

ように対応していくかにつき、株主から問われる可能性がある。株主が質問した時点では、有価証券報告書は公表されておらず、会社法上の会計監査報告、監査役等監査報告にKAMの記載がない場合であっても、質問に対して説明することが要請される⁽⁸⁾。

この場合において、会社のビジネ

スマデルや将来の事業計画に関する事項であれば経営陣が、KAM選定にかかる監査役等と監査人のコミュニケーションや監査役等の見解に関する事項であれば監査役等が対応することが考えられる⁽⁹⁾。想定される質問ごとに回答者として誰を指名するか、どのように、どの程度まで回答するか等を関係者間で協議のう

え、念入りに準備することが考えられる。

(8) 前掲(6) 遠藤元「『監査上の主要な検討事項の法的検討(下)』」経営者はKAMにどのように取り組むべきか」『旬刊商事法務』No.2217(2019年53頁)。
(9) 日本監査役協会「監査上の主要な検討事項(KAM)に関するQ&A集・後編」Q3-5-2

第3章

社外取締役を3分の1以上求める動きが主流に スチュワードシップ・コードの 再改訂と議決権行使基準の動向

三井住友信託銀行(株)
証券代行コンサルティング部 審議役

依馬 直義

【この章のエッセンス】

●スチュワードシップ・コード再改訂版の変更点は、賛否理由の開示、サステナビリティ課題の対話推進、議決権行使助言会社の体制整備等である。

●ISSは政策保有銘柄企業出身の社外役員に独立性なしと判断、グ

ラスルイスは女性役員選任を必須とした。

●国内機関投資家も社外取締役を3分の1以上求める動きがみられる。

3年ぶりに再改訂されたスチュワードシップ・コードの主なポイントと、2020年の株主総会シーズ

ンに向けた機関投資家の議決権行使基準の動向等について解説したい。
なお、本稿における意見などは、あくまでも個人的な見解であり、筆者の所属する会社および組織を代表するものではない。

スチュワードシップ・コード再改訂版の主なポイント

2014年2月に策定された「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、以下、「SSコード」という)は、2017年5月の改訂を経て、2020年3月に再改訂版が公表された。280の機関がSSコードの受入れを表明(2020年3月13日時点)しているが、より実効性を高めるべきとの指摘も出ている。今回の再改訂版の主なポイントとしては、次の5つが挙げられる(図表1、図表2)。

牧村 卓哉(まきむら・たくや)
三井住友信託銀行(株)
名古屋証券代行営業部法務チーム
調査役/法務コンサルタント
上場企業において法務、株主総会事務局等を担当したのち、名古屋大学大学院法学研究科を修了。現在は、株主総会実務、コーポレート・ガバナンス等に関するコンサルティングやセミナー・研修等を通じて、各種情報提供を行っている。著書に「2019年6月株主総会分析・IIコーポレート・ガバナンスの取組みと開示状況」(『旬刊経理情報』2019年8月20日・9月1日合併号(No.1554))、「2020年版 株式実務 株主総会のポイント」(共著、財經詳報社)等。

(図表1) スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家(令和2年3月13日時点)

信託銀行等	投信・投資顧問会社等	生命保険・損害保険会社	年金基金等	その他(議決権行使助言会社他)	合計
6	191	23	53	7	280

(出所) 金融庁

(図表2) スチュワードシップ・コード再改訂版の主なポイント

- ① 運用機関における議決権行使に係る賛否の理由や、対話活動およびその結果や自己評価等に関する説明・情報提供の充実
- ② ESG要素等を含むサステナビリティをめぐる課題に関する対話における目的の意識
- ③ 企業年金のステュワードシップ活動の後押し
- ④ 議決権行使助言会社における体制整備、それを含む助言策定プロセスの具体的公表、企業との積極的な意見交換
- ⑤ 年金運用コンサルタントにおける利益相反管理体制の整備やその取組状況についての説明等

(出所) 金融庁『「責任ある機関投資家」の諸原則(日本版ステュワードシップ・コード)」より一部抜粋

(1) 運用機関における議決権行使に係る賛否理由の開示

前回の改訂によって、議決権行使結果の個別開示が110を超える機関によって行われるようになったものの、賛否理由の開示は40機関にと

どまっていることから、投資先企業との建設的な対話の促進や透明性の確保を図るために賛否理由も公表されることになる。

(2) ESG要素等を含むサステナビリティをめぐる課題に関する対話

2015年9月の国連サミットで採択された「持続可能な開発目標(SDGs: Sustainable Development Goals)」は2030年までに持続可能な世界を実現するための17項目の目標を定めているが、責任ある機関投資家としてもグローバル社会が直面している環境や社会問題を解決するために、プラス効果をもたらす事業やサービスを提供する企業への積極的な投資あるいはリスクの高い企業への投資抑制やダイベストメントを通じて経済的リターンと社会的貢献を同時に実現する取組みが求められている。

