



JAPAN

Proxy Voting Guidelines
Benchmark Policy Recommendations

2025年版 日本向け議決権行使助言基準

2025年2月1日施行

WWW.ISSGOVERNANCE.COM

TABLE OF CONTENTS

1. 計算書類の承認.....	3
2. 剰余金の処分.....	4
3. 取締役選任	5
経営権の争いがない場合	5
監査役設置会社	5
指名委員会等設置会社	6
監査等委員会設置会社	6
業績不振・企業不祥事・株主の利益に反する行為など	7
独立性基準	8
経営権の争いがある場合	9
4. 監査役選任	19
5. 定款変更	20
6. 役員賞与	23
7. 退職慰労金／退職慰労金制度廃止に伴う打ち切り支給	24
8. ストックオプション／報酬型ストックオプション／株式報酬	25
9. 取締役報酬枠の増加.....	27
10. 監査役報酬枠の増加.....	28
11. 会計監査人の選任	29
12. 自己株式の取得.....	30
13. 買収防衛策（ポイズンピル）	31
14. 買収、合併、第三者割当増資.....	33
15. 株主提案	34
16. 社会問題・環境問題.....	35
（参考1）ISS 反対推奨率	36
（参考2）ISS 分析レポートの入手方法	37

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

多くの市場において計算書類は株主総会決議事項だが、日本では通常は決議事項ではなく報告事項である。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。特別な事態とは、たと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・監査等委員・監査委員が懸念を表明した場合等が挙げられる。

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総会議案として提案されない。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が提案されない。

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⁵⁾
- いわゆる政策保有株式の過度な保有が認められる場合(政策保有株式の保有額⁶⁾が純資産の 20%以上の場合)、経営トップである取締役⁷⁾
- 株主総会後の取締役会に占める社外取締役⁸⁾の割合が 3 分 1 未満の場合、又は社外取締役が 2 名未満の場合、経営トップである取締役
- 株主総会後の取締役会に女性取締役が一人もない場合、経営トップである取締役
- 親会社⁹⁾や支配株主¹⁰⁾を持つ会社において、株主総会後の取締役会に占める ISS の独立性基準を満たす社外取締役の割合が 3 分の 1 未満の場合、又は 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
- 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

なお、社外取締役が ISS の独立性基準を満たさないと判断された場合に、そのみを理由に ISS が当該社外取締役の選任に原則として反対の推奨をすることはしない。

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し、執行役員には「監査等委員ではない取締役」、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、会長を指す。

⁵ 企業再編などにより新たにその企業に入社したばかりの経営トップなど例外的な状況においては、反対を推奨しないことも検討される。

⁶ 「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の貸借対照表計上額及び「みなし保有株式」の合計額を指す。

⁷ 企業再編などにより新たにその企業に入社したばかりの経営トップなど例外的な状況においては、反対を推奨しないことも検討される。

⁸ 独立性は問わない。

⁹ 原則として財務諸表等規則で定義される「親会社」を指す。

¹⁰ 原則として上場規則で定義される「支配株主」を指す。

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、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)かつ改善傾向にない場合、経営トップである取締役
- いわゆる政策保有株式の過度な保有が認められる場合(政策保有株式の保有額が純資産の20%以上の場合)、経営トップである取締役
- 株主総会後の取締役会に占める社外取締役¹¹の割合が3分の1未満の場合、経営トップである取締役
- 株主総会後の取締役会に女性取締役が一人もない場合、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、株主総会後の取締役会に占めるISSの独立性基準を満たす社外取締役の割合が3分の1未満の場合、又はISSの独立性基準を満たす社外取締役が2名未満の場合、経営トップ及び指名委員である取締役¹²
- 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
- 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、及び監査委員会の出席率が75%未満の監査委員である社外取締役

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、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)かつ改善傾向にない場合、経営トップである取締役
- いわゆる政策保有株式の過度な保有が認められる場合(政策保有株式の保有額が純資産の20%以上の場合)、経営トップである取締役
- 株主総会後の取締役会に占める社外取締役¹³の割合が3分の1未満の場合、経営トップである取締役
- 株主総会後の取締役会に女性取締役が一人もない場合、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、株主総会後の取締役会に占めるISSの独立性基準を満たす社外取締役の割合が3分の1未満の場合、又は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
- 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¹⁴
- 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、及び監査等委員会の出席率が75%未満の監査等委員である社外取締役

¹¹ 独立性は問わない。

¹² 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。

¹³ 独立性は問わない。

¹⁴ 「監査等委員ではない社外取締役」については、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。

業績不振・企業不祥事・株主の利益に反する行為など

また、特別な状況においては、機構設計に関わらず、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を推奨することがある。

- 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¹⁵
- 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るなど、当会社の取締役としての適性に大きな懸念がある場合
- 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
- 温室効果ガス排出量の多い企業¹⁶において、自社及び経済全般への気候変動リスクを理解、評価し、軽減するための最低限の対策¹⁷を講じていない場合

