

## 2020年以降の議決権行使助言会社の助言方針改定

西山 賢吾

### ■ 要 約 ■

1. 代表的な議決権行使助言会社であるISSとグラス・ルイスの2020年議決権行使助言方針改定内容が明らかになった（改定内容の一部の適用は2021年）。ISSの改定は、①政策保有先企業出身の社外役員には「独立性なし」の判断、②親会社、支配株主の存在する企業に対する独立社外取締役の増員、の2点、そして、グラス・ルイスでは、東証1、2部対象企業に最低1名以上の女性役員登用を要請、②政策保有株式保有水準に関する基準の導入（2021年より）の2点である。
2. 今回の助言方針改定の特徴として、ISSは社外役員の独立性という観点、グラス・ルイスは保有水準という観点から、それぞれ、政策保有株式を議決権行使助言方針に取り入れたことが挙げられる。従来政策保有株式と議決権行使を関連付けることは難しいと考えられていたが、今回の助言方針改定を受け、機関投資家でも同様な議決権行使助言方針を採用するかどうか注目される。しかし、現状ではその動きが大きく進むとは考えにくく、エンゲージメントの重要テーマとしてより多くの投資家を取り上げることになるであろう。
3. 社外取締役の増員も重要なテーマである。これについては、全ての企業に3分の1以上の独立社外取締役を求める機関投資家も出始めてきたが、全体としては支配株主や親会社のある企業などに社外取締役の増員を求める動きがさらに進む一方、全ての企業に求める動きが大きく広がるにはなお時間を要すると思われる。
4. 議決権行使助言会社の影響力に関し話題に上ることが多く、2020年に改訂予定のステewardシップ・コードにおいても、議決権行使助言会社に対し、十分かつ適切な人的・組織体制の整備とそれを含む助言策定プロセスの具体的な公表などが求められている。その背景には、機関投資家の議決権行使を助言会社が決めている、すなわち、議決権行使助言会社の助言方針をそのまま機関投資家に取り入れているという誤解があると推察されるが、実際には、「機関投資家の議決権行使に対する意見や考え方のコンセンサスが議決権行使助言会社の助言方針」となっているといえるであろう。

代表的な議決権行使助言会社である ISS とグラス・ルイスの 2020 年議決権行使助言方針改定内容が明らかになった（改定内容の一部の適用は 2021 年）。本稿では改正点のポイントやその影響など、注目される点について述べていく。

## I ISS の助言方針改定

ISS においては、2020 年 2 月以降開催の株主総会より次の 2 点が改定される。

### 1. 政策保有先株式企業出身の社外役員には「独立性なし」の判断

まず、政策投資を目的として株式を保有している企業出身の社外取締役、社外監査役には独立性がないと判断する。そして、政策投資目的の保有を判断する材料として、有価証券報告書に掲載されている「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」を用いる。この方針改定に関しては 2018 年にすでに公表済であったが、周知期間を 1 年間置いた上で 2020 年 2 月以降開催の株主総会より実施される。

ISS によると、2018 年に定時株主総会を開催した企業のうち、機関投資家の保有が多い上位 100 社の社外取締役について調べたところ、約 8%が今回の改定基準に該当し、独立性なしと判断されるということである。

一方、ISS は現在のところ、監査役会設置会社（除く親会社、支配株主の存在する会社）の社外取締役については独自の独立性判断基準は採用していない。ただし、彼らの情報を利用して独自に議決権行使の判断を行う機関投資家で、かつ、当該機関投資家が独立性に関する基準を有している場合には、今回の基準変更により社外取締役選任議案に反対することが考えられる。また、社外監査役については、ISS は独自の独立性基準を判断基準に入れているため、今回の改定で社外監査役選任議案への反対が増える可能性がある。

### 2. 親会社、支配株主の存在する企業に対する独立社外取締役の増員

2 点目の改定点は、親会社や支配株主を持つ会社において、株主総会後の取締役会に占める、ISS 独自の独立性基準を満たす社外取締役の人数、及び割合について、従来の「2 名以上」から、「3 分の 1 以上かつ 2 名以上」とする。そして、当該基準に満たない場合、経営トップである取締役の取締役選任議案に反対の助言を行う。これは、2019 年 10 月 8 日に公表され、10 月 18 日までのオープンコメントを経て決定されたものである。