機関投資家はサステナビリティをめぐる課題に関する対話のなかで運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結びつくものとなるように意識することが求められる。特に海外機関投資家の間では気候変動といった環境面

の課題ばかりでなく「ヒューマン・キャピタル・マネジメント」(人的資本管理)といった社会面のテーマも注目を集めており、雇用機会の平等、従業員の多様性、女性活躍のための人材育成パイプラインの整備、男女間の賃金格差の是正、コンプライアンス(内部告発制度)の強化等への関心も高まっている。

(3) 企業年金のステュワードシップ活動の後押し

SSコードの受け入れを表明している年金基金等合計53のうち、企業年金はいまだ36基金にとどまっていることから、より多くの企業年金にインベストメント・チェーンのなかでアセットオーナーとして期待される役割を果たし、ステュワードシップ活動への積極的な取組みを促す狙いがある。

(4) 議決権行使助言会社における体制整備

新たに追加された原則8の指針8-2では、「議決権行使助言会社は、運用機関に対し、個々の企業に関する正確な情報に基づく助言を行うため、日本に拠点を設置することを含め十分かつ適切な人的・組織体

制を整備すべき」とあるが、米大手議決権行使助言会社のグラスルイス(Glass, Lewis & Co.)は昨年まで6月の株主総会シーズンに向けて期間限定で開設していた東京オフィス、今年1月に常設とすることを公表しており、組織体制を強化する動きがみられる。

(5) 年金運用コンサルタントにおける利益相反管理体制の整備

年金運用コンサルタントが顧客に対する影響力を背景に自らの投資商品の販売勧誘を行うケースや運用機関のステュワードシップ活動を適切に評価していないとの指摘を踏まえ、自らの利益相反管理体制を整備するとともに、その取組みを公表することが求められている。

海外機関投資家の議決権行使基準の変更に

(1) IIS(Institutional Shareholder Services)

米大手議決権行使助言会社のIISは、2020年2月から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の独立性を満たす社外取締役が3分の1以上かつ2名以上でない場合、経営トップである取締役または指名委員会等設置会社の指名委員である取締役に反対を推奨する。

なお、ISSは2019年2月に監査等委員会設置会社および指名委員会等設置会社に対して社外取締役を3分の1以上であることを求める基準を適用しているが、親会社や支配株主を持つ会社においては少数株主の権利を保護するためには十分とはいえないことから適用することにした。

また、社外役員の独立性については「政策保有銘柄企業出身の社外取締役および社外監査役は独立性がない」と判断する。ISSは政策保有銘柄企業の判断にあたって、有価証券報告書掲載の「保有目的が純投資以外の目的である投資株式」を用いることとしており、金融商品取引所への独立役員届出書は招集通知とは異なり正式な機関決定を経っていないため情報の確度が低いことや招集通知より後に提出されるケースが多いことを考慮し参照しない方針に変更している。ちなみにISSは本年のポリシー改定にあたって、指名委員

会等設置会社に対するROE基準の適用除外、政策保有株式が多い企業に対する経営トップへの反対、女性取締役の義務化等を検討した模様であるが見送られている。

(2) グラスライズ(Glass, Lewis & Co.)

グラスライズは、女性役員(取締役、監査役、指名委員会等設置会社における執行役)が1名もいない東証1部と2部上場企業の会長(会長職がない場合は社長)、指名委員会等設置会社の場合は指名委員会の委員長に反対助言とした。

ただし、企業が女性役員選任等に関して、現在の状況、今後の対応策、予定等を明確に説明し、その情報を開示している場合に限り、例外的に「女性役員の不在」を理由に反対助言することを避ける場合がある。なお、2019年の対象企業は時価総額が大きい100社を組み入れた株式指数「TOPIX100」であったが、本年から東証1部と2部上場企業全社に拡大した。

また、2021年からは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計上額の合計が純資産の10%を超える場合、会長(会

長職がない場合は社長)に反対助言とする予定である。ただし、政策保有株式が純資産に対して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と確認できる場合等、反対助言を見送ることもある。

(3) その他

米大手年金基金であるCALPERS (California Public Employees' Retirement System: カリフォルニア州公務員退職金制度)は、2020年より日本の指名委員会等設置会社において各委員会のメンバーに100%の独立性を求めている。変更前は過半数の独立性としていたが、グローバル基準に合わせて委員会のメンバー全員に独立性を求めることにした。