¹⁵ 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指す。

¹⁶ [Climate Action 100+ Focus Group list](#) に基づく。日本企業については 11 社が対象（2023 年 12 月 20 日時点）。

¹⁷ 本ポリシーにおける「最低限の対策」とは、下記 2 つの条件を満たすものを指す。

- 気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) の枠組みなどに基づき下記を含む気候変動リスク情報が適切に開示されていること。
 - ガバナンス
 - 戦略
 - リスクマネジメント
 - 指標と目標
- 適切な温室効果ガス排出量削減目標が開示されていること。

本ポリシーにおける「適切な温室効果ガス排出量削減目標」とは、自社の事業(スコープ 1)及び電力使用(スコープ 2)の大部分における、温室効果ガス排出量の中期削減目標、又は 2050 年までのネットゼロ目標を指す。

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、たとえば、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¹⁸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、勤務経験がある
- コンサルティングや顧問契約などの重要な¹⁹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
- 会社が政策保有目的で保有すると判断する投資先組織²⁰において、勤務経験がある
- 在任期間²¹が12年以上である²²

¹⁸ 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(たとえば取引の有無しか言及されない、取引規模が単に「僅少」としか開示されない)は、独立性があるとは判断できない。

¹⁹ 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(たとえば取引の有無しか言及されない、取引規模が単に「僅少」としか開示されない)は、独立性があるとは判断できない。

²⁰ 政策保有株式の定義には有価証券報告書掲載の「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」及び「みなし保有株式」を用いる。

²¹ 取締役を選任される直前まで監査役として在籍していた場合、監査役としての在任期間を合算して在任期間を計算する。

²² この基準は一年間の猶予期間を経て、2026年2月1日から運用される。

経営権の争いがある場合

経営権の争いがある場合²³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及び現経営陣に対する批判の妥当性
- 両サイド(現経営陣及び提案株主)の提案の実現可能性
- 株主構成(現経営陣及び提案株主の株式保有状況)

²³ たと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。

解説²⁴

資本生産性基準

日本企業の資本生産性は欧米企業と比較して一般的に低く、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る。資本生産性が低い要因として、過大な内部留保、株式持合い、不採算事業からの撤退などの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、ROEを取締役選任議案の賛否判断に勘案する機関投資家は、資本生産性の低迷を深刻な問題と認識している。

ISSが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%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。

政策保有株式保有基準

資本の非効率的な配分や資本の空洞化など株式持合いに起因する問題は、日本のコーポレートガバナンス上最も大きな問題だと言われている。日本では事業上の関係維持のため、顧客、調達先、借入先などの他の企業の株式を純投資以外の目的で保有する慣習が広く見られる。株式持合いのために投入された資本は本業の設備投資、事業買収、配当や自社株式取得などに充当することができず、株式を持ち合う行為は株主の長期的な利益に反する懸念がある。さらに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る。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る。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る。

そのため、いわゆる政策保有株式の過度な保有が認められる企業（政策保有株式の保有額が純資産の20%以上の場合）は、経営トップである取締役に対して反対を推奨する基準を2022年2月から導入した。

具体的には、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」²⁵の貸借対照表計上額及び「みなし保有株式」の合計額が純資産²⁶の20%以上の場合、経営トップである取締役に反対を推奨する。いわゆる政策保有株式の情報が掲載される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年前のものである。例えば2024年6月に開催される定時株主総会を分析する際には、原則²⁷として2023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する。

なお、ISSが分析した2023年6月に定時株主総会を開催し取締役選任議案を提案した日本企業1946社のうち、政策保有株式の保有額が純資産の20%以上の企業は11%であった。

²⁴ ポリシー全般に該当するが、基準は原則に過ぎず、基準に記載のない事柄は個別に判断する。

²⁵ 有価証券報告書で開示される非上場会社の株式や連結子会社の保有分も含まれる。

²⁶ 有価証券報告書提出時点での最新の期末時点の連結純資産を用い、IFRSを採用している企業には資本合計を用いる。

²⁷ 企業が投資家に対してより直近の政策保有株式の保有状況を考慮することを求めるのであれば、例えば、招集通知に株主総会後に提出される有価証券報告書の「株式の保有状況」の内容と同等の内容を記載することが考えられる。一部の企業で見られるような概要や部分的な開示のみでは、投資家の判断に必要な情報が足りない恐れがある。

なお、みなし保有株式がない場合には、招集通知にその旨を明記することが考えられる。みなし保有株式について言及がない場合、投資家はその企業がみなし保有株式を保有していないのか、それとも保有しているが記載されていないのか判断できず、1年前の有価証券報告書の情報を利用せざるを得なくなる。

