

2014 年 11 月 6 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）改定の正式決定について

Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) は、10 月 16 日から 28 日まで議決権行使助言方針（ポリシー）の改定に関する意見を募集しました。頂戴した意見を考慮して、2015 年 2 月から施行する 2015 年版のポリシーを別紙の通り決定しました。10 月に発表した原案¹に対して、取締役選任における資本生産性(ROE)基準について下記の 2 点を変更しました。（次項以降、変更点には下線を付しています。）

1. ROE 基準

原案では資本生産性の低い企業を「過去 5 年連続で自己資本利益率(ROE)が 5%を下回る企業」と定義しましたが、正式決定では「過去 5 期の平均の自己資本利益率(ROE)が 5%を下回る企業」に変更しました。これは、ROE が 1 期でも 5%以上になれば基準を満たす原案では、「短期主義的なアプローチを誘発するのではないか」、「5 期前の ROE が 5%以上でも、その後の業績が好ましくない場合は賛成すべきでない」との意見を反映させた結果です。

また、「5%の ROE 基準は低すぎる。より高い基準を置くべき」との意見も頂きました。将来的に基準を高める可能性はあるものの、現時点でそれは時期尚早と判断しました。

2. ROE の改善傾向の考慮

原案では ROE の改善傾向を考慮しませんでした。正式決定では、ROE 基準を満たさない場合でも、ROE が改善傾向にあれば、反対を推奨しないことにしました。改善傾向とは「ROE 基準を満たさない場合でも、直近の会計年度の ROE が 5%以上ある場合」と定義します。これは「数値基準を満たさない場合でも、改善傾向があればそれを評価すべき」との意見を反映させた結果です。

上記のほか、監査等委員会設置会社への移行に際して、提案される可能性のある、配当の取締役会授権を求める定款変更の取り扱い、また、委員会設置会社から監査等委員会設置会社への移行に関する定款変更の取り扱いを追記しました。

上記改定を反映した ISS の 2015 年版日本向けポリシー全文の日本語版は、後日当社ウェブサイトに掲載される予定です。

以上

¹ https://www.issgovernance.com/file/publications/japan-comment-period_japanese20141010.pdf

1. 資本生産性(ROE)基準の導入

改定の背景

日本企業の資本生産性(ROE)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ます。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ます。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ます。

経済産業省が発表した伊藤レポート²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ます。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。」と提言しています。

ポリシー改定の概要

資本生産性の低い企業、具体的には過去 5 期の平均の自己資本利益率(ROE)が 5%を下回る企業³、の経営トップ⁴に反対を推奨します。(この ROE レベルは最低水準であり、日本企業が目指すゴールとの位置づけではありません。)

なお、この基準に満たない場合でも ROE が改善傾向にある場合⁵は、反対を推奨しません。

ポリシー改定の意図と影響

ROE の基準を 5%としたのは、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判断したからです。日本企業が目指すべきゴールという位置づけではありません。また測定期間の 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ました。

2014 年時点では、日本企業の約 33%が前述の基準を満たしていません。しかし、日本企業の資本生産性は近年向上する傾向にあり、今後この基準を満たさない企業の割合は減少すると考えられます。

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

³ 例外的なケースとして、企業再生のために新たに外部から招聘された経営トップなどは、ポリシーの適用を免除することも検討されます。また、このポリシーは上場後 5 年未満の企業には適用しません。

⁴ 経営トップは社長を指しますが、会長や他の代表取締役が対象となることもあります。

⁵ 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%以上ある場合と定義します。

2. 取締役会構成基準の厳格化

改定の背景

社外取締役の導入が進まないことは、日本のコーポレートガバナンスの最大の問題として、長期に渡り指摘されています。しかしこの状況は近年改善しつつあり、社外取締役を選任する上場企業は増加傾向にあります。2008年には46%に過ぎなかった社外取締役導入企業が、2010年には50%を超え2014年には71%まで増えています。特に2013年からは急速に選任が進みました。

こうした状況のなか、ISSは2013年から社外取締役が1人もいない企業の経営トップに反対を推奨しています。これは2010年にすでに過半数の日本企業で社外取締役が導入された事実が示すように、日本の企業社会で社外取締役が幅広く受け入れられる状況になった、との判断によるものです。

ポリシー改定の概要

2016年2月より、取締役会に複数名の社外取締役⁶がいない企業⁷の経営トップ⁸に反対を推奨します。

ポリシー改定の意図と影響

日本の大企業の過半数が、複数の社外取締役をすでに選任しています。2014年9月時点で日経225構成銘柄のうち72%の企業が複数の社外取締役を選任しており、JPX日経400構成銘柄でも55%の企業で複数の社外取締役が選任されています。また金融庁と東京証券取引所を中心に議論が進行中のコーポレートガバナンス・コードでは、複数の独立した社外取締役を求めることが検討されています。取締役会構成基準を厳格化し、大企業に複数の社外取締役を求めることは、日本の規制当局、発行体や機関投資家によるコーポレートガバナンス改善に向けた取り組みにも合致します。

この取締役会構成基準の厳格化のポリシー改定案は他の改定と異なり、1年後の2016年2月まで施行されません。1年間の猶予期間は、企業が適任の社外取締役を選任するために、十分な時間を確保することを目的としています。よって、2016年1月までは従来どおり、社外取締役が1人いれば経営トップへの反対は推奨しません。

今回の改定案を実行すれば、数多くの経営トップに反対を推奨する可能性があります。そこで、適用対象企業を日経225構成銘柄やJPX日経400構成銘柄など、機関投資家が幅広く保有し監督機能の強化がより求められる大企業に限定することも考えられます。なお、現時点で複数の社外取締役を選任していない大企業は日経225構成銘柄で28%、JPX日経400構成銘柄で45%です。

⁶ 独立性は問わず社外取締役を2名を求める、社外取締役2名のうち最低1名は独立社外取締役であることを求める、などの基準が考えられます。具体的な基準は、現在検討されているコーポレートガバナンス・コードの内容なども踏まえた上で決定する予定です。

⁷ ポリシー導入当初は、適用を一部の大企業に限定することも考えられます。

⁸ 経営トップは社長を指しますが、会長や他の代表取締役が対象となることもあります。

3. 監査等委員会設置会社への対応

改定の背景

会社法改正に伴い、従来の監査役設置会社、委員会設置会社に加えて、監査等委員会設置会社が導入されます。この新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ます。

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ます。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ありません。よって、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ます。

ポリシー改定の概要

定款変更

監査等委員会設置会社への移行は、原則として賛成⁹を推奨します。ただし委員会設置会社から監査等委員会設置会社への移行は個別に判断します。

取締役選任

監査等委員会設置会社においては、監査等委員である社外取締役がISSの独立性基準を満たさない場合、反対を推奨します¹⁰。

ポリシー改定の意図と影響

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ます。「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ありません。

そのため、ISSの監査役選任に対するポリシーの考え方を準用し、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こととしました。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りますので、反対推奨はしません。

⁹ 監査役設置会社では、配当の取締役会授権を求める定款変更には一律に反対します。しかし、監査等委員会設置会社および委員会設置会社にて、また、それらの会社形態への移行に伴い提案される場合は、配当の株主提案権が排除されない限り、配当の取締役会授権を求める定款変更には賛成を推奨します。

¹⁰ 監査等委員ではない「それ以外の社外取締役」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することはありません。