



An MSCI Brand

2013 年日本向け議決権行使助言基準(概要)

Institutional Shareholder Services Inc.

Copyright © 2013 by ISS

www.issgovernance.com

2013 年日本向け議決権行使助言基準(概要)

2013 年 2 月 1 日施行

目次

1.	計算書類の承認	4
2.	剰余金の処分	5
3.	取締役選任	6
4.	監査役選任	10
5.	定款変更	11
	目的事項の変更	11
	委員会設置会社への移行	11
	授權資本の増加	11
	種類株式の創設、変更	11
	自社株式取得の取締役会授權	11
	株主の権利行使の手続き	11
	単元未満株主の権利制限	11
	株主総会の定足数の緩和	11
	買収防衛策関連の変更	12
	取締役会の定員の減少	12
	取締役解任の要件加重	12
	取締役の任期の短縮	12
	取締役の期差任期制	12
	取締役、監査役の責任減免の取締役会授權	12
	会計監査人の責任減免の取締役会授權	12
	剰余金配当の取締役会授權	12
	非公開化（Management Buyout 等）関連の定款変更	12
6.	役員賞与	13
7.	退職慰労金／退職慰労金制度廃止に伴う打ち切り支給	14
8.	ストックオプション／報酬型ストックオプション	15
	ストックオプション	15
	報酬型ストックオプション	15
9.	取締役報酬枠の増加	16
10.	監査役報酬枠の増加	17

11. 会計監査人の選任	18
12. 自社株式の取得	19
13. 買収防衛策（ポイズンピル）	20
14. 買収、合併、第三者割当増資	22
15. 株主提案	23
16. 社会問題・環境問題	24
Disclosure/Disclaimer	25

1. 計算書類の承認

下記のいずれかに該当する場合を除き、原則として賛成を推奨する。

- 会計監査人が意見を表明しない、もしくは懸念を表明した場合
- 監査役（もしくは監査委員会）が意見を表明しない、もしくは懸念を表明した場合
- 計算書類や監査手続きに懸念がある場合

解説

多くの国において計算書類は株主総会の決議事項だが、日本では通常は決議事項にならず、報告事項として扱われる。そのため、計算書類の承認が議案になることは、特別な事態を示唆しており、議案を精査する必要がある。具体的には、監査が招集通知の発送に間に合わない場合や、会計監査人や監査役が懸念を表明した場合が挙げられる。

2. 剰余金の処分

下記のいずれかに該当する場合を除き、原則として賛成を推奨する。

- 十分な説明がなく、配当性向が継続的に低い場合
- 配当性向があまりに高く、財務の健全性に悪影響を与えうる場合

解説

剰余金の処分は、多くの場合は株主総会決議事項だが、定款変更により剰余金処分を取締役に授権することも可能であり、その場合は剰余金処分議案は提案されない。また配当を支払わない場合も、多くの場合は剰余金処分議案は提案されない。

配当性向が 15%から 100%の場合、通常は賛成を推奨する。配当性向がその範囲にない場合、個別判断を行う。特に配当性向が 100%を超える場合は財務の健全性への影響を考慮し、議案の内容を精査する。

なお、資本金の減少については、減少の必要性について具体的な説明がされている場合、個別に判断する。そうでなければ、配当の支払いが直ちに滞る場合を除き、原則として反対を推奨する。

3. 取締役選任

ISSは監査役設置会社と委員会設置会社で異なる助言基準を持つが、統治機構に関わらず、下記のいずれかに該当する場合は、原則として反対を推奨する。

- 総会後の取締役会に社外取締役¹が一人もいない場合、経営トップ²である取締役
- 親会社や支配株主を持つ会社において、ISSの独立性基準を満たす社外取締役が二名未満の場合、経営トップである取締役
- 前会計年度における取締役会の出席率が75%未満の社外取締役³
- 少数株主にとって望ましいと判断される株主提案が過半数⁴の支持を得たにもかかわらず、その提案内容を実行しない、あるいは類似の内容を翌年の株主総会で会社側提案として提案しない場合、経営トップである取締役

上記に加え、さらに委員会設置会社においては、下記のいずれかに該当する場合、原則として反対を推奨する。

- 株主総会後の取締役会の過半数が独立していない場合、ISSの独立性基準を満たさない社外取締役
- 親会社や支配株主を持つ会社において、ISSの独立性基準を満たす社外取締役が二名未満の場合、指名委員である取締役⁵

