



◆ ISSの2013年株主総会議案分析推奨方針(日本)

✓ ISS(インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ)は2012年12月に2013年の方針(英文)を公表しました。加えて、1月31日付で2013年版の日本語版も公表しました。2013年2月開催の総会から適用されます。以下は2013年版と2012年版を比較分析したものです。

既報の通り、今年最大の変更は「3.取締役選任」で、「社外取締役(独立性は問わない)が一人もない場合は、トップに反対推奨する」というものですが、これは既に2011年11月の時点で2013年総会から適用すると公表されていたものです。

新規に公表されたのは、「16. 社会問題・環境問題」に対する方針ですが、これは今まで日本ではほとんど上程されていない内容の株主提案に関するグローバルな基準であり、参考程度にみておけばよいと思われます。

上記以外に方針の本文(小見出し含む)の書きぶりが変更となっている箇所があるのは以下の3つの項目です。

- 4.監査役選任
- 5.定款変更
- 15.株主提案

それ以外の変更は「解説」に関するものであり、大半は言い回しを変えたものですが、さらに言を尽くした箇所もあり、一読の価値はあると考えます。

対照表は下記の通りです(ページ番号は2013年版のもの)。

項目	頁	2013年	2012年
2.剰余金の処分(解説部分)			
	5	なお、資本金の減少については、減少の必要性について具体的な説明がされている場合、個別に判断する。そうでなければ、配当の支払いが直ちに滞る場合を除き、原則として反対を推奨する。	準備金や剰余金の額の減少については、減少の必要性について具体的な説明がない場合、配当の支払いが直ちに滞る場合を除き、原則として反対を推奨する。
3.取締役選任(本文)			
	6	・総会後の取締役会に社外取締役 ¹ が一人もない場合、経営トップ ² である取締役	・総会後の取締役会に社外取締役 ¹ が一人もない場合、経営トップ ² である取締役(ただし、この基準は2013年から施行予定)
3.取締役選任(本文の注記)			
	6	4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の形を取るため、過半数ではなく3分の2の支持を得ないと、株主提案は可決しない。	(なし)

項目	頁	2013年	2012年
3.取締役選任(解説部分及び解説の注記)			
	7	(独立性比較グラフ新規挿入)	(なし)
	7	8 母集団はISSが2011-12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している企業。 (グラフタイトルの注記)	(なし)
	7	しかし、この状況は近年変化しつつある。2010年に始めて過半数の日本企業 ⁹ (50.4%)で少なくとも社外取締役が一人は選任されるようになった。2012年には、それはさらに上昇し53.8%となり、今や過半数の日本企業で少なくとも一人の社外取締役が選任されている。	日本企業の取締役会の独立性の低さは長い間批判されてきた。他国と比較すれば、それは際立っており、取締役全員が内部者で構成されることは決して珍しいことではない。しかし、この状況は近年変化しつつある。2010年に始めて過半数の日本企業 ⁷ (50.4%)で少なくとも社外取締役が一人は選任されるようになった。2011年には、それはわずかに上昇し51.0%になった。
	7	さらに、会社法改正にあたって社外取締役の義務化が検討された結果、上場規則による社外取締役の設置努力規定が導入され、また、会社法の改正により、社外取締役を導入しない日本企業はcomply or explain ruleの考え方にに基づき「社外取締役を置くことが相当ではない理由」 ¹⁰ の説明が、今後要求されることになる。社外取締役の設置を想定するこの新制度は、経済界の合意の上で策定されたものである。このような環境の変化を考慮すれば、もはや社外取締役の導入が、日本の企業社会に馴染まない「異質なもの」であるとは言えない。さらに、オリンパス事件に代表される世界の投資家の日本企業への信頼を失わせる企業不祥事を鑑みれば、取締役会の監督機能の強化は早急の課題であるといえる。 ISSは法令、上場規則、さらには日本企業における社外取締役の導入状況にあわせ、ポリシーの見直しを検討する。なお、2014年の会社法改正により予定される監査・監督委員会設置会社制度の導入に伴い、ISSは2013年冬に取締役選任議案に対する助言方針の全般的な変更を検討する。	(なし)