ISS によれば、同社が調査の対象としている約 3,000 社のうち、親会社や支配株主を有する企業は約 15%、その中で独立社外取締役最低 2 名存在しない会社は 44%であるが、3 分の 1 未満の会社は 79%とのことである。ここから考えると、今回の改定により、経営トップの取締役選任議案への反対助言が増える可能性があると言える。

### 3. 取引所に提出される「独立役員届出書」は判断材料としない

なお、議決権行使助言方針の変更ではないが、ISSは2020年2月以降開催の株主総会より、これまで独立性を判断するための判断材料の1つとして用いていた、各社が取引所に提出する「独立役員届出書」は参照しないこととした。その理由としてISSは、①株主総会の議案に関する情報は、原則として招集通知に記載すべき、②独立役員届出書は招集通知と異なり、正式な機関決定を経っていないためか情報の確度が低く、正確な判断ができない可能性がある、③半数以上の企業が独立役員届出書を招集通知よりも後に提出するため、そもそも参照できない、の3点を挙げている。

## II グラス・ルイスの助言方針改定

グラス・ルイスについては、以下の2つが改定点である。

### 1. 東証1、2部上場企業に最低1名以上の女性役員登用を要請

まず、2019年2月より採用した「女性役員（取締役、監査役、指名委員会等設置会社の執行役）を最低1名以上求め、設置していない企業の会長（監査役会設置会社、監査等委員会設置会社、会長が不在の場合は社長）、または指名委員会の委員長（指名委員会等設置会社の場合）の取締役選任議案には反対の助言を行う。ただし、企業が女性役員の選任等に関して、現在の状況、今後の対応策、予定などを明確に説明し、その情報を開示している場合には例外的に反対助言はしない」の対象を、TOPIX 100（CORE30とLARGE70）から東証1、2部上場企業に拡大する。

グラス・ルイスによると、2019年1月～6月開催の株主総会における議決権行使の助言において、TOPIX100採用企業で女性役員が不在の企業は14社であったが、グラス・ルイスの持つ例外条項に該当する企業が12社あり、実際に反対を助言したのは2社であったとのことである。また、今回の改定により対象企業数が増加するため、反対助言も増えると予想している。

### 2. 2021年2月より政策保有株式保有水準に関する基準を導入

2点目は、政策保有株式の保有水準に関する基準である。周知期間を1年において、2021年2月より「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の「貸借対照表上の合計額」が、純資産と比較して10%を超える場合、会長（会長が不在の場合には社長等の経

営トップ)の取締役選任議案に反対を助言する<sup>1</sup>。なお、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」は前年度の有価証券報告書のデータを用いるが、政策保有株式の対純資産比が10%を超える場合であっても、政策保有株式が毎年減少していることが確認できる場合などについては、反対助言をしない可能性がある。

グラス・ルイスによれば、「10%」という基準は同社調査対象企業の平均値を参考に設定したとのことである。特に10%を超えている企業の場合には、招集通知において当該年度に保有株式が減少していることを示すなどの工夫が必要になると考えられる。

### III 両社の助言方針改定で想定されるインパクト

#### 1. 政策保有株式と議決権行使を結び付ける動きが出始めた

両社の議決権行使助言方針の改定で最も注目される点は、政策保有株式と議決権行使との関連付けである。政策保有株式に関しては、その削減を求める点においては投資家間でほぼ一致しているが、「望ましい保有水準」に関しては投資家により意見が異なっているのが現状である。

また、政策保有株式を何らかの形で議決権行使、例えば経営トップの取締役選任議案に反映させるとすると、業績や株主へのリターンが良好な会社であった場合、株式の保有が多いことをもって経営トップの取締役選任議案に反対することは適切なのかなど、適用が難しい面もある。そのため、ディープバリューに焦点を当てているなど、特徴のある運用手法を取る機関投資家やファンドを除いては、一般に政策保有株式は議決権行使ではなく、エンゲージメントの主要な論点とされているように見受けられる。

