないのであるから、わざわざ反対投票の推奨を受ける恐れのある定款変更議案を付議することは、考え難くもある。

<sup>3</sup> 鈴木裕「議決権行使助言業に関する米国 GAO レポート」(2016 年 11 月 25 日、大和総研レポート)

[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20161125\\_011439.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20161125_011439.html)

<sup>4</sup> Institutional Shareholder Services 日本リサーチ「ISS 議決権行使助言方針 (ポリシー) 改定に関する日本語でのオープンコメントの募集について」(2016 年 10 月 27 日)

<https://www.issgovernance.com/file/policy/iss-policy-update-japanese.pdf>

## 監査等委員会設置会社については従来通り

2016年7月2日付の日本経済新聞は、「米ISS『社外取締役4人以上に』 監査等委設置会社に要求」と題した記事を掲載<sup>5</sup>し、ISSは監査等委員会設置会社については、社外取締役4人を求める方針であると報じた。しかし、結果的にこの点については、「検討をしたのは事実ですが、2017年版ポリシーでの厳格化は見送ることとしました。」<sup>6</sup>とのことである。

ISSの助言方針では、監査役設置会社に社外取締役2人を求めている。これに加え会社法によって、監査役設置会社には、最少2人の社外監査役が必置とされている。対して、監査等委員会設置会社では、法定の最少人数である2人以上の社外取締役を置けばよい。つまり、監査役設置会社であれば、最少4人の社外役員（社外取締役2人+社外監査役2人）が必要だが、監査等委員会設置会社に移行すれば、2名の社外取締役で足りるということだ。これは、経営を監視する社外者の目が少なくなることを意味しているとも言えそうだ。そこで、監査等委員会設置会社においても監査役設置会社と同数の社外役員が必要ではないかとの考えに至ったために、ISSでは、助言方針の改正を検討したものと思われる。

助言方針改定は見送られており、監査等委員会設置会社への移行議案（定款変更議案）で反対投票が推奨されることはまずないだろう。しかし、ISSは、監査役設置会社に親会社や支配的な株主がない場合には、社外取締役が最低2名必要であるとし、この社外取締役には独立性を不要としている。一方、監査等委員会設置会社の場合には、社外取締役選任議案では、独立性を吟味する基準が適用されるため、反対投票を推奨される恐れは高くなると思われる。

## グラスルイスは社外役員の増員を求める

グラスルイスの助言方針改定は、以下の4点である。

### ① 役員の3分の1以上は独立役員とする

グラスルイスは、監査役設置会社について役員（取締役+監査役）の3分の1以上が独立役員（独立社外取締役+独立社外監査役）でなければならないとの助言方針を新たに設けた。この独立性基準を満たさない場合には、基準を満たすに足りるまでの社内取締役、社内監査役または非独立役員（inside directors, internal statutory auditors or affiliates<sup>7</sup>）への反対投票を基本的に推奨する。同時に、責任追及という意味で、会長（会長職が存在しない場合、社長またはそれに準ずる役職の者）となる者の取締役選任議案に反対投票を推奨する。

なお、指名委員会等設置会社および監査等委員会設置会社については、取締役の3分の1以上が独立社外取締役でなければならないとの助言方針を既に策定済みである。

<sup>5</sup> 日本経済新聞 <http://www.nikkei.com/article/DGXLZ004372280R00C16A7DTA000/>

<sup>6</sup> 脚注4のISS公表資料

<sup>7</sup> 非独立役員とは、社外役員ではあるが、取引関係や株式保有関係等から見て独立であるとは認められない役員を指す。

## ② 指名委員会および報酬委員会の委員長を社外取締役とする

グラスルイスの新たな助言方針では、指名委員会および報酬委員会の委員長は、独立取締役（最低でも社外取締役）でなければならないとされる。指名委員会および報酬委員会の委員長に社内取締役が就任する場合には、当該の社内取締役選任議案に反対投票を推奨する。