取締役会構成

過去において他市場と比較した場合、日本の取締役会の独立性の低さは際立っていた。しかしコーポレートガバナンス・コードの導入や会社法の改正により、この状況は近年大きく変化している。図2が示すように、2024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2700社)のうち、86.5%で社外取締役が取締役の3分の1以上を占めている。大企業ではその傾向が顕著であり、プライム市場上場企業では97.6%の企業では社外取締役が取締役会の3分の1以上を占めている。

図1: 取締役会独立性の国際比較²⁸

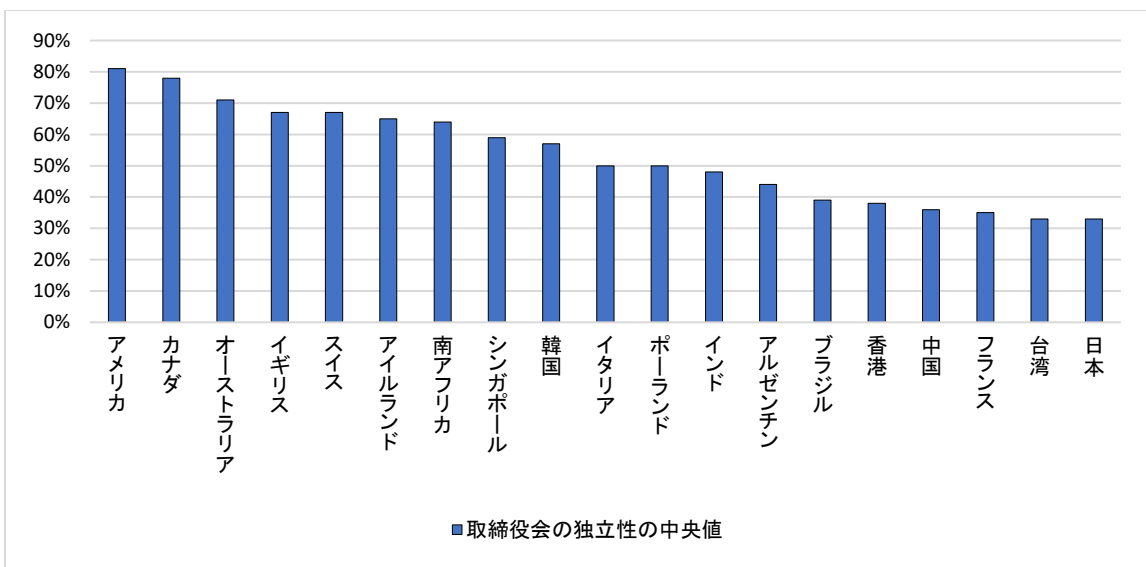
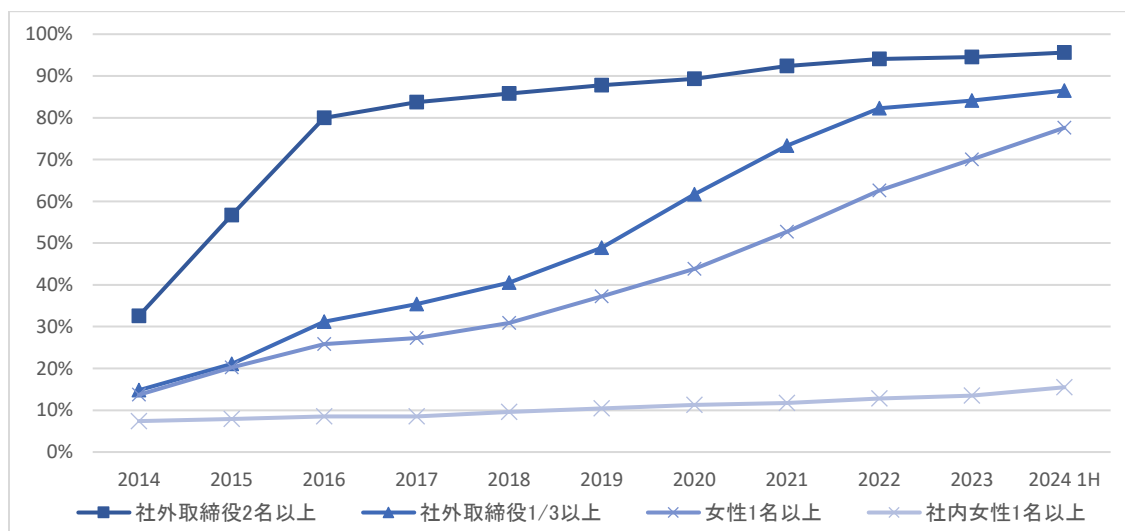


図2: 日本における社外取締役及び女性取締役の導入の推移²⁹



²⁸ 母集団はISSが2022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。

²⁹ 母集団はISSが調査対象とした日本企業。2024年は6月末時点。

そのため、ISS は機関設計に関わらず全ての 상장会社において、株主総会後の取締役会に占める社外取締役の割合が 3 分の 1 未満である場合、経営トップである取締役に反対を推奨する。