今回、ISSは社外役員の独立性という観点、グラス・ルイスは保有水準という観点で、それぞれ、政策保有株式を議決権行使助言方針に取り入れたことから、国内外の機関投資家でも同様の動きが広がるかどうか注目される。現在のところは、前述のようにエンゲージメントの主要論点として取り上げられることが主と考えられる。ただし、政策保有株式の水準は緩やかな低下が継続するものの、安定株主とコーポレートガバナンスの観点からはさらなる縮小が期待されている。よって、企業としては、政策保有株式保有に関する明確な方針や合理性の検証方法等につき真摯に取締役会で議論するとともに、その内容に関し可能な限り開示することが望ましいであろう。また、有価証券報告書の提出時期の関係で、株主総会前年度の政策保有株式に関する情報しか得られない、という点に関しては、例えば招集通知などに、該当年度の保有株式の異動状況等の説明を加えるといった取り組みは、意味があるのではないかと考える。

<sup>1</sup> ISSにおいても政策保有株式が多い場合、経営トップの取締役選任議案に反対助言をするかどうかについて投資家と議論をしたが、「多い」という閾値を実際に設定することが難しいことなどから採用を見送った模様である。

## 2. 社外取締役の人数

2点目は、社外取締役の人数である。会社法の一部を改正する法律（改正会社法）が2019年12月11日に公布され、上場企業には最低1人以上の社外取締役の設置が法的に義務化される。改正会社法の施行日は、「公布日から起算して一年六月を超えない範囲内」となっており、2021年になるとみられる。ただし、すでに、上場企業の大多数では社外取締役が置かれており、置かれていないのは東証1部上場企業で2社、東証2部、JASDAQ、マザーズでは50社に過ぎない。

議決権行使の観点からで焦点になるのは、現在、多くの機関投資家が求めている社外取締役の人数について、「最低2名以上」から、「3分の1以上」、あるいはこれを上回る水準に高めるかどうかである。この点については、多くの機関投資家で検討課題になっていると思われ、実際に引き上げを行う機関投資家も見られている。また、ISSにおいても投資家とのディスカッションテーマになったという。

しかし、機関投資家の意見を助言方針に反映させていくISSが水準の引き上げに踏み切らなかった点を考慮すると、3分の1以上が大勢となる可能性は現状では高くはないと思われる。ただし、支配株主、親会社の存在する企業や監査等委員会設置会社などでは、すでに2019年より3分の1以上の独立社外取締役を求める動きが広がっている。この点については、ISSも2020年の助言方針改定で取り入れたこともあり、さらに多くの機関投資家が同様の基準を採用すると考えられる。

両社の独立性と社外役員の人数に関する助言方針の基準に関しては、図表1に示した。

図表1 議決権行使助言会社の社外役員数、独立性に関する基準

機関設計	独立性基準の採用		独立役員の数		基準を満たさない場合の対応	
	ISS	グラス・ルイス	ISS	グラス・ルイス	ISS	グラス・ルイス
監査役会設置会社	なし	あり	2人以上	・取締役会と監査役会の合計人数の3分の1以上 ・監査役会は過半数(株式保有の上限20%未満)	経営トップ(会長、社長、CEO等)に反対	・会長(いない場合には社長)に反対 ・さらに、独立性基準を満たす人数分の非独立社外取締役または社内取締役に対して、監査役の場合には独立性基準を満たす人数分の非独立社外監査役または社内取締役、社内監査役に反対 ・監査役は、20%以上の株式保有者又は20%以上の株式を保有している機関の関係者に反対
うち、支配株主・親会社存在	あり		2名以上かつ3分の1以上			
監査等委員会設置会社	あり	あり	3分の1以上	・3分の1以上 ・監査等委員会は社外取締役が過半数、委員長は独立社外取締役	経営トップ(会長、社長、CEO等)に反対	・会長(いない場合には社長)に反対 ・さらに、独立性基準を満たす人数分の非独立社外取締役または社内取締役に対して、 ・監査等委員会は、独立性基準を満たす人数分の非独立社外取締役または社内取締役に対して ・監査等委員は、20%以上の株式保有者又は20%以上の株式を保有している機関の関係者に反対
指名委員会等設置会社	あり	あり	3分の1以上	・3分の1以上 ・各委員会は独立社外取締役が過半数、委員長は社外取締役	経営トップ(会長、社長、CEO等)に反対	・指名委員会委員長に反対 ・さらに、独立性基準を満たす人数分の非独立社外取締役または社内取締役に対して ・監査委員は、20%以上の株式保有者又は20%以上の株式を保有している機関の関係者に反対