また、特別な状況においては、統治機構に関わらず、下記のような理由から、個別の取締役、委員会の委員、あるいはすべての取締役に反対することがある。

- ガバナンス、受託者としての責任、リスク管理などに重大な問題が認められる場合
- 経営陣の入替えが必要⁶とされるにもかかわらず、それを怠った場合
- 他社での取締役や監査役としての行動に重大な懸念があり、当会社の取締役としての適性に大きな懸念がある場合

日本企業向けの独立性の基準

ISSの独立性の基本的な考え方は「会社と社外取締役や社外監査役の間に、社外取締役や社外監査役として選任される以外に関係がないこと」である。日本企業においては、例えば、下記のケースでは多くの場合、独立していないと判断される。

- 会社の大株主である組織において、勤務経験がある
- 会社のメインバンクや主要な借入先において、勤務経験がある
- 会社の主幹事証券において、勤務経験がある
- 会社の主要な⁷取引先である組織において、勤務経験がある

¹ 独立性は問わない。

² 経営トップは一般的には社長を指すが、会長や他の代表取締役、さらには親会社出身者や支配株主本人が対象となることもある。

³ 日本では、出席率が開示されるのは社外取締役および社外監査役のみであり、社内者の出席率は開示されない。

⁴ 日本では、多くの株主提案が特別決議事項である定款変更の形を取るため、過半数ではなく3分の2の支持を得ないと、株主提案は可決しない。

⁵ ただし、指名委員が独立性基準を満たす社外取締役の場合を除く。

⁶ 株価の極端な下落や業績の大幅な悪化など経営の失敗が明らかな場合や、株主の利益に反する行為に責任があると判断される場合。

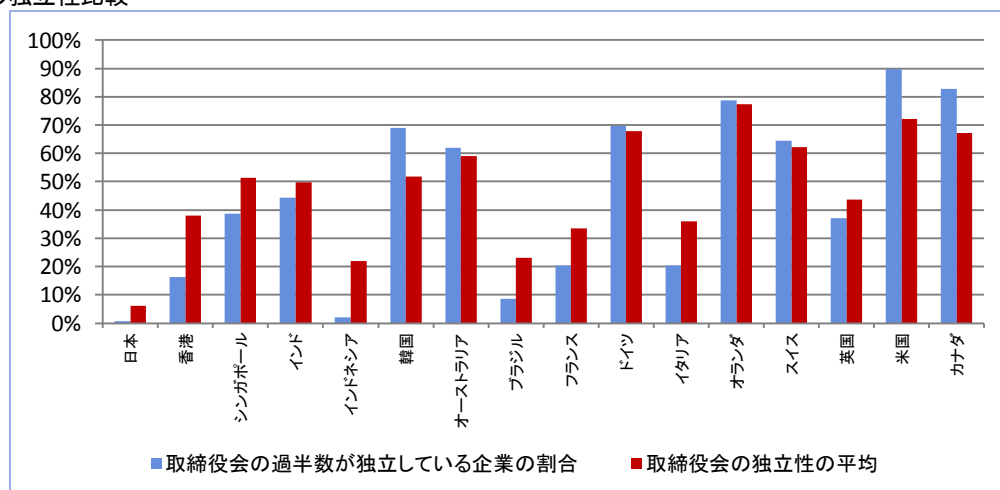
⁷ 主要かどうかは会社と取引先の双方から見た取引の規模、重要性から判断される。取引規模が具体的に開示されない（例えば単に取引規模が「稀少」とある）場合、主要な取引先と判断せざるを得ない。

- 会社の監査法人において勤務経験があった
- コンサルティングや顧問契約などの重要な取引関係が現在ある、もしくは過去にあった
- 親戚が会社に勤務している

解説

取締役会の過半数が独立社外取締役で構成されるアメリカの取締役会と異なり、ほとんどの日本の取締役会を実質的に業務執行者による経営会議体であり、最低限の監督機能しか持ち合わせない。日本の上場企業の98%を占める監査役設置会社では、社外取締役の選任義務はなく、半数弱の上場企業は社外取締役を選任していない。一方、委員会設置会社には、最低でも二名の社外取締役の選任義務がある。日本企業の取締役会の独立性の低さは長い間批判されてきた。独立性の低さは透明性の低さでもある。下記が示すとおり、他市場との比較において、日本の取締役会の独立性の低さは際立っており、内部者のみで構成される取締役会は日本では珍しくない。

