

2018年10月25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）改定に関するコメント募集

Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) はこのたび、2019年2月から施行する2019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はポリシーを改定するにあたり、多様な意見を反映する機会を設けることによって、プロセスの透明性を確保することが重要だと考えています。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、サーベイやラウンドテーブルの実施、および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 <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/policy-formulation-application/> を参照のこと）。

2019年の日本向けポリシー改定<sup>1</sup>では、別紙のとおり「社外役員の独立性判断基準への株式持ち合い関係の追加」を検討しています。

ISSは上記のポリシー改定案についてコメントを募集します。ご意見は2018年11月1日までに氏名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](mailto:jp-research@issgovernance.com) までお送り下さい。また、日本以外の各国のポリシー改定についてもコメントを募集しています（英語のみ）。詳細は <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/2019-benchmark-policy-consultation/> をご参照ください。なお、提出されたご意見に対して個別に回答する予定はありません。

ISSの2019年版日本向けポリシーについては、本改定の正式決定後、当社ウェブサイトで公開する予定です。

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。

<sup>1</sup> 2018年8月に行ったサーベイでは、「バランスシート・マネジメントの評価」についても意見を募集しましたが、市場関係者の意見を検討した結果、2019年ポリシー改定では導入を見送ることとしました。

## 社外役員の独立性判断基準への株式持ち合い関係の追加

### 改定の背景

日本では事業上の関係維持のため、純投資以外の目的で他企業の株式を保有する慣習が広く見られます。このような株式の政策保有、特に株式の持ち合いの元では資本の空洞化が生じるだけでなく、常に会社提案議案に賛成する一方で株主提案には反対するように議決権が行使されるため、市場による規律の低下が懸念されます。株式持ち合いの相手企業出身の社外役員に独立性があると判断することは困難です。

2018年6月の改訂版コーポレートガバナンス・コードは政策保有株式の縮減と、資本コストと個別の政策保有株式の保有便益・リスクが見合っているか、その検証を求めています。政策保有株式を保有するために投入された資本は、本業の投資活動に活用することや株主還元に充当することができません。また、政策保有株式の保有は資本生産性の低下を招くことがあります。資本生産性の低さが、数十年にわたる日本の株式投資の収益性の低さに影響しているとも指摘されます。

### ポリシー改定案の概要

2020年2月から、政策保有銘柄企業出身の社外取締役および社外監査役は、独立性がないと判断します。

なお従前<sup>2</sup>どおり、日本の上場企業の約4分の3で採用されている監査役会設置会社においては、社外取締役に独立性がないと判断された場合でも、それのみを理由にISSが当該社外取締役の選任に反対を推奨することはありません。

### ポリシー改定の意図と予想される影響

当ポリシー改定案が実施される場合は、1年間の猶予期間後、2020年2月から実施される予定です。この猶予期間は、企業が政策保有株式を保有する根拠を再検証するには一定の時間が必要である、との意見を踏まえたものです。2018年6月に定時株主総会を開催した企業のうち、機関投資家の保有が多い上位100銘柄の社外取締役をISSが調査したところ、現行のポリシーでは「独立性あり」と判断された社外取締役のうち、約8%が政策保有銘柄企業の出身者であることを理由に「独立性なし」と判断されると試算されました。

政策保有銘柄企業の判断には、有価証券報告書掲載の「保有目的が純投資以外の目的である投資株式」を用いる予定です。有価証券報告書は通常、定時株主総会後に提出されるため、判断に利用する情報は1年前のものです。例えば2020年6月に開催される定時株主総会を分析する際には、2019年6月に提出された有価証券報告書の政策保有株式の情報を利用します。

### 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。

- 政策保有銘柄企業の出身者である社外役員について、独立性がないと判断するポリシー改定案に対する賛否およびその理由。
- 有価証券報告書の開示基準である「簿価が資本金の1%を超える、もしくは簿価で上位30銘柄となる保有目的が純投資以外の目的である投資株式」を独立性の判断に利用する妥当性。(妥当でないと考えられる場合は、どのような基準が適切かを教えてください。)
- 1年間の猶予期間の妥当性。(ポリシー改定にあたり事前に実施したサーベイでは、1年間の猶予期間を設けるとしても、3月決算企業の場合は、2019年6月に提出する有価証券報告書に2019年3月末時点の保有状況

<sup>2</sup> ISSのポリシーでは、独立性がないと判断された社外取締役に反対するのは、監査等委員会設置会社における監査等委員である社外取締役と、指名委員会等設置会社における社外取締役に限定されます。

---

を開示することから、ISS の 2019 年版日本向けポリシー発表(2018 年 11 月予定)から数ヶ月間しか、政策保有株式を保有する根拠を再検証する時間がないとの意見がありました。一方で、株式持ち合いは投資家が企業に対して長年改善を求めてきた問題であり、猶予期間は不要である、との意見もありました。)

以上