

新型コロナウイルスの影響を踏まえた 議決権行使対応

Research Clip
2020年6月

社会システム研究所
アナリスト 高橋 龍生
所長 寺山 恵

リサーチ・クリップでは、最近関心の高まっている環境問題、企業の従業員・地域社会といった様々な社会との関わりなどに関する記事や、国内および海外における公募投信（以下、ファンド）の最新情報を紹介します。

■今回の新型コロナウイルスにより、企業は業績の悪化や株主総会の延期を余儀なくされている。ただし、決算業務や監査業務が遅延している企業は、株主総会の延期以外に「継続会」の開催を行うことができる。「継続会」を選択した企業は、予定通り6月に株主総会を一旦実施するが、事業報告、計算書類、監査報告等の報告を行わずに、株主総会議案を決議することになる。そして、決算業務および監査業務が終わり次第、株主総会の「継続会」が新たに開催され、株主に報告が行われる。

これらを受けて、国内の機関投資家および議決権行使助言会社が、議決権行使方針を一時的に変更する対応策を取り始めている。日本では、今年の3月にスチュワードシップ・コードが再改訂されたばかりであり、機関投資家による議決権行使にますます注目が集まっている。本レポートでは、国内機関投資家および議決権行使助言会社が、コロナ禍でどのような議決権行使対応を行っているのかを見ていきたい。

1. 国内機関投資家

(1) ニッセイアセットマネジメント

ニッセイアセットマネジメントは、4月28日に『新型コロナウイルス感染症』拡大に伴うスチュワードシップ活動の方針について」を公表した。同社は、今般のような異常時における内部留保の過剰な流出は、企業の持続的な成長に必要な人材、研究開発や設備投資の資金確保に悪影響を及ぼすとし、剰余金処分議案に対して、企業の流動性枯渇リスクを十分に配慮した判断を行うとしている。

(2) 三井住友 DS アセットマネジメント

三井住友 DS アセットマネジメントは、5月7日に「新型コロナウイルスの影響を踏まえた当面の国内株式議決権行使の方針について」を公表した。同社は、2020年5月から2021年6月の株主総会まで、新型コロナウイルスによる企業への影響を考慮し、国内企業の議決権行使の判断基準を弾力的に運用するとしている。同社は、下記のように4つの議決権行使方針を打ち出している。

①	ROE・剰余金処分(配当)・業績等における基準の数値にこだわらず、手元流動性の状況や企業活動等の実態を踏まえて弾力的な議決権行使を行う
②	対話を通じて、中長期的視点に立った事業活動の継続やビジネスモデルの維持等を優先するよう促し、投資先企業のおかれた状況によっては、必ずしも従来の対外公約等にこだわる必要はないことを表明する
③	投資先企業の経営者自らが、新型コロナウイルスの影響を受けている自社の実態把握に努め、投資家をはじめとする様々なステークホルダーに対して現状および今後の考え方等について丁寧な説明を行うことを期待する
④	会計監査、決算発表、株主総会の実施については、安全を最優先する立場から投資先企業が適切に対応することを是認する

(出所) 三井住友 DS アセットマネジメント「新型コロナウイルスの影響を踏まえた当面の国内株式議決権行使の方針について」

同社は、ROE 基準を通常の議決権行使判断基準¹の一つに組み入れている。(後述する)ISS のように、「ROE5%」という具体的な閾値を定めているわけではないが、「ROE が国内上場企業平均水準を過去 3 年に一度も上回っていない場合」は、取締役の再任議案に対して基本的に反対の立場をとっている。また、剰余金処分議案に関しては、「株主総還元性向が 30%程度より低い場合」等の具体的な閾値を定めて、議決権行使を行っている。

しかし、同社は企業の手元流動性や中長期的な事業活動の継続を念頭に置きながら、コロナ禍の議決権行使対応として、①にある通り「ROE・剰余金処分(配当)・業績等における基準の数値にこだわらず」としている。また、企業は中期経営計画等で ROE や配当性向等の達成目標を設定することが多いが、②で「必ずしも従来の対外公約等にこだわる必要はない」としている。

