



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

議決権行使助言会社（1）－助言会社の実務－

2021年9月24日（金）15:00～16:49

オンライン開催

出席者（五十音順）

| | | |
|----|----|--------------------------|
| 飯田 | 秀総 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授 |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授 |
| 梅本 | 剛正 | 甲南大学共通教育センター教授 |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授 |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授 |
| 北村 | 雅史 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授 |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授 |
| 齊藤 | 真紀 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 白井 | 正和 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 洲崎 | 博史 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 高橋 | 陽一 | 京都大学大学院法学研究科准教授 |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授 |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 松井 | 秀征 | 立教大学法学部教授 |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授 |
| 山下 | 徹哉 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授 |

議決権行使助言会社（1）－助言会社の実務－

Institutional Shareholder Services Inc. Managing Director
石 田 猛 行

目 次

- | | |
|--------------------|--------------------|
| 1. ISS の概要 | 4. 株主総会の議案に関するサービス |
| 2. ISS が提供しているサービス | 5. ISS のポリシーの作成過程 |
| 3. ISS GOVERNANCE | 討 論 |

○川口 それでは、定刻になりましたので、JPX 金融商品取引法研究会を始めたいと思います。今月からしばらく、議決権行使助言会社についての検討をしたいと考えております。

本日は Institutional Shareholder Services (ISS) の石田様からご報告をいただきたいと思っております。どうぞよろしくお願いいたします。

○石田（猛） ただいまご紹介いただきました ISS の石田でございます。本日はよろしくお願いいたします。

私の方からは、ISS の視点から議決権行使助言会社についてお話をしたいと思います。

1. ISS の概要

まず、資料の 2 ページをご覧ください。ISS の設立は 1985 年です。現在、ドイツ証券取引所が ISS の支配株主です。世界で 2,200 名の従業員が在籍していきまして、15 か国で 33 のオフィスを持っています。また、クライアント数は 3,100 ですが、その多くは機関投資家です。その中には発行企業も含まれていますので、利益相反への対応については、後ほど解説をしたいと思います。

2. ISS が提供しているサービス

次に、3 ページは ISS が提供しているサービスを大きく 5 つに分類して説明しています。

まず「ISS GOVERNANCE」です。主に議決権行使に関するサービスを提供していきまして、私が属しているのもこのビジネスです。ですので、本日は主にこの「ISS GOVERNANCE」についての解説ということになります。

最近では、ESG(環境、社会、ガバナンス)の話題が注目されていますので、機関投資家は ESG に関する情報を求めるようになっていきました。そこで、ESG に関するデータや分析のサービスを提供するのが「ISS ESG」です。

その次の「ISS CORPORATE SOLUTIONS (ICS)」は、企業をクライアントとして、ガバナンス改善のコンサルティングサービスを提供しているビジネスです。ここでは「利益相反」が指摘されることがあります。ISS のメインのクライアントは機関投資家ですが、一方で ICS は企業をクライアントとするので、利益相反が生じるのではないかとということで、その管理の体制を説明したいと思います。

ここで具体的にどのような懸念が指摘されるかというと、発行企業が ICS のクライアントである場合、ISS はその企業の議案賛否の推奨に何らか

の配慮をするのではないかという懸念です。この懸念は、ISS が ICS のクライアント企業を知ってしまうということから生じます。そこで、ファイヤーウォールを設けまして、ISS が ICS のクライアント企業を知ることができない仕組みをつくっています。

具体的には、ISS と ICS は物理的に隔離された別々の場所で業務を行っているということ。コンピューターシステムへのアクセスも ISS と ICS では別々に管理されているということ。さらに、内部の規定によりまして、ICS は個々の企業や特定の議案に関して ISS とコミュニケーションをとってはならないことが定められています。

また、利益相反を防ぐために、ICS とそのクライアント企業との契約には幾つかの規定があります。例えば、ISS は ICS のクライアント企業の議案の賛否の推奨に当たり、有利な判断は行わないということが契約に書かれています。さらに、議案賛否の推奨の作成は ISS のスタッフだけが言い、ICS のスタッフは関与しないことが書かれています。また、ICS のクライアントは ICS のサービスを受けているということを社外で話してはいけないということ。つまり、これは ISS が ICS のクライアント企業を知ることが避けるための工夫というわけです。こういったことが契約に明記されています。

また、利益相反を防ぐ別の仕組みとして、情報開示の充実があります。ISS の顧客である機関投資家は、発行企業が ICS からサービスを受けているかどうかをシステムで確認することができます。さらに、そのサービスの内容や、料金までも確認することができます。こういった点につきましても、ICS とクライアント企業との契約に明記されています。

このような情報開示によって、ISS の顧客である機関投資家は、ISS の行動をモニタリングすることができる。つまり、ICS のクライアント企業であることが ISS の助言に影響した可能性があるのか、本来であれば反対すべき議案なのに賛成し

ているのではないかといった点から、ISS の行動を監視することができるわけです。

最後のポイントとしまして、ポリシーの存在について話したいと思います。これは本日の重要なトピックの一つでもあるわけですが、ポリシーとは、議案ごとに定めた議決権行使の助言基準のことです。

ISS は、公表されたポリシーに基づき、議決権行使の助言を行っています。ですので、ポリシーを見れば、ISS がどのように議案の賛否を推奨するかが、誰でも事前に分かります。これは透明性だけではなく、利益相反を防止する点からも有意義であると思っています。といいますのは、ISS は公表されたポリシーに基づいて推奨を行うので、ICS のクライアント企業だけに有利な推奨をすれば、分かってしまうからです。

ポリシーについては、後ほどまた解説をしたいと思います。

さらに「ISS MI」と「ISS MEDIA」というビジネスがあります。これは機関投資家を対象としてデータや出版物、分析を提供するサービスです。全体として、最初に述べた3つのサービスがISSの収入の75%、そして最後に述べた2つのサービスが収入の25%を占めています。

3. ISS GOVERNANCE

次に、「ISS GOVERNANCE」のサービスについて解説します。このサービスは、機関投資家を対象とします。

「PROXY RESEARCH & VOTING」というのは、株主総会の議案の分析や賛否の推奨、また投票に関する実務的なサポートを提供するサービスです。ここが、ISS と言ったときに皆様がいイメージされるISSのサービスかと思います。

「GLOBAL PROXY DISTRIBUTION」というのは、カストディアン銀行、つまり証券保管銀行などを対象として議決権行使に関する情報を提供するサービスです。

「SCAS」は、クラスアクションの事務処理に関

するサービスです。

「LIQUID METRIX」というのは、トレーディングに関する分析を提供しています。

「15c」というのは、機関投資家に対してコンプライアンスやデューデリジェンスに関するサービスを提供しています。

4. 株主総会の議案に関するサービス

ここでは、「PROXY RESEARCH & VOTING」の内容をもっと細かく説明します。

「ISS BENCHMARK POLICY & RESEARCH」は、ISS が ISS 独自の基準に基づいて株主総会議案の賛否の推奨を提供するものです。メディアで、ISS がどここの会社の議案に賛成したとか反対したというように報道されることがあります。それはISSの推奨、つまりISS独自の議決権行使基準に基づき「ISS BENCHMARK POLICY & RESEARCH」がクライアントに提供している議案賛否の推奨のことです。

「ISS THEMATIC POLICIES & RESEARCH」は、複数の事前に準備されたポリシーに基づいて賛否の推奨を行います。前述のBENCHMARKの方はISS独自のポリシーですが、このサービスでは、社会的責任投資、国連のPRI原則、あるいは公的年金、労働組合、さらには教会系の年金などが持つ、様々な信条や考え方を反映したポリシーが準備されており、それらに基づき推奨を提供します。

「CLIENT CUSTOM RESEARCH BESPOKE IMPLEMENTATION」は、CUSTOMという言葉が入っているように、個々の機関投資家、つまり各クライアントが独自にもっている議決権行使のガイドラインに基づいて賛否の推奨を提供するサービスです。BENCHMARKはISSの独自のポリシー、考え方です。それに対してこのCUSTOMは、機関投資家から各々の議決権行使のガイドラインをお預かりし、それに基づいて賛成、反対の推奨をするサービスということです。

今日では、ご存じのようにスチュワードシップ・コードが広く普及していきまして、日本企業に

投資する多くの機関投資家はスチュワードシップ・コードに署名しています。つまり、機関投資家は独自の考え方を反映した議決権行使を求められるようになっていきます。そういう背景もありまして、CUSTOM RESEARCHへのニーズは増えていきます。