取締役会の独立性比較⁸



しかし、この状況は近年変化しつつある。2010年に始めて過半数の日本企業⁹ (50.4%) で少なくとも社外取締役が一人は選任されるようになった。2012年には、それはさらに上昇し53.8%となり、今や過半数の日本企業で少なくとも一人の社外取締役が選任されている。

さらに、会社法改正にあたって社外取締役の義務化が検討された結果、上場規則による社外取締役の設置努力規定が導入され、また、会社法の改正により、社外取締役を導入しない日本企業は comply or explain rule の考え方にに基づき「社外取締役を置くことが相当ではない理由」¹⁰の説明が、今後要求されることになる。社外取締役の設置を想定するこの新制度は、経済界の合意の上で策定されたものである。このような環境の変化を考慮すれば、もはや社外取締役の導入が、日本の企業社会に馴染まない「異質なもの」であるとは言えない。さらに、オリンパス事件に代表される世界の投資家の日本企業への信頼を失わせる企業不祥事を鑑みれば、取締役会の監督機能の強化は早急の課題であるといえる。

ISSは法令、上場規則、さらには日本企業における社外取締役の導入状況にあわせ、ポリシーの見直しを検討する。なお、2014年の会社法改正により予定される監査・監督委員会設置会社制度の導入に伴い、ISSは2013年冬に取締役選任議案に対する助言方針の全般的な変更を検討する。

⁸ 母集団はISSが2011-12年に調査対象とした企業のうち一定数以上の顧客が保有している企業。

⁹ ISSの調査対象企業を母集団とした場合。

¹⁰ 単に社外取締役を置かない理由ではなく、社外取締役を置くことが「相当でない」理由の説明が求められる。

監査役設置会社

監査役設置会社を対象とした新ポリシー¹¹（総会後の取締役会に社外取締役¹²が一人もいない場合、経営トップである取締役に反対）は前述の状況に対応するものである。委員会設置会社と異なり、監査役設置会社においては、取締役候補者の選定に責任を負う指名委員会の設置義務はない。そのため、監査役設置会社では、経営トップが取締役候補者選定における最終的な意思決定者である。よって、取締役会の構成に懸念があれば、経営トップへの反対が合理的である。

機関投資家の一部は、独立性に懸念のある社外取締役に反対する。社外取締役は独立であるべき、との原則論に基づく投票と推察されるが、それはむしろ逆効果といえる。そもそも、監査役設置会社には、社外取締役を選任する義務はない。そのため、社外取締役への反対率がそれ以外の取締役より高い場合、会社が社外取締役を持つこと自体をやめてしまう可能性がある。そうなると、取締役会は内部者だけで構成されることになり、そのような事態が株主利益につながるるとは言いがたい。そのため、ISSは監査役設置会社において、独立性がないという理由だけで、社外取締役に反対することはない。

委員会設置会社

委員会設置会社は海外で普及した制度であるため、海外の投資家に理解されやすい利点がある。この統治形態を採用すれば、最低でも二名の社外取締役を選任する法的義務が生じる。そのため、社外取締役に独立性を求めることは妥当である。ISSは株主総会後の取締役会の過半数が独立していない場合、ISSの独立性基準を満たさない社外取締役に反対を推奨する。

親会社や支配株主を持つ会社

親会社や支配株主を持つ会社において、総会後の取締役会にISSの独立性基準を満たす社外取締役が二名未満の場合、経営トップである取締役の再任に反対を推奨する。親会社や支配株主を持つ会社の場合、少数株主の保護が特に重要であり、このポリシーは少数株主の保護を目的とする。

さらに、委員会設置会社が親会社や支配株主を持つ場合、総会後の取締役会にISSの独立性基準を満たす社外取締役が二名未満の場合、指名委員である取締役¹³の再任に反対を推奨する。指名委員は取締役会の独立性の欠如に責任があるからである。

出席率

社外取締役が経営に対する監督として効果的に機能するには、積極的に取締役会の議論に参加する必要がある。そのため、ISSは社外取締役の取締役会への出席率に注視する。合理的な理由¹⁴がなく、社外取締役の取締役会への出席率が75%未満の場合、ISSは原則として再任に反対を推奨する。

業績不振や企業不祥事

株価の極端な下落や業績の大幅な悪化など経営の失敗が明らかな場合や、不正や犯罪行為などの不祥事があった場合など、株主価値が毀損したと判断される場合は、取締役候補者に反対を推奨することを検討する。財務への影響、当局や証券取引所による処分、株価の反応や企業の評判への影響などを考慮する。

