

# スチュワードシップ・コード改訂と 機関投資家の議決権行使の動向

弁護士 草地 邦晴

## 1 スチュワードシップ・コードの改訂

2017年5月29日、スチュワードシップ・コード(以下単に「本コード」という。)が改訂された<sup>1</sup>。本コードは、2014年2月26日に策定されており、その受け入れを表明した機関投資家はすでに200社を超え(2017年12月21日時点で214社)、その原則は定着してきた感があるが、策定から3年を経過して、さらに深化、実質化が求められることとなった。

この改訂では、7つの基本原則そのものには変更はないが、その指針において重要な改訂がいくつか行われているので、主なものを紹介する。

まず、改訂後の本コードでは、機関投資家を「資産運用者としての機関投資家」(=運用機関)、「資産保有者としての機関投資家」(=アセットオーナー)に整理しており、それぞれの立場にそった指針が示された。原則1の指針3~5では、アセットオーナーに対して、可能な限り自らスチュワードシップ活動への取組を行うだけでなく、運用機関に対して実効的なスチュワードシップ活動を求め、その原則等を明確に示し、モニタリングを行うよう求めている。原則2の指針2~4では、運用機関に対して、利益相反の回避や影響の排除に関する具体的な方針の策定と公表、ガバナンス体制の整備等を求めている。

また、原則4の指針2、4では、パッシブ運用<sup>2</sup>を行うにあたっては、より積極的な中長期的視点に立つ対話や議決権行使への取組を求めている。他の機関投資家と協働した対話(集团的エンゲージメント)の有益性にも触れている。

原則7の指針2、4では、機関投資家の経営陣にスチュワードシップ活動の実行と課題に対する取組を求めている。特に運用機関には、本コードの原則の実施状況の自己評価とその公表を求め、アセットオーナーが運用機関の選定や評価の参考とすることを想定した。

さらに、原則5の指針3、5においては、議決権行使結果の公表の充実が定められているところであるが、この点については次に詳説する。

## 2 議決権の行使結果の個別公表に関する改訂

この点、従前のコードの指針では、議決権行使の努力、議決権行使についての明確な方針の策定、企業との対話を踏まえた自らの責任と判断の下での議決権行使などが、定められていたが、議決権行使の結果については、「議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべき」とされていた。

しかし、今回の改訂では、「議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべき」とされ、「議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明すること」が可視性を高めることに資すると改められた。個別の議決権の行使結果を公表することが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明することで代える余地は残されているが、合理的な理由がある場合を除けば、基本的に個別開示を行わざるを得なくなろう。

さらに、議決権行使助言会社に対しては、「企業の状況の的確な把握等のために十分な経営資源を投入し、また、本コードの各原則(指針を含む)が自らに当てはまることに留意して、適切にサービスを提供すべき」と定められた。

## 3 議決権行使結果の分析

これを受けて、著名な機関投資家はすでに個別の議決権行使結果について、公表を始めており、これにより、どのような属性の機関投資家が、どのような議案に対して、どのような議決権行使を行ったのか、その理由について、子細に分析することが可能となりつつある。すでにそうした論考も現れ始めており、今後個別の議決権行使結果の公表をすすめる機関投資家が増大するに伴い、より詳細な分析がなされていくことが予測される。

ちなみに、商事法務に掲載されていた信託銀行4社、投信・投資顧問会社31社の統計<sup>3</sup>では、反対率が高かった議案は、①買収防衛策85.4%(前年比19.3%増)、②退職慰労金41.6%(前年比9.1%減)、③取締役選任25.0%(前年比1.3%減)(但し、株主提案を除く)となっており、とりわけ買収防衛策に対する反対率の高さと増加率が目を引くところである。取締役や監査役選任議案については、なぜ反対となったのか、個別にその理由を知ることで今後の選任の参考とすることができよう。

## 4 個別の行使結果の公表による影響

こうした個別の行使結果の公表は、今後どのような

影響を与えることになろうか。

機関投資家の立場からすれば、策定している議決権行使の方針・基準をより具体的で明確なものにし、議決権行使の判断がしやすいものとしていくことが考えられる。これにあたっては、他社の動向ももちろんであるが、議決権行使助言会社が示す助言基準(ガイドライン)も参考にせざるを得ないだろう。独自の方針・基準を採用して差し支えなく、本コードもそれを求めるものではあるが、そのような方針・基準を採用し、あるいは助言会社の推奨と異なる行使をするにあたっては、相応の合理的な理由の説明が必要となることも考えられるため、少なくとも意識はせざるを得ないだろう。

また、議決権行使の方針・基準と異なる議決権行使を行う場合には、説明可能な合理的な理由が求められるため、機関投資家において方針・基準にそった硬直的な運用がなされる危険性を孕む一方で、企業側においては、当該議案に対する機関投資家の議決権行使に関する予測可能性が高まることから、議案の成立に向けて、両者の対話(エンゲージメント)が促進される、という効果も予測される。

企業側としては、株主である機関投資家が定める議決権行使の方針・基準の動向に注意を払う必要があるのはもちろんであるが、これに影響を与える議決権行使助言会社が示す助言基準(ガイドライン)、実際に行われる助言内容にも注意を払わざるを得なくなるだろう。

こうしたことからすると、議決権行使助言会社の影響力が増すことも否定できない。本コードは、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠することを戒める指針を置いているものの、本改訂において、あえて助言会社に適切なサービスの提供を求める指針をおいたのも、そのためと推測される。

## 5 議決権行使助言会社による助言基準の2018改訂

なお、有力な議決権行使助言会社の1つであるISSは、2018年2月から適用されるガイドラインにおいて、買収防衛策の形式審査に「総継続期間が3年以内である」ことを追加した。同社が2017年に賛成推奨をした買収防衛策の議案は0件とされており、さらに要件が厳しくなった。また、指名委員会等設置会社及び監査等委員会設置会社において、取締役の3分の1を社外取締役とすることを求める内容に変更し、2019年2月からはこれに満たない場合には経営トップの選任議案に反対推奨するとしている<sup>4</sup>。

次に、GlassLewisも、2018年2月適用のガイドラインにおいて、買収防衛策の審査基準を厳格化し、導入・更新に関する取締役会の独立性基準を過半数に引き上げた。また、ジェンダー・ダイバーシティに関する考え方を明確化し、取締役会全体の構成が多様性(女性役員の有無を含む)に欠けると判断する場合に懸念を指摘し、2019年2月からは一定の上場企業について女性役員が1人もいない企業には、責任取締役に関して反対推奨をするとしている<sup>5</sup>。

今後もその動向には注意が必要である。

- 1 <http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html>
- 2 投資信託などの運用手法の1つで、目標とされるベンチマーク(日経平均株価やTOPIX等)に連動する運用成果を目指すもの
- 3 商事法務No.2150(2017.11.25)13頁～「機関投資家による議決権行使の状況」(依馬直義)
- 4 <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/voting-policies/>
- 5 <http://www.glasslewis.com/guidelines/>