



Japan

Proxy Voting Guidelines

2017 年版 日本向け議決権行使助言基準

2017 年 2 月 1 日施行

目次

1. 計算書類の承認	3
2. 剰余金の処分	4
3. 取締役選任	5
4. 監査役選任	11
5. 定款変更	12
6. 役員賞与	15
7. 退職慰労金／退職慰労金制度廃止に伴う打ち切り支給	16
8. ストックオプション／報酬型ストックオプション	17
9. 取締役報酬枠の増加	18
10. 監査役報酬枠の増加	19
11. 会計監査人の選任	20
12. 自社株式の取得	21
13. 買収防衛策(ポイズンピル)	22
14. 買収、合併、第三者割当増資	24
15. 株主提案	25
16. 社会問題・環境問題	26
(参考 1)ISS 反対推奨率	27
(参考 2)ISS 分析レポートの入手方法	28

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や監査等委員会)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。

3. 取締役選任

経営権の争いがない場合

ISS は会社の機関設計(監査役設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社¹⁾)により、異なる助言基準を持つ。

監査役設置会社

監査役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。

- ▶ 資本生産性が低く(過去 5 期平均の自己資本利益率(ROE)が 5%を下回り)かつ改善傾向²⁾にない場合³⁾、経営トップ⁴⁾である取締役
- ▶ 総会後の取締役会に最低 2 名の社外取締役⁵⁾がない場合、経営トップである取締役
- ▶ 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最低 2 名いない場合、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⁶⁾
- ▶ 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⁷⁾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

指名委員会等設置会社

指名委員会等設置会社においては、監査役設置会社向け基準に加え、さらに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 2 名未満の場合、指名委員である取締役⁸⁾

監査等委員会設置会社

監査等委員会設置会社においては、監査役設置会社向け基準に加え、さらに下記に該当する場合、原則として反対を推奨する。

1 不動産投資法人(REIT)の役員選任議案には監査等委員会設置会社の基準を準用することとし、執行役員には監査等委員ではない「それ以外の取締役」、監督役員には監査等委員である社外取締役の基準をそれぞれ適用する。

2 過去 5 期の平均 ROE が 5%未満でも、直近の会計年度の ROE が 5%以上ある場合を指す。

3 この ROE 基準は最低水準であり、日本企業が目指すべきゴールとの位置づけではない。

4 経営トップとは通常、社長と会長を指す。

5 独立性は問わない。

6 加えて指名委員会等設置会社の監査委員である社外取締役の監査委員会の出席率が 75%未満の場合、監査等委員会設置会社の監査等委員である社外取締役の監査等委員会の出席率が 75%未満の場合にも、反対を推奨する。なお、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。

7 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 の支持を得なければ、株主提案は可決しない。

8 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。

- › ISS の独立性基準を満たさない監査等委員である社外取締役⁹

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¹⁰
- › 経営陣の入れ替えが必要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

独立性基準

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¹¹取引先である組織において、勤務経験がある
- › 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¹²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
- › 会社に勤務経験がある

経営権の争いがある場合

経営権の争いがある場合¹³は、下記の観点に基づき、会社提案・株主提案とも個別判断する。

- › 同業種他社と比較した、長期で見た会社の経営成績
- › 現経営陣の実績
- › 経営権に争いが生じた背景
- › 候補者の経歴・資格・資質
- › 株主が提案する経営戦略および現経営陣に対する批判の妥当性
- › 両サイド(現経営陣および提案株主)の提案の実現可能性

⁹ 監査等委員ではない「それ以外の社外取締役」には、ISS の独立性基準を満たさない場合でも、それを理由に反対を推奨しない。

¹⁰ 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、企業不祥事が発生した場合、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をさす。

¹¹ 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と重要性から判断する。取引が売上に占める比率等、具体的に開示されることが望ましい。そのような開示がない場合(例えば取引の有無しか言及されていない、取引規模が単に「僅少」としか述べられていない)は、主要取引先と判断する。

¹² 重要かどうかは、会社と取引先の双方から見た取引の規模と重要性から判断する。取引額等、具体的に開示されることが望ましい。そのような開示がない場合(例えば取引の有無しか言及されていない、取引規模が単に「僅少」としか述べられていない)は、重要な取引関係と判断する。