なお、監査役会設置会社においては2017年以降、取締役会に3分の1以上の独立社外取締役を求めており変更はない。また、米大手年金基金であるCALSTRS (California State Teachers' Retirement System: カリフォルニア州教職員退職金制度)は取締役会に2/3以上の独立社外取締役を求めることには変更なく、満たさない場合には取締役全員に反対している。

ただし、日本企業に対しては例外として独立性基準を満たす社外取締役に反対していないが、社内取締役に全員に反対する。さらに指名委員会等設置会社において各委員会のメンバー全員に独立性を求めている。ただし、企業とのエンゲージメントを通じて合理的な説明が得られれば個別に判断することもある。

国内機関投資家の議決権行使基準の変更点

(1) 社外取締役の比率・人数

2019年は監査等委員会設置会社および指名委員会等設置会社に対して社外取締役を3分の1以上求める基準に変更する動きがみられたが、2020年は監査役会設置会社に対しても社外取締役を3分の1以上求める動きが出ている。三井住友トラスト・アセットマネジメント(株)は、2020年1月から「独立社外取締役が複数かつ取締役総数の3分の1以上でない場合、取締役選任に反対。経過的措施として、複数の独立社外取締役を置いている企業について、業績(ROE)基準において、中長期的な企業価値向上に支障が出

ていないと判断される場合は、賛成」としている。

また、りそなアセットマネジメント(株)(2020年1月にりそな銀行の運用機能を統合)は「取締役会に独立性のある社外取締役が3分の1以上選任されていない場合、合理的かつ納得性のある説明がなければ、代表取締役の選任に反対する。但し、監査役会設置会社で、親会社または支配株主を有しない企業については、取締役会に独立性のある社外取締役が2名かつ20%以上選任されている場合は賛成する」としている。

その他に、三菱UFJ信託銀行(株)は2020年4月から「社外取締役(独立性の有無は問わない)が複数かつ取締役総数の3分の1以上選任されていない場合、取締役候補者全員に反対する」としているほか、アセットマネジメントOne(株)は2020年4月から「社外取締役が2名以上いない場合、または20%以上いない場合、代表取締役に反対する」に変更し、2021年度は25%以上に引き上げること検討していることから20%以上であっても25%に到達していない企業にはエンゲージメントまたは書面の送付にて対応を促すとしている。なお、野村アセットマネ

ジメント(株)も監査役会設置会社は社外取締役2名以上としているが、取締役の人数が12名を超える場合には3名以上としている。

(2) 親会社あるいは支配株主が存在する企業の場合

親会社あるいは支配株主が存在する企業に対してはより厳しい基準を設ける機関投資家が増えている。三井住友トラスト・アセットマネジメント(株)は独立社外取締役が取締役総員数の過半数、もしくは独立社外取締役が取締役総員数の3分の1以上の企業において指名委員会等(任意の諮問委員会を含む)における独立社外役員が委員総数の過半数、または独立社外役員が半数で委員長が独立社外役員でない場合、取締役選任に反対するとしており、アセットマネジメントOne(株)も社外取締役が取締役会の過半数を任していない場合、代表取締役に原則反対としている。なお、野村アセットマネジメント(株)は支配株主がいる会社はROE 8%以上の場合には2名以上で許容していたが、一律3分の1以上に変更した。

(3) 社外役員の独立性

社外役員の独立性の判断にあたっては、在任期間の上限新設や招集通知への記載を求める動きがみられる。アセットマネジメントOne(株)は2020年4月から株主総会時点で12年以上の在任期間となる場合、当該候補者に反対する基準を新設する予定である。社外役員の在任期間については、これまで投資先銘柄数については、比較的少ないアクティブ運用の機関投資家が上限を設定するケースがみられたが、今後パッシブ運用の機関投資家にも広がる可能性もある。

また、三菱UFJ信託銀行(株)は「社外役員の独立性の確認にあたって、金融商品取引所への独立役員届出もしくは届出の予定については補欠の候補者も含め株主総会招集通知への記載を求めており、株主総会招集通知に記載がない場合は独立性を確認できないものとして原則反対する」としている。

機関投資家にとってのバイブルである招集通知には法的な要請からだけでなく機関投資家が必要とする情報もあわせて記載することが重要になっている。したがって、社外役員の独立性に関する情報は極力招集通