ISSのクライアントのうち、大手クライアントの200の機関投資家のうちの75%以上が何らかのCUSTOM RESEARCHのサービスを利用しています。つまり、彼らはISSでなく、独自の考え方に基づくポリシーを利用して賛成、反対を決めているというわけです。議決権行使というのは、実務的には複雑な事務作業ですので、そういうオペレーショナルなサービスはISSを利用しても、賛成、反対については、機関投資家各々が持つ独自のポリシーに基づいて賛成、反対を決めている、ということなのです。

一例として、ストックオプション議案を考えてみます。ストックオプション議案への賛成、反対を決めるときに、よく使われる基準の一つが、オプション付与の対象者です。ISSのBENCHMARK POLICY、つまりISS独自のポリシーでは、日本企業におきまして、社外取締役や社外監査役に対するストックオプションには反対していません。しかし、機関投資家によっては、社外の役員に対するストックオプションには反対というケースがあります。このように、ISS独自のポリシーでは社外役員へのストックオプション付与に対して反対はしないのですが、各機関投資家の考え方では社外役員に対してのストックオプション付与には反対なのであれば、後者に基づいて反対という推奨をおこなうもの、それがCUSTOM RESEARCHとご理解いただければと思います。

「SPECIAL SITUATIONS RESEARCH」は、まさにSPECIALと書いてあるように、通常のガイドラインではカバーできないもの、例えば複雑な敵対的な買収とか、クロスボーダーの大型買収案件など、特別な案件に特化して賛否の推奨を行うサービスです。

5. ISS のポリシーの作成過程

以上が ISS の紹介ですが、先ほどから何度かポリシーに触れました。ポリシーに基づいて ISS は賛否の推奨を行うことが透明性を高めることとか、ICS との関連で利益相反が指摘されますが、それについても客観性を持たせるポリシーの存在が重要であると解説いたしました。このように、ポリシーは ISS の活動を理解するうえで重要になってきます。そこで、ポリシーがどのように作成されるのか、という話をしたいと思います。

6 ページの図は、ポリシー作成のプロセスですが、まず ISS の立ち位置は、長期投資家の視点です。特に売買を前提としないパッシブ運用の立場から助言をいたします。となると、例えば株主提案で多額の配当を要求されるとします。短期の株主はそれを歓迎しても、会社の中長期的な成長に問題を生じさせるような懸念がある場合は賛成できないということになるわけです。ご理解いただきたいのは、私たちは長期投資家の視点に立って助言を行うということです。

ポリシーをどのようにつくるかですが、ポリシーは長年の機関投資家との対話を通じてつくられたものと説明できます。環境は変わりますので、毎年ポリシーを見直します。図にありますように、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や企業など幅広い市場関係者から意見を求めて、その後、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します。

今、2022 年、つまり来年から運用するポリシー変更のプロセスの最中なのですが、具体的にどのようなことを機関投資家と話しているかを説明したいと思います。

まず、一つが女性取締役です。今日、ダイバーシティとか、ESG の話題が多いわけですが、議決権行使においても女性取締役が話題となっています。

最近の動きとして、女性取締役の有無を議決権

行使に反映する投資家が増えています。私たちがカウントしたところだと、グローバルの資産運用会社上位 10 社 (AUM ベース) のうち 7 社が、日本向けの議決権行使助言の基準に女性取締役に関する基準を導入済みです。

さらに、日本経済新聞は、NASDAQ は米国の上場企業に対して、人種的マイノリティー、LGBT、女性の取締役、等の登用を義務付けると報道しています。また、ISS でも、北米や欧州、インドで女性取締役のポリシーを既に導入済みです。さらにアメリカでは、人種的マイノリティーのポリシーを導入することを決定しています。

今述べたことは、投資家の動きや取引所の動きですが、肝心の企業を見ても、日本企業における女性取締役は急速に増えています。ISS の調査対象企業約 3300 社のうち、2016 年には 26% の企業にしか最低 1 人の女性取締役がいませんでした。ところが、今年の 6 月末の数値だと、53% の企業で最低 1 人の女性取締役がいます。このような大きな変化が生じているときに、ISS としても、女性取締役の有無を議決権行使の助言基準に入れるべきか、が論点となるわけです。

そこで、どのように投資家に意見を聞いているかということ、こういう流れの中でもし ISS が、女性取締役がいなければ経営トップに反対、というポリシーを導入すると、機関投資家の目から見て違和感ありませんか、おかしくないでしょうかと、このように聞くわけです。その先には、細かい論点があって、例えばポリシーの適用は企業規模によって分けるべきと考える投資家があります。東証の市場区分見直しでプライム市場が来年新設されるわけですが、例えばプライム市場に限定してこういったポリシーを導入するのも一つの考え方だと思います。また、すぐに 2022 年から運用するのではなくて、例えば一定の猶予期間、1 年間とかを経た後に運用すべきか、というものの重要な論点です。このようなことを多くの投資家に聞いて、投資家の最大公約数的な意見を理解することがインタビューの目的です。

ポリシーをつくる際に重視することは「納得感」です。投資家はもちろんそうなのですが、企業の視点からみても納得感があるようなポリシーになるよう努力しています。

そのときに世の中の動きが重要になりまして、例えば、日本企業の20%でしか女性取締役がいない時代に、女性取締役がいなければ社長に反対するポリシーを導入しても、企業からはなかなか納得感を得ることはできないと思います。しかし、53%の日本企業で既に最低一名の女性取締役がいるのが現実です。さらに、例えばプライム上場企業だけに限定するのであれば、さらに多くの会社に女性取締役はいるので、納得感はより高まると思います。ポリシーの基準に満たず、反対される企業の方にとっても、確かに世の中の流れとしてはこうなので、うちもやはり入れるべきではないかな、と建設的に捉えていただくことが期待できるのです。毎年私たちは多くの機関投資家と、このような話をしています。

女性取締役に関するポリシーのほかは何を聞いているかという点、一つには、市場区分の見直しに関連することです。来年4月に創設されるプライム市場では、ガバナンスコードの中でも一段高い水準の内容が適用されることになっています。プライム市場はインフラですので、企業としてそのルールを守ることは最低限のこととして当然です。機関投資家の議決権行使は、インフラのルールよりも厳しくなければ意味がありません。ということで、ISSも、法律や上場基準より少し厳し目に、ポリシーの考え方を設定しています。

さて、プライム市場で求められる基準は、原則として独立社外取締役を3分の1以上、さらに支配株主がいる場合は、独立社外取締役が過半数ということになっています。これはかなり厳しいですね。ところで、ISSのポリシーを来年はどうなるかという点、監査役設置会社に対してですが、3分の1の社外取締役を求めます。なお、これはすでに2020年に1年の猶予期間をつけて発表されていたものなので、新たに発表するものではあ

りません。このポリシーは、独立性とは関係なく、社外取締役を3分の1求めるので、プライム市場は独立社外が3分の1、ISSは単なる社外が3分の1、ということになります。ISSの独立性基準と東証の独立役員制度に基づく独立性基準は異なるので、単純な比較はできないのですが、ポイントは、独立性が問われるかどうかです。独立性は重要なのですが、それを求め過ぎると、取締役会の質の低下など、問題が生じる恐れがあります。そこで、ISSはここでは独立性を求めません。

話を元に戻すと、ISSの基準がプライム市場の基準よりも緩くなってしまうことについてどうすべきか。先ほど述べたように、ISSは法律や上場基準より少し厳し目にポリシーを設定します。ですので、そのような背景を説明した上で、プライム市場の基準よりも厳しくすべきか、あるいは合わせるべきか、ということを経営投資家に聞いています。そうすると、興味深いことに合わせるべきという考え方もあれば、市場編成の動きとは関係なく考えるべきだとか、いろいろな考え方があります。

別の論点として、バーチャルオンリー総会があります。今日、日本でもバーチャルオンリー総会が認められ、日本ではそれをよいものとして受け止めているようです。しかし、海外の投資家はバーチャルオンリー総会をネガティブに見ることがあります。

そのような投資家は、株主総会をバーチャルで行うことを問題視しているのではなく、バーチャルオンリーであることを問題視しています。バーチャルオンリー総会は、ネット上でのみ開催されるわけですから、その環境を会社に都合のよいように利用して、会社が答えたくない質問に答えないのでないか、そういったことが懸念されます。ですので、ハイブリッド型の総会が理想だと思うわけです。