¹¹ このポリシーは2011年12月に発表された。しかし、日本企業への周知を高めるため、2013年2月まで適用を猶予した。

¹² 社外取締役の独立性は問わない。社外取締役が独立していることは理想ではあるが、独立した社外取締役を選任している企業はまだ少数であり、現時点でそこまで求めることは建設的な要求とは言えず、企業の取締役会改革の意欲を削ぐことになりかねない。

¹³ ただし、指名委員が独立性基準を満たす社外取締役の場合を除く。

¹⁴ 「多忙」や「海外在住」などは合理的な理由とは認められない。

株主の利益に反する行為

取締役選任議案を検討する際には、下記のような株主の利益に反する行為も考慮する。

- 株主総会決議のない買収防衛策の導入
- 株主総会決議のない過大な希薄化を伴う第三者割当増資
- 合理的な説明のない大規模な公募増資

なお、2012年の日本企業の取締役選任議案において、ISSは96.0%の候補者に賛成を推奨した。

4. 監査役選任

下記のいずれかに該当する場合を除き、原則として賛成を推奨する。

- ISSの独立性基準¹⁵を満たさない社外監査役
- 前会計年度における取締役会もしくは監査役会の出席率が75%未満の社外監査役
- 株主の利益に反する行為に責任があると判断される監査役
- 他社での取締役や監査役としての行動に重大な懸念があり、当会社の監査役としての適性に大きな懸念がある場合

解説

ISSは、独立した監査役が経営を監督することは、より良い日本のコーポレートガバナンスに不可欠であると考えている。日本企業は、委員会設置会社と監査役設置会社を選択することができるが、98%の上場企業は、監査役設置会社を選択しており、その場合は社外取締役の選任義務はない。実際、いまだに48.5%の監査役設置会社¹⁶には、一人も社外取締役がいない。そのような場合、取締役会は実質的に業務執行者による経営会議体として機能し、経営に対する監督機能は不十分ではあるが監査役会が担うことになる。

日本企業の取締役会に、独立社外取締役が少ないことを考慮すれば、独立した社外監査役の役割は重要である。そのため、ISSの独立性基準を満たさない社外監査役の選任には反対を推奨する。取締役と異なり、監査役の半数は社外監査役で構成される義務があるため、社外監査役の選任が否決された場合、企業は別の社外監査役の確保を迫られる¹⁷。監査役会の最小構成人数は三名なので、企業は最低でも二名の社外監査役をおく必要がある。

社外取締役と同様に、社外監査役についても出席率は重要である。合理的な理由がなく、社外監査役の取締役会もしくは監査役会への出席率が75%未満の場合、原則として再任には反対を推奨する。

また、株主価値の毀損を伴う不正や犯罪行為などの企業不祥事があった場合や本人の適性に大きな懸念がある場合は、監査役の選任に反対を推奨することを検討する。

¹⁵ 監査役の独立性基準は取締役の独立性基準と同様である。

¹⁶ 母集団はISSが2012年に調査対象とした日本企業で、取締役選任が提案された企業。

¹⁷ 独立していない社外監査役の選任が否決され、代わりに独立社外監査役が選任された事例も存在する。

5. 定款変更

定款変更は複数の変更内容がある場合でも、ほとんどの場合、それらは単一の議案にまとめられる。反対を推奨すべき内容がひとつでも含まれる場合、ISSは原則としてその議案に反対を推奨する¹⁸。下記は主な定款変更への助言基準である。

目的事項の変更

下記に該当する場合を除き、原則として賛成を推奨する。

- 継続して企業の業績に問題があり、本業と無関係のリスクの高い分野への参入を求める場合

委員会設置会社への移行

下記に該当する場合を除き、原則として賛成を推奨する。

- 株主総会后にISSの独立性基準を満たす社外取締役が一人もいない場合

授権資本の増加

授権枠増加の具体的な理由¹⁹が開示されている場合、個別に判断する。そうでなければ、下記のいずれかに該当する場合、原則として反対を推奨する。

- 提案された授権枠の増加分が現在の授権枠の100%を越える場合
- 発行済株式総数が増加後の授権枠の30%未満となる場合
- ISSが反対を推奨する買収防衛策を目的とする場合

