

サステナブル通信 第35号

三菱UFJ信託銀行

法人コンサルティング部

ESGビジネス推進室

JSS 日本シェアホルダーサービス株式会社

ESG/責任投資リサーチセンター

今回のテーマは 議決権行使基準の考え方

日本の上場企業の多くは3月決算でありその株主総会は6月に開催されます。機関投資家はスチュワードシップ・コードの制定後、議決権行使判断（数値基準や定性判断のポイント等）を公表しています。株主総会に影響を与える議決権行使基準の改正は、年末年始のシーズンに駆け込んで公表されることが多くなっています。今回のサステナブル通信では、議案の賛成率に影響を与える議決権行使助言会社の考え方や機関投資家の議決権行使基準についてご紹介します。

1. 議決権行使とは

議決権は企業の株主総会議案に対する賛否を決める権利で、どのような議案が株主総会にかけられるのかは会社法に定義されています。機関投資家等の株主が保有する株式の「議決権」を行使することにより、定款変更や配当、取締役選任等の株主総会議案が決まります。会社側も株主側も議決権への理解を深めることが不可欠になります。なかでも大口の投資を行う機関投資家の株主議決権行使は大きく議案の行方を左右します。機関投資家として株主の議決権を行使することは、「受益者の経済的利益に最も資する」という原則の下に、資産運用業務における受託者責任の一環として行われます。議決権の行使にあたっては、投資対象の企業におけるコーポレートガバナンスを適切に評価することが、中長期的な株主利益の最大化を目指すことにつながります。

日本では、2014年に日本版スチュワードシップ・コードが制定されて以降、機関投資家がそれぞれの議決権行使の判断基準や、議決権行使の結果についても開示をするように変わってきました。

○日本版スチュワードシップ・コードとは

スチュワードシップ・コードは顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る「スチュワードシップ責任」を果たすための行動規範となります。なぜ日本版かというと、日本におけるスチュワードシップ・コードは、2012年9月に英国において英国企業財務報告評議会が、英国内企業株式を保有する機関投資家向けに策定した株主行動に関するスチュワードシップ・コード（それまでは英国コーポレートガバナンス・コードの一部）を模範として策定されたものだからです。日本では、2013年6月に公表された、当時のアベノミクスの「第三の矢」としての成長戦略（日本再興戦略）の中で、「成長への道筋」に沿った主要施策例として、コーポレートガバナンスを見直し、公的資金等の運用の在り方を検討することが盛り込まれました。そこで機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップ・コード）について検討し、取りまとめることになりました。これを受け、金融庁に「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(以下、検討会)」が設置され、2014年2月に「責任ある機関投資家の諸原則 <日本版スチュワードシップ・コード>」を策定・公表しました。

多くの機関投資家がこれに賛同し、各々の行動方針をホームページ等で表明しています。日本版スチュワードシップ・コードは、法律ではないため、法的拘束力はありません。しかし検討会は、同コードの趣旨に賛同しこれを受け入れる用意がある機関投資家に対して、その旨を表明することを期待するとしており、アベノミクスでは、機関投資家が適切にスチュワードシップ責任を果たすことは、経済全体の成長にもつながると考えられていました。法律ではないものの、金融庁に置かれた検討会が策定したもののため、外資系を含むほとんどの国内機関投資家が賛同を表明しています。

《日本版スチュワードシップ・コード》7つの原則

投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターン拡大を図るために、

1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

【出典】金融庁「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》

2. 議決権行使基準の直近動向

2021年3月の会社法改正、6月のコーポレートガバナンス・コードの改正、2022年4月の東京証券取引所の市場区分の変更（プライム市場、スタンダード市場等の設定）と、株式市場に関連する変更が続きました。プライム市場の上場企業は、他の市場区分の上場企業よりも厳しいガバナンス体制が求められるようになりました。とくに、独立社外取締役の選任については、多くの機関投資家の議決権行使基準においてもコーポレートガバナンス・コードの要請（原則4-8）と同様に、プライム市場の上場会社に対し、取締役の3分の1以上を求めています。