¹³ 例えば経営権の争いを理由とする株主提案による取締役選任議案が提案され、プロキシ・ファイトの状態にある場合などを指す。

- ▶ 株主構成（現経営陣および提案株主の株式保有状況）

解説

資本生産性基準

日本企業の資本生産性は欧米企業と比べて一般的に低く、これは日本における株式投資の収益性が数十年にわたり低く推移している一因とも言われている。資本生産性が低い要因としては、過大な内部留保、株式持合い、事業再編への消極姿勢などが挙げられる。日本の規制当局や、すでに ROE を取締役選任議案の賛否判断に取り入れている機関投資家の多くは、資本生産性の低迷を深刻な問題として認識している。

経済産業省が発表した伊藤レポート¹⁴によれば、2012 年の日本企業の平均 ROE は 5.3%に過ぎず、アメリカ企業の 22.6%やヨーロッパ企業の 15.0%を大幅に下回っている。同レポートでは日本企業の ROE について「最低ラインとして 8%を超えるという水準を意識し、さらに自社に適した形で水準を高め、持続的な成長につなげていくことが重要である。」と提言している。

資本生産性が低かつ改善傾向にない場合に、経営トップに反対する基準の導入は、この状況に対応するものだ。ROE の基準を 5%と定めたのは、日本企業に投資する機関投資家との議論に基づき、日本の株式市場のリスクプレミアム等を考慮し、投資家が許容できる最低限の資本生産性の水準との判断による。ROE5%の水準は最低水準であり、日本企業が目指すべきゴールという位置づけではない。測定期間（5 期）は、企業が短期的な業績にとらわれることなく、中長期的な成長に必要な投資を積極的に行えるように、との観点から選択された。

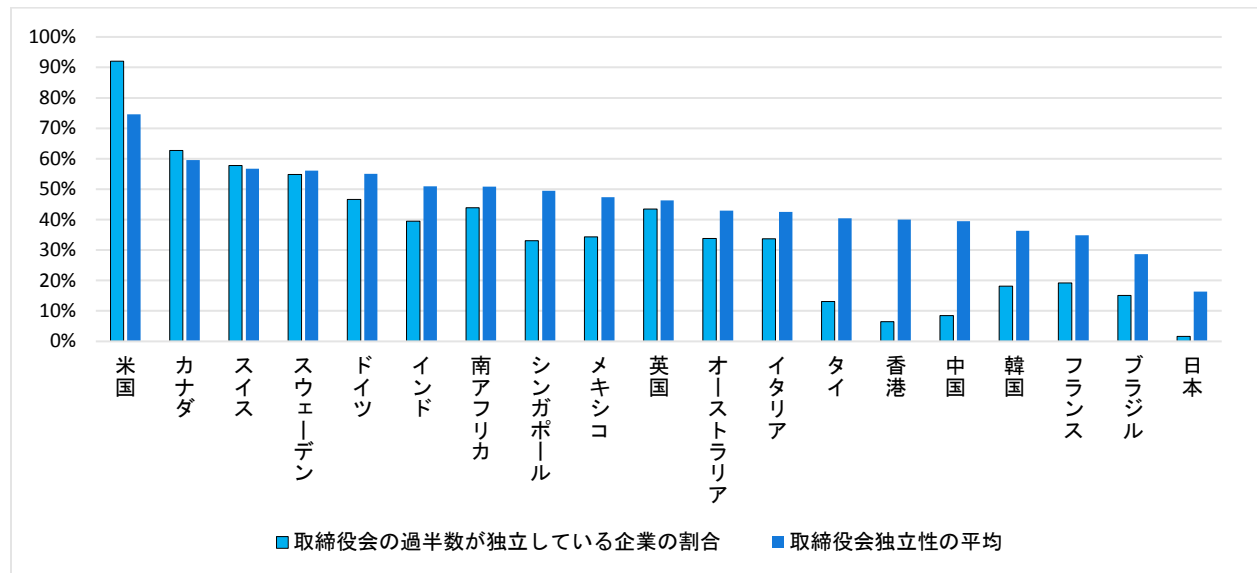
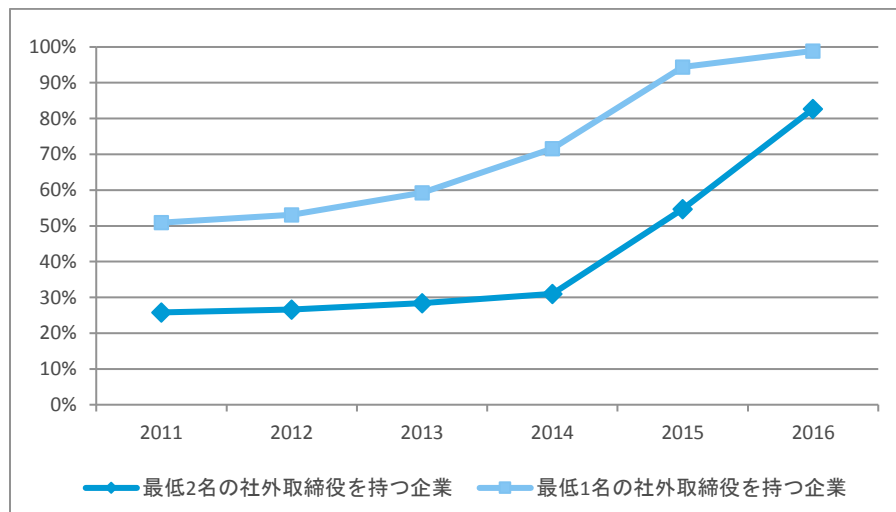
監査役設置会社