6月には、複数の会社がバーチャルオンリー総会を可能とする定款変更を提案しましたが、ISSは、個別判断で推奨したのですが、結果として武

田薬品工業以外の全ての企業で反対を推奨しました。武田薬品工業は、定款の中に感染症の拡大、又は天変地異の発生などによって株主総会が開催できない場合にはバーチャルオンリー総会を開催すると定款に明記しました。他の会社はそうではありませんでした。バーチャルオンリー総会を可能とする定款変更をどのように考えるかについて投資家の考えを伺いました。

その他には、株主提案に関連して、定款変更の形で株主提案が提案されることの是非をどう考えるか、ということも投資家と意見交換をしました。日本では、定款変更の形式で多くの株主提案が提案されます。企業の方は、定款を変更することに対して一様に否定的です。しかし、投資家はそこまで一致した意見はありません。まず、海外の投資家ですが、彼らは定款変更かどうかということよりも、中身で考えることが多いと思います。国内の投資家については、以前は定款変更ということに対して違和感を持っていた投資家が、今日では、内容で考えるべきではないか、というように、考えがすこしずつ変化しているように思います。

定款変更について投資家の意見を聞いたのは、近年気候変動に関する株主提案が提案され、それに対してどのようにアプローチすべきかという論点があるからです。そこで、気候変動に関する株主提案が定款変更として出ることの是非をどう考えるかと、そういうことを投資家に聞きました。それで、話が元に戻るのですが、やはり提案の内容で考えるべきだというふうに考える投資家が最近は増えているということです。

