



**2020**

PROXY PAPER™

# GUIDELINES

AN OVERVIEW OF THE GLASS LEWIS APPROACH TO PROXY ADVICE

# JAPAN

日本語版



# Table of Contents

---

GUIDELINES INTRODUCTION (イントロダクション)	1
Summary of Changes for the 2020 Japan Policy Guidelines (2020年助言方針改定項目)	1
A GOVERNANCE STRUCTURE THAT SERVES SHAREHOLDER INTEREST (株主の利益につながるガバナンス体制)	2
Election of Board of Directors and Statutory Auditors (取締役及び監査役の選任)	2
Board Independence (取締役会の独立性基準)	2
独立性基準に基づいた助言	3
No Independence Exceptions for Controlled Companies (被支配会社に対する例外的な独立性基準不保持の考え方)	3
Director and Statutory Auditor Performance (取締役と監査役の活動状況)	3
取締役の活動状況に基づいた助言	4
監査役の活動状況に基づいた助言	4
Director and Statutory Auditor Attendance (取締役及び監査役の出席状況)	4
Experience (経験)	4
経験に基づいた助言	5
Board Commitments (過剰な役員兼任数)	5
過剰な役員兼任数に基づいた助言	5
Conflicts of Interest (利益相反)	5
Board Size (構成人数)	6
Declassified Boards (期差任期制度の廃止)	6
Board Composition and Refreshment (役員の構成と役員の交代)	6
Gender Diversity on Boards (ジェンダー・ダイバーシティ)	7
Excessive Strategic Shareholding (過剰な政策保有株式)	7
Separation of the Roles of Chair and CEO (会長職と社長 (CEO) 職の分離)	8
Environmental and Social Risk Oversight (環境および社会リスクの監視・監督)	8
Board Committees: Applies to One-Tier Board with Three Committees and One-Tier Board with One Committee (委員会：監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社が対象)	8
Audit Committee Independence (監査委員会または監査等委員会の活動状況)	8
Compensation Committee Performance (報酬委員会の活動状況)	9
Nominating Committee Performance (指名委員会の活動状況)	9

TRANSPARENCY AND INTEGRITY IN FINANCIAL REPORTING (財務報告の透明性と完全性)	11
Accounts and Reports/Consolidated Accounts and Reports (計算書類の報告)	11
Allocation of Profits/Dividends (剰余金の処分)	11
Appointment of Auditor and Authority to Set Fees (会計監査人の選任)	12
会計監査人の選任に対する助言方針	12
THE LINK BETWEEN COMPENSATION AND PERFORMANCE (報酬と業績の連動性)	13
Director and Statutory Auditor Compensation (取締役・監査役に対する報酬)	13
Bonuses (役員賞与)	13
Retirement Bonuses (役員退職慰労金)	13
Equity-Based Compensation Plans (株式型報酬)	14
FINANCIAL STRUCTURE AND THE SHAREHOLDER FRANCHISE (財務体質と権限秩序分配論)	15
Glass Lewis' Approach on Takeover Defense Plans (グラス・ルイスの買収防衛策に関する考え方)	15
Adoption, Renewal and Revocation of a Takeover Defense Plan (買収防衛策の導入、更新と廃止)	15
Trigger Threshold (対象となる大規模買付)	16
Board Independence (取締役会の独立性)	16
Independent Third Party Oversight (第三者委員会の独立性)	16
Information Disclosure Requirement (大規模買付者からの必要情報の提供)	16
Consideration Period (検討期間)	17
Exceptions Clause (例外的発動)	17
Provision of Monetary Compensation to the Bidder (大規模買付者に対する金員交付)	17
Excessive Cross-Shareholding (過剰な株式持ち合い)	17
Amendments to the Articles of Incorporation (定款変更)	18
Authority to Approve Dividends (剰余金配当等の取締役会授権)	18
Supermajority Vote Requirements (特別多数決の要件)	18
Reduction of Quorum Requirement (定足数の緩和)	18
Increase in Authorized Shares (発行可能株式総数の増加)	18
Limit Liability of Directors and Statutory Auditors (取締役及び監査役の責任限定契約)	19
Capital Structure (資本構成)	19
Authority to Trade In Company Stock (株式の交換)	19
Sale of Broken Lots of Shares (端株・単元未満株の売買)	19
Authority to Reduce Capital or Earned Reserve (資本準備金・利益準備金の減少)	19
SHAREHOLDER INITIATIVES AND SUSTAINABLE BUSINESS PRACTICES (株主提案と持続可能なビジネスプラクティス)	20

