

2017年10月26日

各位

Institutional Shareholder Services
日本リサーチ

ISS 議決権行使助言方針（ポリシー）改定に関する 日本語でのオープンコメントの募集について

Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) は、2018年2月から施行する2018年版の各国の議決権行使助言方針（ポリシー）の改定案を発表しました。

ISS は、国や地域の法令、上場規則、コーポレートガバナンス、文化、習慣など市場毎の特性を勘案して作成したポリシーに基づき、議決権行使の助言を行っています。ISS はポリシー改定にあたり、多様な意見を反映する機会を設けることによって、透明性を確保することが重要だと考えます。そのため、各国の機関投資家、上場企業、規制当局など幅広い市場関係者の意見を反映するため、ヒアリング、サーベイ、ラウンドテーブルおよびオープンコメントの募集を毎年実施しています。ISS のポリシー改定プロセスの詳細は <http://www.issgovernance.com/policy-gateway/policy-outreach/> をご参照ください。

2018年の日本向けポリシー改定案では、次の改定を予定しています。

1. 指名委員会等設置会社および監査等委員会設置会社の取締役会構成要件の厳格化
2. 買収防衛策の総継続期間要件の導入

ISS は上記のポリシー改定案についてオープンコメントを募集します。ご意見は2017年11月9日までにお名前と所属組織名を明記の上、日本語もしくは英語で jp-research@issgovernance.com まで電子メールにてご提出下さい。また、日本以外の各国のポリシー改定についてもオープンコメントを募集しています（英語のみ）。詳細は当社ウェブサイト <http://www.issgovernance.com> をご参照ください。なお、提出された意見に対し個別に回答する予定はありません。

ISS の2018年版日本向けポリシーの全体については、本改定の正式決定後、当社ウェブサイトに日本語版を公開する予定です。

幅広い市場関係者の皆様からのご意見をお待ちしております。

1. 指名委員会等設置会社および監査等委員会設置会社の取締役会構成要件の厳格化

改定の背景

日本のコーポレートガバナンスの問題として社外取締役の欠如が長く挙げられてきましたが、近年は社外取締役の導入が急速に進んでいます。ISSの調査対象日本企業において、2014年に複数の社外取締役を選任した企業は32.6%でしたが、2017年6月末には84.7%まで増加しています。

この傾向は「委員会」型の機関設計である指名委員会等設置会社および監査等委員会設置会社において、顕著に見られます。指名委員会等設置会社の取締役会の構成人数は平均9.6名、うち5.1名が社外取締役であり、監査等委員会設置会社の取締役会の構成人数は平均9.7名、うち3.0名が社外取締役です。一方、監査役設置会社の取締役会の構成人数は平均8.4名で、うち社外取締役は2.0名にとどまります。

この委員会型の機関設計は、2014年の会社法改正による監査等委員会設置会社制度の導入によって、急速に普及しました。委員会型の機関設計を持つ上場企業は2014年には2%未満でしたが、監査等委員会設置会社に移行する企業が相次いだことで、2017年8月時点では委員会型の機関設計を採用する企業は25%に達しています。

ポリシー改定案の概要

2019年2月から、指名委員会等設置会社およ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、株主総会後の取締役会に占める社外取締役¹の割合が3分の1未満である場合、経営トップ²である取締役選任議案への反対を推奨します。

ポリシー改定案の意図と影響

ISSは取締役会構成の改善を目的として、取締役会構成要件を段階的に厳格化してきました。2013年には社外取締役がゼロの場合に経営トップである取締役の選任議案に反対するポリシーをまず導入し、2016年には要件を厳格化して社外取締役を最低2名求めるポリシーを導入しました。その間に日本企業における社外取締役は増加しましたが、今回のポリシー改定の目的はこの流れをさらに推し進めることにあります。

このポリシー改定案は監督と経営の分離を志向する指名委員会等設置会社および監査等委員会設置会社にのみ適用されます。企業がこれらの機関設計を採用すること自体、経営者が監督と経営の分離を目指す意思と解釈できるため、監査役設置会社よりも多くの社外取締役を求めることは合理的であると考えます。コーポレートガバナンス・コードは全ての企業に最低2名の独立社外取締役を求め、また機関設計を含む個々の企業の置かれた状況を勘案した上で3分の1以上の独立社外取締役の選任についても言及しています。

なお、このポリシー改定案では社外取締役の独立性は問いません。独立性は重要な概念です。しかし、現在の日本のコーポレートガバナンスの状況で社外取締役の独立性を重視しすぎると、企業が資質ではなく独立性の確保に過度に注力し、弁護士、会計士、学識経験者などマネジメント経験の少ない人物のみに社外取締役への就任を求めることにつながりかねません。取締役会の多様性の観点から、社外取締役全員がそのような人物のみで占められることは望ましいとは言えません。

この取締役会構成要件の厳格化に関するポリシー改定案は、もう一つの買収防衛策に関するポリシー改定案と異なり、1年後の2019年2月まで施行されない予定です。ISSが2013年に社外取締役を最低1名、2016年に社外取締役を最

¹ 社外取締役の独立性は問いません。

² 経営トップとは通常、社長および会長を指します。

低 2 名求めるポリシー改定時に設けた 1 年間の猶予期間と同様に、今回も企業が適切な社外取締役を選任するため十分な時間を確保することを意図しています。

ISS の調査によれば 2017 年 8 月時点で、指名委員会等設置会社の 2.8%、監査等委員会設置会社の 52.6%で取締役会に占める社外取締役の割合が 3 分の 1 未満であり、それらの企業が反対推奨の対象となりえます。しかし日本企業における社外取締役が増加傾向にあることを勘案すると、ポリシー改定案が施行される 2019 年までには、反対推奨の対象となる企業の割合、特に監査等委員会設置会社における反対推奨率は 2017 年 8 月時点に基づく数値よりも低くなることが見込まれます。

