

ISS 議決権行使助言方針（ポリシー） 改定について

Executive Director 石田猛行

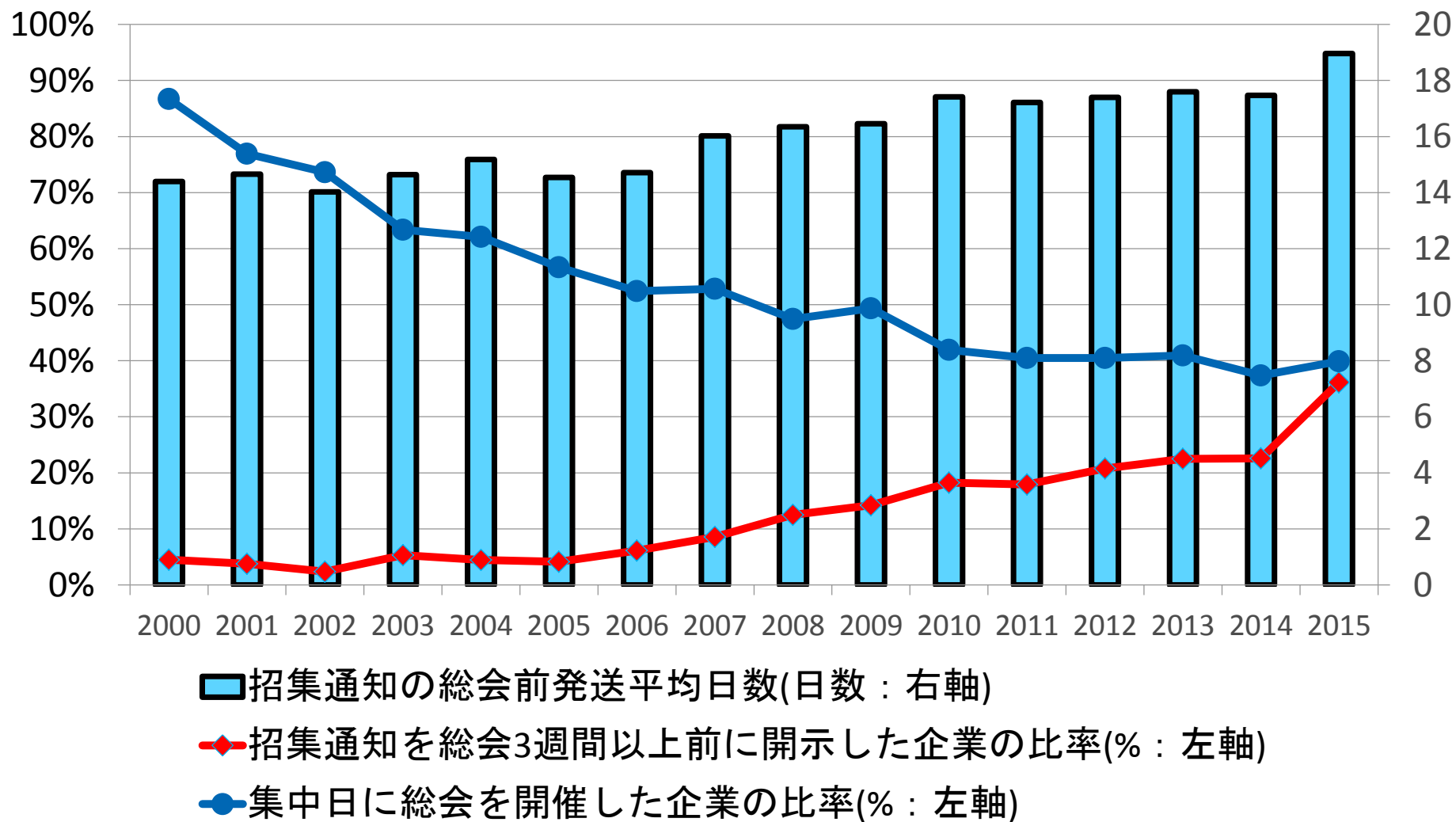
takeyuki.ishida@issgovernance.com

2016年2月17日

The Global Leader in Corporate Governance

www.issgovernance.com

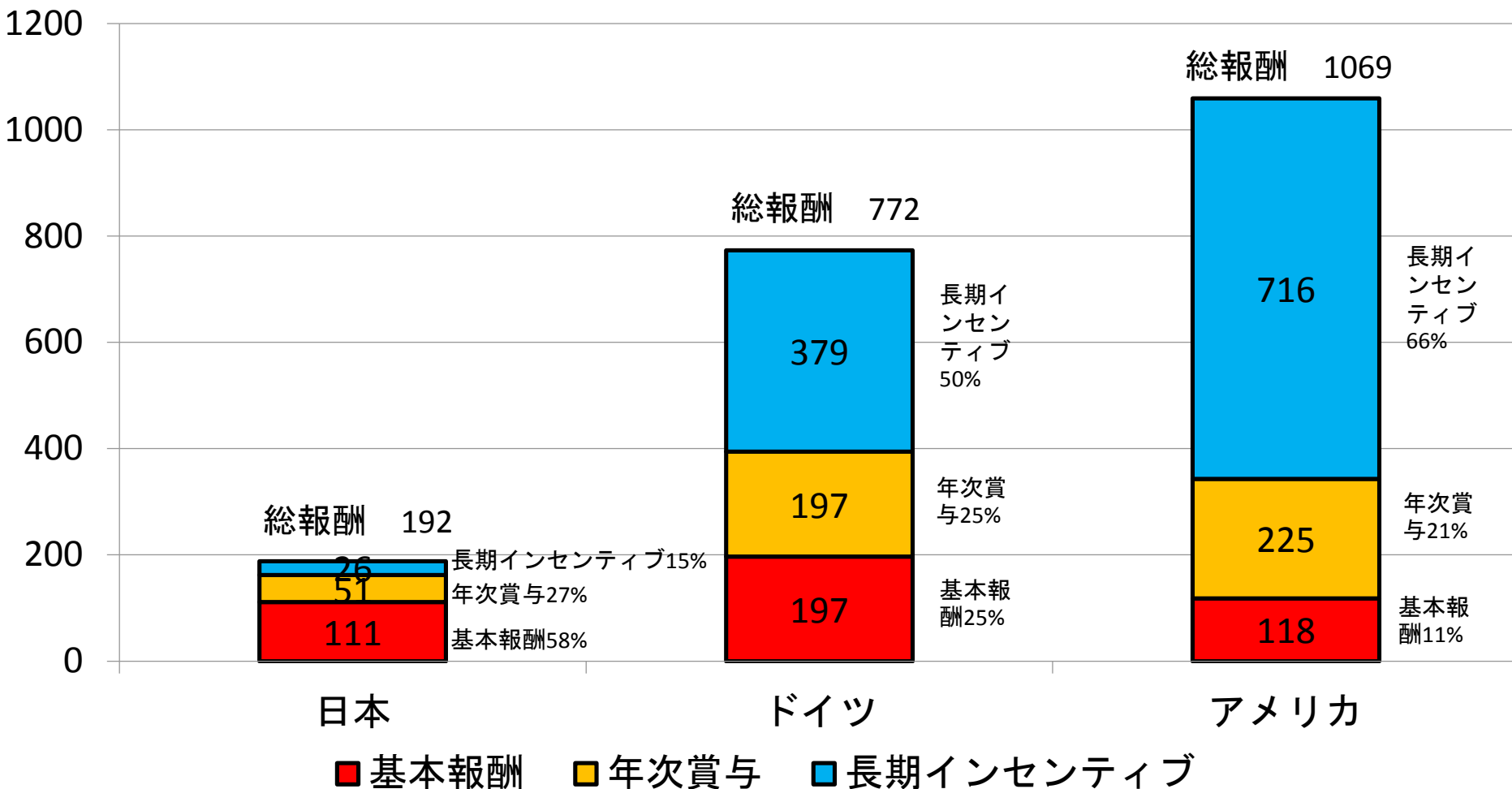
- 「コーポレートガバナンス」バブルか
- 企業のROE概念への抵抗感の減少
- 過去15年間の招集通知早期発送と総会日の分散が意味すること
- ガバナンス議論は取締役(ヒト)と報酬インセンティブの設計(カネ)
- 「ヒト」の議論は重要だが、「カネ」はそれ以上に重要かもしれない
- 報酬政策は単独で存在せず、企業戦略に連動すべき
- 依然として強い安定株主ニーズを企業はどのように満たそうとするか



