第2章

機関投資家の議決権行使基準も考慮して 社外取締役の独立性基準を策定する際のポイント

【この章のエッセンス】

●企業が独自の社外取締役の独立性基準を策定する場合、東証基準を下回らないことを前提に、機関投資家の議決権行使基準との整合性にも留意すべきである。

●独立性基準を策定・公表することで、株主総会における説明力や投資家との対話の質が向上する。

はじめに

従来、社外取締役の選任にあたっては、会社法上の社外性要件（会社法2十五）や東京証券取引所の独立性基準（有価証券上場規程436条の2）といった法令・規則上の基準を満たしていれば、基本的には足りるという整理が実務上一般的であったように思われる。しかしながら、前記のCGコードの原則4―9において独立性基準の策定・開示が推奨され、また、議決権行使助言機関や機関投資家が独自の議決権行使基準を策定・公表し、これに基づいて厳格に議決権を行使するようになった結果、法令や取引所規則上の基準を形式的に充足するだけでは、選任議案の賛成率が大きく低下するリスクが生じるようになった。換言すれば、社外取締役の独立性基準（以下、「独立性基準」という）は、もはや法令・規則の遵守という「最低限のライン」を満たせば足りるものではなく、議決権行使助言機関や主要な機関投資家の基準をも射程に入れた設計が求められる時代になったといえる。

また、各機関投資家の議決権行使基準が必ずしも統一されていない点も、企業にとっては悩ましい問題である。そこで、企業としては、自社の株主構成を踏まえ、主要な機関投資家がどのような議決権行使基準を採用しているかを把握したうえで、自社の独立性基準を設計することが肝要となる。

独立性基準を策定することのメリット・デメリット

上場会社が独自の独立性基準を策定・公表することのメリットとしては、まず、社外取締役候補者の選定プロセスに客観性と透明性を持たせることができるという点が挙げられる。基準が明確であれば、指名委員会等における候補者の適格性の判断が属人的にならず、ステークホルダーに対する説明責任を果たしやすくなる。また、独自の独立性基準を策定していること自体が、ガバナンスに対する真摯な取組姿勢を投資家

これらの議決権行使基準は、社外取締役の独立性や在任期間のみならず、取締役会における女性取締役の比率、ROE等の資本効率性基準、政策保有株式の保有状況、買収防衛策の有無など、多岐にわたる項目について具体的な数値基準を設けるものが多く、これらの基準に抵触した場合には取締役選任議案への反対票につながり得る。

このように、議決権行使助言機関や機関投資家が独自の基準を設けてこれを公表し、議決権行使を通じて上場会社のガバナンスに対する影響力を強めていることは、社外取締役の独立性基準を考えるうえで無視できない環境変化であるといえよう。

(5) Paul Rose, "Proxy Advisors and Market Power: A Review of Institutional Investor Robovoting", Harvard Law School Forum on Corporate Governance, May 27, 2021 (https://corpgov.law.harvard.edu/2021/05/27/proxy-advisors-and-market-power-a-review-of-institutional-investor-robovoting/)

(6) https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html