

2018年9月21日

Institutional Shareholder Services

日本リサーチ 御中

ISS 議決権行使助言方針（ポリシー）改定に向けたサーベイについて

経営法友会（代表幹事・杉山忠昭（花王株式会社）。以下、「当会」といいます。）は、1971年に「企業法務実務担当者の情報交換の場」として発足し、法人単位の会員組織として企業内の法務担当者によって組織され、企業の法務部門の充実強化を目的とした活動とともに、各省庁・関係団体に対し実務的見地からの意見提言・意見交換を行っており、現在、会員数1,230社を超える組織となっています（2018年9月現在）。

今般のISS 議決権行使助言方針（ポリシー）改定に向けたサーベイについて、当会は、事業者の実務に大きな影響を与える論点が含まれていると認識していることから意見を提出することとしました。

今後、これらの意見をはじめ、事業者側の事情も踏まえた検討が行われることを強く願います。

経営法友会

<本意見の連絡先>

〒103-0025 東京都中央区日本橋茅場町 3-9-10

茅場町ブロードスクエア 2階

公益社団法人商事法務研究会内

経営法友会事務局

TEL：03-5614-5638

FAX：03-5643-7187

E-MAIL：keieihoyukai@shojihomu.or.jp

<「バランスシート・マネジメントの評価」について>

【結論】

指標を追加すべきではない。

仮に追加すべきとしても提案内容に以下の修正を加えるべきである

1. 「ネット・キャッシュ（現預金－有利子負債）＋有価証券」が決算期末時点での時価総額と同規模の場合」の要件に「3年間継続している」という要件を加えるべき。
2. 「株価純資産倍率（PBR）が過去5年連続で1を大幅に下回る場合」に、「改善の見込みが認められない場合」を要件に加え、「大幅に下回る」について一定の基準を設けるべき。

【理由】

資本コストを意識することは、コーポレートガバナンス・コードにも規定されているように、株式市場に上場している以上、経営者の当然の心構えである。しかしながら、持続的な企業価値向上につながるプロセスにおいて、規模、業態、海外展開のあり方等が異なる会社がある中、経営者には多様性が認められるべきである。企業の持続的成長に真摯に向き合っている経営者ほど長期視点での経営を行っていることが多く、資本コストに見合ったリターンについても長期的な視点で考えている場合が多い。

また、そもそも資本コストを算定することは、専門家ですら算定が難しく、 β の算定についても企業と投資家で乖離が生じることはしばしばである。また、資本コストを算定していない、もしくは資本コストを一律に例えば8%と決めてしまっている投資家も多い。

このような状況下において、資本コストを厳格に算定させることを求めるようなガイドラインの設定は控えていただきたいと考えている。

しかしながら、資本コストを意識していないと捉えられてもおかしくない状況の会社において、今回のような一定の規律を入れることに意義があると考えている。今回提案されている1および2はこのようなケースに相当していると思われる。

ただし、1についてはある事業年度のみ状態を指しており、特殊要因が発生している可能性もあることから、3年程度このような状態が継続していることを要件にすべきである。

2については、過去のPBRに問題があったものの、これに改善を加えようとしている経営者まで反対票が投じられる可能性があるため、「且つ改善の見込みが認められない場合」を要件に加えることが妥当と考えている。また、「大幅に下回る」について一定の基準を設けることも必要である。

その他、様々な規律の仕方が考えられる。繰り返しとなるが、経営者には企業価値向上のプロセスに多様性を確保させる観点から、過度な規律は相当でない。

<「株式持ち合いと役員独立性」について>

【結論】

2. 政策保有株式銘柄企業の出身者であることのみを理由に独立していないと判断すべきではない。

【理由】

我が国上場会社は、役員独立性について、東京証券取引所（以下「東証」）の「上場管理等に関するガイドライン（東京証券取引所）」（以下「東証基準」）をベースに判断しており、機関投資家も同様であると思われる（各上場会社・投資家が、東証基準に加えて、重要性にかかる定量的基準などを独自に設ける場合もある）。

東証基準は、「上場会社を主要な取引先とする者又はその業務執行者」又は「上場会社の主要な取引先又はその業務執行者」でないことを、取引先出身の役員独立性の要件としている（東証基準 III 5. (3) の2）。「主要な取引先」とは、「上場会社における事業等の意思決定に対して、親子会社・関連会社と同程度の影響を与え得る取引関係がある取引先をいう」とされ、該非については、「会社法施行規則第2条第3項第19号ロに掲げる『当該株式会社の主要な取引先である者（法人以外の団体を含む。）』に準じて上場会社が判断するもの」とされている（東証 独立役員確保に係る実務上の留意事項（2015年6月改訂版）I. 3. (2)）。

政策保有株式は、取引関係の拡大等を目的に保有されるものであるから、政策保有株式の発行体は、通常、上場会社の取引先に該当すると考えられるところ、前述の通り、東証基準は取引先出身者の独立性要件をすでに設けており、「政策保有株式銘柄企業の出身者」であることを新たに役員独立性の判断基準とする必要はない。

また実質的にも、上場会社の取引先は、いわゆるメインバンクのように上場会社の意思決定に大きな影響を与え得る取引先から、ある事業部門の重要顧客として株式を政策保有するが、取引規模は会社全体売上げに比して僅少である場合など様々であり、一律に「政策保有株式銘柄企業の出身者」だから上場会社と利益相反のおそれがあり、独立性がないと判断すべきではない。

なお、東証基準に加えて「政策保有株式銘柄企業の出身者でないこと」を役員独立性判断基準に追加することが検討される背景として、「政策保有株式の縮減を促す」という考え方がありと思われる。しかし、政策保有株式は業種・業態によって様々であり、取引先との長期的・安定的な取引関係の維持・強化、資本関係を通じた企業アライアンスの形成など、長期的な企業価値向上に資するものも多数存在しており、一律に「縮減」すべきものではない。上場会社は、2015年に施行されたコーポレートガバナンス・コードも一つの契機とし、政策保有株式の合理性の検証、保有意義のなくなったものの処分を進めてきており、結果として、「合理性のない政策保有株式の縮減」は着実に進展しており、今般のコ

ーポレートガバナンス・コード改訂も受けて、その動きは加速化していくものと思われる。
こうした状況を踏まえ、社外役員選任議案への反対行使（推奨）を通じた「政策保有株式
の縮減」の働きかけは行うべきでなく、上場会社の自主的な取り組みに委ねるべきである。

以上