ISSによる招集通知の入手日を基に作成。

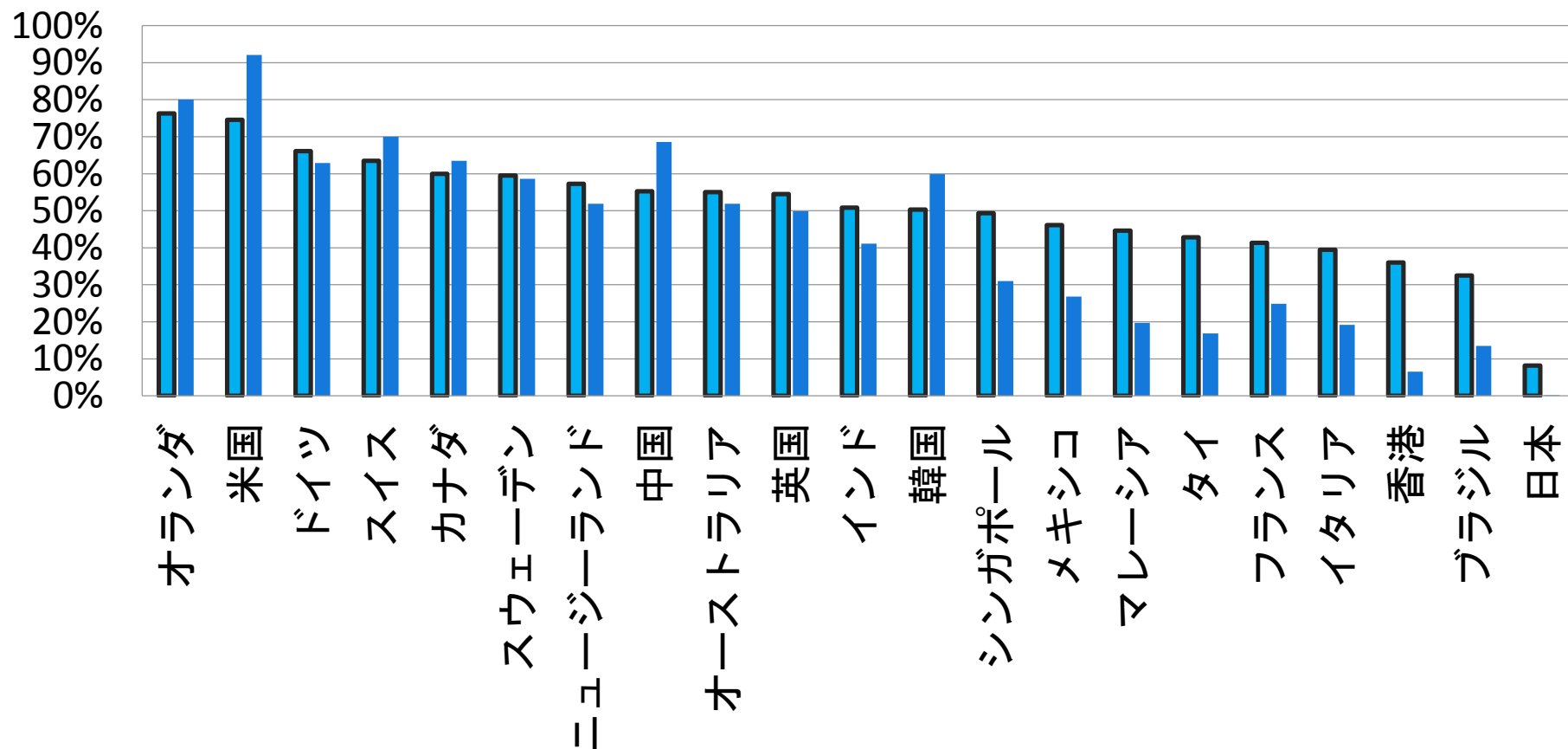
- 現役社長にとって、顧問や相談役の過去の意思決定を覆すことは困難(例：不採算事業からの撤退の遅れに繋がる)
- マクロレベルでは、社外取締役の人材プールの充実を阻害、経営経験を社会に還元できない
- 情報開示の懸念、責任を問うことの難しさ
- 日本の役員報酬の問題点との関連
- 東芝の臨時総会をどう見るか

日米独大手企業CEO報酬2014年度支給額(単位100万円)



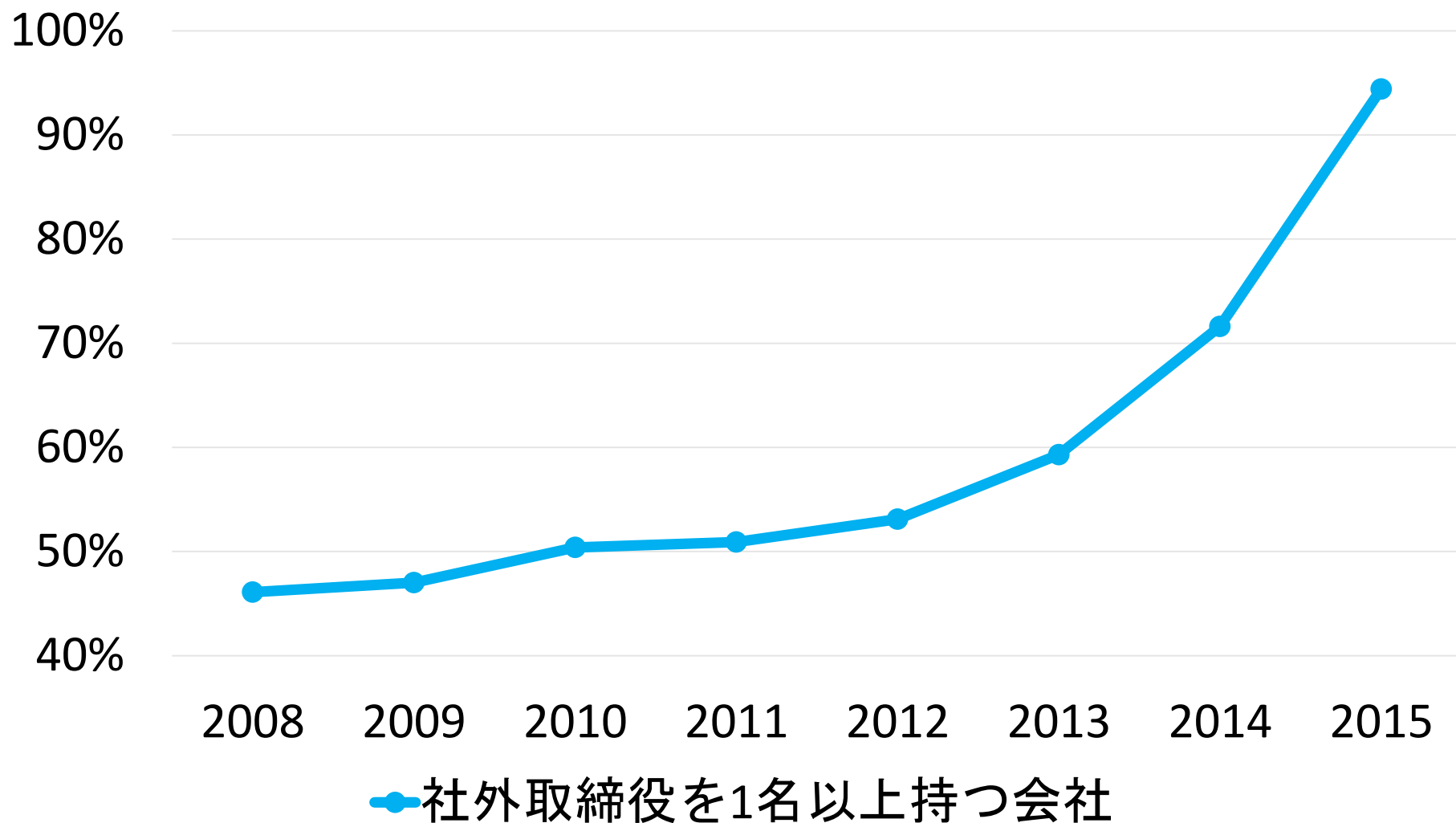
2015年ペイガバナンス調査に基づく。日本TOPIX Core30、アメリカS&P100、ドイツはDAX30のCEO報酬(中央値)、為替レートは年間平均TTMを使用。

