



An MSCI Brand

2012 年日本向け議決権行使助言基準(概要)

Institutional Shareholder Services Inc.

Copyright © 2012 by ISS

www.issgovernance.com

2012 年日本向け議決権行使助言基準(概要)

2012 年 2 月 1 日施行

目次

Disclosure/Disclaimer	3
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.....	9
5. 定款変更.....	10
委員会設置会社への移行.....	10
授權資本の増加.....	10
種類株式の創設、変更.....	10
自社株式取得の取締役会授權.....	10
株主の権利行使の手続き.....	10
株主総会の定足数の緩和.....	10
買収防衛策関連の変更.....	10
取締役会の定員の減少.....	11
取締役解任の要件加重.....	11
取締役の任期の短縮.....	11
取締役の期差任期制.....	11
6. 役員賞与.....	12
7. 退職慰労金／退職慰労金制度廃止に伴う打ち切り支給.....	13
8. ストックオプション／報酬型ストックオプション.....	14
ストックオプション.....	14
報酬型ストックオプション.....	14
9. 取締役報酬枠の増加.....	15
10. 監査役報酬枠の増加.....	16
11. 会計監査人の選任.....	17
12. 自社株式の取得.....	18
13. 買収防衛策（ポイズンピル）.....	19
14. 買収、合併、第三者割当増資.....	21
15. 株主提案.....	22

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.

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はならず、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。例えば、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それである。

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

過去において、日本の定時株主総会の第1号議案は通常は利益処分案承認議案であった。しかし会社法施行後、定款変更により剰余金処分を取締役に授権できるようになり、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。

準備金や剰余金の額の減少については、減少の必要性について具体的な説明がない場合、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（ただし、この基準は2013年から施行予定）
- 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
- 少数株主にとり望ましいと判断される株主提案が過半数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は、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⁴

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⁵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、当会社の取締役や監査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⁶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 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。

⁵ 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にその必要が生じる。

⁶ 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。取引規模が非開示の場合、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占めら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は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ていない。日本の上場企業の98%を占める監査役設置会社では、社外取締役の選任の義務はなく、半数の上場企業は社外取締役を一人も選任していない。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の義務がある。

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。他国と比較すれば、それは際立っており、取締役全員が内部者で構成されることは決して珍しいことではない。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⁷(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。2011年には、それはわずかに上昇し51.0%になった。

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、さらに会社法や上場規則の改正の議論でも、社外取締役の義務化が検討されている。この環境の変化を考慮すれば、社外取締役の導入は、今日の日本の企業社会に馴染まない「異質なもの」であるとはもはや言えないだろう。さらに、オリンパスや大王製紙のような最近の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。

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（総会後の取締役会に社外取締役⁸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だが、この新ポリシーは2013年まで適用されない。この一年間の猶予期間は、企業に適切な社外取締役を確保する十分な時間を与えることを意図している。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。

2012年1月時点で、法務省は全ての上場会社に最低でも一人の社外取締役の義務付けを検討中である。しかし、発行企業からの強い反対によりその実現性は不透明であり、実現するとしても数年先の見込みである。ISSは法令や上場規則の動向にあわせ、本ポリシーを見直すものとする。

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。取締役会には独立した社外取締役が必要とのメッセージのつもりであろうが、それはむしろ逆効果といえる。そもそも、監査役設置会社において、社外取締役を選任する義務はない。そのため、社外取締役への賛成率がそれ以外の取締役より低い場合、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とは言いがたい。そのため、ISSは監査役設置会社においては、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

委員会設置会社の場合、社外取締役の役目は非常に重要であり、社外取締役に独立性を求めることは妥当である。委員会設置会社では、最低でも2名の社外取締役の選任義務がある。そのため、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

⁷ ISSの調査対象企業を母集団とした場合。

⁸ 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望ましいが、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現実的ではない。

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。これは少数株主の保護を目的としている。

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⁹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といえる。

出席率

社外取締役が経営に対する監督として機能するには、独立した社外取締役が積極的に取締役会の議論に参加することが重要である。そのため、取締役会への出席率に注視する必要がある。合理的な理由¹⁰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悪影響などを考慮する。