なお、前述した基準では社外取締役の独立性は問わない。独立性は重要であるが、現在の日本のコーポレートガバナンスの進展状況で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る懸念がある。そのような背景を持つ人物が社外取締役に選任されることを否定するものではないが、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いえない。

取締役会の多様性

ISS は株主総会後の取締役会に女性取締役が一人もない場合は、経営トップである取締役に対して反対を推奨する基準を、2023 年 2 月から導入した。

日本においてもジェンダー・ダイバーシティが重要な課題となる中、女性取締役を採用する日本企業が増えている。取締役会に女性取締役がいる日本企業の割合は 2024 年 6 月には 77.6%となった。また、株主も取締役会のジェンダー・ダイバーシティを重要視するようになってきている。2023 年の ISS の調査によると、世界の機関投資家の運用資産残高 上位 10 社全社がすでに日本企業に女性取締役を求める議決権行使基準を導入済みである。ISS が行った機関投資家をはじめとする市場関係者との対話においても、女性取締役を求める基準の導入については好意的な評価を得ている。

女性の社外取締役は毎年増加傾向にある一方、女性の「社内」取締役の登用はいまだ進んでいない(図 2 参照)。女性「社内」取締役を選任した日本企業の割合は 15.5%にすぎず、この数年で大きく増加した女性の社外取締役とは異なり、ほぼ変化がみられない。日本企業の経営幹部に女性が極端に少ないことを問題視³⁰する投資家もいる。

なお取締役や監査役の性別を招集通知で開示する企業はまだ少ない³¹が、役員の性別³²を招集通知³³に開示することが望まれる。性別が開示されない場合、投資家は候補者の名前や写真に基づき判断せざるを得ない。しかしそうした判断には限界があり、投資家の誤解による意図せぬ反対を招く可能性がある³⁴。そのため、招集通知に取締役や監査役の性別を明記することは投資家だけではなく企業にとってもメリットがある。

独立性基準を満たさない社外取締役及び社外監査役への賛否推奨

一部の機関投資家は、独立性に懸念のある社外取締役に一律に反対する。社外取締役は独立性を有するべき、との原則論に基づく判断と推察されるが、それはむしろ逆効果といえる。日本の現状を考えると、全ての社外取締役に独立性を求めると、「取締役会構成」で述べた問題が生じる。一方で投資家が、監査を担当する社外取

³⁰ 雇用機会均等法が施行されてからすでに 39 年が経過しており、総合職の新卒採用を前提とした伝統的な雇用形態をとる日本企業においても、経営幹部層に女性が一定割合存在してもおかしくない、との意見がある。

³¹ 一方で有価証券報告書ではすでに役員の男女別の人数が開示されており、招集通知に役員の性別を開示することに伴う実務的なハードルは高くないと考えられる。

³² 開示する性別は生物学上の性別でなく、自認している性別でもよい。役員が生物学上や自認している性別の開示を望まない場合は当然開示すべきではない。

³³ 役員候補者は参考書類の議案に記載し、改選期にない取締役・監査役は事業報告の役員の状況もしくは参考情報として掲載される総会後の役員一覧やスキルマトリックスに性別を記載することが考えられる。

³⁴ 招集通知に性別が開示されない場合、取締役会には女性がいないと性悪説に基づき判断する投資家も存在すると考えられる。

締役及び社外監査役に独立性を求めることは、経営から独立した立場を求められる監査の性質上、妥当である。

監査役設置会社

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は、社外取締役に対して反対しない。社外取締役に独立性を求めると、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懸念があるからである。

一方、監査役設置会社で監査を担当する監査役には独立性を求め、ISSの独立性基準を満たさない社外監査役に反対を推奨する。

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。指名委員会等設置会社で監査を担当するのは社外取締役が過半数を占める監査委員会であるが、監査委員は株主総会後の取締役会で選定され、株主総会時点ではわからない。そのため、全ての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い。よって、監査等委員会設置会社の取締役会を、たとえば"board with an audit committee"のように実態面に着目して翻訳して説明すれば、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「監査等委員でない取締役」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、「監査等委員でない取締役」に社外取締役を選任する義務はない。

そのため、監査を担当する「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、「監査等委員でない社外取締役」に対して独立性の懸念を理由に反対を推奨することは、「監査等委員でない取締役」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。よって、反対を推奨しない。

独立性基準

取締役や監査役の独立性は、経営陣からの独立を意味する。ISSの独立性に対する基本的な考え方は「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。どのような関係が独立性に影響を与えるかは、国や地域の法令、上場規則、文化、習慣などによって異なる。そのため、ISSは市場ごとに異なる独立性の基準を定めている。一部の市場では、投資家・発行体・規制当局のコンセンサスを得た独立性基準が存在する。そのような場合ISSはその基準に準拠して独立性を判断することもある。しかし日本にそのような基準は存在しない³⁵。