すこし時間が早いかもしれませんが、私が準備してきたものの説明は以上で、一旦ここで説明を終了させていただきたいと思います。

~~~~~

#### 【討 論】

○川口 ありがとうございます。ISS についての組織、そしてよく言われる利益相反の問題に

どう対処しているのか、そしてポリシーや近年の課題について、非常に分かりやすくご説明いただいたかと思います。

本日は、参考資料として ISS の議決権行使助言基準やポリシーを皆さんにお配りしていますが、これも含めて議論してもよいということです。どこからでも結構ですので、ご質問あるいはご意見があれば、ご発言いただきたいと思います。よろしく申し上げます。

#### 【ISS の日本での人員】

○川口 ご報告の冒頭で、ISS は 2,200 名ほどのスタッフが世界にいておっしゃっていましたが、日本で対応にあたる人数というのはどれぐらいでしょうか。

○石田（猛） その質問は一言では答えにくいですが、日本企業への賛否推奨レポートの作成にあたる人数はどれくらいか、ということだと思いますが、一つのレポートを作成するには、様々な人の手を経ています。東京にオフィスがありますが、東京オフィスのスタッフだけでレポートが作成できるわけではありません。レポート作成には多くのデータが必要ですが、その入力には東京事務所だけではなく、海外オフィスのサポートも得ています。さらに、データ入力は 6 月にだけ行うわけではなく、一年を通じてデータのアップデートやメンテナンスをしています。また、議案の内容によっては海外の専門のスタッフが関与します。ですので、東京事務所に何人いるかということは、レポートの質を考える上でミスリーディングな情報になることが心配なので、申し訳ありませんがお答えすることが困難かと思えます。

○川口 ありがとうございます。日本の株主総会は特定の時期に集中していることから、個別に対応しなければならないケースで、人員が十分に確保できているのかということをお聞きしたかったわけです。

○石田（猛） そういう意味では、十分に確保されていると思います。

○川口 それは、そういう答えになりますよね。  
(笑)

○石田 (猛) 以前から東京事務所の人数をよく聞かれましたが、その際にはスタッフが世界のどこにいてもインターネットでレポート作成に参加することができる、と答えてきました。納得されない方もいたようですが、今日コロナ禍でテレワークが進展し、会社にいかなくとも仕事ができることを多くの人々が実感していると思います。それと同じように、私たちがレポートをつくる際に、ISS の世界中のオフィスから、レポート作成の必要に応じて適切なスキルを持つリサーチのスタッフがインターネットを利用してバーチャルに参加しています。ですので、人員は十分に確保できています。

○川口 ありがとうございます。

#### 【ポリシーの作成過程】

○久保 興味深いお話をありがとうございます。私が伺いたいのは、ポリシーメイキングの過程についての話です。

先ほどご説明いただいたところでは、女性取締役の例を挙げて、ある程度機関投資家が女性取締役の有無を考慮するようになってからポリシーメイキングの過程でいろいろな意見聴取をしていくというようなお話であったかと思います。私が質問したいのは、半ば確認的な質問になるのかもしれませんが、ISS が行っているポリシーメイキングというのは、基本的に受動的な形で動いていくものなのか。それとも、ある程度能動的に動くこともあるのか、ということです。例えば最近女性取締役の人数というのを NPO とかが言い始めているから、それについてポリシーメイキングの過程に入れようというふうに判断するのか。それとも、機関投資家がそのようなことを考慮に入れはじめてからやるというような形でいっているのか。どういう形でそのポリシーの中に考慮されていくのかというのが第1点です。

第2点は、ポリシーメイキングの過程のなかで、

社会問題なんかですと特に、ステークホルダーというか、NPO であったり、NGO であったり、活動家であったり、そういった人たちが発言して、議決権行使に影響を与えたいと思っているのだろうと思うのです。あるいは気候変動問題でもそうだと思うのですが、ISS としては、そういう人たちとの対話というのをやっているのかということをお教えいただけたらと思います。

ちょっと分かりにくい質問で恐縮ですが、よろしく願いいたします。

○石田 (猛) まず最初の点ですが、受動的だと思います。ISS は主に機関投資家をクライアントとして、サービスを提供する民間企業です。つまり、クライアントはコストに見合うベネフィットがあると思うから ISS のサービスを購入するわけです。当たり前ですが、ISS のサービスを購入する義務はありませんので、ISS のポリシーがクライアントの考え方と 180 度異なるものであれば、購入しないでしょう。ISS のポリシーが機関投資家から見て納得感を得られないものであれば、レポートは売れず、民間企業として存続できません。メディアなどでは、ISS は、企業に対峙し世論に訴える圧力団体かのようなニュアンスで報道されることがあるのが、ご質問の背景にあるのだと思いますが、ISS はクライアントにレポートを提供することが目的の民間企業である、とご理解頂ければと思います。

賛否の推奨にあたり、ISS は長期投資家の立場から考えます。例えばインデックス投資家をイメージして頂ければ良いかと思います。そのような投資家のニーズに応えるのが私たちの第一の目的ですので、そのような投資家の意見は重要です。私たちは世界各国の機関投資家と話す機会があるので、様々な情報や知識を持っています。そのような面ではクライアントに積極的に情報を発信して、クライアントの意思決定をサポートしますが、ポリシー改定においては、受動的に意見を聞きます。

今の回答で2つ目の質問の半分ぐらいの答えになるかもしれませんが、世の中で社会的な動きは



いろいろとあります。長期の機関投資家が、そういった社会的な動きをサポートするのであれば、それは当然私たちもポリシーに入れるべきだと思いますが、ESGには様々な論点があり、現在進行中ですので、ポリシーに入れるかどうかを検討するまでには、一定の時間が必要です。先ほど、女性取締役の論点がありましたが、これもここまで来るのに随分と時間がかかっています。どちらにしても、長期の機関投資家の考え方を重視していくこととなります。

ただし、気候変動の問題に関しては、その重要性を多くの機関投資家は認識しているので、そういう意味では、環境団体の人たちの考え方や知見から学ぶことは多いと思います。

○久保 ありがとうございます。

#### 【ISSの日本での活動】

○梅本 大変詳細な説明をいただき、知識が深まりました。ありがとうございました。

2点質問させていただきたいのですが、1点目は、ちょっとしつこいようですが、川口先生が最初に質問された、日本ではどうなのかという点です。先ほどのお答えですと、ISS全体で対応しているということでしたけれども、英文開示が充実したとはいえ、日本企業の総会関連資料やそれ以外の資料というのは、依然として日本語で書かれているものが多く、それなりの日本固有の知識・経験のある人しか対応できないのではないかなと思うのです。それで6月に集中する株主総会では2千前後もの会社の資料を読み解いて推奨内容を決めるとすると、一時的に相当なアルバイト的というか、臨時的な仕事をする人も入ってこなきゃいけないのではないかなと。そういったところが、ISSの活動を見ていて、どのように対応されているのかが、外部からは分からないところです。

スチュワードシップ・コードのISSによるコンプライアンスステートメントについて、今日はお話しにならなかったですが、日本のスチュ

ワードシップ・コードでは、原則8のところでは助言会社の情報開示等について定めが置かれ、それに基づいてISSでも2020年に開示していらっしゃると思います。これを拝見しても、ISS本体でどれだけのスタッフがいるかということしか開示してなくて、唯一、日本で事務所が何年かに開設されたという情報が提供されているぐらいです。また、11月の研究会で報告させて頂くEUの規制におきましても、同じようにISSヨーロッパの方でどういう活動をしているかという当該地域固有の情報ではなくて、ISS本体の情報についてだけ提供されています。

議決権行使助言会社に情報開示の規制を加える趣旨は、基幹産業の担い手でもある自国の上場会社の重要事項を決める株主総会において、大きな影響力を持つに至った助言会社が、正確で十分な情報に基づいて、また、能力を兼ね備えた十分な数の人的リソースの調査・分析等に基づいて賛否の推奨がなされているのかという点について、経済界のみならず国民が重要な関心を持っているためではないかなと思うのです。

ですから、われわれとしましても、アメリカやヨーロッパでどうしているかはともかく、日本の上場会社の株主総会における調査・分析はどういう態勢で行っているのか。ここら辺がある程度開示されないと、ちょっとどうなのだろうかという気がするわけです。これが一点、国内の活動についてももう少し工夫して情報開示できないのかなということです。

もう一点が……

○川口 まずはそのことについてお聞きしませんか。

○梅本 はい。

○川口 石田様、お願いします。

○石田(猛) 先ほどポリシーの考え方を説明しましたが、ポリシーの運用には、データが必要です。例えば、現在のポリシーでは、支配株主がない監査役設置会社では社外取締役2名を求めます。その条件が満たされない場合、経営トップに反対を推奨します。また、社外取締役の取締役

会における比率を利用するポリシーもあります。となると、株主総会の後に何人取締役がいて、そのうち何人が社外取締役かというデータが必要になります。事前の開示資料で概ね予測はできますが、やはり株主総会の招集通知が決定的な情報源ですので、招集通知を見て初めて確認できるデータも少なくありません。そのようなデータの入力に関しては、おっしゃるとおり、職員だけではできませんので、繁忙期には臨時に人を採用して、データ入力を行います。

入力するデータは、役員候補者の名前、生年月日、性別、役職、社外役員としての指定の有無、独立役員としての指定の有無、社外役員の場合は出席率や出身組織などに関するものですが、それらは誰が見えても同じように判断できる内容です。そこには価値判断が入る余地は少なく、日本語招集通知に基づき、正確にデータを入力することが重要です。正確性の担保には、システムを利用した確認や、他の担当者によるダブルチェックを通じて、精度を高める努力を行なっています。そのように集められたデータにより、株主総会の議案のかなり多くの割合の議案において、ポリシーに基づき、賛否の推奨を決めることができます。