取締役会の過半数が独立社外取締役で構成され、監督機能に特化した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 8 割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、かつては社外取締役を選任しないことが一般的だった。一方、指名委員会等設置会社や監査等委員会設置会社には、最低でも 2 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。図 1 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いる。

しかし図 2 が示すとおり、この状況は近年変化しつつある。コーポレートガバナンス・コードは複数の独立社外取締役の選任を推奨しており、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」¹⁵の説明が、要求されることになった。その結果、図 2 のグラフが示すように、2016 年 1～6 月に株主総会を開催した ISS 調査対象の日本企業（約 2600 社）のうち、83%で複数の社外取締役が選任された。大企業ではその傾向が顕著であり、日経 225 構成企業の 99%、JPX 日経 400 構成企業の 95%ですでに複数の社外取締役が選任された。

¹⁴ <http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>

¹⁵ 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。

図 1: 取締役会独立性の国際比較¹⁶図 2: 日本における社外取締役の導入の推移¹⁷

監査役設置会社の経営トップを対象とした基準（総会後の取締役会に社外取締役が最低2名いない場合、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。指名委員会等設置会社と異なり、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実質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。監査役設置会社には、社外取締役を選任する義

¹⁶ 母集団は ISS が 2015-6 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する企業。

¹⁷ 母集団は ISS が調査対象とした日本企業。2016 年は 6 月末時点。

務はない。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、社外取締役に対することはない。

2016 年の最低 2 名の社外取締役を求める基準導入にあたり当初、社外取締役のうち最低でも 1 名は独立社外取締役を求めることも検討された。しかし、社外取締役に独立性を求めた場合、企業が候補者を選ぶにあたり形式上の独立性にのみ注力し、候補者の資質が軽視される可能性があるとの意見が多く寄せられた。実際、形式上の独立性には問題がないものの、ビジネスの経験のない弁護士、公認会計士、大学教員、官公庁出身者、有名人などが社外取締役として選任されるケースが増えている。投資家からは、そのような背景を持つ社外取締役が経営の監督や企業戦略の決定に適切な役割を果たすことができるのか疑問視する声がある。

指名委員会等設置会社

指名委員会等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 2 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。

監査等委員会設置会社

監査等委員会設置会社制度は、従来の監査役を取締役に置き換え、取締役会での議決権を付与することで、監督機能を充実させることを目的とした制度と解釈できる。

監査委員会のみを設置し、指名委員会や報酬委員会を設置しない委員会型の企業統治機構は新興国を中心に普及している。監査役設置会社と異なり、監査委員会のみを設置するスタイルは、日本特有の制度ではなく、監査等委員会設置会社の取締役会を、例えば"board with an audit committee"のように実態面に着目して翻訳し、説明すれば、海外で普及した制度と類似の制度であることが明確となり、海外の投資家の混乱を避けることが期待できる。