(3) 日興アセットマネジメント

日興アセットマネジメントは、5 月 14 日に「新型コロナウイルス感染拡大を踏まえた当面の国内株式議決権行使について」を公表した。同社は、投資先企業とのエンゲージメント等を通じて、企業の置かれている状況や取り組みを精査した上で、長期的な視野で個別判断を行うとしている。なお同社は、対話を希望する企業のために問い合わせ(メール)窓口を新たに設置し、エンゲージメント体制の強化策を打ち出している。今回の議決権行使対応に関しては、少なくとも過去 3 期分の業績、「ウィズコロナ」や「アフターコロナ」を勘案した長期的な経営戦略や資本政策の把握に努めたうえで、個別判断を行っていくとしている。

(4) 東京海上アセットマネジメント

東京海上アセットマネジメントは、5 月 18 日に「新型コロナウイルス感染拡大を踏まえたスチュワードシップ活動について」を公表した。同社は、「2020 年 3 月期決算以降の業績は、企業の経営努力の成果を正確に反映していない可能性がある」と指摘した上で、新型コロナウイルスの影響が甚大になる前の経営実績、今回の危機対応および個別の企業実態を精査して、議決権行使を行うとしている。

¹ 三井住友 DS アセットマネジメント「議決権行使判断基準」参照

https://www.smdam.co.jp/corporate/responsible_investment/voting/guideline/pdf/criteria_for_determining_the_exercise_of_voting_rights.pdf

(5) 三井住友トラスト・アセットマネジメント

三井住友トラスト・アセットマネジメントは、5月21日に「新型コロナウイルス感染症拡大を踏まえた議決権行使およびスチュワードシップ活動の方針について」を公表した。

同社は、剰余金処分議案で通常時の議決権行使基準の一つとして、「当期業績(ROE)基準²を満たさず、かつ配当基準³を満たさない場合、反対」と定めている。同社も剰余金処分議案に対して、ROE基準や配当基準を設けているが、企業の手元流動性の確保や事業の持続性を十分考慮した議決権行使対応を行うとしている。また、取締役の選任議案に関しては、同社は従来から単年度の業績ではなく、中期的な業績動向に基づいて議決権を行使するとし、通常時の議決権行使の方針を継続させるとしている。

また、「継続会」を開催する企業への対応に関しては、同社は議決権行使の判断に必要な情報が不十分であるという理由では議案への反対や棄権は行わないという方針である。ただし、社外役員取締役会への出席状況や独立性に関する情報は、監査業務等が未了でも開示可能であるため、早期に招集通知への記載をお願いするとしている。

2. 議決権行使助言会社

(1) Institutional Shareholder Services

Institutional Shareholder Services(以下、ISS)は、5月11日に「新型コロナウイルス感染症の世界的流行を踏まえたISS日本向け議決権行使基準の対応」を公表した。6月1日から施行される同基準のポイントは、「ROE基準による取締役選任」および「継続会開催への対応」である。

ISSの通常基準では、資本生産性指標としてROEを採用し、過去5期の平均ROEが5%を下回り、かつ改善傾向にない企業の経営トップ⁴である取締役の選任に反対推奨を行っている。しかし、今回の新型コロナウイルスによる企業業績への影響を鑑みて、ISSはROE基準の適用を一時的に停止すると決めた。

また、ISSは「継続会」の開催に対して、株主は会社の事業報告書や決算情報といった重要情報を知らないまま、取締役の選任議案等に対して議決権を行使しなくてはいけない問題点を指摘する。要するに、後に開催される「継続会」で報告される事業報告や決算報告等に基づいて、株主は議決権を行使できない。これを受けて、ISSは「継続会」の開催を選択した企業の以下の議案に対する議決権行使対応を公表している。