# Guidelines Introduction

## (イントロダクション)

---

### SUMMARY OF CHANGES FOR THE 2020 JAPAN POLICY GUIDELINES

(2020年助言方針改定項目)

2020年助言方針改訂項目概要は以下の通りである。変更内容の詳細は後述の各項目のセクションにおいて説明する。

#### BOARD GENDER DIVERSITY

(ジェンダー・ダイバーシティ)

昨年の助言方針改定時に発表したとおり、2020年2月より、東証1部と2部に上場している企業において、女性役員が1人もいない場合、原則として、ジェンダー・ダイバーシティの欠如に責任があると思われる取締役に対抗助言をする。原則として、対抗助言の対象となる取締役は、監査役会設置会社と監査等委員会設置会社の場合、会長（会長職が無い場合は社長）、指名委員会等設置会社の場合、指名委員会委員長とする。この方針における女性役員とは、取締役と監査役に加え、指名委員会等設置会社における執行役を意味する。

ただし、その審査の際には、企業のダイバーシティに対する方針や取組みに関する開示内容等を慎重に吟味し、ジェンダー・ダイバーシティの欠如に対する明確な方針や取組みに関する十分な説明を示した企業に対しては、例外として、対抗助言を行わない場合もある。

#### EXCESSIVE STRATEGIC SHAREHOLDING

(政策保有株式に関する方針—2021年より)

2021年より、原則として、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の「貸借対照表計上額の合計額」が連結純資産と比較して10%以上の場合、会長（会長職が存在しない場合、社長等の経営トップ）に対抗助言とする。国際会計基準を採用している企業の場合、資本合計と比較する。この方針に使用する情報は、前年度の有価証券報告書の数値を使用する。ただし、この方針に関連する直近の数値を開示している企業に対しては、その最新の数値を採用して精査する。

ただ、基準値を超える政策保有株式を保有していると確認できる場合においても、明確な削減計画を開示して、さらに政策保有株式が減少していると確認できる場合や、政策保有株式の保有理由が事業戦略上本当に必要である旨の明確な開示があり、弊社が合理的だと判断できる場合は、対抗助言を見送る場合がある。

# A Governance Structure that Serves Shareholder Interest (株主の利益につながるガバナンス体制)

## ELECTION OF BOARD OF DIRECTORS AND STATUTORY AUDITORS

(取締役及び監査役の選任)

### BOARD INDEPENDENCE

(取締役会の独立性基準)

役員の独立性またはその欠如というのは、その役員たちが下した決断の事例を通して、最終的に示されるものであると考える。各役員の独立性判断をするに当たって、グラス・ルイスは、必要に応じて、各役員の客観的な意思決定の事績の有無などを考慮する。さらに、他の企業で役員兼任をしている場合、兼任先の企業での活動状況なども考慮する点となる。

弊社は、役員の独立性を判断する際に、各役員の該当企業、該当企業の執行役そして他の取締役会のメンバーとの関係性を審査する。この審査の目的は、該当する役員と企業の間、すでに存在してしまっている個人や家族または金銭上の関係が、その該当役員の決断プロセスや結果に、どの程度影響を与える可能性があるものなのかということ判断するためである。弊社は、そのような利益相反につながるような関係があるとみなした場合、該当役員が重要な決断を下す際、株主の利益よりも個人の利益または関連先の利益を優先してしまう恐れがあると考え。また、10%以上の議決権を有する役員は、取締役会に対し、過度の影響を持つ恐れがあると考え。

