

2014 年 10 月

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 日本語でのオープンコメントの募集について

Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) は、2015 年 2 月から施行される 2015 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、習慣の違いを勘案して作成したポリシーに基づき、市場毎の特性を考慮して、議決権行使の助言を行います。ISS はポリシー改定にあたり、多様な意見を反映する機会を設けることによって、透明性を確保することが重要だと考えます。そのため、各国の機関投資家、発行体、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、ラウンドテーブル、オープン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 <http://www.issgovernance.com/policy-gateway/policy-outreach/>をご参照ください。

2015 年の改定案では別紙のとおり、日本の取締役選任のポリシーを中心に下記の 3 点の変更を予定しています。

1. 資本生産性 (ROE) 基準の導入
2. 取締役会構成基準の厳格化
3. 監査等委員会設置会社への対応

ISS はポリシー改定案についてオープンコメントを募集します。ご意見は 2014 年 10 月 28 日までにお名前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) まで電子メールにてご提出下さい。なお、提出された意見を個別に回答する予定はありません。

また、日本以外の各国のポリシーについてもオープンコメントを募集しています（英語のみ）。詳細は当社ウェブサイト <http://www.issgovernance.com> をご参照ください。なお、ISS の 2015 年版日本向けポリシーの全体については、本改定の正式決定後、当社ウェブサイトにて、日本語訳を公開する予定です。

今回の改定は重要なものです。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。

以上

## 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<sup>1</sup>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。

### ポリシー改定案の概要

資本生産性の低い企業、具体的には過去 5 年間連続で自己資本利益率(ROE)が 5%を下回る企業<sup>2</sup>の経営トップ<sup>3</sup>に反対を推奨します。

### ポリシー改定の意図と影響

ROE5%を基準と定めたのは、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、投資家が許容する最低限の資本生産性の水準と判断したからです。したがって、5%の基準は最低水準として解釈されるべきであり、日本企業が目指すゴールではありません。また測定期間の 5 年間は、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 22%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。

### 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。

1. 資本生産性(ROE)基準の水準および期間(5%、5 年間)は妥当でしょうか。妥当でないとお考えの場合は、採用すべき水準および期間を具体的にお聞かせください。
2. ポリシー適用を例外的に免除すべきケースはあるでしょうか。あるなら、それはどのようなケースでしょうか。(たとえば、企業再生のために外部から招聘された場合や上場後 5 年未満の場合など)

<sup>1</sup> <http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>

<sup>2</sup> 極めて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。

<sup>3</sup> 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。

## 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。とくに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。

### ポリシー改定案の概要

2016年2月より、取締役会に複数名の社外取締役<sup>4</sup>がいない企業<sup>5</sup>の経営トップ<sup>6</sup>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。

### 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。

1. 取締役会構成基準の厳格化にあたり、どのような基準(求められる社外取締役または独立社外取締役の人数や割合)を採用すべきでしょうか。
2. ポリシーの適用を一部の大企業に限定すべきでしょうか。それとも一律に全ての企業に適用すべきでしょうか。また、もし一部の大企業に適用を限定する場合、大企業をどのように定義すべきでしょうか(たとえば、日経225やJPX日経400のような指数構成銘柄、財務基準、時価総額など)

<sup>4</sup> 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。

<sup>5</sup> 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。

<sup>6</sup> 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。

## (ご参考) 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ないのです。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。

### ポリシー改定案の概要

#### 定款変更

監査等委員会設置会社への移行は、原則として賛成を推奨します。

#### 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<sup>7</sup>。

### 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」は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。

<sup>7</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することはありません。