種類株式の創設、変更

個別に判断する。

自社株式取得の取締役会授権

原則として反対を推奨する。

株主の権利行使の手続き

株主の権利行使の手続きを株式取扱規程に委ねることには、原則として反対を推奨する。

単元未満株主の権利制限

原則として賛成を推奨する。

株主総会の定足数の緩和

原則として反対を推奨する。

¹⁸ 定款の変更内容が複数におよぶ場合、特に機関投資家が問題視することが多い変更内容（たとえば買収防衛策関連や授権枠関連など）がある場合、定款変更を複数の議案として提案するほうが株主の意見がより適切に反映される。

¹⁹ 「機動的な資本政策」のような抽象的な説明ではなく、具体的な理由の説明が求められる。たとえばM&Aに伴う授権資本の増加の場合はM&Aの妥当性に基づき判断を行う。

買収防衛策関連の変更

買収防衛策に関連する定款変更は、その企業の買収防衛策に賛成を推奨する場合を除き、原則として反対を推奨する。

取締役会の定員の減少

下記に該当する場合を除き、原則として賛成を推奨する。

- 株主総会後の取締役の人数と員数が同数となる場合²⁰

取締役解任の要件加重

原則として反対を推奨する。

取締役の任期の短縮

原則として賛成を推奨する。

取締役の期差任期制²¹の導入

原則として反対を推奨する。

取締役、監査役の責任減免の取締役会授権

原則として賛成を推奨する。

会計監査人の責任減免の取締役会授権

原則として反対を推奨する。

剰余金配当の取締役会授権

原則として反対を推奨する。

非公開化（Management Buyout 等）関連の定款変更

個別判断する。

解説

日本企業の企業統治構造は大部分が定款により定められている。定款変更議案では、授権資本枠の増加などの資本構造や、取締役会の規模や構成に関する変更など、様々な内容が提案される。買収防衛策に関連する変更も提案されることがある。定款により取締役会に（剰余金処分、自社株取得などの）特定事項の権限が授権された場合、そのような事項は通常は株主総会の議案にならない。そのため、取締役会に権限を授権する議案は精査が必要とされる。2006年の会社法の施行により、取締役会に様々な権限を授権することが可能になり、この点はさらに重要性を増した。

²⁰ この場合、株主が新たに取締役を取締役に送り込むには、現在の取締役を先に解任する必要が生じる。よって、株主提案による取締役選任が困難になるため、買収防衛目的と解される。

²¹ 取締役の任期が2年のときに、定款から、増員または補欠として選任された取締役の任期は、他の在任取締役または退任した取締役の任期の満了時までとする旨の条項を削除し、取締役の任期満了の時期をずらすこと。買収防衛目的と解される。

6. 役員賞与

下記に該当する場合を除き、原則として賛成を推奨する。

- 株価の極端な下落や業績の大幅な悪化など経営の失敗が明らかな場合や、株主の利益に反する行為に責任があると判断される者が対象者に含まれる場合

解説

取締役や監査役の賞与支給は取締役会で決定できるが、あえて株主の承認を求める企業もある。そのため、株主承認を求めること自体をプラスに評価すべきである。さらに、賞与額が過大であることはほとんどなく、ISSは通常は賛成を推奨する。しかし、業績が極端に悪い場合、株価が大幅に下落した場合、企業不祥事がある場合は、反対を推奨することを検討する。

7. 退職慰労金／退職慰労金制度廃止に伴う打ち切り支給

下記のいずれかに該当する場合を除き、原則として賛成を推奨する。

- 対象者に社外取締役もしくは社外監査役が含まれる場合²²
- 個別の支給額もしくは支給総額が開示²³されない場合
- 株価の極端な下落や業績の大幅な悪化など経営の失敗が明らかな場合や、株主の利益に反する行為に責任があると判断される者が対象者に含まれる場合

解説

社外取締役や社外監査役が退職慰労金の支給を期待すれば、経営陣に厳しい発言をすることが困難になる。そのため、ISSは社外取締役や社外監査役への退職慰労金の支給には反対を推奨する。さらに、個別の支給額もしくは支給総額が開示されない場合、ISSは反対を推奨する。また、極端な業績の悪化や株価の下落、企業不祥事などの株主価値の毀損に責任があると認められる対象者への支給は好ましくない。