報酬額と報酬ミックスをグローバルに比較すると、日本とアメリカは両極を構成し、その間に欧州企業、アジア企業が位置する。

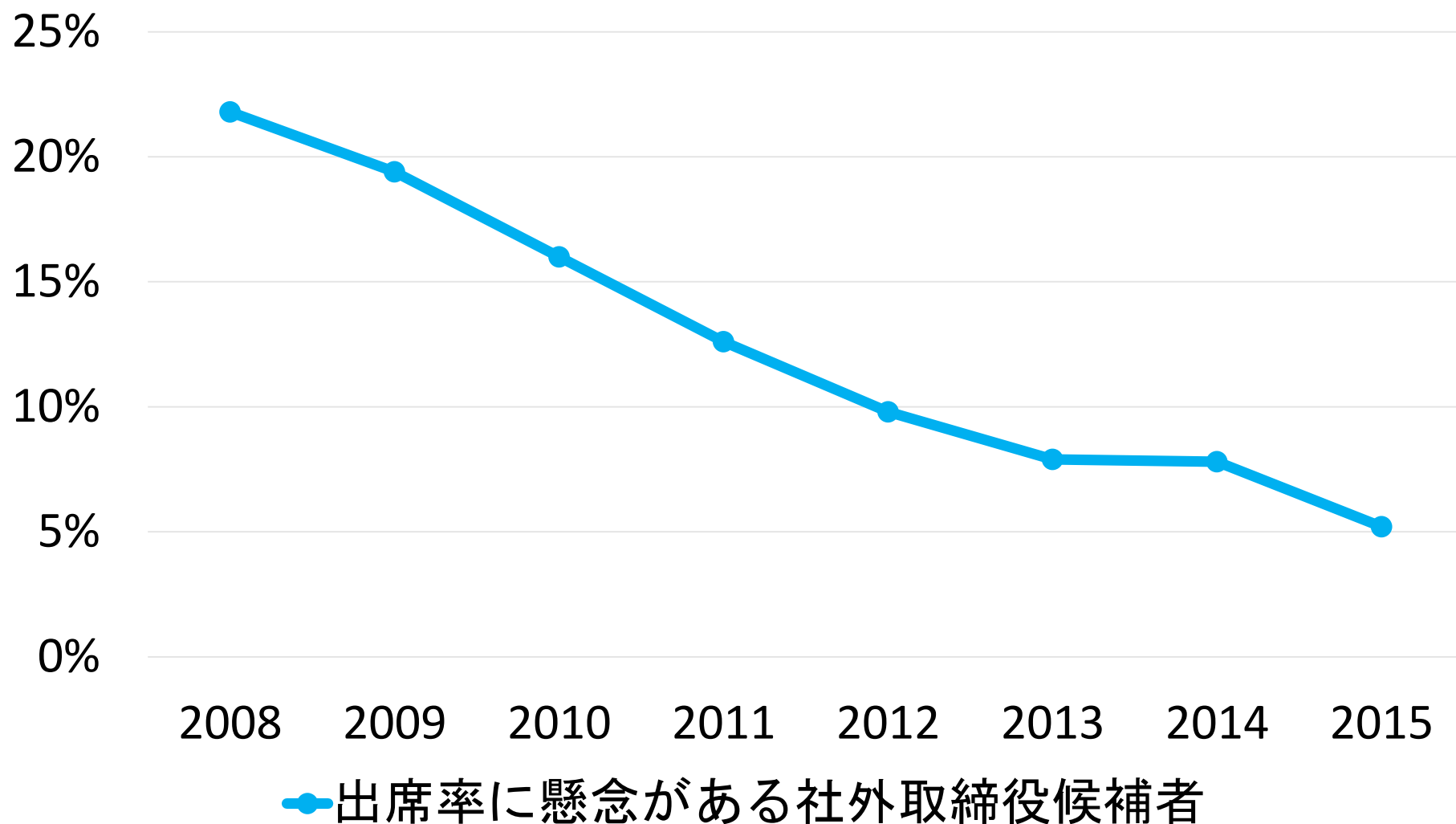


■ 取締役会の独立性の平均 ■ 取締役会の過半数が独立している企業の割合

母集団はISSが2012-13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。例えば、シンガポールでは、右の棒グラフが30%程度を示すが、これは独立取締役が過半数を占める取締役会がシンガポールでは30%程度存在することを示す。左の棒グラフは、シンガポール企業の取締役会は平均で50%が独立取締役で構成されること、つまり、10人取締役がいれば、うち5人は独立取締役であることを示す。



ISS調査対象企業が母集団。2015年データは6月末時点。



ISSは前年の出席率が75%未満の社外取締役候補者に出席率に懸念があるとして反対を推奨する。
ISS調査対象企業が母集団。2015年データは6月末時点

- 社外取締役数の増加×出席率の向上＝存在感の増加
- 社外取締役導入の是非それ自体は今や過去の議論
- これからは、社外取締役の存在は所与として、社外取締役をいかに活用すべきか、経営と監督の分離の議論が現実味を帯びる
- 取締役会が日々の業務の意思決定の場であれば、社外取締役が議論に貢献できる余地は少ない
- 取締役会を高次に引き上げ、会社全体の戦略が議論される場所とすれば、長らく日本企業に欠けていると指摘された経営と監督の分離が進む

	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期	2015年 3月期
取締役会開催数	51	52	54	58	20
総会後の取締役数	17	17	16	16	16
総会後の社外取締役数	0	0	0	1	2
総会後の社外取締役比率	0%	0%	0%	6.3%	12.5%

- 社外取締役の導入だけを議論しても不十分
- 社外者が機能できる取締役会のあり方とは
- アウトプット先としてのコーポレートガバナンスコード
(取締役会評価)