グラス・ルイスが定める独立役員とは、弊社の独立性基準と照合し、一般株主と利益相反が生じるおそれがないと判断された役員の事を指す。その独立性基準には、利益相反につながる可能性がある要因（株保有率、事業取引や親族関係など）、その要因となった関係性の継続期間など、様々な判断要件を定めている。

弊社は、役員と企業の関係性の内容によって、各役員を以下のように分類する：

独立役員	利益相反が生じるおそれのある要因がない役員のこと。例えば、当該会社 <sup>1</sup> またはその子会社や関連会社との重要な取引、またはその重要な取引先との雇用関係、当該会社との関係者との親族関係などがなく、さらに、当該会社の主要借入先との関係者、10%以上の株式保有またはその関係者でない役員。
非独立役員	一般株主と著しく利害関係を異にする特定の利益相反が生じるおそれがある役員のこと。例えば、当該会社またはその子会社や関連会社との重要な取引、またはその重要な取引先との雇用関係、当該会社との関係者との親族関係のいずれかがある場合、あるいは当該会社の主要借入先との関係者、10%以上の株式保有またはその関係者である場合、さらに、当該企業との株式持ち合い関係がある企業との関係が判明した場合、当該役員を非独立と判断する。
社内役員	当該企業またはその子会社の業務執行取締役、執行役またはその他使用人である者。当該企業の親会社または親会社の子会社の業務執行取締役、執行役またはその他使用人である者。社外役員の指定がない役員は、社内役員とみなす。

尚弊社は、一定のクーリングオフ期間を設けており、利益相反要因となる当該企業との重要な取引関係に対しては3年、そして当該企業との雇用関係に対しては10年のクーリングオフ期間を定めている。ただし、その関係性が終了した時期の明確な開示がない場合、その関係性は直近まで継続していたものと判断し、クーリングオフ期間は適用されない。

「重要な取引関係・重要な取引」とは以下の金額を超える取引関係とする：

<sup>1</sup> 当該会社には親会社、連結の範囲に入る子会社、または、当該会社と合併した企業、当該会社の買収企業、当該会社に買収された企業等を含む

条件	限度額
役員またはその近親者が、直接あるいは支配する事業体を通じて、当該企業に対し専門的サービスを提供する場合	年間5百万円
役員が所属する事務所等が、当該企業に対し専門的サービスを提供する場合	年間12百万円または当該事務所の年間売上高の1%
役員が所属する事業体またはその関連会社が、当該企業と事業取引等を行う場合	当該企業双方どちらかの年間連結売上高の1%

#### 独立性基準に基づいた助言

取締役会または監査役会の管理・監督機能は、独立性が十分保たれた時に、最も効率的に発揮されるものであると考える。株主の利益を守るためには、取締役会及び監査役会は、多数の独立役員によって構成されるべきであるとする。

ただし、状況によって、その独立性基準には、例外を認める場合もある。それは、グラス・ルイスが、『全ての企業に当てはまる、一辺倒な理想のガバナンス体制』というものは存在しないとするからである。それゆえ、グラス・ルイスは、企業に対して、ガバナンス体制を通して、どのように株主利益を守っていくのか、そして株主価値を向上させていくのかということの詳細な説明を求める。

