

2017年11月22日 全4頁

2018年以降の株主総会向け議決権行使基準改定動向

議決権行使助言業最大手のISSが、監査等委員会設置会社では社外取締役を3分の1以上とすべきとする助言方針を設定

政策調査部 主任研究員 鈴木裕

[要約]

- 議決権行使助言業最大手のISSが議決権行使に関する助言方針の改定を公表した。
- 2019年2月以降、監査等委員会設置会社の場合に取締役総数に占める社外取締役の比率が3分の1以上でなければ、経営トップの取締役選任議案に反対投票を推奨することだ。
- 議決権行使において利益相反の管理の徹底を求められる機関投資家の間では、従来以上に助言業者が利用されるようになっており、小さからぬ波紋を広げそうだ。

広がる議決権行使助言業者の利用

議決権行使助言業の最大手ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) が、2018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¹。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。

従来、日本の機関投資家は、日本株に関する議決権行使では、外部から助言を購入することはあまりなかったが、2017年5月の日本版スチュワードシップ・コード改訂により、議決権行使結果の個別開示を求められるようになった結果、利益相反を管理する目的で助言業者を利用する事例が増えているようである。事業会社の立場からは、次年度以降の株主総会に向けて、改定された助言方針に関連する議案を付議しようとするならば、機関投資家の賛否投票に影響を及ぼす助言業者の動向に対する注意は、これまで以上に必要になるだろう。

¹ ISS “2018 Asia-Pacific Proxy Voting Guidelines Updates” (November 16, 2017)
<https://www.issgovernance.com/file/policy/2018-Asia-Pacific-Policy-Updates.pdf>

ISS の助言方針の改定で影響が大きいと考えられるのは、監査等委員会設置会社において社外取締役数が取締役総数の 3 分の 1 に満たない場合は、経営トップの取締役選任議案に反対投票を推奨するとしている点だ。また、ほとんど影響がないながらも、買収防衛策導入議案について総継続期間が 3 年を超える場合は、株主価値向上策との関連等実質的評価を経ることなしに反対投票を推奨するとの助言方針の改定も行われた。

取締役選任議案に関する助言方針の改定内容

取締役選任議案について、会社の組織形態別に現行の助言方針と改定後の比較を示す。

①監査役設置会社

現行	改定後
<p>経営トップに(通常、社長と会長を指す)反対投票推奨</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 過去5期平均の自己資本利益率(ROE)が5%を下回りかつ改善傾向にない場合 ● 株主総会後の取締役会に最低2名の社外取締役がない場合(独立性は問わない) ● 親会社や支配株主を持つ会社において、ISSの独立性基準を満たす社外取締役が最低2名いない場合 ● 過半数の支持を得た株主提案議案について対応がなく、かつ次年度の株主総会で会社側提案としても対応しない場合 <p>個別候補者に反対投票推奨</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 前会計年度における取締役会の出席率が75%未満の社外取締役 	改定なし

(出所)脚注1の資料及びISS「2017年版 日本向け議決権行使助言基準」をもとに大和総研作成

監査役設置会社に関しては、改定はない。親会社や支配株主がないのであれば、2名の社外取締役を置くことが期待されるが、社外取締役であれば足り、独立性は必須とされない。なお、ISSは、社外監査役については独立性を求めており、社外取締役とは異なる扱いをしている。

②監査等委員会設置会社

現行	改定後
<p>監査役設置会社の基準に加え、以下の場合、個別候補者に反対投票推奨</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 監査等委員である社外取締役候補者がISSの独立性基準を満たさない場合 	<p>現行基準に以下の基準を付加し、経営トップに反対投票推奨</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 【2019年2月以降】株主総会後の取締役会に占める社外取締役の割合が3分の1未満である場合

(出所)脚注1の資料及びISS「2017年版 日本向け議決権行使助言基準」をもとに大和総研作成

これは、監査等委員である社外取締役については、監査役設置会社における社外監査役と同様に独立性を必須とするが、他の社外取締役については、監査役設置会社における社外取締役と同じく、独立性を求めないということだ。

これまで、監査等委員会設置会社に移行する会社は、社外役員（社外監査役+社外取締役）の総数を少なく留めることを目的としていたところも少なくない。監査役設置会社であれば会社法上社外監査役が2名以上必須となり、コーポレートガバナンス・コードによって独立社外取締役も2名以上置くことが求められ、社外役員は計4名以上となる。これに対して監査等委員会設置会社では、監査等委員である社外取締役2名で足りる。会社の規模等を勘案して社外役員4名は過多であると考えて、監査等委員会設置会社に移行した会社にとっては、今回のISSの助言方針改定は、大きな影響を及ぼすかもしれない。社長や会長等の経営トップの取締役選任議案への反対票が2019年以降、増えることが予想される。

③指名委員会等設置会社

現行	改定後
<p>監査役設置会社の基準に加え、以下の場合、個別候補者に反対投票推奨</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 株主総会後の取締役会の過半数が独立していない場合、ISSの独立性基準を満たさない社外取締役 ● 親会社や支配株主を持つ会社において、ISSの独立性基準を満たす社外取締役が2名未満の場合、指名委員である取締役（ただし、独立性を満たしている指名委員たる社外取締役は除く） 	<p>現行基準に以下の基準を付加し、経営トップに反対投票推奨</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 【2019年2月以降】株主総会後の取締役会に占める社外取締役の割合が3分の1未満である場合

（出所）脚注1の資料及びISS「2017年版 日本向け議決権行使助言基準」をもとに大和総研作成

買収防衛策議案に関する助言方針の改定内容

ISSでは、買収防衛策について2段階の判断プロセスを経て賛否を決定している。第一段階は形式基準で、取締役会における社外取締役比率や取締役任期等について数値基準が設けられている。この形式基準には、現行でも買収防衛策の「有効期限が3年以内である」との基準が含まれているが、これに加えて「総継続期間が3年以内である」との基準を新たに設ける。総継続期間とは、買収防衛策の導入時点から、株主総会で議案として提案されている買収防衛策の有効期間終了までの合計期間を指す。例えば5年前に導入した買収防衛策を、数年ごとに株主総会で承認を得ながら継続している場合には、有効期限はその承認の都度決まるのだが、総継続期間は既に5年を超過しているので、総継続期間要件に抵触し賛成推奨は基本的には得られない。一方、新たに買収防衛策を導入する場合には、提案される有効期限を当面の総継続期間

と考えることになる。

この改定の考え方は、本来の価値を下回る価格での買収が行われる恐れがある場合に、株主一般の利益を守るための買収防衛策であれば、一時的な手段として賛成投票を推奨する余地はあるが、漫然と継続することは認めるべきではないというものだ。この新たな基準によれば、過去に導入済みの買収防衛策を継続する場合であれば、ほぼ全て反対投票を推奨することになるだろう。しかし、個々の企業の状況に基づき一時的に買収防衛策を持つことにまで反対というわけではない。また、実際に敵対的買収提案等が存在する状況においては、買収提案の妥当性を含めた具体的な状況に基づく個別審査が行われる。

なお、2017年の株主総会で付議された買収防衛策の全てにISSは、反対投票を推奨している。したがってこれ以上反対率が増加する余地はないので、今回の助言方針の改定が大きな変化を生じさせることはないだろう。