- トヨタ自動車(A A種類株)
- カプコン(昨年否決された買収防衛策を改善して提案)
- サイバーダイн(種類株)
- 技研興業(定款変更にて、株式発行を株主承認へ)
- 川崎化成工業(T O Bの結果によって、異なる取締役選任)
- タカラトミー(ストックオプション、行使価格)
- タカタ(リコールへの対応)
- オカダアイヨン(ストックオプション、行使価格)
- フジメディアホールディングス(株主提案、総会日)
- 太陽ホールディングス(種類株を利用した報酬制度)
- 資生堂(報酬政策の説明、ベンチマーク企業の開示)
- 住友倉庫(ストックオプション、行使条件)
- エコス(ストックオプション、過大)
- トライステージ(株主提案)
- J T(株主提案)
- 大塚家具(プロキシーファイト)
- ナトコ(社外監査役、取締役会に出席せず)
- 黒田電気(プロキシーファイト)
- 東芝(会計問題、臨時総会)

- 「ポリシー」は議案ごとに定めた議決権行使助言のルール。ポリシーは原則であり、通常の議案であっても、その企業の状況が特殊である場合、ポリシーを離れて個別判断が必要とされることがある。
- M&Aや株主提案、あるいはプロキシファイトのような状況では最初から個別判断で助言を行う。ポリシーは当社ウェブサイトで開示。

<http://www.issgovernance.com/policy-gateway/2016-policy-information/>

- ISSポリシーは長年の機関投資家との対話を通じて形成。
- 当社はポリシーを毎年見直す。サーベイ、ラウンドテーブル、インタビューを通じて各国の機関投資家、企業、規制当局など幅広い市場関係者から意見を求め、当社が実施するパブリックコメントを経て最終的なポリシーを決定。
- パブリックコメントは10月末、ポリシー発表は11月下旬を予定。2016年ポリシーの運用は、2016年2月開催の総会から。

取締役会構成基準の厳格化

旧ポリシー

- 総会後の取締役会に社外取締役*が1人もいない場合、経営トップである取締役

*独立性は問わない

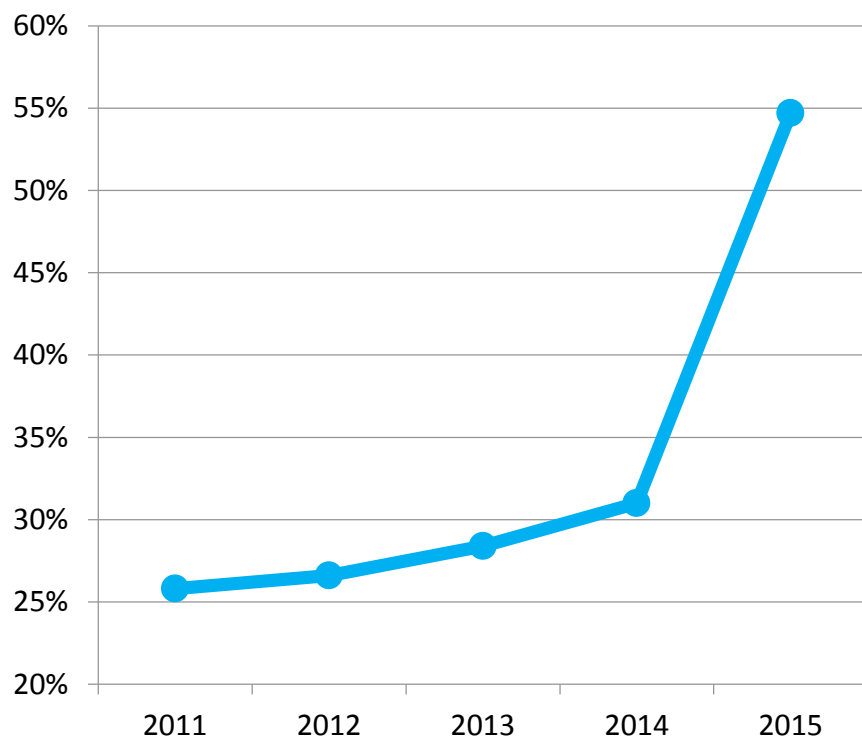
新ポリシー

- 総会後の取締役会に社外取締役*が最低2人いない場合、経営トップである取締役

*独立性は問わない

概念としての「独立性」は重要だが、現時点で独立性を強調しすぎると、形式的な独立性要件に偏重した社外取締役の人選に繋がる懸念が指摘される。

2名以上の社外取締役を持つ企業の推移



ISS調査対象企業が母集団。2015年データは6月末時点

母集団別の状況

	社外2名	2名独立 役員 (東証基準)	社外2名 うち 1名独立(ISS 基準)	2名独立 (ISS基 準)
日経225	90.6%	-	82.1%	63.2%
JPX400	81.6%	71.2%	72.7%	55.8%
TOPIX	62.1%	49.1%	52.3%	33.2%
東証1・2 部	59.3%	40.0%	49.4%	30.4%
全企業	54.6%	-	44.7%	27.5%

2015年6月末時点

買収防衛策ポリシー厳格化

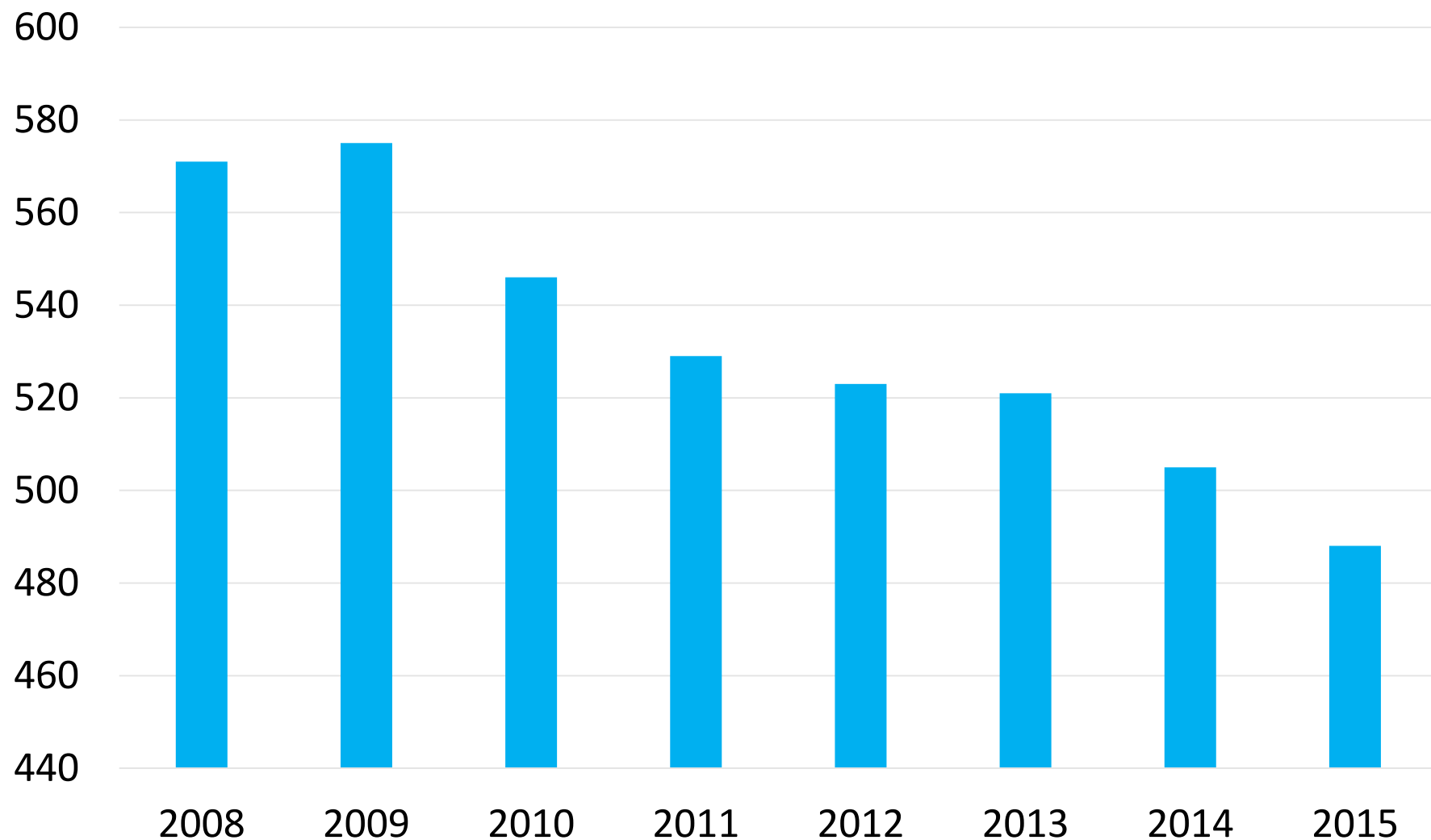
第一段階形式審査のうち、

- 旧：総会後の取締役会に占める独立社外取締役*の比率が20%以上、かつ2名以上である
新：総会後の取締役会に占める独立社外取締役*の比率が1/3以上、かつ2名以上である