² 業績(ROE)基準は、ROEがTOPIX構成銘柄全体の上位75%タイル水準以上を指す。

–三井住友トラスト・アセットマネジメント「責任ある機関投資家としての議決権行使(国内株式)の考え方」参照。

³ 配当基準は、配当性向が30%以上を指す。参照元は同上。

⁴ 通常、社長および会長を指す。

議案	方針
剰余金処分	新型コロナウイルスによる企業活動への影響が不透明な中で、配当額が過大になると事業活動や財務への悪影響が懸念される。計算書類や監査報告書等の報告を受ける前に配当を決議することが困難であるため、「棄権」推奨を行う。
取締役・監査役を選任	通常であれば事業報告、計算書類、監査報告書等に基づいて、業績、社外役員の独立性や取締役会への出席状況の評価を行う。上記の報告がない場合、過去の開示資料に基づいて、社外役員の独立性は判断されるが、取締役会の出席状況が開示されない場合は通常通り社外取締役および社外監査役の再任議案に原則「反対」推奨を行う。
会計監査人の選任	監査が未完了および監査報告書が提供されないと、会見監査人の交代の是非を判断することは困難である。したがって、監査報告書が提供されない場合は、「棄権」推奨を行う。
役員報酬	役員報酬は企業業績との関係で評価されるため、事業報告、計算書類、監査報告書等の提供がない場合は、役員報酬の評価が困難である。したがって、「棄権」推奨を行う。

(出所) ISS「新型コロナウイルス感染症の世界的流行を踏まえたISS日本向け議決権行使基準の対応」より当社作成

ISSによる「継続会」に対する議決権行使対応は、その判断に必要な情報が開示されない限りにおいては、基本的に「棄権」の推奨を行うことになっている。しかし、日本において「棄権票」は事実上の「反対票」と同等である。なぜなら、賛成率を計算する際の計算において、分母に棄権票が含まれるからである。したがって、株主が議決権行使の判断に必要な企業情報を入手できるように、ISSは企業側になるべく早期に招集通知を公表することをお願いしている。

(2) グラス・ルイス

グラス・ルイスは、5月11日に「2020年株主総会シーズンレビューと新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえたグラス・ルイスの議決権行使助言方針」を公表した。

グラス・ルイスは、「継続会」の開催を行う企業に対して、議決権行使の判断に必要な事業報告や監査報告等の企業情報が開示されていないという理由では、株主総会議案に対して反対推奨を行うことは控えるとしている。しかし、情報開示が可能になっても開示が行われない場合は、将来的に株主総会で、取締役候補者に反対推奨を行う可能性に言及している。

剰余金処分に関しては、グラス・ルイスは基本的に企業の配当政策を支持するとしながらも、保険会社や金融機関等の一部企業の配当については慎重なアプローチを望んでいる。これは、国際通貨基金が言及しているように、新型コロナウイルスによって倒産企業の増加が予想され、銀行は自己資本を強化する必要がでてきたためであると考えられる。したがって、新型コロナウイルスによる影響が理由であれば、配当支払いの延期、配当性向の引き下げ、配当の中止を行う企業の取締役会の決定を支持するとしている。

また、グラス・ルイスはパンデミックによる株価の大幅な下落を考慮して、買収防衛策の導入を条件付きで支持することにした。グラス・ルイスは、コーポレートガバナンスの向上に寄与しないという理由で、従来から買収防衛策に対して基本的に反対の立場をとっている。コーポレートガバナンスにおい

て、買収防衛策は経営陣や取締役会の保身を招き、株主価値の向上に繋がらないとされているためである。ただし、今回のコロナパンデミックによる株価の下落により、安価で企業が買収され、技術が流出する危険性が考えられる。これを受けて、グラス・ルイスは下記の2つの条件を満たす買収防衛策の導入を合理的であると判断する場合がある。

条件1	買収防衛策の有効期間が1年以内である
条件2	コロナパンデミックの影響で買収防衛策を導入することの合理的根拠の開示

(出所) グラス・ルイス「2020年株主総会シーズンレビューと新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえたグラス・ルイスの議決権行使助言方針」より当社作成