項目	頁	2013年	2012年
3.取締役選任(解説部分及び解説の注記)			
	7	(なし)	今や過半数の日本企業で少なくとも一人の社外取締役が選任され、さらに会社法や上場規則の改正の議論でも、社外取締役の義務化が検討されている。この環境の変化を考慮すれば、社外取締役の導入は、今日の日本の企業社会に馴染まない「異質なもの」であるとはもはや言えないだろう。さらに、オリンパスや大王製紙のような最近の企業不祥事を鑑みれば、取締役会の監督機能の強化は早急の課題であるといえる。
	7	10 単に社外取締役を置かない理由ではなく、社外取締役を置くことが「相当でない」理由の説明が求められる。(新しい注記)	
	8	監査役設置会社を対象とした新ポリシー ¹¹ (総会後の取締役会に社外取締役 ¹² が一人もいない場合、経営トップである取締役に反対)は前述の状況に対応するものである。委員会設置会社と異なり、監査役設置会社においては、取締役候補者の選定に責任を負う指名委員会の設置義務はない。そのため、監査役設置会社では、経営トップが取締役候補者選定における最終的な意思決定者である。よって、取締役会の構成に懸念があれば、経営トップへの反対が合理的である。	監査役設置会社を対象とした新ポリシー(総会後の取締役会に社外取締役 ⁸ が一人もいない場合、経営トップである取締役に反対)は前述の状況に対応するものだが、この新ポリシーは2013年まで適用されない。この一年間の猶予期間は、企業に適切な社外取締役を確保する十分な時間を与えることを意図している。委員会設置会社と異なり、監査役設置会社においては、取締役候補者の選定に責任を負う指名委員会の設置義務はない。そのため、監査役設置会社では、経営トップが取締役候補者選定における最終的な意思決定者である。よって、取締役会の構成に懸念があれば、経営トップへの反対が合理的である。 2012年1月時点で、法務省は全ての上場会社に最低でも一人の社外取締役の義務付けを検討中である。しかし、発行企業からの強い反対によりその実現性は不透明であり、実現するとしても数年先の見込みである。ISSは法令や上場規則の動向にあわせ、本ポリシーを見直すものとする。
	8	¹¹ このポリシーは2011年12月に発表された。しかし、日本企業への周知を高めるため、2013年2月まで適用を猶予した。(新しい注記)	(なし)

項目	頁	2013年	2012年
	8	12 社外取締役の独立性は問わない。社外取締役が独立していることは 理想ではある が、独立した社外取締役を選任している企業はまだ少数であり、現時点でそこまで求めることは 建設的な要求とは言えず、企業の取締役会改革の意欲を削ぐことになりかねない 。	8 社外取締役の独立性は問わない。社外取締役が独立していることは 望ましい が、独立した社外取締役を選任している企業はまだ少数であり、現時点でそこまで求めることは 現実的ではない 。
	8	委員会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、最低でも二名の社外取締役を選任する法的義務が生じる。そのため、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。	委員会設置会社の場合、社外取締役の役目は非常に重要であり、社外取締役に独立性を求めることは妥当である。委員会設置会社では、最低でも2名の社外取締役の選任義務がある。そのため、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。
	8	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ISSの独立性基準を満たす社外取締役が二名未満の場合、経営トップである取締役の再任に反対を推奨する。 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り、このポリシーは少数株主の保護を目的とする。 さらに、委員会設置会社が親会社や支配株主を持つ場合、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二名未満の場合、指名委員である取締役13の再任に反対を推奨する。指名委員は取締役会の独立性の欠如に責任がある からである 。	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ISSの独立性基準を満たす社外取締役が二名未満の場合、経営トップである取締役の再任に反対を推奨する。これは少数株主の保護を目的としている。 さらに、委員会設置会社が親会社や支配株主を持つ場合、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二名未満の場合、指名委員である取締役9の再任に反対を推奨する。指名委員は取締役会の独立性の欠如に責任がある といえる 。
	8	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14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、ISSは原則として再任に反対を推奨する。	社外取締役が経営に対する監督として機能するには、 独立した社外取締役が積極的に取締役会の議論に参加することが重要である 。そのため、取締役会への出席率に 注視する必要がある 。合理的な理由10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、ISSは原則として再任に反対を推奨する。
	8	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、取締役候補者に反対を推奨することを検討する。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、取締役候補者に反対を推奨することを検討する。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 悪影響 などを考慮する。