²² ただし、社外取締役や社外監査役の支給額が個別開示され、それが過大でない場合は、例外的に賛成の推奨を検討する。

²³ 具体的な個別開示が望ましいが、総額開示や最大〇万円のような開示も認められる。

8. ストックオプション／報酬型ストックオプション

ストックオプション

下記のいずれかに該当する場合を除き、原則として賛成を推奨する。

- 提案されているストックオプションと発行済ストックオプション残高を合計した希薄化²⁴が、成熟企業で5%、成長企業で10%を超える場合
- 対象者に株主価値の増大に寄与すると期待できない取引先や社外協力者など、社外の第三者²⁵が含まれる場合
- 提案されるオプションの対象となる上限株数が開示されない²⁶場合

報酬型ストックオプション²⁷

上記に加え、下記に該当する場合を除き、原則として賛成を推奨する。

- 行使条件として、一定の業績を達成すること²⁸が条件となっていない場合（ただし行使条件として、付与から3年間未満は行使が禁止されている場合、あるいは退職前の行使が禁止されている場合は、業績条件がなくとも例外的に反対を推奨しない）

解説

日本の役員報酬は固定報酬が多く割合を占めるため、役員の利益と株主利益との連動性が低い。そのため、原則的にはストックオプション制度のような業績連動型報酬の導入は促進されるべきである。しかし、ストックオプションは制度設計しだいで、少数株主に不利益をもたらすこともある。ISSはストックオプションを評価する際、希薄化、対象者、行使期間、行使価格、行使を可能とする業績条件などを考慮する。

希薄化は重要な評価ポイントであるが、日本企業、特に大企業において希薄化が過度であるケースは皆無である。一方で、ストックオプションの付与対象者と少数株主の利益が同じ方向に連動される仕組みが重要である。そのため、特に報酬型ストックオプションを評価する際は、行使を可能とする業績条件が設定され、それが開示されているかに注視する。

²⁴ 一年間に限定されることなく、取締役会決議のみで毎年継続的にストックオプションを発行できるように、役員報酬枠として承認を求める議案の場合、今後10年間にわたり毎年付与可能最大数が付与されると仮定し、希薄化を計算する。

²⁵ 社外取締役や社外監査役は社外の第三者とは扱わない。

²⁶ 役員報酬枠として承認を求める議案で、新株予約権の価額のみが記載され、新株予約権の目的である株式の上限が開示されない場合を指す。

²⁷ 行使価格が1円のストックオプションを指す。

²⁸ 例えば、経営計画における目標が考えられる。

9. 取締役報酬枠の増加

下記のいずれかに該当する場合は、原則として賛成を推奨する。

- 増加の具体的な理由が説明されている
- 業績連動報酬の導入や増加を目的とする

下記のいずれかに該当する場合は、株価パフォーマンスや資本の効率性を考慮し、個別判断する。

- 固定報酬の増加を目的とする
- 業績連動報酬の導入や増加を目的とするかどうか不明である

また、原則として、株価の極端な下落や業績の大幅な悪化など経営の失敗が明らかな場合や、株主の利益に反する行為があると判断される場合は、反対を推奨する。

解説

日本の報酬の問題は絶対額ではなく、株主価値創造との連動性の低さにある。業績には連動しない現金による月例の固定報酬や退職慰労金が取締役の報酬の大きな部分を占める。一方で、業績連動報酬の比率は低い。さらに、日本ではストックオプションのような株式ベースのインセンティブ報酬はまだ一般的とは言えない。

個別役員の報酬総額が一億円を超えた場合、有価証券報告書にて個別報酬を開示する義務がある。日本経済新聞によれば、2012年3月決算のおよそ2500社のうち、293名の役員が一億円以上の報酬を得た。最も多くの報酬を得たのは、亡くなったカシオ計算機の榎尾俊雄氏（報酬総額13億3300万円、うち退職慰労金が13億1900万円）であり、次が日産自動車のカルロス・ゴーン氏（報酬総額は9億8700万円）であった。日経のデータからは、それら293名の役員報酬の総合計額の75%は固定報酬（月例報酬と退職慰労金）であり、残りの25%が業績連動報酬（業績と連動した現金賞与や、株式ベースのインセンティブ報酬）であることがわかる。

ISSのポリシーは業績連動報酬の促進を意図する。したがって、業績連動報酬の導入や増加を目的とする報酬枠の増加は、基本的に支持する。しかし、固定報酬枠の増加を求める場合、あるいは業績連動報酬の導入や増加を目的とするかどうか不明な場合は、株主資本利益率（ROE）に代表される資本の効率性やその傾向、株主総合利回り（Total Shareholder Return）を考慮し、個別判断する。