³⁵ 東京証券取引所は独立役員制度に基づく独立性基準を設けているが投資家が違和感を持つ基準が含まれるため、投資家の利用は必ずしも広がっていない。たとえば、大株主出身者でも親会社出身者でない限りは独立役員に指定することが可能である、などの問題が指摘される。

在任期間

2015年のコーポレートガバナンス・コード導入をきっかけとして、日本企業は取締役会の独立性を高めてきた。しかし、社外取締役が増加するにつれて、在任期間が長期に渡る取締役の独立性の欠如に対する懸念が高まっている。取締役に選任された時点で独立していると判断されても、意思決定プロセスに関与するにつれ、その独立性は年月とともに徐々に低下するであろう。

他の市場のガバナンスコードとは異なり、日本のガバナンスコードには、社外取締役の独立性が損なわれるとみなされる年数に関する具体的な言及はない。しかし、日本及び海外の多くの機関投資家が一定以上の期間在任している社外取締役は独立性がないと判断しており、多くの投資家は具体的な数値基準として10年又は12年以上という基準を採用している。また多くの投資家は、取締役就任前の監査役としての在任期間を、在任期間の計算に含めている。

そのため、1年間の猶予期間を経て、2026年2月から、在任期間が12年以上の社外取締役及び社外監査役は独立性がないと判断する。なお、在任期間の計算にあたっては、取締役就任直前の監査役としての在任期間³⁶がある場合はそれを含む。1年間の猶予期間は、企業が適格な候補者を確保するための十分な時間を与えることを目的とする。

この基準は、在任期間が長期の取締役は、他の企業の取締役会で専門知識と経験を活用すべき、という株主のメッセージを企業に伝えることも意図する。日本では独立社外取締役の層が薄いことが、企業からしばしば指摘されている。しかし、在任期間が長期の取締役が、潜在的な社外取締役の人材プールに加われば、企業は有能な人材を確保しやすくなる効果が期待できる。

取引・コンサルティング

大株主や主要な借入先については、投資家が求める一定の情報が開示ルールに基づき招集通知に開示されているが、取引やコンサルティングの関係についてはそのような開示は義務付けられていない。よって、投資家が独立性を判断できるように、具体的な取引規模を開示することが重要である。単に取引の有無しか言及していない場合や規模が「僅少である」など具体的に開示されていない場合は、株主に必要な情報が開示されておらず独立性があると判断できない。

クーリングオフ期間

独立性の判断にあたり、投資家がクーリングオフ期間の考え方を適用するには社外役員の候補者が母体企業を退社した時期に関する情報が不可欠である。しかし会社が開示する略歴には退社年月が明記されていないことが多く、それがクーリングオフ期間の適用を困難にする。よって、退社後の経過期間を理由に独立性に疑念はない、と企業が主張するには退社年月の明記が重要である。

ISSはクーリングオフ期間について、一律の数値基準は用いずに個々の候補者の経歴を総合的に勘案し、個別判断を行う。

投資家がクーリングオフ期間の妥当性を検討するにあたっては、市場毎の働き方の違いを考慮することが重要である。米国のように労働市場の流動性が高い市場であれば、母体企業から退社後数年で独立性に懸念がなくなるとの議論は一定の説得力がある。他方、日本の労働市場は流動性が低く、経営幹部のほとんどが大学新卒で企業に入社し退職するまでその同じ企業に勤めることが多い。そのような習慣が一般的である日本において

³⁶ 社外監査役から社外取締役にいわゆる「横滑り」をした場合は、その在任期間は通算して計算することを意味する。

は、社外取締役や社外監査役が母体企業から退社後数年から十数年で独立性の懸念がなくなるとは考えにくい。³⁷

会社独自の独立性基準

コーポレートガバナンス・コードの要請もあり、会社が独自の独立性基準を設けるケースが増えている。会社が独自に社外役員の独立性を検討することは望ましいが情報開示に改善の余地がある。たとえば、取引やコンサルティングの規模のような投資家が独立性の判断に必要とする数値基準を、会社独自の独立性基準のみに記載し、参考書類の候補者の欄には具体的な内容を記載せず、「当社の独立性基準を満たしている」旨のみを記載するケースがある。

このような情報開示の問題は、会社独自の独立性基準と投資家の独立性基準が一致しないことに起因する。たとえば投資家と企業が適切と考えるクーリングオフ期間は異なる。企業による独立性基準は当該事業年度のみ、あるいは過去3事業年度程度までを対象とするのが一般的だが、その程度のクーリングオフ期間を十分と考える投資家は少ない。つまり会社独自の独立性基準を満たす候補者が、投資家にとって独立性を有するとは限らないのである。投資家は自社の独立性基準に照らして候補者の独立性を判断するため、「会社独自の独立性基準を満たしている」旨の記載だけにに基づきその候補者が独立性を有すると判断できない³⁸。そのため、参考書類の個々の候補者の欄に具体的な取引規模を記載することが重要である。