議決権行使基準について、昨年度から現在までに改定を公表している議決権行使助言会社や機関投資家の変更点で共通している主な点は、「**少数ジェンダー取締役（日本では主に女性取締役）について**」と「**政策保有株式について**」の2点です。昨年は少数ジェンダーが中心でしたが、政策保有株式については、今年度改定しているところが増えてきており、現状改定を公表していないところも今後続くことが予想されます。

3 少数ジェンダー取締役について

○議決権行使助言会社の動き

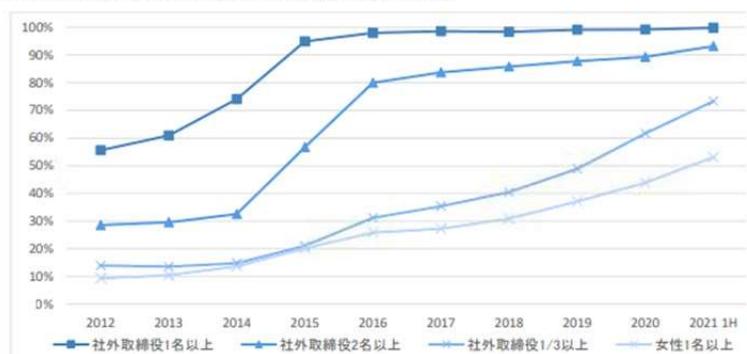
・ISS (Institutional Shareholder Services)

ISSは、2023年2月から、すべての企業において、株主総会後の取締役会に女性取締役が1名もいない場合は、経営トップである取締役に対して反対を推奨する基準を導入としています。

・グラスルイス(Glass Lewis & Co.)

グラスルイスは2023年2月から、固定数値方式から割合方式に移行し、プライム市場の上場会社においては、「少なくとも10%以上」の性別の多様性がない取締役会の場合、議長（議長職がない場合は最上級役員）または指名委員長に対して、原則として反対助言を行う予定であるとし、方針を厳格化しています。なお、議決権行使助言を行う際には、ダイバーシティに関する企業の情報開示を精査し、ダイバーシティの欠如に対する十分な説明やそれに対処する計画を提示している場合には、反対助言を控えることもあるとしています。プライム市場の上場会社は、2023年2月以降の株主総会では、たとえば、役員（取締役および監査役または取締役および執行役）の合計人数が10名超20名以下の場合、少なくとも2名の女性役員がいなければ、グラスルイスから、会長等の選任議案に対して、原則として反対助言を受けることとなります。

日本における社外取締役及び女性取締役の導入推移



【出典】ISS2022年版 日本向け議決権行使助言基準より抜粋

○機関投資家の動き

議決権行使助言会社が、1名または2名以上の女性役員の選任を求めるように変わってきていますが、機関投資家の中にも議決権行使基準の直近の改訂に、ジェンダー・ダイバーシティに関する基準を新たに設けたり、または厳格化する傾向が見られます。基本的には、一定の市場区分等の上場会社に対して、少なくとも1名の女性役員の選任を求める内容であると言えます。日本企業における取締役総数に占める女性役員の割合は、10%に満たないのが一般的ではないかと思われます。今後、機関投資家の動向も踏まえ、**複数名の女性役員の選任**に向けた検討をする必要性が徐々に高まることが想定されます。