*ISS基準による独立性
- 旧：特別委員会の委員**全員がISSの独立性基準を満たす
新：特別委員会の委員は全員がISSの独立性基準を満たす取締役あるいは監査役であり、出席率の懸念がない

**委員が取締役もしくは監査役である場合は、出席率の懸念がないこともあわせて要求される。
- 旧：招集通知が総会の3週間前までに発送されている
新：招集通知が総会の4週間前までに取引所ウェブサイトに掲載されている

第二段階審査では、招集通知における具体的な株主価値向上施策の開示を求める。



2015年6月末時点

その他

- 定款変更:指名委員会等設置会社への移行
 - 原則賛成
- 監査等委員会設置会社の出席率
 - 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、反対
- 不動産投資法人（REIT）への対応
 - 執行役員選任議案は監査等委員ではない取締役、監督役員選任議案には監査等委員である取締役の基準をそれぞれ適用

情報開示の重要性

- スキームが複雑であり、企業の担当者自身が十分に内容を理解していないようなケースも見受けられる。
- 議案分析に必要な情報が開示されないケースもある(対象株式数、希薄化の有無など)。
- 「業績連動」だが、肝心の業績連動メカニズムが開示されないケースが多い。
- 企業戦略を反映しているのか、それとも「業績連動」と名前がつけば、それだけで満足するのか
- 全体として、情報開示への懸念が残る。

- 活かせる企業(取り組んできた事柄のアウトプット先) vs. ただ立ち尽くす企業
- 企業の実務が固まる前に投資家が関与できるか
- 海外の見方：ベンチマーク、ベストプラクティスか(例：2名の独立社外取締役)
- 議決権行使への利用を想定する場合、開示タイミングが課題
- 指名、報酬、取締役会評価

- 独立性基準の開示は参考書類に
 - 議決権行使をする投資家が、その独立性基準を見ることができなければ意味がない。独立性基準を参照すれば、独立性があると判断される候補者なのに、独立性がないと判断され、不要な反対票に繋がる可能性がある。
- 独立役員届出書は招集通知のリリースと同じタイミングで
 - 議決権行使をする投資家が、独立役員届出書を招集通知より後に入手すれば、届出書にある情報を勘案することなく、議決権を行使することが想定される。本来独立性があると判断すべき候補者が独立性がないと判断され、不要な反対票に繋がる可能性がある。
- 独立役員の記載は招集通知に
 - コーポレートガバナンス・コードでは、東証の基準による2名の独立取締役の選任が言及されている。それを日本のベストプラクティスと捉え、その基準を満たさない企業に対して何らかの反対行使を行う投資家の存在が考えられる。独立役員届出書は提出タイミングの問題があるので、招集通知への記載が理想的。

議案	2014	2015
取締役選任	7.1%	7.3%
監査役選任	32.0%	31.2%
配当	0.2%	0.4%
定款変更	7.2%	6.1%
賞与	0.4%	0.0%
報酬枠改定	11.0%	2.9%
退職慰労金	90.3%	92.0%
ストックオプション	21.0%	23.8%
買収防衛策	99.5%	99.1%
会計監査人選任	5.6%	2.8%
株式交換等のMA	7.8%	9.5%

各年上半期にISSが調査した日本企業の総会議案に対する反対推奨率。取締役選任と監査役選任については、議案数ではなく全候補者数を母集団として、ISSが反対推奨を行った候補者数の比率を表す。