知に記載することが望ましいといえよう。

(4) 買収防衛策

買収防衛策に対する基準は厳格化の一途を辿っている。2019年10月に大和証券投資信託委託(株)は「当該企業の経営陣による恣意的な発動の余地がないと判断できる場合等には賛成していたが、買収防衛策の導入・継続については原則として反対とする」に変更した。また、アセットマネジメントOne(株)は2020年4月から基準をさらに厳しくし、これまで社外取締役の人数については複数かつ3分の1以上から「過半数」に引き上げるほか、業績基準については3期連続東証1部ROE下位3分の1分位未満から「ROE 2分の1分位未満」に変更する予定である。

投資先企業と機関投資家とのエンゲージメントの活発化

2017年のSSコード改訂に伴い機関投資家によるスチュワードシップ活動への取組みが強化され、機関投資家の議決権行使賛否結果の

個別開示やパッシブ運用における中長期的視点での対話が求められるようになったことを受けて、投資先企業とのエンゲージメントが活発化する動きがみられる。

一般的に企業は四半期決算ごとに業績・財務情報をテーマとした機関投資家向け I R (Investor Relations) 活動を実施しているが、こうした環境の変化によって株主総会の終了後あるいは次期株主総会シーズンに向けてコーポレート・ガバナンスへの取組みや非財務項目といった ESG をテーマとした S R (Shareholder Relations) 活動を実施するケースが増えている。

また、機関投資家のなかには特定の企業に対し総会議案への反対理由等を記載したエンゲージメントレターを送付して対話の機会を促す場合や、何らかの課題を抱える企業に対して情報開示の充実や説明を求められる場合もある。

他方、企業も運用資産のパッシブ化に伴い保有残高が増加した既存株主からの支持を獲得することを目的として、ガバナンスに特化した海外ロードショウを実施するケースも増えている。

米国では米国証券取引委員会 (S

EC) が機関投資家に与える影響力が大きい議決権行使助言会社を規制しようとする動きを受けて、ISS やグラスルイスの賛否推奨に必ずしも従わない機関投資家が増加する傾向にある。

アセットオーナーから委託された資産を運用するアセットマネージャーがそれらを運用していない議決権行使助言会社の賛否判断をそのまま適用することについては受託者責任を懸念する指摘もあることから、投資家独自の基準によって判断するアセットマネージャーが増えている。そのため、特にパッシブ運用の大手アセットマネージャーに対する個別のエンゲージメント活動は効果的といえる。

株主アクティビズムの多様化

米国ではアクティビストが選任する取締役の受入れは今や当たり前となっているが、日本でも受け入れられる企業がみられる。マスメディアにセンセーショナルに取り上げられることを狙って経営陣と敵対的に対峙するアクティビストもいれば、水面下で経営陣と友好的に対話を進めるア

クティビストもあり、手法には多様化の傾向がみられる。

かつてのアクティビストは短期的なリターン獲得を狙ってキャッシュリッチな企業に対し増配や自己株買いを求めるケースが多かったが、中長期的な視点で事業ポートフォリオの見直しやコーポレート・ガバナンス体制の強化を求めるケースも増えており、資産運用のパッシブ化が進むなかで影響力が増したインデックス投資家から積極的に支持を取りつけようとするアクティビストもみられる。日本市場は米国に次いでアクティビストがターゲットとする潜在的なマーケットになりつつあるとの見方もある。

おわりに

2019年の総会シーズンには株主提案が一般の機関投資家からの賛同を得て可決するという場面もあり、平時における企業と株主・投資家との建設的な対話が非常に重要になっている。結果として総会議案に対する賛成比率が同じ水準であっても、機関投資家とのエンゲージメント活動によって賛成票を積み上げて可決に至った企業と何の対話の機会

もないまま可決に至った企業では機関投資家からの評価に大きな違いが生じる。

そのため議決権行使にあたって、公表している議決権行使基準に則って形式的に判断する傾向がある国内機関投資家と、エンゲージメント活動を通じて実質面を重視する傾向がある海外機関投資家のスタンスには差異があることを認識したうえで、それぞれの機関投資家に対するアプローチ方法や対話のしかたを工夫することも重要である。今後ますます企業には、財務・非財務情報を問わず機関投資家が求めるタイムリーな情報開示の充実と説明責任を果たすための I R・S R 活動への取組み強化が求められている。

依馬 直義(えま・なおよし)
三井住友信託銀行株
証券代行コンサルティング部 審議役
1991年中央信託銀行株(現・三井住友信託銀行)入社。信用格付機関の出身等を経て、IRコンサルティング業務に携わる。
主な論文に「機関投資家による議決権行使の状況」(『旬刊商事法務』2215号、2019年)、「米国の株主総会のトレンド」(『会社法務A2Z』2018年3月号)ほか。