助言会社/ 投資家*	適用開始時期	対象企業	基準	内容
ISS	2023年2月	全て	女性の取締役1名以上いない場合	会社の経営トップに反対を推奨
グラスリス	2023年2月	東証プライム上場	取締役会で性別の多様性が10%以上ない場合	取締役会のトップ/指名委員会委員長に原則反対を推奨
ブラックロック・ジャパン	2023年1月	TOPIX100	女性の取締役もしくは監査役が2名以上	取締役会において責任のある取締役の再任に反対
日興アセットマネジメント	2023年1月 (以降、対象市場の拡大を検討)	東証プライム上場	女性の取締役1名以上 (以降、人数要件の段階的引き上げを検討)	経営トップである取締役選任に反対
アセットマネジメントOne	2022年4月 (以降、対象市場の拡大を検討)	TOPIX100	女性の取締役1名以上	代表取締役に原則反対

*2023年以降に取締役会の多様性に関する議決権行使基準の変更を公表している主な助言会社および機関投資家

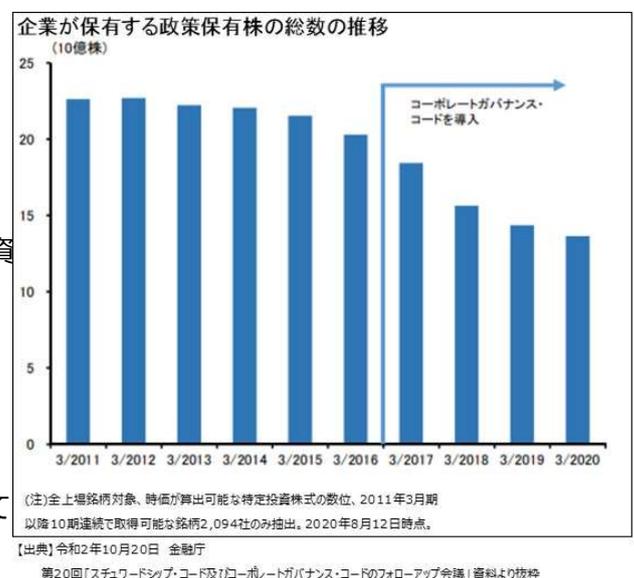
【出典】各社資料より弊社作成

持続的な企業価値拡大には、取締役会の高い独立性と多様性が確保されることが重要であると考えます。投資家によっては、女性リーダー層の育成を期待し、社内取締役として女性を増やすことを対話のなかで要望しているケースもあります。早期に反映されることは困難ですが、重要なガバナンス問題として認識を共有しておくべき課題です。コーポレートガバナンス・コード 2-4①で中核人財における女性登用が求められており、組織にメリットのある施策の一環となる取り組みであることを経営層が理解することが重要です。

4. 政策保有株式について

政策保有株式とは、取引関係の強化や買収防衛を目的に保有する株式のことを指し、明治・大正期等創業期からつく日本特有の保有形態です。企業が相互に株式を保有する「持ち合い株式」の形式をとる場合に加え、一方の企業のみが株式を保有する「片持ち」の形式をとる場合があります。この政策保有株式に対してはしばしば否定的な報道や意見を聞くことがあると思います。

友好的な関係にある企業同士が相互に安定株主となることで、短期的な視点の株主による経営への介入の制約や、長期的視点の安定的経営を強化するという役割があるという見方がされていました。また、持ち合い株式は日本独特の協調的な取引関係と資本関係の二重の関係性を形成してきました。グローバルでも資本提携など、資本拠出を伴う協業関係が存在しますが、取引や共同開発などの協業の内容を明確に定めるケースが一般的です。議決権が空洞化してしまうことや、企業が成長投資を控えることによりROE（自己資本利益率）の低下を招くことから、政策保有株式が問題視されています。それは、安定株主が行う議決権行使は、株主総会において企業にとって好ましい議案が提案・可決されることになり、外部株主による監視機能が効かず経営規律の弛緩を招くことが懸念されています。コーポレートガバナンス・コードが導入されてから、企業が保有する政策株の総数は減少してきています。



○議決権行使助言会社(グラスルイスとISSの動き)

