

2021年12月16日 全4頁

ISS の 2022 年版議決権行使助言方針改定

女性取締役の有無を経営トップの取締役選任議案の考慮要素に

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- 議決権行使助言業者最大手の ISS が、日本の上場会社向けの議決権行使助言方針の改定を公表した。
- 女性取締役が不在の場合には、経営トップの取締役選任議案に反対投票が推奨されるほか、バーチャル株主総会を可能にするための定款変更議案にも反対投票が推奨されることになる。
- 議決権行使助言業者の助言方針は、その助言を利用していないとしても機関投資家の議決権行使の見直しにつながることもあり、影響力は軽視できない。

1. ISS の議決権行使助言方針改定

議決権行使助言業者最大手の ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) は、日本の上場会社の株主総会議案に関する議決権行使助言方針 (以下、助言方針) の改定に関する意見募集¹を11月に行った上で12月に改定を決定し (以下、次期改定)、公表した²。新規の基準としては、女性取締役不在の際の経営トップ (通常、社長と会長を指す) の取締役選任議案に関する助言方針と、バーチャル株主総会に関する定款変更議案への助言方針の二つが追加されている。また、次期改定以外に2022年以降適用を開始することを昨年既に決定している助言方針の改定が2件ある。

次期改定は次の2項目である。

- 「取締役会の多様性」の基準を追加し、取締役会に女性取締役がいない会社の経営トップの取締役選任議案に反対を推奨する。

¹ ISS 「[2022 年版 ISS 議決権行使助言方針 \(ポリシー\) 改定に関するコメント募集](#)」 (2021年11月4日)

² ISS “[ASIA-PACIFIC PROXY VOTING GUIDELINES UPDATES FOR 2022 Benchmark Policy Changes for Asia-Pacific Regional, China, Hong Kong, India, Japan, Singapore, South Korea, and Taiwan](#)” (2021年12月7日)

- バーチャルオンリー型株主総会を可能にする定款変更議案には、原則的に反対投票を推奨する。ただし、感染症拡大時や天災時に限ってバーチャルオンリー型を実施するという定款変更であれば賛成する。

以前から決定していた改定は次の通りだ。

- 監査役設置会社において取締役の3分の1以上を社外取締役とすることを求めること。
- いわゆる政策保有株式を過度に保有する会社の経営トップの取締役選任議案に反対を推奨すること。

この2項目については、既に拙稿³に記した通りだ。2022年2月以降の株主総会から適用が開始される。

2. 次期改定の概要

次期改定で加わった二つの助言方針も内容的には目新しいものではない。女性取締役の有無を経営トップ等の取締役選任議案の考慮要素とするのは、既に少なからぬ機関投資家が導入済みである。また、バーチャル株主総会に関する定款変更は、2021年の株主総会で議案とした上場会社があり、ISSの方針は既に明らかであった。今回の改定は、こうした内容がISSの助言方針に明確に記されるようになったことに意味があるといえるだろう。

① 取締役会に女性取締役がない会社の経営トップの取締役選任議案に反対を推奨する

2023年2月以降に開催される株主総会において、女性取締役（female director）が一人もいない場合、経営トップの取締役選任議案に反対投票を推奨する。

女性取締役の選任は日本においても急増しており、脚注1のISSの資料によれば、一人も選任していない上場会社はもはや少数派となっている。また、取締役会構成メンバーのダイバーシティに対する機関投資家の関心が高まっていることから、機関投資家を顧客とするISSとしては、このような方針を設けるに至ったのであろう。

2023年からの適用開始としたのは、女性取締役を選任するにあたっては一定の時間が必要とされるとの意見を考慮し、1年の猶予期間を置くためである。

³ 鈴木裕「[ISSが助言方針改定案の日本語版意見募集](#)」（大和総研レポート、2020年10月20日）

② バーチャルオンリー型株主総会を可能にする定款変更原則として反対を推奨する

バーチャルオンリー型株主総会を可能にするための定款変更には、原則として反対投票を推奨する。ただし、感染症拡大時や天災時に限ってバーチャルオンリー型を実施するという定款変更であれば賛成する。