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、例えば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

⁹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。

¹⁰単なる多忙や海外在住などは合理的な理由とは認められない。

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¹¹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

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から統治形態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50.3%の監査役設置会社¹²には、一人も社外取締役がないのが現状である。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特に重要である。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ある義務があるため、社外監査役が否決された場合、企業は別の社外監査役の確保を迫られる。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は、監査役の選任に反対を推奨することを検討する。

¹¹ 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。

¹² 母集団はISSが2011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。

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¹³。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。

- 株主総会後に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

授権資本増加の具体的な理由¹⁴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。

- 提案された授権資本の増加分が現在の授権資本の100%を超える場合
- 発行済株式総数が増加後の授権資本の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

株主の権利行使に際して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。

買収防衛策関連の変更

買収防衛策に関連した定款変更は、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。

¹³ 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。

¹⁴ 「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。

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¹⁵

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¹⁶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。

MBO 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、そうした事項は通常は株主総会の議案とならない。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。

¹⁵ 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。

¹⁶ 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¹⁷
- 個別の支給額もしくは支給総額が開示¹⁸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。

¹⁷ 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。

¹⁸ 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¹⁹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²⁰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²¹場合

報酬型ストックオプション²²

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²³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

近年、株主総会の議案数が減少し、役員報酬関連議案の重要性は増している。ストックオプションは制度設計しだいで、少数株主にとって望ましくもあり、逆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。

希薄化は重要であるが、日本企業、特に大企業において希薄化が過度とな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、報酬型ストックオプションにおいて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を注視する。

¹⁹ 取締役会決議のみで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。

²⁰ 社外取締役や社外監査役は社外の第三者とは扱わない。

²¹ 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総数が開示されない場合を指す。

²² 行使価格が1円のストックオプションを指す。

²³ 例えば、経営計画における数値目標や、企業が自社の環境を考慮して設定する経営財務指標の目標などが考えられる。

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に責任があると判断される場合には、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。業績とは直接連動しない現金による月例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、2011年3月決算のおよそ2600社のうち、295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、日産自動車のカルロス・ゴーン氏（報酬総額は9億8200万円）であり、次がソニーのハワード・ストリンガー氏（報酬総額は8億6300万円）であった。日経のデータからは、それら295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。

今回改正されたISSの新ポリシーは業績連動報酬の促進を意図している。業績連動報酬の導入や増加を目的とする報酬枠の増額は、ISSは基本的に支持する。しかし、固定報酬枠の増額を求める場合、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。

- 監査役が、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²⁴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²⁵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²⁶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²⁷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

よく設計された買収防衛策は、少数株主により有利な買収条件を引き出すために、取締役会が買収提案者と交渉する際の重要なツールとして機能しうる。しかしながら、これはあくまでも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判断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条件を設けている。それらの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。形式条件を全て満たす買収防衛策は少数だが、そのような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どのようにして株主価値を向上させようとしているのかを評価する。買収防衛策を求めること自体が、株価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、株主にとって重要なのは、経営陣が株主価値向上のために取り組む施策であり、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導入すると判断せざるを得ない。

創業家一族、取引先や内部者などの安定株主が議決権の3割程度以上を有している場合、経営陣が買収の可能性を仮に懸念しても、実際には合併や定款変更など特別決議議案を否決できる。そのため、買収提案者は経営陣が抵抗するような企業再編を強制できず、敵対的買収のターゲットにはなりにくい。株主にとっては、そうした企業が買収防衛策を導入する必要性を理解しにくい。

²⁴ 独立性基準は取締役選任を参照。

²⁵ 出席率の基準は取締役選任を参照。

²⁶ 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。

²⁷ 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。

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、制度設計ではなく、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。

買収防衛策が株主総会決議なしで導入されており、取締役会が独断で買収提案を拒否できる場合、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、導入の場合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。

あまりコストをかけることなく、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、効果が薄いにもかかわらず多大な費用を伴う株主提案については、原則として反対を推奨する。

(2012年1月12日版)