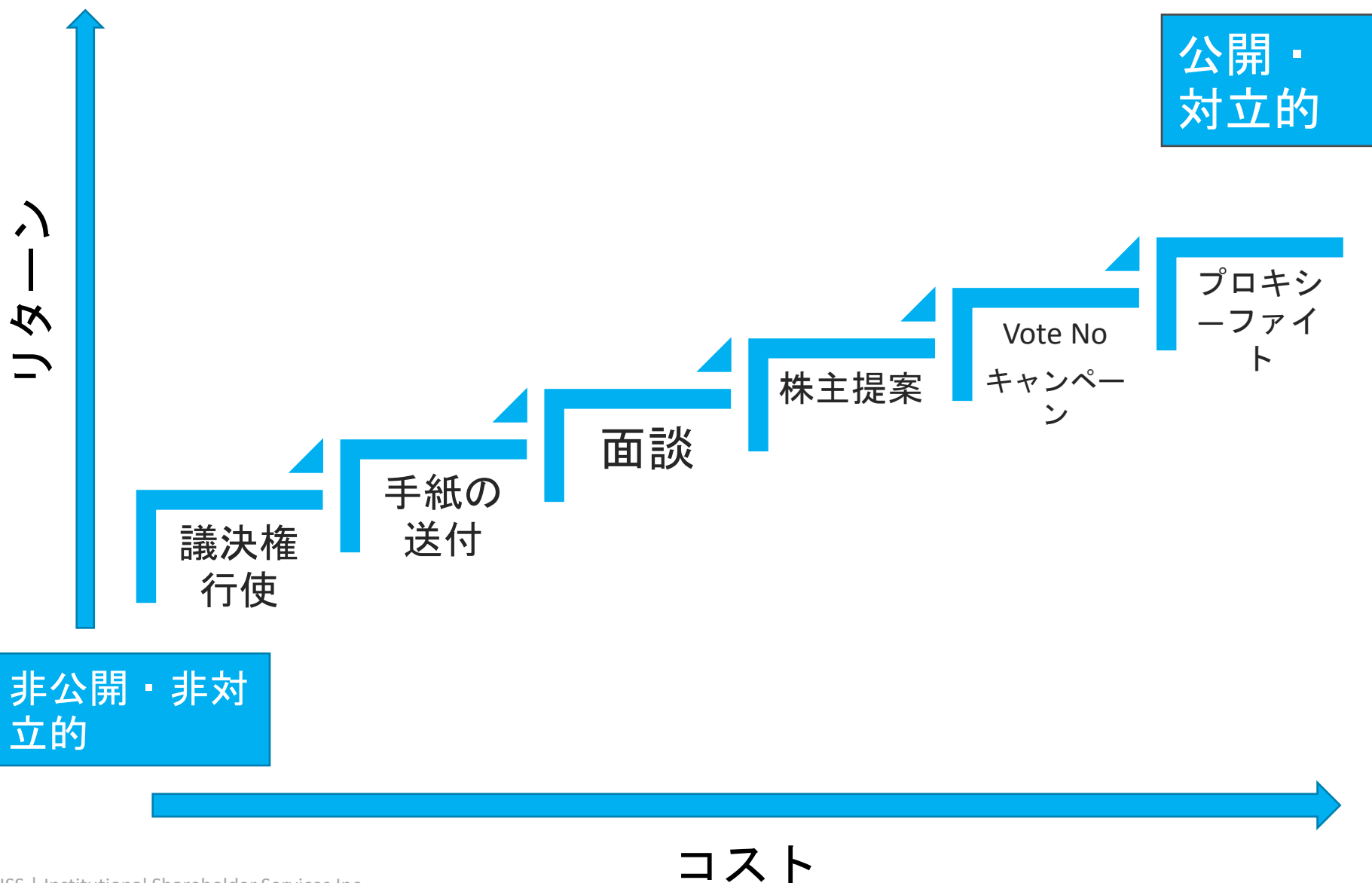
ご参考

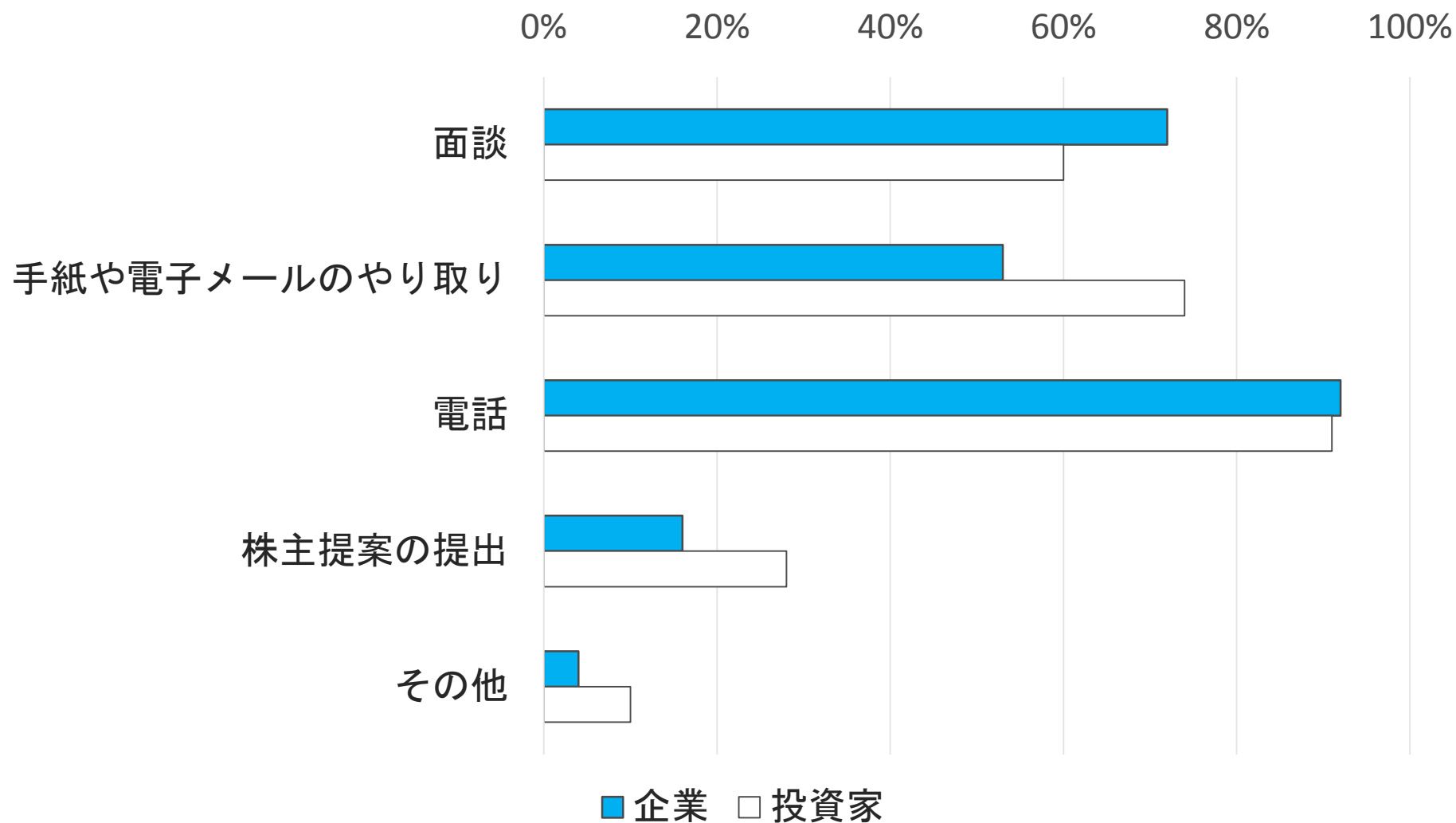
米国における株主と企業の対話

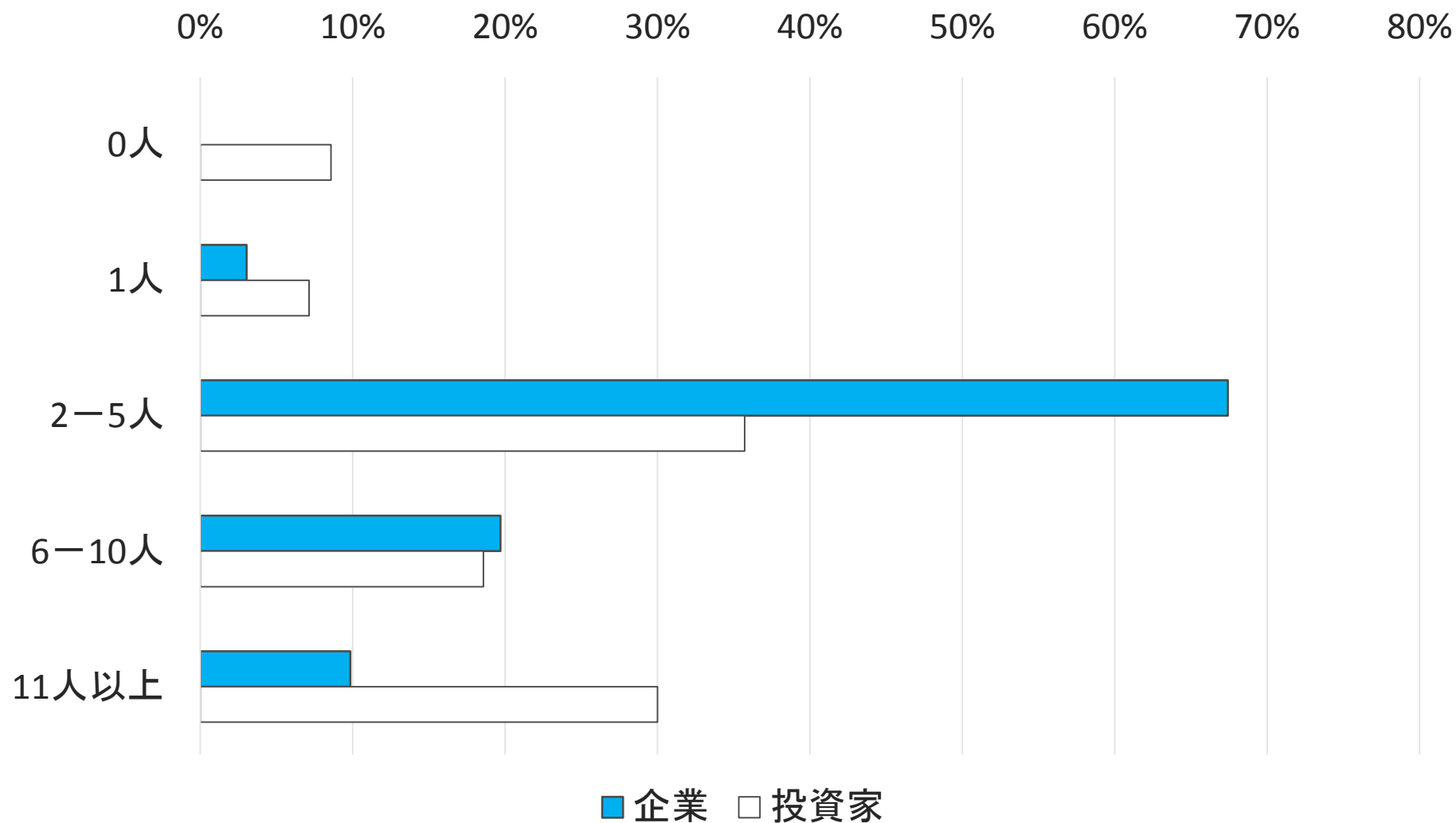
-ISSエンゲージメント調査から-

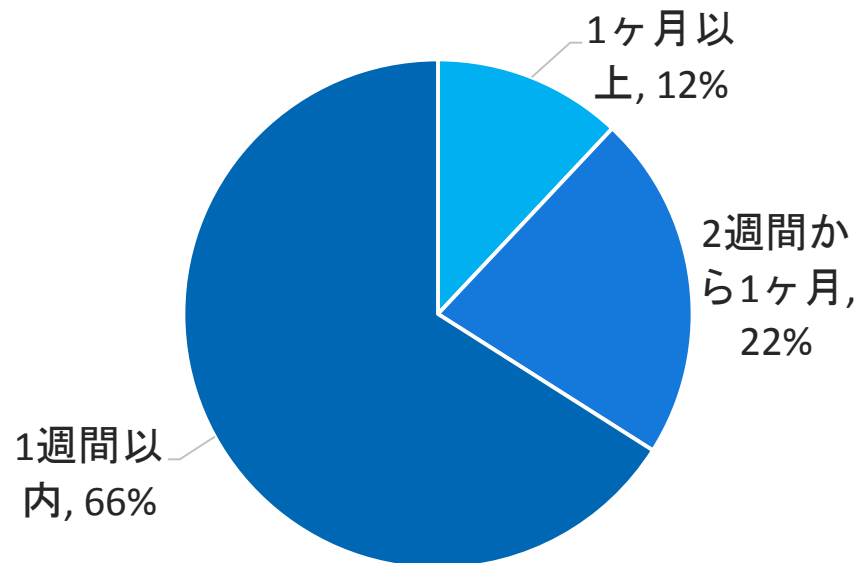
➤ Defining Engagement: An Update on the Evolving Relationship Between Shareholders, Directors and Executives, IRRC Institute, 2014

2013年9月から2014年2月まで行われた同調査ではオンラインサーベイとインタビュー取材を実施。米国発行体133社（時価総額合計2.3兆ドル）および米国企業に投資する機関投資家82社（保有資産、または運用資産合計17兆ドル）がオンラインサーベイに回答。また、20社の米国発行体、25社の機関投資家にインタビュー取材を実施。調査対象とした投資家には、投資信託、ヘッジファンド、資産運用会社、公的年金、職能型年金、SRI投資ファンド、等を含む。