バーチャルオンリー型株主総会とは、「場所」を設けずに、インターネットや電話回線を通じて行われる株主総会のことだ。新型コロナウイルスの感染が広がる中で、大規模な集会となる株主総会を従来通りの形で開催すれば、感染をさらに拡大させる恐れがある。しかし、定時株主総会は年に一回、株主が一つの「場所」に参集して開くことが会社法に定められており、開催しないわけにはいかない。そこで、2021年6月に産業競争力強化法（以下、産競法）の改正法が施行され、6月16日以降上場会社は「場所の定めのない株主総会」を開催できるようになった。これがバーチャルオンリー型株主総会である。定款変更によって「当社は、株主総会を場所の定めのない株主総会とすることができる」という意味の規定を置くことが、バーチャルオンリー型株主総会を実施するための第一歩となる。

しかし、バーチャルオンリー型では、質疑等の進行を会社側がコントロールすることで株主総会が実りのある議論の場にならないという懸念がある。従来型の総会であれば、会場の質問者をランダムに指名するため、思いもよらない質問が出ることもある。そうした質問等が出ないようにすることはバーチャル株主総会であれば、ある程度可能だろう。質問者をランダムに当てているようで、実は予定された質問者だけを指名するという適切さを欠く株主総会運営を行ったとしても表面化しにくい。また、Eメール等で受信した質問に回答するという形であれば、会社側は答えやすい質問を選択することが容易だ。しかし、このような質疑では、株主総会とは名ばかりで茶番に他ならないことになってしまう。

2021年6月総会からバーチャルオンリー型を可能にする定款変更は議案になっている例があるが、ISSは原則的に反対投票を推奨している。その理由としては、会社と株主との間でバーチャルオンリー型株主総会のベストプラクティスについてコンセンサスは現時点で得られていないことを挙げている。性急に定款変更するのではなく、メリット、デメリットが整理された時点において、改めて対応を検討する方がより適切であるということのようだ。また、バーチャルオンリー型株主総会は、株主提案、委任状争奪戦、不祥事が発生した場合など、論議を呼ぶ状況において、会社と株主との間の有意義な対話を妨げる懸念も指摘している。

既に定款変更を行った会社の中には、感染症拡大や天災地変の発生等により、リアル総会を開催することが株主の利益に照らして適切でないと考えられる場合に限ってバーチャルオンリー型を開催できるという記述にしているところもある。議決権行使助言業者や株主の考え方に配慮したからであろう。

3. 既定の改定事項

① 監査役設置会社において取締役の3分の1以上を社外取締役とすることを求めること

2022年2月以降は、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未満の場合もしくは最低2名の社外取締役がない場合、経営トップの取締役選任議案に反対投票を推奨する。

社外取締役の独立性は問われない。独立性を過度に重視すると、取締役の構成でかえって多様性が損なわれる恐れがあるからだ。

② いわゆる政策保有株式を過度に保有する会社の経営トップの取締役選任議案に反対を推奨する

2022年2月以降は、いわゆる政策保有株式の過度な保有が認められる企業（政策保有株式の保有額が純資産の20%以上の場合）について、経営トップの取締役選任議案に反対投票を推奨する。

いわゆる政策保有株式とは、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」及び「みなし保有株式」が含まれ、有価証券報告書で開示される連結子会社の保有分も含む。また、上場株式だけでなく、非上場株式もこれに含まれるとのことである。

4. 今後の見通し

投資先の会社の株主総会議案に関して、機関投資家向けに賛否を推奨する情報レポート等を販売して対価を得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%近い。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。

助言業者の助言方針が変更されると機関投資家の議決権行使方針に影響が及ぶ。機関投資家がISSやグラスルイスを直接利用していないとしても、公表されている助言方針を通じて、考え方が似通ってくる可能性は高い。