政策保有株式基準

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る。政策保有株式に投入された資本は、本業の投資活動に活用されず株主還元にも充填されない。政策保有株式は資本生産性の低下を招くことがある。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る。

日本では事業上の関係維持のため、純投資目的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るが、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。また、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る。政策保有株式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ある。そのため、政策保有銘柄企業出身の社外取締役及び社外監査役は独立性がないと判断する。

なお、政策保有株式の判断には、有価証券報告書掲載の「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」を用いる。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当該決算期末から1年前の情報である。例えば2024年6月に開催される定時株主総会議案を分析する際には、通常は2023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する。

独立役員制度

取締役や監査役が取引所の定めに基づく独立役員として指定されているか（もしくはその予定）否かに基づき役員の独立性を判断し、指定されていない場合は社外取締役や社外監査役に反対をする投資家が一定数存在する。そのため、取引所への独立役員の指定の状況は企業にとっても投資家にとって重要な情報³⁹である。

³⁷ 一方で、例えば20代で母体企業を退職し、母体企業とは無関係なキャリアを経たような人物の場合、十数年のクーリングオフ期間があれば、独立性の懸念は低いと考えられる。

³⁸ このような理由から、ISSは会社独自の独立性基準に書かれた情報は考慮せず、参考書類の個々の候補者に記載された情報に基づき独立性を判断する。

³⁹ なおISSは取締役や監査役の独立性の判断にあたり、独立役員として指定されているかは考慮しない。しかし情報を必要とする投資家のために独立役員の情報を収集する。

しかしながら、招集通知の記載があいまいなため、どの役員が独立役員として指定されているのかが不明確なことがある⁴⁰。例えば招集通知に独立役員として指定されているかを明記せず、その会社独自の独立性基準を満たしているとして「独立」とだけ記載する事例⁴¹や、独立役員の要件を満たす旨は記載するものの、実際の指定の状況を明記しない事例⁴²が見られる。どの役員が独立役員として指定されているかを明記することが望ましい。

⁴⁰ 特に補欠取締役、補欠監査役の候補者の場合に不明なことが多い。

⁴¹ 議案の候補者一覧の表に大きく「独立」との記載はあるものの、独立役員としての指定は不明である一方、参考書類の注記にのみ独立役員として指定されている旨が明記されている事例も多い。このような場合では候補者一覧の表に「独立」ではなく「独立役員」と明記すれば投資家の混乱を防ぐことができる。

⁴² 独立役員の要件は満たすがあえて独立役員には指定せず取引所に独立役員としては届け出ない事例がある。そのような場合、独立役員としての指定を重視する投資家は独立役員ではない、つまり独立性がないと判断し、反対することが考えられる。

独立役員届出書の取扱い

従前 ISS は独立性の判断にあたり、重要な資料として独立役員届出書を可能な範囲で参照してきた。しかし下記の理由により、独立役員届出書を参照することに否定的な意見を持つ投資家は少なくない。

- 株主総会での賛否決定にあたり投資家が考慮すべき情報はすべて招集通知に記載すべきである。
- 正式な機関決定を経ている招集通知と異なり、独立役員届出書は情報の確度が低く、独立役員届出書を参照すると適切な判断が出来ない懸念がある。
- 半数以上の企業が独立役員届出書を招集通知より後に提出するため、議決権行使の時点で、最新の独立役員届出書を参照できないことが多い。

また、東京証券取引所の上場規則は「上場内国株券の発行者は独立役員に関する情報及び(中略)社外役員の独立性に関する情報を株主総会における議決権行使に資する方法により株主に提供するよう努めるものとする」と規定し、招集通知の役員選任議案に独立役員届出書に記載した内容の概要を記載することが推奨されている。その結果、今日では招集通知に独立役員に関する記載をしていない企業は 2.4%にすぎない⁴³。

こうした投資家の意見、取引所の規定や企業の開示動向をふまえ、ISS は 2020 年 2 月以降、社外役員の独立性の判断にあたり独立役員届出書を参照しないこととした。

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の場合、少数株主の保護が特に重要である。また、日本政府の成長戦略実行計画や経済産業省の「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」でも、「取締役会における独立社外取締役の比率を高めること(1/3 以上や過半数等)」が求められている。

そのため、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占める、ISS の独立性基準を満たす社外取締役が 2 名未満の場合、又は ISS の独立性基準を満たす社外取締役の割合が 3 分の 1 未満の場合、経営トップである取締役の選任に反対を推奨する。さらに、親会社や支配株主を持つ指名委員会等設置会社が上記の基準を満たさない場合、指名委員である取締役⁴⁴の選任にも反対を推奨する。

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⁴⁵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。