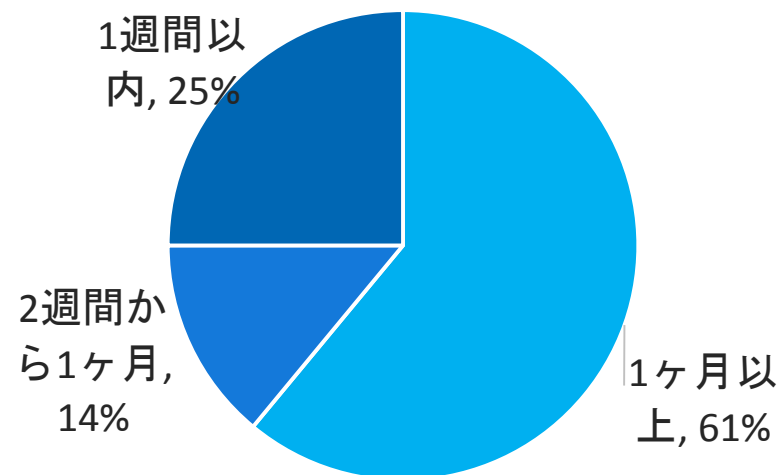






■ 1ヶ月以上 ■ 2週間から1ヶ月 ■ 1週間以内

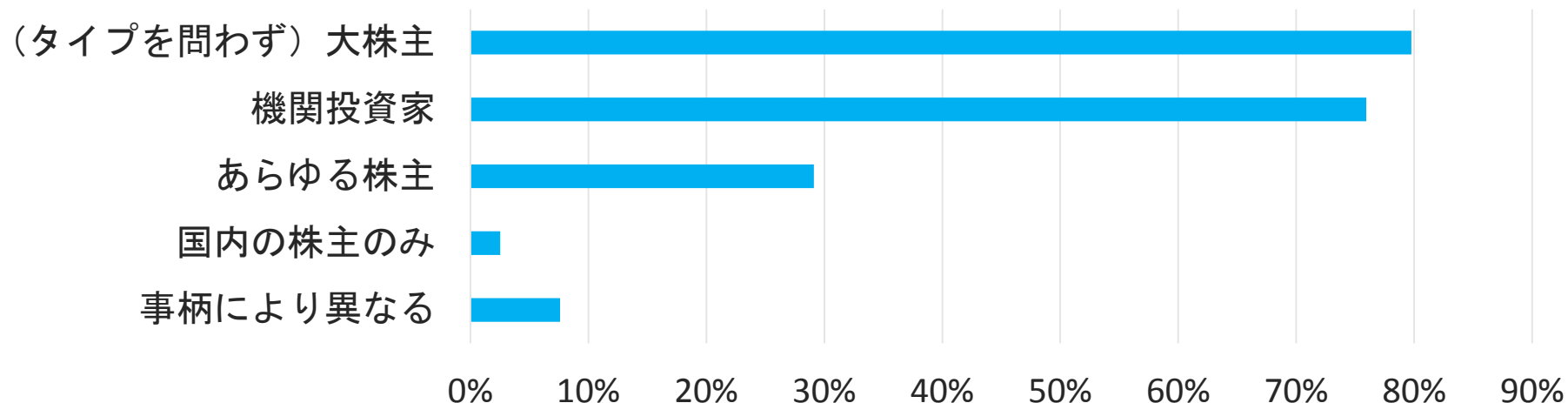
企業にとってのエンゲージメントの期間



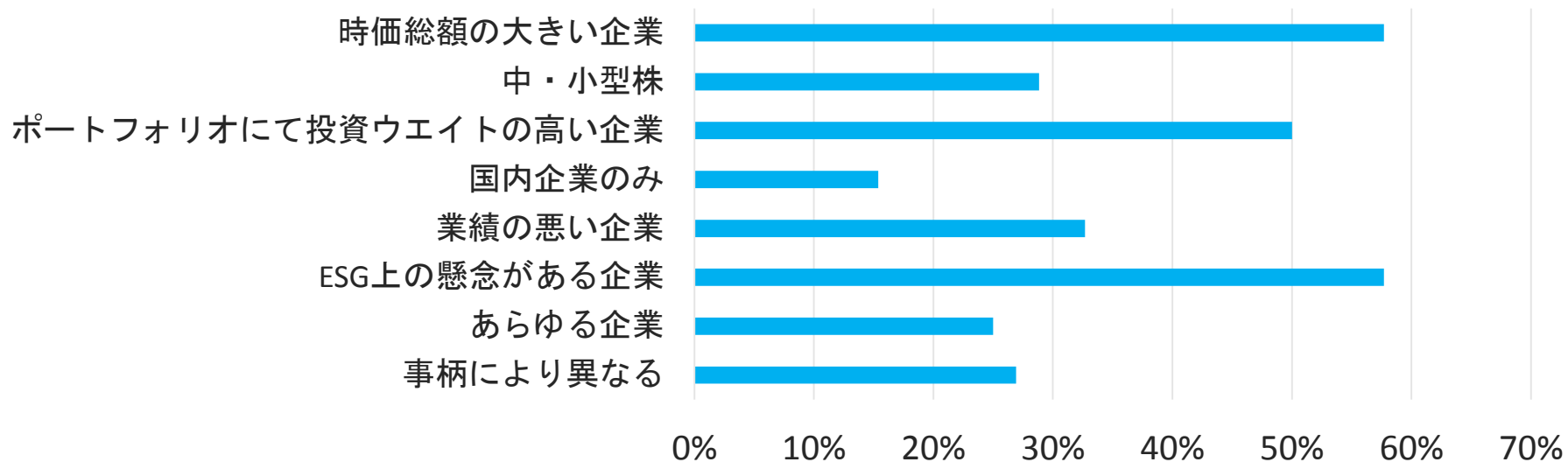
■ 1ヶ月以上 ■ 2週間から1ヶ月
■ 1週間以内

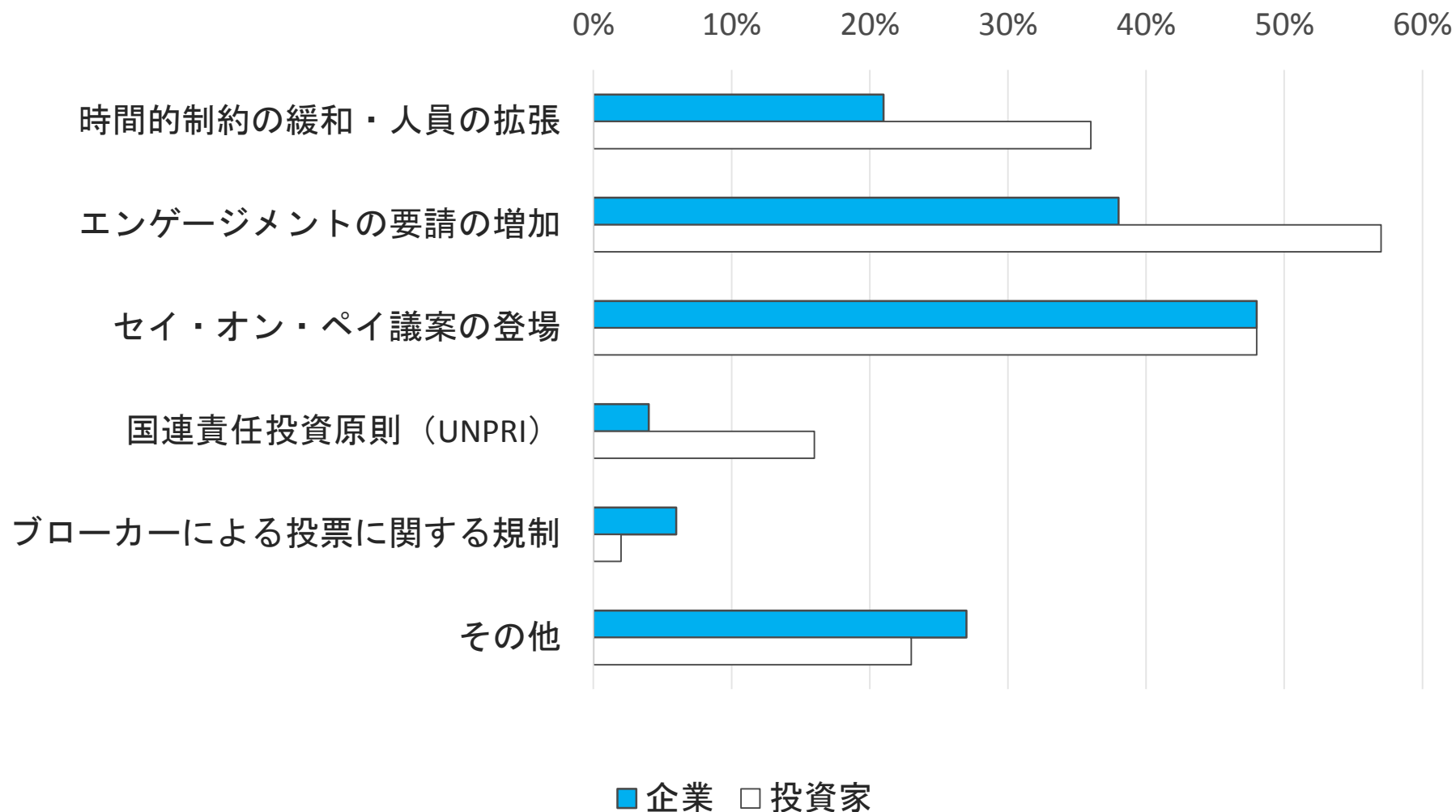
投資家にとってのエンゲージメントの期間

企業にとってのエンゲージメント対象

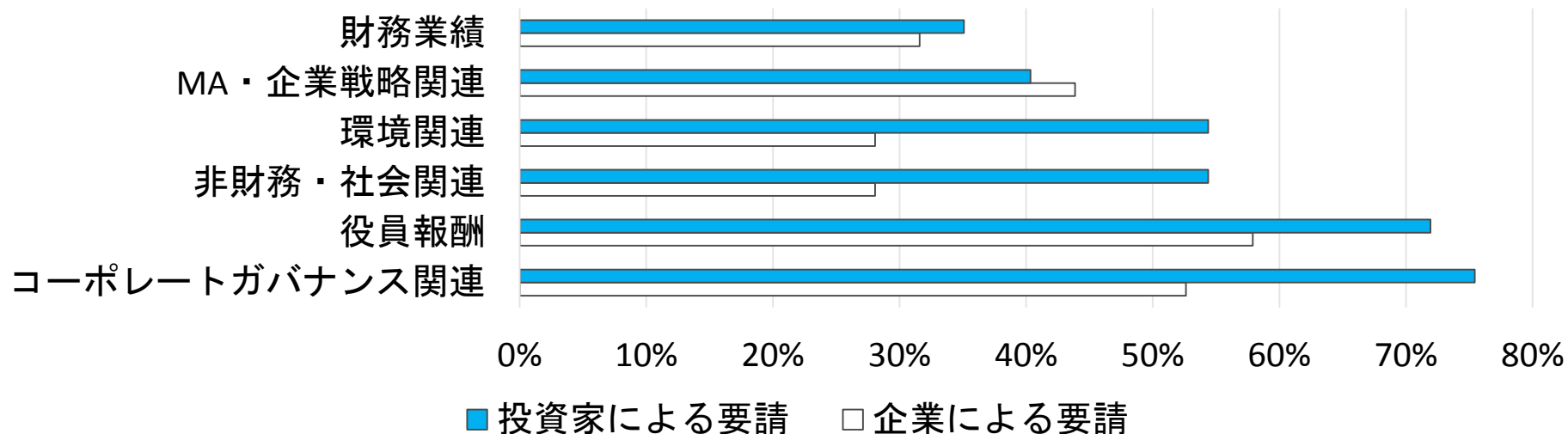


投資家にとってのエンゲージメント対象





投資家にとってのエンゲージメントのトピック



企業にとってのエンゲージメントのトピック