項目	頁	2013年	2012年
	9	なお、2012年の日本企業の取締役選任議案において、ISSは96.0%の候補者に賛成を推奨した。	(なし)
4. 監査役選任(本文)			
	10	・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、当社の監査役としての適性に大きな懸念がある場合	(なし)
4. 監査役選任(解説部分)			
	10	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。日本企業は、委員会設置会社と監査役設置会社を選択することができるが、98%の上場企業は、監査役設置会社を選択しており、その場合は社外取締役の選任義務はない。実際、いまだに48.5%の監査役設置会社 ¹⁶ には、一人も社外取締役がない。そのような場合、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機能し、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。取締役と異なり、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 ¹⁷ 。監査役会の最小構成人数は三名なので、企業は最低でも二名の社外監査役をおく必要がある。 (中略) 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、監査役の選任に反対を推奨することを検討する。	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。日本企業は、委員会設置会社と監査役設置会社から統治形態を選択することができるが、98%の上場企業は、監査役設置会社を選択しており、その場合は社外取締役の選任義務はない。実際、いまだに50.3%の監査役設置会社 ¹² には、一人も社外取締役がないのが現状である。そのような場合、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機能し、経営に対する監督機能は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特に重要である。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。取締役と異なり、監査役の半数は社外監査役である義務があるため、社外監査役が否決された場合、企業は別の社外監査役の確保を迫られる。監査役会の最小構成人数は三名なので、企業は最低でも二名の社外監査役をおく必要がある。 (中略) 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は、監査役の選任に反対を推奨することを検討する。
	10	¹⁶ 母集団はISSが2012年に調査対象とした日本企業で、取締役選任が提案された企業。	¹² 母集団はISSが2011年に調査対象とした日本企業で、取締役選任が提案された企業。
	10	¹⁷ 独立していない社外監査役の選任が否決され、代わりに独立社外監査役が選任された事例も存在する。	(なし)

項目	頁	2013年	2012年
5.定款変更(本文)			
	12	非公開化(Management Buyout等)関連の定款変更 個別判断する。	MBO関連の定款変更 個別判断する。
5.定款変更(解説部分)			
	12	日本企業の企業統治構造は…(中略)…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。(後略)	日本企業の企業統治構造は…(中略)…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、 そうした事項 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。(後略)
8.ストックオプション(注、解説部分)			
	15	24 一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。	19 取締役会決議のみで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。
	15	26 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。	21 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 総数 が開示されない場合を指す。
	15	28 例えば、経営計画における目標が考えられる。	23 例えば、経営計画における数値目標 や、企業が自社の環境を考慮して設定する経営財務指標の目標 などが考えられる。
	15	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しだいで、少数株主に不利益をもたらすこともある。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。一方で、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が重要である。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。	近年、株主総会の議案数が減少し、役員報酬関連議案の重要性は増している。ストックオプションは制度設計しだいで、少数株主にとって望ましくもあり、逆に不利益をもたらすこともある。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。 希薄化は重要であるが、日本企業、特に大企業において希薄化が過度となるケースは皆無である。一方で、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が重要である。そのため、報酬型ストックオプションにおいて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。