⁴³ 全国株懇連合会「[2024 年度全株懇調査報告書](#)」p24 「(3) 株主総会参考書類で、社外役員候補者の選任議案で独立性に関する記載の有無」による。

⁴⁴ 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。

⁴⁵ 「多忙」や「海外在住」などは合理的な理由とは判断できない。

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、取締役選任議案に反対を推奨することを検討する。その際は財務への影響、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
- 過半数の支持を得た株主提案を無視した場合

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⁴⁶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、5割強の上場企業は、監査役設置会社を選択している。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。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⁴⁷。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、反対の推奨を検討する。

なお、ISSでは監査役・監査役会の英語名として"statutory auditor", "board of statutory auditors"を用いる。監査役には取締役の選解任の権限や取締役への監督の権限がなく、妥当性監査の権限があるかも不明確⁴⁸である。監査役に明確に認められた権限は適法性監査に限られ、そうした監査役に人事権や監督権を示唆する"supervisory"などの表現を用いることは、海外の投資家の監査役制度への誤解につながるため避けることが望ましい。

⁴⁶ 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。

⁴⁷ 独立していない社外監査役の選任が否決され、代わりに独立している社外監査役が選任された事例がある。

⁴⁸ 本来であれば広範囲な監査権限を持つべき監査役であるが、日本監査役協会でも監査役制度の解説において、監査役の妥当性監査の権限については言及を避けている。

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⁴⁹。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
- あらゆる事業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⁵⁰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⁵¹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。

⁴⁹ 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(たとえば配当の取締役会授權関連、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。

⁵⁰ 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への委任については、原則として賛成を推奨する。

⁵¹ 「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。たとえば買収、合併、第三者割当増資に伴う授權資本の増加の場合はそれらの妥当性に基づき判断を行う。

自己株式取得の取締役会授権

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

ただし自己株式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。

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。

バーチャルオンリー型株主総会

バーチャルオンリー型株主総会⁵²の開催を目的に「場所の定めのない株主総会」の開催を可能とする定款変更は、下記に該当する場合を除き、原則として反対を推奨する。

- バーチャルオンリー型株主総会の開催を感染症拡大や天災地変の発生に限定する場合

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⁵³

取締役解任の要件加重

原則として反対を推奨する。

⁵² ハイブリッド型バーチャル株主総会は、物理的な出席とバーチャルでの出席の両方を可能とするため、肯定的に判断できる。しかしながらバーチャル「オンリー」型株主総会は、株主が物理的に出席する権利を奪う事となるため、肯定的に評価することは難しい。

⁵³ 取締役の実際の人数と定員数が同じであれば、株主が推薦する取締役候補を新たに選任させるには、現在の取締役をまず解任する必要があるが生じる。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。

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及び責任限定契約

原則として賛成⁵⁴を推奨する。

相談役⁵⁵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

会計監査人の責任減免の取締役会授権及び責任限定契約

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

株主総会の分散化を目的とする定時株主総会の基準日の変更

原則として賛成を推奨する。

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。

⁵⁴ 2015 年会社法改正で新たに導入された、非業務執行取締役及び社外監査役でない監査役に対する責任限定契約を含む。

⁵⁵ 「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。たとえば、顧問、名誉会長、ファウンダーなど。

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⁵⁶
- 個別の支給額もしくは支給総額が開示⁵⁷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。

⁵⁶ 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。

⁵⁷ 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／株式報酬

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⁵⁸が、成熟企業で 5%、成長企業で 10%を超える場合
- 対象者に取引先や社外協力者など、社外の第三者⁵⁹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⁶⁰場合

報酬型ストックオプション⁶¹／株式報酬⁶²

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や株式報酬と発行済ストックオプション残高を合計した希薄化が、成熟企業で 5%、成長企業で 10%を超える場合
- 対象者に取引先や社外協力者など、社外の第三者が含まれる場合
- 提案されるオプションや株式報酬の対象となる上限株数が開示されない場合
- 行使条件として、一定の業績を達成すること⁶³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ことがある。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。

なお近年、株式報酬をはじめとする複数の役員報酬（例えば固定報酬枠、業績連動型報酬枠、株式報酬）をまとめて単一の議案として提案する事例が見られる。一般に投資家は複数の役員報酬のうち一つにでも反対する内容があれば、議案全体に反対せざるを得ない。そのため複数の役員報酬を議案とする場合、単一の議案

⁵⁸ 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。

⁵⁹ 社外取締役や社外監査役は社外の第三者とは扱わない。

⁶⁰ 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。

⁶¹ 行使価格が 1 円のストックオプションを指す。

⁶² 信託や譲渡制限株式などを利用する報酬を指す。

⁶³ たとえば、経営計画における目標が考えられる。

とするのではなく、それぞれ個別の議案として提案する方が、株主の意見がより適切に反映される。また、企業にとっても不要な反対票を避けることができる。

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。

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)等を考慮し、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. 自己株式の取得