10. 監査役報酬枠の増加

下記に該当する場合を除き、原則として賛成を推奨する。

- 株主の利益に反する行為に責任があると判断される場合

11. 会計監査人の選任

下記に該当する場合を除き、原則として賛成を推奨する。

- 会計監査人の変更に関して重大な懸念がある

解説

日本では、会計監査人の変更は総会議案となるが、現在の会計監査人の再任に株主承認は不要である。会計監査人の任期は一年であり、同じ会計監査人を株主承認なしで再任することができる。さらに、会計監査人が法人の場合は定期的に会計監査人を変更する義務はない。よって、アメリカ企業と異なり、この議案は最も頻繁に登場する議案ではない。

12. 自社株式の取得

下記のいずれかに該当する場合を除き、原則として賛成を推奨する。

- 具体的な理由の説明がなく、発行済株式総数の10%以上の自社株式を取得しようとする場合
- 自社株式の取得が、株主価値の毀損につながるものが強く懸念される場合

13. 買収防衛策（ポイズンピル）

買収防衛策の導入および更新は、下記の条件を全て満たす場合は、原則として賛成を推奨する。

（第一段階：形式審査）

- 総会後の取締役会に占める独立社外取締役²⁹の比率が20%以上、かつ2名以上である
- 独立社外取締役の出席率³⁰に懸念がない
- 取締役の任期が1年である
- 特別委員会の委員³¹全員がISSの独立性基準を満たす
- 買収防衛策の発動水準が20%以上である
- 有効期限が3年以内である
- 他に防衛策として機能しうるもの³²がない
- 株主が買収防衛策の詳細を検討した上で、経営陣に質問する時間を与えるために、招集通知が総会の3週間前までに発送されている

（第二段階：個別審査）

- 買収されやすい状況を改善するため、株主価値向上に向けた具体的な施策を発表し、その内容が妥当であると結論付けられる

解説

買収防衛策は、少数株主に有利な買収条件を引き出すツールとして機能することもある。しかし、それは取締役会が自身の保身に走らず、株主価値の向上に真面目に取り組む場合に限定される。ISSが買収防衛策に賛成を推奨するには、上記の条件を全て満たすことが必要とされる。興味深いことにほとんどの場合、招集通知を総会の3週間前までに発送しなかった企業はそれ以外の形式審査条件にも抵触する。招集通知の早期発送が、企業の株主重視の姿勢を測る端的な基準であると言える。

ISSは買収防衛策議案を最終的には個別に判断するが、その第一段階として上記の形式審査を設けている。それらの審査条件を全て満たして、はじめてISSは賛成の推奨を個別に検討する。形式審査条件を全て満たす買収防衛策は少数だが、その場合にかぎり第二段階の個別審査を行う。個別審査ではその企業が持つ株主価値向上計画を評価する。買収防衛策を求めること自体が、株価バリュエーションが低く買収のターゲットになりやすいことを取締役会が認めていることに他ならない。よって、株主の興味は、株主価値向上の施策であり、それが無い場合、業績不振の経営陣が保身のために買収防衛策を求めていると判断する。

実は日本の買収防衛策は、発動水準が相対的に高く、有効期限は明確であり、デッドハンド条項がないなど、アメリカの買収防衛策よりも制度設計の面では問題は少ない。日本の買収防衛策の主な問題は、買収防衛策を実質的に運用する取締役会が社内者で占められ、独立性に懸念があること、および情報開示の少なさである。買収防衛策が経営陣の保身ではなく、株主価値の向上に寄与するには、取締役会に一定数の独立社外取締役が存在することが不可欠である。

²⁹ 独立性基準は取締役選任を参照。

³⁰ 出席率の基準は取締役選任を参照。

³¹ 委員が取締役もしくは監査役である場合は、出席率の懸念がないこともあわせて要求される。

³² 例えば、取締役解任に特別決議を要する、安定株主が3割程度以上の株式を保有している、取締役定員上限まで取締役を選任している、等の状況を指す。

買収防衛策が株主総会決議なしで導入されている場合、ISSは経営トップへの反対を検討する。その際、買収防衛策の制度設計そのもののほか、コーポレートガバナンスの状況（取締役会の構成や情報開示の状況）、現経営陣による業績などを検討する。

買収防衛策の更新については、導入時と同様の審査を行うが、買収防衛策導入後の株価パフォーマンスを同業他社と比較する。導入後の株価パフォーマンスが同業他社に劣る場合、買収防衛策の導入が株主価値の向上に貢献したとは結論できず、更新への理解を得ることは困難であろう。