監査等委員会設置会社では、「監査等委員である取締役」と「それ以外の取締役」を区別して選任することが求められる。「監査等委員である取締役」のうち最低でも 2 名は社外取締役を選任する義務があるのに対して、「それ以外の取締役」に社外取締役を選任する義務はない。

そのため、監査役選任に対する基準の考え方に基づき、社外取締役の選任が義務付けられている「監査等委員である社外取締役」には独立性に懸念がある場合は反対を推奨する一方、社外取締役の選任が義務付けられていない「それ以外の社外取締役」に対して独立性の懸念を理由に反対を推奨することは、「それ以外の取締役」に社外取締役を選任するインセンティブを減じ、ガバナンスの向上には逆効果となるため、反対は推奨しない。

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 2 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、この基準は少数株主の保護を目的とする。

さらに、指名委員会等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 2 名未満の場合、指名委員である取締役¹⁸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¹⁹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、原則として再任に反対を推奨する。

また、指名委員会等設置会社の監査委員会である社外取締役の監査委員会の出席率が 75%未満の場合、監査等委員会設置会社の監査等委員である社外取締役の監査等委員会の出席率が 75%未満の場合にも反対を推奨する。

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。

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

経営権の争いがある場合

経営権の争いがあるケースでは、従来から「15. 株主提案」に基づき ISS は個別判断をしてきたが、その基準を明確化する。

¹⁸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。

¹⁹「多忙」や「海外在住」などは合理的な理由とは判断できない。

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²⁰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どちらか一方でも 75%未満である社外監査役
- ▶ 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ます。日本の 8 割の上場企業は、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。コーポレートガバナンス・コードの導入により、社外取締役を導入する企業は増加しているが、多くの日本企業においては、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位置づけられている。よって、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²¹。監査役会の最小構成人数は 3 名なので、企業は最低でも 2 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どちらか一方でも 75%未満である場合、原則として再任に反対を推奨する。

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、監査役選任に反対の推奨を検討する。

²⁰ 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。

²¹ 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がある。

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²²。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

指名委員会等設置会社への移行

原則として賛成を推奨する。

監査等委員会設置会社への移行

原則として賛成を推奨²³する。ただし指名委員会等設置会社から監査等委員会設置会社に移行する場合、個別に判断する。

授權資本の増加

授權枠増加の具体的な理由²⁴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。

- ▶ 提案された授權枠の増加分が現在の授權枠の 100%を越える場合
- ▶ 発行済株式総数が増加後の授權枠の 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權

下記の観点に基づき、個別判断する。

- ▶ バランスシートの状況
- ▶ 資本生産性と ROE
- ▶ 過去の自社株取得と配当の状況
- ▶ 取締役会構成
- ▶ 株主構成
- ▶ その他考慮すべき事項

ただし自社株取得の株主提案権が排除される場合は、原則として反対を推奨する。

²² 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權枠関連など)がある場合、定款変更をそれぞれ個別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。

²³ 監査等委員会設置会社における重要な業務執行の決定の取締役会への委任については、原則として賛成を推奨する。

²⁴ 「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 に伴う授權資本の増加の場合は M&A の妥当性に基づき判断を行う。

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。

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²⁵

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および責任限定契約

原則として賛成²⁶を推奨する。

相談役²⁷制度の新設

下記に該当する場合を除き、原則として反対を推奨する。

- ▶ 取締役の役職として提案される場合

²⁵ この場合、株主が新たに取締役を取締役に送るには、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。