取締役会構成の種類	取締役会構成の独立性基準
監査役会設置会社 取締役会	監査役会設置会社における監査役会の重要な役割を考慮し、監査役会設置会社における独立性基準は、取締役会と監査役会の独立役員の合計人数の割合が、取締役と監査役の総人数の3分の1を占めるものとする。取締役会と監査役会の独立役員の合計人数の割合が、取締役と監査役の総人数の3分の1に満たない場合、責任追及という意味で、会長（会長職が存在しない場合、社長またはそれに準ずる役職の者）に対して、反対助言とする。さらに、その他の非独立と判断する候補者に対しても、弊社独立性基準を満たす人数に達するまで反対助言を行う。
監査役会設置会社 監査役会	監査役会の独立性基準は「過半数」とする。監査役会の独立性が弊社の基準を満たさない場合、弊社独立性基準を満たす人数に達するまで、非独立と判断する候補者の選任議案に対して反対助言を行う。さらに、当該監査役と20%以上の議決権を保有する大株主との間に、密接な関係が存在すると判断した場合、その監査役を非独立とみなすだけでなく、一般株主との立場の違いなどを考慮し、監査役として不適格だと判断し、反対助言を行う。
指名委員会等 設置会社	取締役会の独立性基準は「3分の1以上」とする。独立性基準を満たさない場合、責任追及という意味で、指名委員会の委員長に対して、反対助言すると共に、その他の非独立と判断する候補者に対しても、弊社独立性基準を満たす人数に達するまで反対助言を行う。
監査等委員会 設置会社	取締役会の独立性基準は「3分の1以上」である。独立性基準を満たさない場合、責任追及という意味で、会長（会長職が存在しない場合、社長またはそれに準ずる役職の者）に対して、反対助言すると共に、その他の非独立と判断する候補者に対しても、弊社独立性基準を満たす人数に達するまで反対助言を行う。

#### NO INDEPENDENCE EXCEPTIONS FOR CONTROLLED COMPANIES

(被支配会社に対する例外的な独立性基準不保持の考え方)

株主の利益を守ることが取締役会の主要機能であるが、過半数の議決権を有する個人または法人が存在する場合、過半数の株主利益は、その特定個人または法人の利益と同一になる。日本における取締役会の殆どは、社内役員が過半数を占めている。日本企業の個性的、伝統的な取締役構成を考慮し、個々の事例を見て、稀に例外を認める場合もあるが、基本的に、少数派株主の利益を守るには、被支配会社であっても、最低限の独立性基準を設ける必要があると考える。従って、原則として、被支配会社の独立性基準の例外は認めない。

#### DIRECTOR AND STATUTORY AUDITOR PERFORMANCE

(取締役と監査役の活動状況)

取締役または監査役の職務遂行状況を査定する際、様々な側面を考慮する必要があると考える。弊社は、当該企業に加え、兼任先の企業における該当取締役及び執行にたずさわる者の職務遂行状況等を考察する。

## 取締役の活動状況に基づいた助言

取締役や執行にたずさわる者が業務遂行を怠っていると判断する場合に反対助言とする場合がある。基本的に以下の状況下で、反対助言を行う：

条件	反対助言の対象
過年度決算の修正の必要性が発覚し、その決算を承認した場合	最高経営責任者または同等の役位を担う者に対して反対助言を行う事がある。
当該企業の業績が、類似会社に比べ、継続的な業績不振で、かつ、取締役会が合理的な措置を講じていない場合	取締役全員に対して反対助言を行う可能性がある。
取締役決議のみで買収防衛策の導入または更新を行っている場合	会長（会長職がない場合は経営トップまたは責任があると思われる役員）に対して反対助言とする。

## 監査役の活動状況に基づいた助言

以下の例において、基本的に反対助言の対象になる：

条件	反対助言の対象
当事業年度に、監査人の、監査と監査に関連する報酬額の合計が、全体の報酬額の過半を占めない場合	監査役全員に反対助言を行う
監査に関連しない監査人の報酬額が、経営トップの税金サービスや脱税、租税回避スキーム等に使用されている場合	監査役全員に反対助言を行う
監査人の報酬額とは関係のない理由によって、監査人が独立していないと弊社が判断し、監査役人を再び選任された場合	監査役全員に反対助言を行う
不正会計が行われ、当該期に監査役として勤めていた場合	対象の監査役に反対助言を行う
不正または過失の結果、決算修正を行い、当該期に監査役として勤めていた場合	対象の監査役に反対助言を行う
当該企業が、決算報告書等の期限内提出を継続的に怠っている場合	監査役全員に反対助言を行う
内部統制に重大な不備が発覚し、当該企業または監査人が報告を怠った場合	監査役全員に反対助言を行う
監査役会が、4回以上開催されていない場合	監査役全員に反対助言を行う