両社ともに議決権行使の観点から、純資産に対して保有する割合が多い場合は企業の経営トップの取締役に対して反対を推奨するという方針に、グラスルイスは2021年より、ISSは2022年より変更しています(グラスルイスは、明確な削減計画を開示し、減少が確認できる場合など合理的に判断できる場合や、5年平均のROEが5%以上ある場合は例外的に控える場合あり)。とくに日本に拠点をもちない海外投資家が賛否判断の際に助言会社の推奨を参考にすることが多いため、日本の機関投資家にも影響を与えています。また、14年のスチュワードシップ・コード公表からの機関投資家の政策保有株式削減ペースが遅いと海外投資家には映っていることも一因であります。

○機関投資家の動き

現段階で改正が公表されている、りそなアセットマネジメントや三井住友トラストアセットマネジメントにおいても、政策株の課題保有や連結純資産の20%以上ある企業でROEが8%以上ない場合、政策保有株式の縮減に関する方針について合理的かつ納得性ある説明や実績がなければ、代表取締役に対して反対を推奨する等の方針の変更の動きが出ています。

金融機関における持ち合い比率は減少しているものの、事業法人等で縮減が進んでおらず、依然として高い水準にあるのがわかります。国内外機関投資家の議決権行使の姿勢を踏まえると、今後も政策保有株式の縮減は加速していくと考えられます。政策保有株式は財務体質だけでなく事業の収益性とも関係があり、事業戦略を含めて経営者の株主価値への姿勢が影響しているものと考えられます。株主・投資家は資本効率の論点だけでなく、事業戦略を含めて企業と対話する必要があり、コーポレートガバナンスの改善と企業価値向上を考えると、企業に対する深い理解に基づいた対話が求められています。

5. まとめ

直近の、株主議決権行使方針の日本での大きなテーマは、「少数ジェンダー取締役について」と「政策保有株式について」の2点となります。欧州の上場企業では、少数ジェンダー取締役について社外取締役の割合を40%、全取締役に占める割合を33%にすることが2026年から義務付けられる予定です。欧州の大規模上場企業の取締役会における男女バランスが欧州全域で確立され、取締役職の任命が透明で、取締役候補者が性別に関係なく個々の長所に基づき客観的に評価されていく流れになっています。欧州では早い段階から女性役員の割合を40%にすることを目標に各企業が取り組んできていました。日本で法制化するという動きまでは現状考えにくいですが、議決権行使方針への対応とともに今後を見据えた対応が必要となっています。日本では、外部の女性人材を取締役に登用することが現状は多いですが、社内で引き上げるほうが本質的で有効であるという意見も出てきています。

一方、機関投資家の議決権行使も形式的ではないか、議決権行使助言会社の役割とその範囲はどこまでか、等さまざまな意見・報道も出てきています。スチュワードシップ・コードの「形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべき」とされていること、コーポレートガバナンス・コードの補充原則1-1①「反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべき」とされていることに鑑み、しっかりとしたエンゲージメントを行うことの必要性・重要性が高まっていることがわかります。

また、今回のISSの改正では「気候変動について」が追加されており、ESGに係る株主提案に関する基準が次のテーマとなることも考えられます。気候変動に関する取り組みの在り方や世界的な要求は変化しており、企業側としても対応に苦慮することが少なくないと考えられますが、業界・競業他社の横並びではなく、一步先を見据えた取り組みおよび開示、そしてエンゲージメントすることが、株主・機関投資家との関係においても肝要であると考えられます。

以上

- ✓ 本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。
- ✓ また、本資料に関連して生じた一切の損害については、当社は責任を負いません。その他専門的知識に係る問題については、必ず貴社の弁護士、税理士、公認会計士等の専門家にご相談の上ご確認下さい。
- ✓ 記載した内容については、今後の法改正等により変わる可能性があります。
- ✓ 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用又は複製することを禁じます。

本資料に関するお問い合わせ先
三菱UFJ信託銀行 法人コンサルティング部
ESGビジネス推進室
03-6747-0305 (受付時間: 9:00~17:00 (土日・祝日除く))