ただし、買収防衛策の導入は株主総会で株主の承認を得ることを前提としており、取締役会決議で導入された場合は、グラス・ルイスは原則として当該企業の会長⁵の再選に反対推奨を行う。

3. まとめ

今回、国内機関投資家および議決権行使助言会社によるコロナ禍における議決権行使対応を見てきた。国内機関投資家の新型コロナウイルス対応が、形式的な判断ではなく、精査した上で投資先企業の持続的成長を十分に考慮した判断を行っていくという日本版スチュワードシップ・コードの原則5を体現していることは興味深い。

一方、悩ましいのは「継続会」を選択した企業に対する議決権行使だ。決算もその監査報告もないまま、取締役選任をどう判断するのか、の判断材料がない中で株主総会議案の議決を急ぐことは、取締役選任への「棄権」を誘発する恐れもあり、企業側にとって得策とは言えないであろう。また、取締役の取締役会への出席率や社外役員の独立性など情報開示を行っていく必要もあるであろう。

さらに、今回の新型コロナウイルスによる企業への影響が、どのくらい続くのかの判断は難しい。一時的に通常のROE基準を停止する場合は「いつ通常の判断基準に戻すのか」、また買収防衛策の導入を、期間を定めて許容するケースでは、「本当にその期間で新型コロナウイルスの企業へ影響が収まっているのか」を改めて考える必要がでてくるであろう。

⁵ 会長が存在しない場合は、最高経営責任者が対象となる。

参考文献

・ ニッセイアセットマネジメント

『新型コロナウイルス感染症」拡大に伴うスチュワードシップ活動の方針について』

(https://www.nam.co.jp/news/ipdf/200428_press.pdf)

・ 三井住友 DS アセットマネジメント

『新型コロナウイルスの影響を踏まえた当面の国内株式議決権行使の方針について』

(https://www.smam-jp.com/NEWS/news/news_20200507.html [2020年5月22日閲覧])

『議決権行使判断基準』

(https://www.smd-am.co.jp/corporate/responsible_investment/voting/guideline/pdf/criteria_for_determining_the_exercise_of_voting_rights.pdf)

・ 日興アセットマネジメント

『新型コロナウイルス感染拡大を踏まえた当面の国内株式議決権行使について』

(https://www.nikkoam.com/files/lists/release/2020/200514_01_j.pdf)

・ 東京海上アセットマネジメント

『新型コロナウイルス感染拡大を踏まえたスチュワードシップ活動について』

(https://www.tokiomarineam.co.jp/pdf/web/viewer.html?file=/company/responsible_investment/mmjhh100000018o4-att/Covid19_StewardShip.pdf)

『日本株式株主議決権行使ガイドライン』

(https://www.tokiomarineam.co.jp/pdf/web/viewer.html?file=/company/responsible_investment/mmjhh10000001aa8-att/proxy_voting_guidelines.pdf)

・ 三井住友トラスト・アセットマネジメント

『新型コロナウイルス感染症拡大を踏まえた議決権行使およびスチュワードシップ活動の方針について』

(https://www.smtam.jp/news/pdf/release/PR2020_015.pdf)

『責任ある機関投資家としての議決権行使（国内株式）の考え方』

(https://www.smtam.jp/file/62/votinggl_dom_202001.pdf)

・ ISS

『新型コロナウイルス感染症の世界的流行を踏まえた ISS 日本向け議決権行使基準の対応』

(<https://www.issgovernance.com/file/policy/active/asiapacific/Japan-Policy-Guidance-Impacts-of-COVID-19-Japanese.pdf>)

・ グラス・ルイス

『2020年株主総会シーズンプレビューと新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえたグラス・ルイスの議決権行使助言方針』

(<https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2020/05/2020-Japan-preview-Japanese.pdf>)

- ・金融庁、法務省、経済産業省

『継続会（会社法 317 条）について』

(<https://www.fsa.go.jp/ordinary/coronavirus202001/11.pdf>)

- ・金融庁

『日本版スチュワードシップ・コード』(<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324/01.pdf>)