## DIRECTOR AND STATUTORY AUDITOR ATTENDANCE

(取締役及び監査役の出席状況)

さらに、役員の実績状況を査定する際、当該役員の実績状況、監査役会、または委員会への出席状況も査定要因の一つであるとする。年間を通して出席率が75%に満たない場合、基本的にその役員に対して反対助言を行っている。<sup>2</sup>

## EXPERIENCE

(経験)

弊社は、取締役会は、多様な経歴を有し、その役目に適した経験を持つメンバーによって構成されるべきであるとする。構成メンバーを決定する際、取締役会または指名委員会は、当該会社またはその業界との関連性を考慮したうえで、候補者の決定をすべきであるとする。ただし、多様性というのは、一般的に考えられる年齢、人種、性別、民族だけでなく、市場に対する知識、在職期間、文化などの様々な要件が含まれる。最低でも、社外取締役1名は、業界との関連性のある経験や知識を有する人物であることが望ましいとする。

さらに、取締役の実績は、その人物の将来の行動やパフォーマンスを示唆していることが多い。例えば、過去に過剰な役員報酬を受け取っていた人物や、回避可能な不祥事を引き起こした企業で取締役を務めていた人物などは、他の企業においても、同種の行動を繰り返す恐れがある。

<sup>2</sup> 取締役または監査役の実績年数が一年未満の場合には、出席状況に基づいた反対助言は控える。また、病欠など止むを得ない理由がある場合、その理由が開示されている場合、状況に応じてその理由を考慮し反対助言を控える場合もある。

## 経験に基づいた助言

過去の経歴において、取締役や執行役として勤めていた企業において、業績不振、過度の報酬設定、監査または会計に関わる問題、その他当該企業の株主利益に適う行動・誤った管理が継続的に指示されてきた場合、反対助言を行う場合がある。

## BOARD COMMITMENTS

(過剰な役員兼任数)

取締役と監査役は、株主への責務を果たすに当たって、十分な時間を要すると考える。過剰な役員兼任数を持つ役員は、会社の非常時があった場合、重大なリスクをもたらす可能性がある。近年の取締役または監査役の責務は重くなる一方であり、多数の企業での兼務は難しい状況であると考え。特に、業務執行にたずさわる者は、役員としての職務遂行能力を十分に発揮できる時間に制限が生じる恐れがあると考え。

## 過剰な役員兼任数に基づいた助言

グラス・ルイスは、上場企業で業務の執行にたずさわる者（以下、業務執行者）が3社以上、または、業務の執行にたずさわらない者（以下、非業務執行者）が6社以上の上場会社にて、取締役または監査役を兼務する場合、基本的に該当する取締役または監査役の選任議案に反対助言とする。

ただし、兼務状況を査定する際、当該取締役または監査役の出席率、企業における役職、選任理由などを考慮したうえで、最終的な判断をする。また、兼務基準を超える兼務数を確認したとしても、兼務先がグループ会社内（原則：連結子会社と持分法適用の関連会社など）の場合や、当該役員がCEOまたは業務執行を務める企業での議決権行使助言の際、例外的に、過剰な役員兼務を理由としての反対助言を控えることとする。また、同じグループ会社内にて複数の兼務をしている場合、グループ会社内の兼任数は1社と見なす。

## CONFLICTS OF INTEREST

(利益相反)

取締役会及び監査役会は十分な独立性を保つだけでなく、一般株主と著しく利害関係を異にする特定の利益相反の関係を持たない役員によって構成されるべきだと考える。反対助言となる可能性が高い主な利益相反の要因には、以下の3点が挙げられる。