ですので、ISSにとってポリシーは重要なのです。形式的だと批判されることがありますが、ポリシーを良いものにする、納得感を持って頂けるものにするため、先に説明したようなプロセスでポリシーを作っているのです。また、ポリシーに基づく賛否の推奨は、透明性を高めることでもあります。

ただ、ポリシーの適用では対応できない議案や状況はあります。例えば今年の6月の東芝の定時総会の取締役選任議案は、議案は普通の議案でしたが、その背景には特別なものがあります。ポリシーを適用するだけでは不十分なので、個別のアプローチが必要です。M&Aの議案なども個別に対応します。数年前の武田薬品工業とシャイアーの経営統合はクロスボーダーの大型案件でしたので、海外の専門チームと共同で対応しました。

また、株主提案についても、個別に判断します。今年は気候変動に関する株主提案が話題となりましたが、これはグローバルな問題なので、ISSの海外の環境を専門にするチームと共同で対応しました。多くの議案はポリシーで対応できますが、そうではないそれらの少数の議案については、ISSの海外のリソースを、その時々議案の内容に応じて利用して、レポートを作成している、ということです。

また、6月の株主総会の集中期に短期間で、どのようにレポートを作成するのか、と質問されることがありますが、総会は集中していても、リサーチの準備のタイミングは事前に分散できるのです。招集通知の発送まで待つ必要はありません。私たちは、一年を通してデータベースのアップデートを行いますので、ポリシーを適用するのに必要なデータの多くが、株主総会の招集通知を受け取る前の段階で準備できているのです。さらに、企業不祥事や何か特別な議案がある場合、例えばM&Aや株主提案ですが、招集通知を開いて初めてそれを知るわけではなくて、企業の開示やニュースから、事前に準備できます。そのようなものを準備しておいて、招集通知で最終確認をして、データや準備したものをまとめて、レポートを作成しているわけです。

#### 【事後的な情報開示の必要性】

○川口 ありがとうございます。梅本先生、2つ目の質問をお願いします。

○梅本 先ほど、ポリシーを適用したら賛成推奨か反対推奨かという結論はほぼ一義的に分かるとおっしゃっていましたが、そうであれば、例えば各機関投資家がスチュワードシップ・コードに基づいて個別の議決権行使結果を公表しているように、助言会社が事後的に、BENCHMARK POLICYに基づいて推奨した賛成、反対について開示することは可能でしょうか、それとも難しいことでしょうか。

○石田(猛) つまり、そういうことによって

透明性を高めるということですか。そのような開示は行なっておりませんが、個々の企業に対しては、私たちは事前に開示しています。例えば A 社が自社、つまり A 社のレポートを見たいと希望すれば、登録することによって、A 社のレポートが配信された際に無料で見るすることができます。それは透明性の向上になっていると思います。

○梅本 分かりました。ついでのお願いで恐縮ですが、日本のスチュワードシップ・コードのコンプライアンス・レポートは、できれば日本語で公表していただければありがたいです。どうもありがとうございます。

○加藤 ご報告ありがとうございました。

梅本先生とのやりとりの最後の方とも関わるのですけれども、今年度のアイ・アールジャパンホールディングスを初めとするバーチャル株主総会の関連の議案について、ISS からの反対推奨がありました。それに際して、アイ・アールジャパンホールディングスがプレスリリースで反論をしています。その際、反論の中では、当然 ISS がどのような点に懸念を持っているかということについては触れられているのですけれども、ISS のレポートは一般には開示されていません。

○石田（猛） はい。

○加藤 このような状況はアイ・アールジャパンが何に反論しているかというのが分かりにくく、開示の方法として、改善の余地がないのかと思います。

一方、もう大分前になるのですけれども、2015年にトヨタが AA 型種類株式を出したときのトヨタの株主総会に対する ISS のレポートについては、ISS のウェブサイト公表されているかと思えます。こういうレポートを、ビジネスモデルからして事前の開示は難しいと思いますが、事後的に開示するかどうかについて、何か基準みたいなものが ISS にはあるのでしょうか。

非常に重要な株主総会の議案について、ISS が反対、グラスルイスは賛成ということもたまにあるかと思えます。そういった場合に、研究者とし

ては、なぜ2つの助言会社の意見が分かれたかということ非常に知りたいわけです。しかし、やはりレポート自体が公表されているわけではなくて、難儀することがあります。もし、レポートを公表するかを判断する何か基準というものがあり内部であるのであれば、差し支えない範囲で教えていただければと思います。

私からは以上です。

○石田（猛） 当方は日本企業のリサーチの責任者であるだけなので、そのようなご質問にお答えすることは難しいです。

ただ、ISS のメディアへの対応に関して一点述べると、ISS の推奨が出た後に、メディアから ISS に問い合わせが来ることがあります。そのような時は、ISS のレポートをメディアに送ります。それは、憶測や誤った情報に基づいて、記事が書かれることを防ぐことが目的です。正しくメディアに ISS の推奨の背景にある考え方を理解してもらうことが大切です。

○加藤 ご回答ありがとうございます。メディアに対してはレポートは提供し、レポートを踏まえてオピニオンを出すことは許すけれども、レポート自体は Confidentially Agreement に基づきレポート自体の公表は許可しないという理解でよろしいでしょうか。

○石田（猛） ISS は機関投資家からフィーを頂いてその対価としてレポートを提供するわけですから、本来、レポートはそのような位置付けだと思います。

○加藤 ただ、ISS が賛成したかどうかということだけが報道されると、ISS の判断が ISS の顧客ではない機関投資家や株主に対しても一定の影響を持ってしまうと思うのですね。こういう状況が果たして健全なのかということについて問題意識を持っています。

また、アイ・アールジャパンのような会社は、反論する際に、ISS のレポートの要点をまとめた上で適切に反論していると思うのですね。ただ、その反論の仕方が適切ではない事例もあるように

思います。そういった場合、こういう企業からのプレスリリースという形でレポートに対して反論があった場合に、ISSとして何か公的に反論するという仕組みはあるのでしょうか。

○石田（猛） それはないですね。

○加藤 なるほど、分かりました。

○石田（猛） 例えば、企業が反論のリリースを出した際、その内容に納得できるものであれば、私たちはそれに基づいて推奨を変えることもあります。ただ、その点について、ISSがパブリックにコメントを出すわけではなく、推奨を変えたレポートをクライアントに新たに配信するだけです。また、推奨は変えないとしても、クライアントにとって重要な情報だと判断すれば、その内容を加えた追加のレポートをクライアントに配信します。ただし、それらはクライアントに対しての発信ですので、公的なものではありません。

○加藤 そこで推奨が変わったかどうかは、顧客は分かるけれども、パブリックは分からないということも多分あるということですね。

○石田（猛） そうですね。メディアから後から問い合わせがあった場合は、推奨を変えたレポートをメディアに提供するかもしれませんが、そうでなければ分かりません。

○加藤 分かりました。どうもありがとうございます。

#### 【経営トップの選任に対する反対推奨】

○前田 助言のやり方に関する基本的な事柄を質問させていただきたいと思います。

ISSから見て好ましくない措置を会社がとろうとしているときに、その措置が定款変更のような株主総会決議事項であれば、直接にその議案への反対推奨をすればいいと思うのですけれども、それ以外のケース、ほとんどがそうではないかと思うのですが、例えば取締役会の構成がまだ不十分であるとか、あるいは政策保有株式を大量に保有し続けて処分しようとしないうとか、そのような場合には、議決権行使の助言としては、経営トップ

の再任議案への反対推奨という形をとらざるを得ないのだと思います。これはある程度やむを得ないとは思いますが、ただ、今の例で言いますと、経営トップは取締役会の構成だとか政策保有株式について改善しようと尽力したけれども、例えば、取締役会の決議事項になっていて、取締役会で多数の賛同を得られなかった、そのため結果的に改善されなかったというようなケースも十分あり得ると思うのですね。

そうしますと、いろいろなケースがある中で、多くの事項について、とにかく経営トップが悪い、つまり経営トップが取締役として適任でないという評価をすることが果たして適切なのか、という疑問を持つのですけれども、いかがでしょうか。

○石田（猛） そうですね、難しい問題ですね。ご参考までに、海外だと、例えば取締役会の構成に問題があるときに誰に反対すべきか、という議論でまず出てくるのは指名委員会のメンバーです。中でも一番責任があるのは、指名委員長ということになるのですが、そのアプローチは日本では難しいです。指名委員会等設置会社は別として、ほとんどの日本企業には法定の指名委員会がないので、反対する人がわかりません。任意で指名委員会などを持つ会社はありますが、情報開示が安定せず、積極的に情報開示をしている会社に反対すると、情報開示のインセンティブを削いでしまいます。ですので、任意の委員会の情報に基づくポリシーは運用が難しい。そこで、反対するとなると、現職の取締役全員はやりすぎと感じるクライアントは多いと思うので、誰か1人を選ぶとなると、どうしても経営トップになってしまいます。議決権行使では反対せず、企業とのエンゲージメントで懸念を伝える、という方法をとるのであれば、それで良いですが、議決権行使で何らかの意思表示をすべきと考えるクライアントにサービスを提供するのがISSですので、そうなってくると、どうしても経営トップになってしまいがちです。

あとは、例えば企業の不祥事などで、責任の所在が明確な場合、例えばコンプライアンスの問題

が起きたときに、コンプライアンス担当の取締役が候補者であればその取締役に反対するのが合理的です。また、第三者委員会の報告書などで、具体的に責任の所在が言及されている人物が取締役候補者であれば、その人に反対すれば良い。ですが、そのように明確にわかることはあまりありません。そうなってくると、誰に反対すべきかとなると、やはり最終的には社長とか会長になってしまうと思います。