14. 買収、合併、第三者割当増資

個別判断する。

ISS は開示情報に基づき、買収、合併や第三者割当増資等の企業再編のメリットとデメリットを比較し、主として下記の視点から議案を評価する。

- バリュエーション：被買収者側の株主への対価は妥当か。
- 株価の反応：企業再編の発表後、市場がどのように反応したか。株価の反応が悪い場合は、企業再編の内容をより精査する必要がある。
- 戦略の妥当性：戦略の観点から、企業再編が妥当か。どのようにして付加価値が創出されるのか。企業再編による売上やコストシナジーは過度に楽観的な予測ではなく、現実的な想定か。経営陣の過去の企業再編の実績はどうか。
- 利害相反：企業再編により、（少数株主の利益の犠牲の上に）関係者が不当に利益を得ないか。関係者の利害関係に影響され、経営陣や取締役が（少数株主の利益に反する）企業再編を支持していないか。
- コーポレートガバナンス：企業再編後のコーポレートガバナンスは、再編前の個々の企業のそれと比べて改善するのか、悪化するのか。企業再編によりコーポレートガバナンスが悪化する場合、それでも企業再編が株主にとって望ましい（たとえば十分な対価が株主に支払われる）ことを説明する必要がある。

15. 株主提案

個別判断する。

合理的なコストの範囲内で、コーポレートガバナンスの改善が期待できる株主提案については、原則として賛成を推奨する。

事業活動や範囲を制約するような提案や、実行に多大なコストを伴う株主提案については、原則として反対を推奨する。

16. 社会問題・環境問題

提案が株主価値の向上もしくは保護に資するかどうか、に基づき個別判断する。その際には下記の要素もあわせて考慮する。

- 提案が対象とする事柄が、個々の企業によってではなく、法律もしくは政府の規制により対応されるべき問題か
- 提案が対象とする事柄に対して、企業がすでに適切で十分な対応を取っているか
- 提案が企業に（範囲、時間、費用の面で）過度な負担を強いたり、過度に企業行動を制約しないか
- 提案が対象とする事柄に対して業界水準で求められる対応と、その企業の対応状況の比較
- 情報開示の拡充や透明性の確保を求める提案の場合は、すでに十分な情報が株主もしくは公衆に開示されているか
- 情報開示の拡充や透明性の確保を求める提案の場合は、会社の機密情報を開示させ、会社を競争上不利な状況に追い込むことはないか

解説

社会問題・環境問題の範疇には、商品の安全性、環境問題、エネルギー問題、労働問題、人権問題、従業員の多様性、取締役会の多様性、政治献金をはじめとして、幅広い分野の事柄が含まれる。株主提案を分析する際には、上記の様々な要素が考慮されるが、その提案が短期および長期の株主価値の向上、もしくは保護に資するかどうか重要である。

(2013年1月28日版)

Disclosure/Disclaimer

This document and all of the information contained in it, including without limitation all text, data, graphs, and charts (collectively, the “Information”) is the property of Institutional Shareholder Services Inc. (“ISS”), its subsidiaries, or, in some cases third party suppliers.

The Information has not been submitted to, nor received approval from, the United States Securities and Exchange Commission or any other regulatory body. None of the Information constitutes an offer to sell (or a solicitation of an offer to buy), or a promotion or recommendation of, any security, financial product or other investment vehicle or any trading strategy, and ISS does not endorse, approve or otherwise express any opinion regarding any issuer, securities, financial products or instruments or trading strategies.

The user of the Information assumes the entire risk of any use it may make or permit to be made of the Information.

ISS MAKES NO EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES OR REPRESENTATIONS WITH RESPECT TO THE INFORMATION AND EXPRESSLY DISCLAIMS ALL IMPLIED WARRANTIES (INCLUDING, WITHOUT LIMITATION, ANY IMPLIED WARRANTIES OF ORIGINALITY, ACCURACY, TIMELINESS, NON-INFRINGEMENT, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY AND FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE) WITH RESPECT TO ANY OF THE INFORMATION.

Without limiting any of the foregoing and to the maximum extent permitted by law, in no event shall ISS have any liability regarding any of the Information for any direct, indirect, special, punitive, consequential (including lost profits) or any other damages even if notified of the possibility of such damages. The foregoing shall not exclude or limit any liability that may not by applicable law be excluded or limited.