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

### 3. ダイバーシティ

ダイバーシティをめぐっては、上述のように、グラス・ルイスは 2020 年 2 月開催の株主総会より、東証 1、2 部上場企業に対し最低 1 名以上の女性役員の登用を求める。これに関しては、議決権行使基準に採用すると、却って義務感が先行した、形式的な登用につながる恐れがある、という意見を多く耳にする。しかし、女性や国籍をはじめとしたダイバーシティは世界的に見ても重要な論点であることから、エンゲージメントにおいては重要なテーマとして取り上げられる機会がさらに増えると思われる。このため、企業は多様性のある人材をどのようにして育成、登用していくかについての方針や計画を、投資家をはじめとしたステークホルダーに丁寧に説明する必要性が、今後さらに高まるであろう。

### 4. 議決権行使助言会社の「影響力」

世界的に見ても議決権行使助言会社を巡る議論、特に、何らかの規制を加えるかどうかに関する議論が多くなされているという印象がある<sup>2</sup>。日本でも、2020 年に改訂が予定されているスチュワードシップ・コードの改訂において、議決権行使助言会社に対しては<sup>3</sup>、①利益相反管理体制の整備とその取り組みの公表、②十分かつ適切な人的・組織体制の整備とそれを含む助言策定プロセスの具体的な公表、③開示情報のみではなく、必要に応じ企業との積極的な情報交換を行いつつ助言を実施すること、また、機関投資家に対しては、議決権行使助言会社の助言策定プロセスを踏まえた利用の重要性の認識と、議決権行使助言会社のサービス利用している場合、当該助言会社の名称及び当該サービスの具体的な活用方法の公表、などが求められる。

その背景には、機関投資家の議決権行使を助言会社が決めている、すなわち、議決権行使助言会社の助言方針をそのまま機関投資家が入力しているという認識があると推察される。しかし、必ずしも国内の機関投資家は ISS やグラス・ルイスの助言をそのまま受けて議決権行使を行っているわけではないということは、例えば 2019 年 6 月開催の株主総会における住設機器メーカーに出された株主提案への対応を見ても明らかであり、上記の認識は誤解を含むものと言えよう。機関投資家はもちろん、議決権行使助言会社の助言や

<sup>2</sup> 一例として、米国証券取引委員会（SEC）による、議決権行使助言会社に対する委任状勧誘規制（SEC 規制）改正案の提案（2019 年 11 月）が挙げられる。改正案の内容は、委任状勧誘規制において議決権行使にかかる助言が「勧誘」に該当することを明確にした上で、議決権行使助言会社が委任状勧誘規制の適用除外を受けるとして、①重要な利益相反についての開示、②助言を行う前に、発行体企業等に対し、事前にレビューとフィードバックの機会を付与、③提供する助言の中に、助言に対する発行体企業等の見解を記載した文章へとつながるリンク等を含めることを求める、などである。

<sup>3</sup> スチュワードシップ・コードは現在 7 つの原則で構成されているが、改訂コードでは議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントなどを「機関投資家向けサービス提供者」とし、『機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものになるよう努めるべきである。』とする「原則 8」を新たに設ける。また、2020 年 3 月にも改訂コードが決定する模様である（日本経済新聞 2019 年 12 月 11 日付朝刊）。

意見を参考にはしているが、それらをそのまま受け入れているわけではない。特に、国内の機関投資家は通常、独自の議決権行使基準を有しており、その基準をベースに議案の賛否を決定している。

また、例えばISSでは、議決権行使基準の改定を行う際には機関投資家から意見聴取やオープンコメントの募集を行い、自分たちの助言方針が実態と大きくかけ離れないようにしている。すなわち、一部で言われるような「議決権行使助言会社の助言（方針）が機関投資家の意見を定める」のではなく、むしろ逆に、「機関投資家の議決権行使に対する意見や考え方のコンセンサスが議決権行使助言会社の助言方針」と言えると考えられる。