専門的なサービス提供—取締役、監査役またはその近親者が、当該企業に対し専門的なサービスを（法律や金融コンサルティング等）提供する事の必要性には疑問を感じる。そのような関係は、該当する取締役や監査役に利益相反行為を促す可能性を高めるだけでなく、取締役会または監査役会において意思決定をする際にも、株主の利益ではなく個人の利益を優先させてしまう恐れがある。さらに、そのような取締役や監査役との取引関係を継続する事により、企業にとって最適な取引先を選択する際、妨げとなってしまう可能性もある。しかしながら、取引金額が開示され、それが多大でないと判断できる場合には、上記の取引内容で反対助言を行うことは控えている。

専門的サービスの上限には、基本的に下記の金額を設定している。下記の金額を超える取引の場合、反対助言の対象となる。<sup>3</sup>

取引の性質	限度額
役員またはその近親者が、直接あるいは支配する事業体を通じて、当該企業に対し専門的サービスを提供する場合	年間5百万円
役員が所属する事務所等が、当該企業に対し専門的サービスを提供する場合	年間12百万円、または当該事務所の年間売上高の1%

他の取引関係—取締役、監査役またはその近親者が当該企業と過度な事業取引や不動産取引を行っている場合、反対助言を行う可能性がある。ただし、取引金額が開示され、それが多大でないと判断した場合には、そのような取引関係で反対助言する事は控えている。

<sup>3</sup> この基準は教育、研究機関に対する寄付金にも適用される。



事業取引等の上限には、基本的に下記の金額を設定している。下記の金額を超える取引の場合、反対助言の対象となる。

取引の性質	限度額
役員が所属する企業または関連会社が、当該企業と事業取引等を行う場合	当該企業双方どちらかの連結売上高の1%

取締役の相互兼任—経営トップの人間が、互いの取締役会で相互兼任している場合、利益相反になる恐れがあり、株主利益の追求の観点から避けるべきである<sup>4</sup>。

## BOARD SIZE

(構成人数)

取締役会の最も適した構成人数というのは、一律に定義する事はできないが、グラス・ルイスは、最低限の人材の多様性や意思決定能力を保つため、取締役会の最低構成人数は5人であるべきと考える。一方で、取締役会が20人を超える場合、意思決定の敏速性に影響が出る恐れがあると考える。それゆえ、取締役会の構成人数が5人から20人の枠から外れる場合、会長または社長（監査役会設置会社及び監査等委員会設置会社）そして指名委員会委員長（指名委員会等設置会社）に対して、責任追及という意味で反対助言を行う。ただし、取締役会が5人未満の場合、企業規模などを考慮し、取締役会の規模以外に、ガバナンス問題がないと判断できる場合、反対助言を控える場合がある。

## DECLASSIFIED BOARDS

(期差任期制度の廃止)

グラス・ルイスは、期差任期制度の廃止を推奨する。期差任期制度は、取締役の改選時期をずらし、1回の改選で全ての取締役を変更する事ができない。それゆえ、期差任期制度を導入している取締役会は、その制度を導入していない取締役会より、株主の経営陣に対する、経営結果と説明責任追及の機会を奪ってしまう恐れがある。

さらに、ある実証研究によると、期差任期制度を採用する企業は、企業価値を下げる傾向にあり、さらに、期差任期制度の性質上、買収防衛策としての機能を果たすため、経営者の保身につながる傾向にあるとのことである。また、潜在的投資家の買収意欲をそぎ、買収対象企業の株主還元を減らす恐れがあるともいわれている。

以上より、弊社は、期差任期制度は、企業価値を下げる恐れがあり、さらに、この制度に対して反対を示す株主の増加などを踏まえ、期差任期制度の廃止を推奨する。

## BOARD COMPOSITION AND REFRESHMENT

(役員の構成と役員の交代)