コメントの募集

このポリシー改定案について、特に下記の点についてご意見をお聞かせください。

- 指名委員会等設置会社および監査等委員会設置会社において、取締役会の 3 分の 1 に社外取締役を求めるポリシー改定案は妥当か。そうではない場合、指名委員会等設置会社および監査等委員会設置会社において、取締役会における社外取締役比率は最低何パーセントであるべき、と考えますか。
- 1 年間の猶予期間は妥当か否か。さらにその理由
- ポリシー改定案は監査役設置会社にも適用すべきか。(なお、監査役設置会社にこのポリシー改定案を適用した場合、2017 年 8 月時点のデータに基づくと 73.2%の監査役設置会社が反対推奨の対象になります。)
- 今回のポリシー改定案では、企業が資質よりも独立性の確保に注力し、マネジメント経験の少ない人物に社外取締役への就任要請を行うことへの懸念から、社外取締役の独立性は問いません。しかしそれでも社外取締役に独立性を求めるべきと考える場合は、その理由をお聞かせください。

2. 買収防衛策の総継続期間要件の導入

改定の背景

投資家の視点から買収防衛策が正当化され得るのは、企業の本質的価値を下回る金額で企業を買収しようとする買収提案者が現れた場合、取締役会が提案者と有利に交渉を行う手段として買収防衛策を用いる場合です。取締役会が株主に有利な条件を引き出す交渉手段として買収防衛策を活用し得るシナリオには、業績悪化などで企業評価が一時的に下がり、本質的価値を下回る金額で株式が取引されているときに敵対的買収に対する脆弱性が高まり、買収防衛策による一時的な保護が必要とされる場合が該当します。

買収防衛策はそのような特別な状況に対応するための、あくまでも一時的な手段です。長期にわたり継続される買収防衛策は、経営者の自己保身と解釈されかねません。日本で現在導入されている買収防衛策の88%は導入からすでに9年以上経過しています。これは多くの場合、それらの企業において買収防衛策を持つ正当性がすでに失われていることを意味し、株主の懸念は高まっています。

ISSの現在のポリシーでは買収防衛策議案を評価するにあたり、総継続期間³は考慮しません。今回のポリシー改定案は、各企業の経営環境の変化に関わらず、企業が買収防衛策を当然のように更新する状況に対する株主の懸念を表明することが目的です。

ISSのポリシー⁴では二段階で防衛策議案が評価されます。第1段階では形式基準に基づいて評価し、第1段階ですべての基準を満たした場合に限り、第2段階の敵対的買収に対する脆弱性など個々の企業の状況を勘案した個別評価を行います。

今回のポリシー改定案は、第1段階に総継続期間に関する形式基準を追加するものであり、第2段階の個別評価のアプローチを変更するものではありません。

ポリシー改定案の概要

第1段階の形式基準に、総継続期間が3年以内であること、を追加します。このポリシー改定案による新しい基準を含めた第1段階の形式基準を満たした場合に限り、第2段階の評価を行います。

ポリシー改定案の意図と影響

ISSの調査では、2009年は570社を超える企業が買収防衛策を導入していました。しかし金融商品取引法の改正や経営環境の変化を理由に、近年は買収防衛策を廃止する企業が増加しており、2017年6月時点では464社にまで減少しています。

2017年1月から現在までの株主総会で提案された買収防衛策議案のうち、ISSが現行のポリシーに基づき賛成を推奨したケースは0件です。そのため、このポリシー改定案の施行により、賛否の推奨が大きく変化することは想定されませ

³ 買収防衛策の導入時点から、今回提案されている買収防衛策の有効期間終了までの合計期間を指します。買収防衛策を導入し、その後最初に開催される定時株主総会までに株主の承認を求める場合、提案される買収防衛策の有効期間を指します。

⁴ これは平時における買収防衛策導入・更新に適用されるものであり、実際に敵対的買収提案等が存在する状況においては、買収提案の妥当性を含めた具体的な状況に基づく個別審査を行います。

ん。ポリシー改定案は買収防衛策を当然のように更新し続ける企業に対して、投資家の懸念⁵を伝えることを目的とします。

コメントの募集

このポリシー改定案について、特に下記の点についてご意見をお聞かせください。

- 買収防衛策の総継続期間を第一段階の形式基準に追加することへの賛否、およびその理由
- 新規導入後の総継続期間として3年未満は妥当か否か。およびその理由

⁵ 買収防衛策が当然のように更新される現状に対する問題提起であり、個々の企業の状況に基づき「一時的に」買収防衛策を持つことまでを一律に否定するものではありません。

(ご参考) 定時株主総会の基準日変更に関する定款変更

株主総会の分散を目的とする定時株主総会の基準日変更に関する定款変更については、原則として賛成を推奨します。

なお、その定款変更と同時に、剰余金配当の取締役会授権を求める定款変更が提案される場合には、現行の剰余金配当の取締役会授権の定款変更のポリシーに基づき、指名委員会等設置会社もしくは監査等委員会設置会社で、かつ配当の株主提案権が排除されない場合に限り、原則として賛成を推奨します。

以上