○前田 今のお話をお聞きして、日本でも、指名委員会等設置会社については、指名委員の再任議案に反対の推奨をすることとする余地はあるのでしょうか。現在は指名委員会等設置会社でも、社外取締役が3分の1未満であれば、やはり代表執行役の取締役再任議案に反対という形になっているのですよね。

○石田（猛） 現在でもすでに、指名委員会等設置会社については、一定のポリシーの基準に満たない場合、ISSの独立性基準を満たさない指名委員には反対しています。つまり、取締役会の構成に問題があるとした場合ですね。

○前田 指名委員会等設置会社の取締役会の構成については、すでに適切に対応されているのですね。ありがとうございました。

#### 【助言会社を利用するメリット】

○伊藤 今日のご報告ありがとうございました。

最初に久保先生から質問された点に関連して、もう少しそのあたりの話の先を伺いたくて質問をさせていただきます。

久保先生の質問へのご回答としては、ポリシーメイキングにおいてISSは基本的に受動的だということだったかと思います。あるいは、重要なのは機関投資家の間の納得感であるというお話が出てきています。そうしますと、ISSというのは、機関投資家に代わって何かもの考えるというよりは、機関投資家の平均的な感覚をくみ上げて、ポリシーに落とし込んでいっているというようなイメージかなと私はお話を伺っておりました。そ

うだとすると、クライアントであるそれぞれの機関投資家からしますと、根本的に何をメリットだ感じてISSを利用しているのだろうかというところが気になるわけです。

ISSのような議決権行使助言会社を機関投資家が使うということは、機関投資家からすると、議決権行使に関する判断の一部をアウトソーシングしている、あるいは議決権行使の手間を一部省くということなのかなとも思っていましたので、少し勉強していたイメージと違いました、そのあたりをちょっと何えればと思います。よろしくお願ひします。

○石田（猛） 機関投資家の手間を省く、これはまさにISSの役目であり、助言会社を利用するメリットだと思います。また、セカンドオピニオンとして、助言会社の助言を活用することもメリットかと思ひます。大きな機関投資家で、議決権行使に多くの経営資源を投入している機関投資家であったとしても、論争を呼ぶような株主総会するとき、例えば今年6月の東芝の総会議案などは、いろいろな考え方があり得るわけで、正解はありません。機関投資家はポリシーを持っていますが、そのような有事にはあまり役に立たず、個別判断するはずですから、当然悩みます。最終的には賛成か反対かの二択しかないわけですが、大切なのはそこに至る過程です。どのような前提の元に、どの要素に重きをおくか、などを考えてロジックを組み立てていくわけですが、議案の推奨レポートにはその詳細が書かれています。クライアントである機関投資家はそのような判断に至る過程を考慮して、最終的に自社の判断をすると思ひます。

ですので、機関投資家が、ISS以外の議決権行使助言会社からもレポートを購入することは当然だと思ひます。議案を分析するのに必要な様々な考え方を知ることができるので、機関投資家は自分たちの考え方をより深め、自信を持つことができると思ひます。

先ほど、手間を省く話がありましたが、機関投資家の議決権行使の日々の実務に携わる方々にと

っての ISS の価値というのは、インフラ的というか、議決権行使の様々な事務処理や、煩雑な実務がありますので、それらに対するサポートにあると思います。機関投資家が難しい議案への賛否を決める際に、考え方を提示してサポートすることはもちろん重要ですが、それらは全体の議案数から見れば、ほんの一部です。それよりも、大量の議案へきちんと議決権行使をすることが重要です。まずはやはり実務的なニーズがあると思います。

一方、グローバルな知識を提供できるのも ISS の強みです。日本の機関投資家は、当然日本企業への議決権行使は詳しいです。そのような機関投資家は日本株と同時に外国株にも投資をしていることが普通ですが、どうしても、日本株と同じようなフレームワークで外国株の議決権行使にアプローチしがちです。しかし、それはうまく機能しません。言葉が違うのは当たり前ですが、同じような議案のタイトルでも、市場ごとの制度のもとでは、インプリケーションが全く異なったりするからです。そういうときに、グローバルに株主総会を分析してきた ISS の利用価値があります。ISS には複数の市場に詳しいスタッフが大勢いるので、市場間の違いのニュアンスを説明することができます。グローバルなリサーチネットワークは ISS の強みだと思います。

○伊藤　　ここ 10 年などで機関投資家の方に求められることはいろいろと増えてきている、あるいは機関投資家が議決権行使を真剣に行わなければならないという要請がどんどん強くなってきていると思います。それもあって、今おっしゃったような利用のされ方なのだろうとも思うのですが、例えば 5 年前、10 年前に比べて、ISS を利用している機関投資家の側の、利用に際しての心構えとといいますか、利用のやり方とといいますか、そのあたりは特に変化はないというふうに考えておいてよろしいでしょうか。

○石田（猛）　スチュワードシップ・コードは大きな影響力があったと思います。クライアントの ISS への見方が格段に厳しくなりました。レポ

ートの質やサービスまで、細かくチェックされるようになっていきます。5 年、10 年だと、概ねスチュワードシップ・コード導入の前後だと考えると、かなり違っていると思います。

○伊藤　　なるほど。ありがとうございました。

#### 【賛成推奨と反対推奨がある場合】

○川口　　ほかにかがでしょうか。

先ほどの前田先生の質問と関係するのですが、ISS の場合は、たしか政策保有株式が 20%を超えると経営者の選任に反対するとされています。他方でその会社は、株主還元をしっかりとやっていて、機関投資家にとっていい会社だといった場合に、経営者の選任について、やはり×を推奨するのですか。

○石田（猛）　そうですね、そこは別の論点として考えますので、政策保有株式、つまり純資産、株主から預かったお金の 20%も政策保有株式に当てるのはおかしいという考え方で反対というポリシーですので、そのようにします。

○川口　　ありがとうございます。その経営者のもと良い経営であると評価できる項目と、ダメという評価の項目があり得ると思うのですね。先ほど前田先生がおっしゃったように、助言の内容が経営者の選任に集約されるということですので、その場合はどのような価値判断で 2 つを比較されるのかなと思ったのですが。

○石田（猛）　そこはポリシー通りに推奨を行います。確かに、ご指摘頂いた論点もあるので、だからこそ先ほどお伝えしたように、ISS にとってポリシーは重要なので、ポリシーの改定には慎重で、時間をかけて投資家の意見を聞いているのです。ただし、特別な議案、株主提案、また、プロキシファイトのような場合をポリシーは想定していません。ですので、そういう場合はポリシーではなくて、個別に判断します。そこでは、ご指摘いただいたように、評価できる項目、そうでない項目を積み上げていって、全体的に判断するしかありません。そうではない場合はルールどお

りにやります。

○川口　ルールどおりというのは、1つでも×がつかしたら、その経営者はだめだということですか。

○石田（猛）　だめだというか、再任に反対すると。

○川口　反対推奨するということですか。

○石田（猛）　ええ、そうです。

○川口　分かりました。トータル的に良い経営者と評価できるのに、一部×がつくだけで、反対するというのはどうか、と思ったのですが、ISSの実務は良く分かりました。

#### 【女性取締役と社外取締役の選任】

○齊藤　大変勉強になりました。本日のご講演で、私の中の議決権行使助言会社のイメージが随分変わったと申しますか、もちろんよりよいガバナンスを目指しておられるという点をあらためて確認させていただきましたが、それと同時に、思っていたほどアグレッシブではないといえますか、非常に微妙な立ち位置で仕事をされているのだということが分かりました。

特に、最初に触れておられました環境や女性登用などの社会的課題に対する向き合い方がとても興味深かったのですけれども、ご報告のニュアンスでは、例えば女性登用の話は、少なくとも最初はかなり慎重に、だんだん受け入れる方向で、他方、環境問題への対応はもうスタンダードだという、そういう表現は使われなかったのですが、そのような見極めの仕方もおもしろいなと思いました。その点について、私の理解で正しいかどうかお伺いしたいと思います。

基本的に、株主価値や企業価値を高める方向になるかという形で基準を考えておられるということは、ポリシー等を拝見しても分かるのですけれども、環境や女性登用の話は、長期的に見れば、理念的には、持続的な社会と企業価値の向上の両方につながってほしいとみんな思っているわけです。でも、実際の個々の企業にとっては難しい選

択を迫られるような事柄も多いときに、社会的には望まれているけれども、個々の対象会社の株主価値や企業価値に直結するかどうかというのをどのように判断されているのか。

一つの例えですけれども、経営学のイノベーター理論の中で、あるサービスやアイデアが社会に普及していくのには幾つかの段階があることを説明する理論的な図式がありまして、具体的には、最初にその考え方を提唱するイノベーターがいて、その次に、一般にはオピニオンリーダーなどと呼ばれるアーリーアダプターと名付けられた人たちがそれを取り入れて拡散し、それから業界の50%ぐらいに至るまでの段階がアーリーマジョリティ、半分ぐらい普及した後に取り入れるのをレイトマジョリティと名付けられています。先ほどの環境問題は個々の会社によって様々な事情があるので難しいけれどもこれくらいはとか、例えば女性取締役1人ぐらいはもう入れないとだめですとか、そういう面でのISSの立ち位置というのは、レイトマジョリティ的な、もう半分ぐらいの会社がやっているから、もうこれは業界において標準ですということになって初めて推奨しますというような立ち位置なのかしらと思われたのですけれども、感覚的なものかもしれませんが、それはそういう理解でよろしいでしょうか。

○石田（猛）　女性取締役のポリシーに関してはそうですね。このトピックを過去数年、投資家と議論してきたのですが、国内の機関投資家はずっと慎重でした。海外ではそこまでではないのですけれども、国内の投資家も当然重要なクライアントベースですので、彼らが納得しないとポリシーにはできません。

