



# 2020 年版 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



---

コメント募集期間: 2019 年 10 月 8 日から 10 月 18 日まで



2019 年 10 月 8 日

各位

Institutional Shareholder Services  
日本リサーチ

Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) はこのたび、2020 年 2 月から施行する 2020 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、慣習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、ヒアリングやサーベイ、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)。

2020 年の日本向けポリシー改定では、親会社や支配株主を有する会社において取締役の 3 分の 1 以上を独立社外取締役とすることを求めることを検討しています。

ISS は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 2019 年 10 月 18 日までに所属組織名と氏名を明記の上、[jp-research@issgovernance.com](mailto:jp-research@issgovernance.com) までお送り下さい (日本語又は英語)。また、日本以外の各国のポリシー改定案についても ISS ウェブサイトでコメントを募集しています (英語のみ)。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。

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。

ISS の 2020 年版日本向けポリシー改定については、正式決定後、ISS ウェブサイトで公開する予定です。

なお、今回の改定案とは別に ISS は 2018 年 10 月に「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」を発表しており、これは予定通り 2020 年 2 月に施行されます。また ISS は独立役員届出書の取り扱いを変更する予定です。詳細は別紙をご参照ください。

## 日本

### 親会社や支配株主を有する会社の取締役会の独立性

現行ポリシー	ポリシー改定案
<p>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<sup>1)</sup>)により、異なる助言基準を持つ。</p> <p><b>監査役設置会社</b></p> <p>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。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 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<sup>2)</sup>にない場合<sup>3</sup>、経営トップ<sup>4)</sup>である取締役</li> <li>▶ 株主総会後の取締役会に最低 2 名の社外取締役<sup>5)</sup>がいない場合、経営トップである取締役</li> <li>▶ 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が最低 2 名いない場合、経営トップである取締役</li> <li>▶ 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<sup>6)</sup></li> </ul>	<p>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<sup>1)</sup>)により、異なる助言基準を持つ。</p> <p><b>監査役設置会社</b></p> <p>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。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 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<sup>2)</sup>にない場合<sup>3</sup>、経営トップ<sup>4)</sup>である取締役</li> <li>▶ 株主総会後の取締役会に最低 2 名の社外取締役<sup>5)</sup>がいない場合、経営トップである取締役</li> <li>▶ 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 <b>3 分の 1 未満の場合もしくは</b>最低 2 名いない場合、経営トップである取締役</li> <li>▶ 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<sup>6)</sup></li> </ul>

<sup>1</sup> 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「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。

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 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。

<sup>4</sup> 経営トップとは通常、社長と会長を指す。

<sup>5</sup> 独立性は問わない。

<sup>6</sup> 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。

<p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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<sup>7</sup>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</li> </ul> <p><b>指名委員会等設置会社</b></p> <p>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。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>株主総会後の取締役会に占める社外取締役<sup>8</sup>の割合が3分の1未満の場合、経営トップである取締役</li> <li>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、指名委員である取締役<sup>9</sup></li> </ul> <p><b>監査等委員会設置会社</b></p> <p>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。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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<sup>10</sup></li> <li>株主総会後の取締役会に占める社外取締役<sup>11</sup>の割合が3分の1未満の場合、経営トップである取締役</li> </ul> </p>	<p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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<sup>7</sup>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</li> </ul> <p><b>指名委員会等設置会社</b></p> <p>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。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>株主総会後の取締役会に占める社外取締役<sup>8</sup>の割合が3分の1未満の場合、経営トップである取締役</li> <li>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未満の場合もしくは最低2名いない場合、指名委員である取締役<sup>9</sup></li> </ul> <p><b>監査等委員会設置会社</b></p> <p>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。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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<sup>10</sup></li> <li>株主総会後の取締役会に占める社外取締役<sup>11</sup>の割合が3分の1未満の場合、経営トップである取締役</li> </ul> </p>
---	---

<sup>7</sup> 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として提案されるため、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。

<sup>8</sup> 独立性は問わない。

<sup>9</sup> 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。

<sup>10</sup> 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しない。

<sup>11</sup> 独立性は問わない。

## 改定の背景

ISS は親会社や支配株主を有する日本企業に求められる取締役会の独立性の基準について、独立社外取締役を 2 名以上求める現行の基準を改定し、取締役の 3 分の 1 以上が独立社外取締役であることを求める基準の導入を検討しています。ISS は監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社に対して、社外取締役が取締役の 3 分の 1 以上であることを求める基準を 2019 年 2 月に導入しました。しかし親会社や支配株主を有する企業において、少数株主の権利を保護するためには、それでは十分とはいえません。改定案では、親会社や支配株主を有する企業において、ISS の独立性基準を満たす社外取締役が取締役の 3 分の 1 以上かつ 2 名以上でない場合に、経営トップに反対します。

## ポリシー改定の意図と予想される影響

ISS 調査対象の日本企業約 3000 社のうち、親会社や支配株主を有する企業は 400 社強です。該当する企業のうち現行の基準に抵触する企業は半数未満ですが、ポリシーを改定した場合、該当する企業の 80%弱の企業が現状では基準に抵触します。ISS 調査対象の日本企業のうち約 6%の企業が現行の基準を満たさずに反対推奨の対象となっていますが、ポリシーを改定した場合は、反対推奨の対象となる企業は約 11%まで上がることが予想されます。

## 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。

・親会社や支配株主を有する企業が独立社外取締役を増やすためには時間が必要だとの考えから、今回のポリシー改定案の施行までに猶予期間を設けることは妥当でしょうか。その場合、どの程度の猶予期間が必要でしょうか。

## (別紙1) 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 (2018年10月発表済み)

### 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>12</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月から実施されます。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出身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、定時株主総会后に提出されるため、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。

<sup>12</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。

## (別紙2)独立役員届出書の取り扱い変更について

従前、ISSは独立性の判断にあたり、招集通知のほか、独立役員届出書も可能な範囲で参照してきました。しかしながら、投資家からは、下記のように独立役員届出書を参照することに否定的な意見が多数でした。

- ・原則論として、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。
- ・独立役員届出書は招集通知と異なり正式な機関決定を経ていないためか情報の確度が低く、独立役員届出書を参照すると正確な判断が出来ない可能性がある。
- ・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、そもそも参照できない。

また、東京証券取引所の有価証券上場規程第445条の6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」と規定され、東京証券取引所発行の「会社情報適時開示ガイドブック」では、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ます。その結果、9割以上の企業では招集通知に独立役員に関する記載を行っています。

こうした投資家の意見、取引所の規定や企業の動向をふまえ、ISSは2020年2月以降、独立役員届出書を参照しないこととしました。





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](mailto:sales@issgovernance.com) or visit [issgovernance.com](http://issgovernance.com) for more information.

Founded in 1985, the Institutional Shareholder Services group of companies ("ISS") is the world's leading provider of corporate governance and responsible investment solutions alongside fund intelligence and services, events, and editorial content for institutional investors, globally. ISS' solutions include objective governance research and recommendations; responsible investment data, analytics, and research; end-to-end proxy voting and distribution solutions; turnkey securities class-action claims management (provided by Securities Class Action Services, LLC); reliable global governance data and modeling tools; asset management intelligence, portfolio execution and monitoring, fund services, and media. Clients rely on ISS' expertise to help them make informed investment decisions.

[ISSGOVERNANCE.COM](http://ISSGOVERNANCE.COM)

© 2019 | Institutional Shareholder Services and/or its affiliates

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.

© 2019 | Institutional Shareholder Services and/or its affiliates