²⁶ 2015 年会社法改正で新たに導入された、非業務執行取締役および社外でない監査役に対する責任限定契約を含む。

²⁷ 「相談役」に限らず、活動の実態が見えにくい名誉職的なポストが本ポリシーの対象である。例えば、顧問、名誉会長、フェウンダーなど。

会計監査人の責任減免の取締役会授権および責任限定契約
原則として反対を推奨する。

剰余金配当の取締役会授権

下記に該当する場合を除き、原則として反対を推奨する。

- ▶ 指名委員会等設置会社もしくは監査等委員会設置会社(それら形態への移行が提案される場合も含む)で、かつ配当の株主提案権が排除されない場合

非公開化(Management Buyout 等)関連の定款変更
個別に判断する。

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が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。

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、日本では賞与額が過大であることはほとんどなく、通常 ISS 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、反対の推奨を検討する。

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²⁸
- ▶ 個別の支給額もしくは支給総額が開示²⁹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。

²⁸ 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。

²⁹ 具体的な個別開示が望ましいが、総額開示や「最大〇万円」のような記述も、開示されていると判断する。

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³⁰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³¹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³²場合

報酬型ストックオプション³³

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³⁴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の割合を占めるため、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次第で、少数株主に不利益をもたらす可能性がある。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。重要な点は、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かどうかである。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。

³⁰ 1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。

³¹ 社外取締役や社外監査役は社外の第三者とは扱わない。

³² 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。

³³ 行使価格が1円のストックオプションを指す。なお、信託や譲渡制限株式を利用する株式報酬制度にもこの基準を準用する。

³⁴ 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。

2015年のペイガバナンスの調査によれば、日本のTOPIX Core 30企業のCEO報酬の58%が固定報酬であり、これは日本の役員報酬の問題点である株主価値創造との連動性の低さを示す。

ISSの基準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、自己資本利益率(ROE)に代表される資本の生産性やその傾向、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

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を除き、原則として反対を推奨する。

(第1段階:形式審査)

- ▶ 総会後の取締役会に占める出席率³⁵に問題のない独立社外取締役³⁶の比率が3分の1以上、かつ2名以上である
- ▶ 取締役の任期が1年³⁷である
- ▶ 特別委員会の委員全員が出席率³⁸に問題のないISSの独立性基準を満たす社外取締役もしくは社外監査役である
- ▶ 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³⁹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4週間前までに証券取引所のウェブサイトに掲載されている

(第2段階:個別審査)

- ▶ 買収されやすい状況の改善を目的とする具体的な株主価値向上施策に加え、買収防衛策導入により与えられる一時的な保護が、どのようにしてその施策の実行に役立つのかを招集通知で説明しており、その内容が妥当であると結論付けられる

解説

多くの投資家は買収防衛策を経営者の保身の道具と考えるが、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、それは取締役会が保身ではなく、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。

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1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は賛否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2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と解釈される。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される。

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

³⁵ 出席率の基準は取締役選任を参照。

³⁶ 独立性基準は取締役選任を参照。

³⁷ 監査等委員会設置会社の取締役の任期は1年と見なす。

³⁸ 出席率の基準は取締役選任・監査役選任を参照。

³⁹ 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。

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評価する。

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。買収防衛策は特別な状況で一時的に導入されるべきものであり、無期限に更新されるべきものではない。

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、主として下記の観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高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。

(日本語 2017 年 2 月 2 日版)

(参考 1)ISS 反対推奨率

ISS は日本版スチュワードシップ・コードの考え方に基づき、議案別の反対推奨率を公表している。下記は 2016 年に開催された日本企業の株主総会で、ISS の反対推奨率を議案別に集計した結果である。役員選任については、議案数ではなく候補者総数を母集団として、ISS が反対推奨を行った候補者数の比率を示す。

会社提案議案	反対推奨率
取締役選任	8.7%
監査役選任	29.3%
剰余金処分	0.4%
定款変更	5.3%
役員賞与	0.0%
役員報酬枠	1.5%
退職慰労金	93.1%
株式型報酬	21.9%
買収防衛策	100.0%
会計監査人選任	7.8%
M&A	19.4%

(参考 2) ISS 分析レポートの入手方法

ISS は透明性の観点から、調査対象企業に対してその企業の株主総会の分析レポートを無料で提供している。詳細は <https://www.issgovernance.com/file/policy/how-to-get-copy-of-proxy-analysis-japanese.pdf> を参照の事。

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.



The Global Leader In Corporate Governance

www.issgovernance.com