ところが、今年はかなり風向きが変わったというか、私たちは同じ人たちに毎年インタビューできることが多いのですが、これは国内の投資家の話ですが、去年までは「まだ時期ではない」と言っていた人たちが、今年は「世論や企業の動きを見れば、ISSが日本企業で女性取締役のポリシーを入れることを考慮する段階にきているのではな

いか」というふうに変わってきています。

今述べたように、ISS は女性取締役のポリシーについてはパッシブな、受け身的な行動をしているのです。ですが、2011 年秋に発表して 2013 年に運用を開始した、社外取締役が 1 人もいなければ経営トップに反対というポリシーを導入した時は少し違います。このときは色々と反発があったのですけれども、当時は今のようなパッシブな姿勢ではなかったですね。もっと積極的に発言していたと思います。メディアなどはかなり過激にそれを取り上げた印象があります。

ただ、それから時間はたち、スチュワードシップ・コードも導入され、日本の機関投資家のガバナンスや議決権行使に関する認識や議論は格段に深くなってきているのです。つまり、昔と違ってもう十分に考え抜いた機関投資家が、女性取締役については慎重に考えている状況がずっと続いたところに、前述した変化があったのです。ですので、女性取締役に關しては、世の中の流れを追っている状況です。

○齊藤 ありがとうございます。今ご説明いただいた、女性登用の問題と社外取締役の問題とのご対応の違いが非常に興味深かったので、もう一点だけ伺いたいのですけれども、社外取締役の議論は、その経緯に照らしても比較的企業価値とか株主価値につながりやすい議論ではないかと個人的には考えておまして、つまり、社外取締役を入れ、その会社のガバナンスが向上されれば、企業価値につながるという議論として、これまでも日本では議論されてきたところがあります。女性登用の問題は、一応、各種の指標で、女性が入っている会社の方がパフォーマンスがいいというようなデータもありますけれども、社外取締役のように企業価値に直結するような議論がまだ十分になされていない。その違いによる、というのではなく、10 年前と今の時代の違いということでしょうか。

○石田（猛） ですが、時代の違いだけだと、時代が間違っただけの方に行くかもしれませんので、そ

こはよく考える必要があると思います。今日は ESG の議論が盛んで、動きが早いですね。

ただ、社外取締役の議論も女性取締役の議論も根っここのところは結構近いのではないかと考えていまして、「意見や価値観の多様性」がその目的かと思っています。社外取締役の議論で言われるのは、同じ考え方をしている人々が会議体を構成しているのであれば、会議体を持つ意味がないことです。社内の取締役は価値観が似ていることが多いと思います。意見や価値観を多様化させることによって、リスクを低減することがポイントです。それを社外取締役という視点からか、あるいはジェンダーという視点からアプローチするか、だけの違いだと思います。目的は多様性を高めて、リスクを低減することです。リスクが低下すれば企業価値のプラスになります。

○齊藤 ありがとうございます、大変よく分かりました。

○久保 今の齊藤先生とのやりとりで一点、話しづらければお話しただかなくてもいいのですが、社外取締役のときはかなり積極的にいったというようなお話がありまして、なぜそこで積極的になったのかという歴史的なところに少し興味があります。

女性取締役問題とか環境問題というのは、かなり価値観の違いといったところがあって、トレンドになるまで待つというか、齊藤先生の説明であればレイトマジョリティーになるまで待ったというところがあったのかもしれませんが、なぜ社外取締役のときにはかなり積極的に行くという判断がされたのでしょうか。

○石田（猛） 結果として、今思うと積極的になっているというふうに言えるかと思うのですが、例えば 20 年くらい前だと日本で機関投資家による議決権行使はそれほど重視されていなかったと思います。ところが、だんだんとアメリカを起点として、ガバナンスの話題や、機関投資家の議決権行使の重要性が次第に認識されるようになってきました。私は当時ワシントン D.C. にあった



IRRC という会社で働いていました。それは ISS の競合相手だったのですが、ISS に買収されました。その IRRC での経験から、株主価値を考える上で、社外取締役の重要性を知ったので、ISS の東京事務所に来てから、いろいろ積極的に発信しました。今思うとそうだといいことですね。

○久保 つまり、日本の当時の海外投資家とかの要望内容とかから見ると、これが実現するような未来なんだというような予測があったと、そんなような感触だったという感じですかね。

○石田（猛） 今みたいに世の中が変わっていくということですか。

○久保 そうです、そうです。

○石田（猛） コーポレートガバナンス・コードのインパクトが大きかったと思います。コーポレートガバナンス・コードが出る前は、ここまで変わるとは思いませんでした。一番の変化は取締役会の構成の変化だと思います。かつては、取締役会に何十人も取締役がいた時代があったわけですから、それも全部内部者で、これがボードだというと、海外の人たちはびっくりするわけですね。それが、今は日本の取締役会は平均で 10 名以下で、今年の 6 月時点ですが、社外取締役が 3 分の 1 以上を占める企業が ISS 調査対象企業の 73% あります。形式的な変化だと非難する声はありますが、形がこれだけ変われば、取締役会の運営のパラダイムは変わらざるを得ません。社外者が増加すれば、彼らを見捨てることはできず、彼らが貢献できるような取締役会のあり方を探ることになるからです。議題も日々の細かいオペレーションに関する意思決定から、全社的な戦略的な内容に次第に変化するでしょう。そうなれば、日本企業の長年の課題である取締役会の監督機能の強化が期待できます。ここまで変わるとは思わなかったです。

○久保 分かりました。ありがとうございます。

#### 【経営権の争奪事案】

○片木 大変興味深いご報告をいただきまして、

若干素人からの質問で失礼いたします。よろしくお願いたします。

普通の議決権行使基準につきましては、先ほどからお話がありますように、例えば社外取締役が 1 人もいないとか、あるいは政策保有株式を何% 以上持っているとか、ポリシーそのものの作成は難しい政策判断が入ってくるのだらうと思います。そのプロセスについて今日はお話いただいたわけですが、個々の議決権行使の判断については、ある意味、数値基準に従って機械的にできるところはあると思うのです。これに対して、行使基準のところを読ませていただく中で、経営権の争いがある場合にどちらの陣営を支持をするのかということについては、かなり総合的な判断といえましょうか、そういった非常に難しい問題が起こるかと思えます。

昨今の有名な経営権の争いの事案なんかにおきましても、ISS と他の議決権行使助言会社とで判断が違っていたり、あるいは ISS の方はこちらをとというふうにされたけれども、ふたを開けてみると、多くの機関投資家が別の人を支持していたということが後で判明したというような事案なんかも拝見しております。

経営権の争いがある場合についての判断というのは非常に難しいところが出てくるかと思うのですけれども、このあたり、差し支えない範囲で結構ですけれども、やはりかなり特殊なプロセスを経て判断をされていかれるのでしょうかという質問です。

○石田（猛） プロキシファイトのような場合は、まずプロキシファイトを起こした側の話を聞きます。次に会社の話を聞きます。必要があれば、さらに反対側を聞くこともあるのですけれども、まずは両者の考え方を聞くことから始めます。

プロキシファイトを起こした側が経営権を取得しようとするには、理由があります。例えば表向きはコンプライアンスの問題があって、コンプライアンスの改善を目的に経営権を取るのだと言

っているのですが、本心は、本当は TOB をすればいいのですが、TOB はお金がかかるので、プロキシファイトの方が安いのでプロキシファイトを起こす、という場合もあつたりします。つまり、まず重要なのは理由です。それが納得できるものかを考えます。

例えば会社の業績が悪く、経営陣は会社の資源を有効に活用できていない。なので、現経営陣をやめさせて、新しい経営陣に交代することによって会社の価値が上がる、という議論の場合は、企業の業績が本当に悪いのか、ということ判断します。

その結果として、確かに現経営陣には問題があるという判断の場合は、次の段階として、では、その問題がある会社に一体誰を取締役として送り込もうとしているのか、その送り込もうとしている人がどういうスキルを持って、その会社のどういう経営課題に対応できるのかということを考えます。取締役の候補者にインタビューをすることもあります。

その調査の結果として、現在の経営陣よりもその提案されているプロキシファイト側の取締役候補者の方が企業価値が上がる、と判断された場合は、会社側の提案者に反対を推奨して、プロキシファイトを起こした側をサポートします。また、会社の経営課題に照らして、会社側とプロキシファイト側と両方の候補者からそれぞれ個別に選んで、賛成を推奨することもあります。このような感じで、かなり時間をかけて両者の意見を聞くようにしています。

ただ、最近は様々な株主提案が提案されます。意図がよくわからない提案も少なくありません。ですので、全てのケースで時間をかけて調査することはできません。そこは情報開示などを見極めて、対応しています。

○片木 ありがとうございます。

#### 【カスタムメイドの基準】

○飯田 本日はありがとうございました。

資料の5ページで紹介いただいた CLIENT CUSTOM RESEARCH のところですが、カスタムメイドな議決権行使基準を希望する顧客もいるということだったと思います。そういう場合も、数値基準、つまり、ポリシーを見れば基本的には賛否は機械的に出せるものを助言するというか、結論を出してあげるというか、そういう作業をされているのでしょうか。それとも、詳細な総合判断、つまり、様々な情報を考慮してケース・バイ・ケースで判断するといった、質的な基準のような、カスタムメイドの希望というのはあり得るのか、というあたりを教えていただければと思いますが、いかがでしょうか。

○石田(猛) CLIENT CUSTOM RESEARCH の場合ですが、例えば出席率のように、変数を調整することによって ISS が BENCHMARK で出している推奨とは違うものにする、というものです。