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%以上の自己株式を取得しようとする場合
- 自己株式の取得が、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）

経営権の争いがない場合

買収防衛策の導入及び更新は、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⁶⁴に問題のない独立社外取締役⁶⁵が過半数である
- 取締役の任期が1年⁶⁶である
- 特別委員会の委員全員が出席率⁶⁷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
- 総継続期間⁶⁸が3年以内である
- 他に防衛策として機能しうるもの⁶⁹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

経営権の争いがある場合

経営権の争いがある場合⁷⁰は、取締役選任における「経営権の争いがある場合」の基準⁷¹を準用する。

⁶⁴ 出席率の基準は取締役選任を参照。

⁶⁵ 独立性基準は取締役選任を参照。

⁶⁶ 監査等委員会設置会社の取締役の任期は1年と見なす。

⁶⁷ 出席率の基準は取締役選任・監査役選任を参照。

⁶⁸ 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す。

⁶⁹ たとえば、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。

⁷⁰ たと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。

⁷¹ 9 ページを参照。

解説

多くの投資家は買収防衛策を経営者の保身手段と考える。投資家の視点から買収防衛策が正当化されるのは、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ある。

そのようなシナリオには、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する。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ある。しかし、日本で現在導入されている買収防衛策の9割は導入からすでに10年以上経過している。

一方、ISSの調査によれば、2009年には570社を超える日本企業が防衛策を保有していたが、2024年12月時点において、株主総会決議なしで防衛策を導入・更新した企業(6社)を含めても、買収防衛策を保有する企業数は252社にまで減少している。本ポリシーは、各々の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現状に警鐘を鳴らし、買収防衛策廃止の流れを加速することを意図する。

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、それがない場合、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。

日本の買収防衛策の主な問題点は、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、取締役会の独立性に懸念があること、及び情報開示の少なさである。買収防衛策の運用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、取締役会に過半数の独立社外取締役が存在することが不可欠である。

なお、近年導入が増えている経営権の争いがある場合に導入される、いわゆる「有事」の買収防衛策については、平時の買収防衛策とは異なり、取締役選任における「経営権の争いがある場合」の基準を準用する。

また、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。

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⁷²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。

⁷² 第三者への自己株式処分もしくは新株発行の形式を取る「財団」等への自己株式寄付を含む。

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。

また、株主提案が対案となるような会社提案がある場合、それら会社提案について、上記 1 から 14 までに記した助言基準を適用せず、個別判断することがある。

16. 社会問題・環境問題

提案⁷³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
- その企業の社会・環境問題への対応に関して、大きな問題、罰金や処分、訴訟などがあるか
- 情報開示の拡充や透明性の確保を求める提案の場合は、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、その提案が短期及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⁷³が重要である。

(日本語 2025 年 01 月 15 日版)

⁷³ Say on Climate 議案への対応については[英語版](#)を参照の事。

(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 2024 年に開催された日本企業の株主総会で、ISS の反対・棄権推奨率を会社提案議案別に集計した結果である。会社提案議案の反対推奨率は 11.1%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。

2024 年株主総会における国内運用機関 32 社の会社提案議案の反対比率平均⁷⁴は 12.0%、取締役選解任 12.6%であり、ISS の会社提案への反対推奨率 11.1%、取締役選任への反対推奨率 10.0%は国内運用会社の反対比率平均より低い。

会社提案議案	反対推奨率
取締役選任	10.0%
監査役選任	20.9%
剰余金処分	0.8%
定款変更	12.0%
役員賞与	0.9%
役員報酬枠	2.0%
退職慰労金	88.7%
株式型報酬	21.4%
買収防衛策	100.0%
会計監査人選任	12.2%
M&A	27.7%

⁷⁴ 旬刊商事法務 No. 2373 (2024 年 11 月 5 日号)「機関投資家の議決権行使動向」による。

(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> を参照のこと。

We empower investors and companies to build for long-term and sustainable growth by providing high-quality data, analytics, and insight.

GET STARTED WITH ISS SOLUTIONS

Email sales@issgovernance.com or visit www.issgovernance.com for more information.

Founded in 1985, Institutional Shareholder Services group of companies (ISS) empowers investors and companies to build for long-term and sustainable growth by providing high-quality data, analytics and insight. ISS, which is majority owned by Deutsche Bourse Group, along with Genstar Capital and ISS management, is a leading provider of corporate governance and responsible investment solutions, market intelligence, fund services, and events and editorial content for institutional investors and corporations, globally. ISS' 2,600 employees operate worldwide across 29 global locations in 15 countries. Its approximately 3,400 clients include many of the world's leading institutional investors who rely on ISS' objective and impartial offerings, as well as public companies focused on ESG and governance risk mitigation as a shareholder value enhancing measure. Clients rely on ISS' expertise to help them make informed investment decisions. 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.

© 2022 | Institutional Shareholder Services and/or its affiliates