## ③ 他企業の役員を兼務する場合の兼務数の上限を引き下げ

上場企業で執行役員を務める役員が3社以上（従来は5社以上）、または、上場企業で執行役を務めていない役員が6社以上（従来は7社以上）の上場企業で取締役または監査役を兼任する場合、反対投票を推奨する。

つまり、上場企業の執行役員であれば、自らが執行役員を務める企業の他には、1社までしか兼務を認めないということである。

## ④ 株式型報酬制度の開示等

株式型報酬制度の助言基準については、次のような改定が行われた。

- 株式型報酬の発行規模：報酬として付与されるオプションや株式の数量が開示されていない場合は、基本的に反対投票を推奨する。
- 行使価額（割引）：株式型報酬制度の管理者の裁量によって、株式型報酬が割安に給付できる制度である場合は、基本的に反対投票を推奨する。
- 権利行使可能期間：株式型報酬の権利行使可能になるまでの期間（vesting period）が2年未満である場合は、基本的に反対投票を推奨する。ただし、退職後に権利行使が可能になる場合は、期間が短いことを理由として反対することはない。
- 付与対象者：社外取締役、監査等委員会設置会社における監査委員である取締役、または監査役が株式型報酬の付与対象者となる場合は、反対投票を推奨する。ただし、このような役員に付与される株式型報酬が勤務期間を算定基礎（time-based）とするものであるならば、付与対象者の適格性のみを問題として反対投票を推奨することはない。

## 機関投資家の議決権行使結果個別開示の影響は？

金融庁と東京証券取引所が共同事務局を務める「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」の第10回会合（2016年11月8日）で、『「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書（3）」<sup>8</sup>（以下、「意見書」という）がまとめられ、その中で機関投資家の議決権行使結果の公表に関して、個別企業の議案ごとに賛否を公表すべきとする方針が示された。この意見書を基礎として、今後日本版スチュワードシップ・コード本文の改定が行われ、機関投資家は議決

<sup>8</sup> <http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20161108/01.pdf>

権行使結果を個別企業・議案ごとに公表すべきとされるだろう。

意見書では、「最終受益者の利益を確保するとともに、自らの取組みの透明性を高めるために、運用機関等は、少なくとも『コンプライ・オア・エクスプレイン』ベースでの対応としては、アセットオーナーへの開示にとどまらず、個別の議決権行使結果を一般に公表することを原則とすべきであると考えられる。」とされており、個別企業・議案に関する公表が求められ、そうしない場合には理由を説明せよとされる見通しだ。議決権行使結果を一切公表しない場合はもちろん、従来通りの集計結果の公表にとどめる場合にも、個別結果を開示しない理由を説明しなければならないだろう。

議決権行使結果を個別企業・議案ごとに公表するとなると、機関投資家側では利益相反の疑いを受けることを避けるために、議決権行使助言業者の利用を検討するようになるかもしれない。意見書でも、機関投資家の議決権行使における利益相反の管理について、「具体的方針を定め、公表すべきである」とされ、海外等における取り組みとして「外部の第三者機関に自らの議決権ガイドラインを示すなどの工夫を行いながら、その第三者機関の判断を活用」することが紹介されている。この意見書通りに日本の機関投資家が議決権行使助言業者を「外部の第三者機関」として利用するようになれば、上場企業の株主総会における議決権行使助言業者の影響力が強まることが予想される。機関投資家は、自らの議決権行使の在り方が適正であるとの証跡を得るためにも、外部から得た様々な情報を勘案しているとの外観を作るようになるだろう。そのような外観を示すために、議決権行使助言業者の利用は有益だ。

しかし、機関投資家は、仮に議決権行使助言業者を利用するとしても、その推奨に無批判に従うべきではないだろう。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。議決権行使結果の個別開示の流れの中で、機関投資家の議決権行使における自律性が一層強く求められるようになっていく。