ですので、ケース・バイ・ケースの意味での CUSTOM ではなくて、プロセスの中で変数をカスタマイズして、それによって出す推奨がクライアントの求める数値基準に応じて賛成、反対が違うというニュアンスでご理解いただければと思います。先ほど、機関投資家は、ストックオプションの対象者を賛否の判断に考慮するとお伝えしました。ISS は日本企業において、社外役員へのオプションは反対を推奨しません。しかし、クライアントが、社外役員へのオプションは反対したい、と希望すれば、そのようにそのクライアント向けに個別の推奨を作成するわけです。ISS は議案判断に必要なデータポイントを多く準備しているので、クライアントはそれらのデータポイントを自由に組み合わせて、カスタマイズしたポリシーを作成できます。

○飯田 よくわかりました。

議決権行使助言会社に対して、one-size-fits-all の判断方法はけしからんという批判がよくあると思うのですが、そのような判断方法がとられる背景には、むしろ、クライアントの方にコストベネフィット的な観点からそのような数値基準の

ようなものを望んでいるという事情があるのかなというように理解しました。このような理解でよろしいでしょうか。

○石田（猛） 議決権行使は多くの議案に対して賛否の判断を正確に行うことが求められるわけですが、その実務作業をサポートすることが ISS の役割です。例えば、1社の総会で10の議案があると仮定します。それで100社に対して議決権行使の判断をします。そうすると、合計で1,000の議案があるわけですが、その1,000議案のうちかなりの部分をお伝えしたような数値基準で賛否の判断ができるわけです。

ところが、少数の総会に関しては、先ほどお伝えしたような、例えば M&A、不祥事、株主提案、プロキシファイトなどがあり、個別判断が必要となります。それらは、ポリシーをどのようにカスタマイズしようとも、ポリシーの適用だけで対応することは困難です。そういったものに関しては、ISS は最初からクライアントに、これはどうしますか？とリファーします。このように、数値基準で正確に判断すべきである多くの議案と、個別に対応すべき少数の議案とを整理することにより、クライアントは、繁忙期にリソースをかけて取り組むべき少数の総会に集中し、それ以外のルールベースで正確に行えばよいものについては、そのサポート役として ISS を利用する、そのようなクライアントが多いのではないかと思います。

○飯田 よく分かりました。ありがとうございました。

○川口 カスタマイズした場合の報酬は、通常の場合と異なるのですか。

○石田（猛） カスタマイズすれば、当然その分の報酬が発生します。

○川口 分かりました。

#### 【再び経営権の争奪事案など】

○梅本 先ほどの片木先生のお話絡みですが、経営権争いがある場合の役員選任議案の賛

否の推奨についてです。

先ほどのお話で、株主が真摯に行なったわけではない株主提案やプロキシファイトであれば、反対推奨すればよい、ということは分かるのです。しかし、本格的な経営権争いがある場合はどう判断をされるのでしょうか。個別事案を挙げるのはどうかと思うのですが、LIXIL の2019年6月の株主総会のように5名、10名程度の役員候補が会社側・株主側の双方から出されて、それに対して賛成・反対の推奨をする場合、どのような事情を踏まえて判断するのでしょうか。私は LIXIL の株主の方からレポートを見せていただいたのですが、個別候補についてこの人が適任か否か、独立性があるか否かという判断をしておられて、それはそれで方針に基づいた判断をしているということは理解できます。が、最終的に会社側か、株主側か、どちらが取締役会のマジョリティーをとるのかという点は評価対象にされるのでしょうか。会社側にせよ対立する株主側にせよ1人でも取締役会において数が多い方が執行役等の選任も含めてその後の経営の主導権をとれるわけです。そういった場合、個別に判断するだけなのか、それとも、結果的にこちらがマジョリティーになるよねというところも考慮するのか、どちらなのでしょう。

○石田（猛） それは個別判断ですので、議案内容によってですね。

一番シンプルなのは、経営側、株主側、どちらかを完全にサポートすることです。どちらかの言い分に明らかに説得力があり、一方はそうではない、というケースです。ですが、いつもそのようなわかりやすい構造とは限りません。例えば LIXIL のような事例はあるわけです。そのような場合は、その会社の課題を考えます。その会社に欠けていると思われるもの、例えばあるビジネスの問題がネックになっているのに、その専門家が取締役会にいないときに、株主から提案された取締役の候補にそのような弱さをカバーできるスキルや経験を持っていれば、その人を入れるべきと

いう結論になります。このように、会社側、株主側の両方の候補者から、個別に賛成を推奨、つまり混ぜ合わせて推奨することもあります。会社の経営課題に照らして必要なスキルを求める、という意味ではスキルマトリックス的なアプローチと言えるかもしれません。

○梅本 ありがとうございます。

もう一点、先ほど飯田先生の質問で話に出ましたのは CLIENT CUSTOM RESEARCH ですが、もう1つの THEMATIC POLICIES についての質問です。以前、私も機関投資家の議決権行使について調べていて、外国だと教会が株式等で資産運用を行い、議決権行使について特有の基準を持っているという話を知りおもしろいなと思いました。それで、答えにくい質問であれば結構なのですが、日本国内でこれを利用している団体というのはあるのでしょうか。国内の学校法人や宗教法人も上場会社の大株主になっているところがありますが、これら団体の中にはそういうやや特殊な方針の適用を求めているところはあるのでしょうか、それとも THEMATIC POLICIES というのは、主として海外の投資家が利用する基準なのでしょうか。

○石田（猛） それについては、申し訳ありませんが、お答えできるほどの知識はありません。

○梅本 どうもありがとうございます。

#### 【ISSの助言の影響力】

○行澤 よく分かっていないところがあると思うのですが、特に経営権争いが現実化しているような状況で、今お話がありましたように、ISS としてはプロキシファイトを出している側の話聞く、また経営者側の話聞く、そして、判断の難しい場合には精査して個別の候補者ごとに賛成、反対の助言をするという、そういうことだったと思います。それが先ほどのお話ですと、当該会社には議決権行使の如何というものが報告されるということでもよろしいのですね。

○石田（猛） はい、そうです。

○行澤 そうすると、ISS の事実上の影響力と

いうことを考えますと、最初に加藤先生がお話しいただいたように、やはり株主総会で ISS の提言、助言そのものについて会社側が反論したい、あるいは株主側も反論したいというところがあると思うのです。逆に、そのことによって株主総会における議論が深まっていくということもあると思うのです。そうすると、提言・助言の内容や根拠をある程度公表するというか、そういう形にしないと、議決権行使、そして結果の帰趨に不公平な影響を与えかねないのかなと思ったのです。その辺について、考え方も含めて教えていただければ幸いです。

○石田（猛） それは ISS のグローバルなアプローチに関する事なので、私からはお答えすることは困難です。ただ、影響力という点でコメントすると、ISS の影響力があり過ぎると時々言われますが、それはどうかと思います。賛否に影響を与えるような大手の運用機関は、彼ら自身のポリシーによって賛否を決めています。先ほど、ISS のクライアントのうち、大手クライアントの200の機関投資家のうちの75%以上が CUSTOM RESEARCH のサービスを利用していることはお伝えした通りです。投資家にとって ISS の主要な利用目的は、サポートサービスや、セカントオピニオンを得ることだと思います。ISS に賛否まで全て任せる、という投資家がいるとするなら、それは例えば、海外の小さい機関投資家で、日本企業への議決権行使にあてる自社のリソースがないので ISS に任せる、というイメージではないかと思います。そのような投資家の議決権行使が賛否に影響を及ぼすとは考えにくいです。

○行澤 そうすると、世間の耳目を集めるような重要なケースについては、大手の機関投資家が独立して判断しており、ISS の助言というのは参考程度にとどまるから、ISS の提言や根拠を開示しなくても格別不公平になることはないのではないか、というご判断なのです。

○石田（猛） はい、そのとおりです。

○行澤 分かりました。

○石田（猛） 先ほどお伝えしたように、多くの機関投資家がスチュワードシップ・コードにサインをしています。機関投資家の議決権行使結果は開示され、精査されています。メディアが報道することも少なくありません。スチュワードシップ・コード導入の前後で、機関投資家の議決権行使に対する意識が大きく異なったことは先ほど述べた通りです。

○行澤 なるほど。

○石田（猛） そのような状況の時に、誰もが注目する議案に対して、自社ではあまり考えることなく、ISS の推奨に従っただけです、と言う投資家がいるとは考えにくいです。

○行澤 そうすると、先ほど言ったコストパフォーマンスという点で言うと、議決権行使に関して、ある程度定型的な判断が可能な問題と、定型的な判断になじまないような問題について、やはり機関投資家の側で上手に仕分けするといいますか、ISS の助言をどの範囲において求め、どの程度聞くかということに独自の判断をしてもらおうという、そういうことになるのですね。

○石田（猛） そうですね。機関投資家はフィーを払って ISS を利用しているのです。その結果、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たしていない、と疑われるのであれば、ISS を利用するはずがありません。くどいようですが、彼らはスチュワードシップ・コードに署名しているのです。ISS をご利用頂いていることは、機関投資家が自らのスチュワードシップ責任を果たすにあたり、ISS は役立つと考えるからだと思います。つまり、議案賛否の判断にあたり、投資家は ISS ではなく、独自の判断で投票している、ということの意味しているのです。

○行澤 分かりました。ありがとうございました。

○川口 ほかにいかがでしょうか。よろしいですか。

それでは、ご質問、ご意見等がなければ、本日の研究会はこれで閉じさせていただこうかと思

います。

ISS についていろいろ教えていただきまして、ありがとうございました。大分イメージが変わったという方もおられたのではないのでしょうか。本日のご報告と質疑を今後の研究会の議論に活かしていきたいと思います。どうもありがとうございました。