項目	頁	2013年	2012年
9.取締役報酬枠の増加(解説部分)			
	16	<p>個別役員の報酬総額が一億円を超えた場合、有価証券報告書にて個別報酬を開示する義務がある。日本経済新聞によれば、2012年3月決算のおよそ2500社のうち、293名の役員が一億円以上の報酬を得た。最も多くの報酬を得たのは、亡くなったカシオ計算機の樫尾俊雄氏(報酬総額13億3300万円、うち退職慰労金が13億1900万円)であり、次が日産自動車のカルロス・ゴーン氏(報酬総額は9億8700万円)であった。日経のデータからは、それら293名の役員報酬の総合計額の75%は固定報酬(月例報酬と退職慰労金)であり、残りの25%が業績連動報酬(業績と連動した現金賞与や、株式ベースのインセンティブ報酬)であることがわかる。</p> <p>ISSのポリシー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。(以下略)</p>	<p>個別役員の報酬総額が一億円を超えた場合、有価証券報告書にて個別報酬を開示する義務がある。日本経済新聞によれば、2011年3月決算のおよそ2600社のうち、295名の役員が一億円以上の報酬を得た。最も多くの報酬を得たのは、日産自動車のカルロス・ゴーン氏(報酬総額は9億8200万円)であり、次がソニーのハワード・ストリンガー氏(報酬総額は8億6300万円)であった。日経のデータからは、それら295名の役員報酬の総合計額の75%は固定報酬(月例報酬と退職慰労金)であり、残りの25%が業績連動報酬(業績と連動した現金賞与や、株式ベースのインセンティブ報酬)であることがわかる。</p> <p>今回改正されたISSの新ポリシーは業績連動報酬の促進を意図している。業績連動報酬の導入や増加を目的とする報酬枠の増額は、ISSは基本的に支持する。(以下略)</p>
13.買収防衛策(ポイズンピル)(解説部分)			
	20	<p>買収防衛策は、少数株主に有利な買収条件を引き出すツールとして機能することもある。しかし、それは取締役会が自身の保身に走らず、株主価値の向上に真面目に取り組む場合に限定される。ISSが買収防衛策に賛成を推奨するには、上記の条件を全て満たすことが必要とされる。興味深いことにほとんどの場合、招集通知を総会の3週間前までに発送しなかった企業はそれ以外の形式審査条件にも抵触する。招集通知の早期発送が、企業の株主重視の姿勢を測る端的な基準であると言える。</p> <p>ISSは買収防衛策議案を最終的には個別に判断するが、その第一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は賛成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二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こと自体が、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ことに他ならない。よって、株主の興味は、株主価値向上の</p>	<p>よく設計された買収防衛策は、少数株主により有利な買収条件を引き出すために、取締役会が買収提案者と交渉する際の重要なツールとして機能しうる。しかしながら、これはあくまでも取締役会が自身の保身に走らず、株主価値の向上に真面目に取り組む場合に限定される。ISSが買収防衛策に賛成を推奨するには、上記の条件を全て満たすことが必要とされる。興味深いことにほとんどの場合、招集通知を総会の3週間前までに発送しなかった企業はそれ以外の形式審査条件にも抵触する。招集通知の早期発送が、企業の株主重視の姿勢を測る端的な判断基準であると言えよう。</p> <p>ISSは買収防衛策議案を最終的には個別に判断するが、その第一段階として上記の形式条件を設けている。それらの条件を全て満たして、はじめてISSは賛成の推奨を個別に検討する。形式条件を全て満たす買収防衛策は少数だが、そのような場合にかぎり第二段階の個別審査を行う。個別審査ではその企業がどのようにして株主価値を向上させようと計画しているのかを評価する。買収防衛策を求めること自</p>

項目	頁	2013年	2012年
		<p>施策であり、それが無い場合、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する。</p>	<p>体が、株価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ことに他ならない。よって、株主にとって重要なのは、経営陣が株主価値向上のために取り組む施策であり、それが無い場合、業績不振の経営陣が保身のために買収防衛策を導入すると判断せざるを得ない。</p> <p>創業家一族、取引先や内部者などの安定株主が議決権の3割程度以上を有している場合、経営陣が買収の可能性を仮に懸念しても、実際には合併や定款変更など特別決議議案を否決できる。そのため、買収提案者は経営陣が抵抗するような企業再編を強制できず、敵対的買収のターゲットにはなりにくい。株主にとっては、そうした企業が買収防衛策を導入する必要性を理解しにくい。</p>
	21	<p>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。その際、買収防衛策の制度設計そのもののほか、コーポレートガバナンスの状況(取締役会の構成や情報開示の状況)、現経営陣による業績などを検討する。</p> <p>買収防衛策の更新については、導入時と同様の審査を行うが、買収防衛策導入後の株価パフォーマンスを同業他社と比較する。導入後の株価パフォーマンスが同業他社に劣る場合、買収防衛策の導入が株主価値の向上に貢献したとは結論できず、更新への理解を得ることは困難であろう。</p>	<p>買収防衛策が株主総会決議なしで導入されており、取締役会が独断で買収提案を拒否できる場合、ISSは経営トップへの反対を検討する。その際、買収防衛策の制度設計そのもののほか、コーポレートガバナンスの状況(取締役会の構成や情報開示の状況)、現経営陣による業績などを検討する。</p> <p>買収防衛策の更新については、導入の場合と同様の審査を行うが、買収防衛策導入後の株価パフォーマンスを同業他社と比較する。導入後の株価パフォーマンスが同業他社に劣る場合、買収防衛策の導入が株主価値の向上に貢献したとは結論できず、更新への理解を得ることは困難であろう。</p>
15.株主提案(本文)			
	23	<p>個別判断する。</p> <p>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。</p> <p>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。</p>	<p>個別判断する。</p> <p>あまりコストをかけることなく、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。</p> <p>事業活動や範囲を制約するような提案や、効果が薄いにもかかわらず多大な費用を伴う株主提案については、原則として反対を推奨する。</p>

項目	頁	2013年	2012年
16.社会問題・環境問題(本文及び解説新設)			
	24	<p>提案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。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 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 ・ 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 <p>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、その提案が短期およ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重要である。</p>	(なし)