グラス・ルイスは、定期の役員や取締役会評価（独立した第三者からの評価も含む）を行うこと、そして、取締役会での多様な意見や新しい経営戦略のアイデアなどの共有を促すための定期的な役員の交代を強く推奨する。ただし、弊社は、単に年齢や在任期間だけを考慮するのではなく、企業に必要なスキルと経験の分析や、役員そして取締役会評価の結果を踏まえ、役員の構成改革の必要性に応じた評価をすべきである<sup>4</sup>と考える。

原則として、年齢や在任期間は、助言賛否の決定において考慮しない。弊社は、役員の任期や年齢に制限を設ける事は、一概に株主の利益につながるものではないと考える。そのような制限は、取締役会がある一定の取締役を退任させるための形式的な理由として利用される事も多々ある。

頑なに変化を拒むような取締役会を一新させるには、年齢制限などは、一定の効果が期待できる場合もあると考えるが、そのような制限は、経験豊富な役員を安易に除外してしまう危険性もある。複雑で重要な職務に就く役員の高い経験値は、株主の利益につながる要素の一つである<sup>4</sup>と考えるためである。

尚、弊社は、新しい観点からの意見を取り入れるためにも、ある一定の役員の入れ替わりについて否定をしてるわけではなく、むしろそのような変更に対して支持する立場を取っている。ただし、そのような役員の交代は、形式的な制限によるものでなく、その時々企業の状態を考慮し、必要な変更をするべきである<sup>4</sup>と考える。

<sup>4</sup> この場合、相互兼任の関係が解消した時点で、懸念は解消されたと判断する。

## GENDER DIVERSITY ON BOARDS

(ジェンダー・ダイバーシティ)

グラス・ルイスは、多様性に富んだ取締役会を推奨する。取締役会の多様性の視点、能力、経験等が、偏った集団思考を防ぎ、企業に利益をもたらすと考えるからである<sup>5</sup>。

取締役会の多様性確保の問題は、日本だけではなく、世界各国における課題である。近年、欧州各国の立法者やガバナンスの専門家が、上場企業に対して、多くの女性取締役を設置することを提唱している。この欧州での試みにより、多くの欧州の市場において、女性取締役選任の新規制や法律が制定された。

日本では、男性が支配するビジネス社会問題に対応するため、2018年6月に改正されたコーポレートガバナンス・コードが、上場企業に対し女性役員の登用を推奨した。さらに、女性役員だけではなく、国際的な経験を持つ取締役を置くことも推奨している。日本社会に深く根付く男女性別役割分業の固定観念が、企業におけるジェンダー・ダイバーシティの促進を妨げていると考えられる。規制当局や投資家がジェンダー・ダイバーシティを推奨する一方で、企業は候補者となりえる女性の人材不足という課題を抱えている。ただし、弊社は、日本には、既に優秀な女性は多数存在し、役員に適任の女性候補者は十分存在すると考える。ただし、人材不足を理由とする企業には、ジェンダー・ダイバーシティ促進の方針やプログラムを即座に実施し、将来の女性役員候補の確保促進を強く推奨する。多くの日本企業が、ジェンダー・ダイバーシティ対策を実施することにより、将来的にビジネス経験のある社外女性役員候補者の拡充にもつながると考える。

グラス・ルイスは、引き続き取締役会の構成を慎重に精査する。2020年2月より、東証1部と2部に上場している企業において、女性役員が1人もいない場合、原則として、ジェンダー・ダイバーシティの欠如に責任があると思われる取締役に反対助言をする。原則として、反対助言の対象となる取締役は、監査役会設置会社と監査等委員会設置会社の場合、会長（会長職が無い場合は社長）、指名委員会等設置会社の場合、指名委員会委員長とする。この方針における女性役員とは、取締役と監査役に加え、指名委員会等設置会社における執行役を意味する。

ただし、その審査の際には、企業のダイバーシティに対する方針や取組みに関する開示内容等を慎重に吟味し、ジェンダー・ダイバーシティの欠如に対する明確な方針や取組みに関する十分な説明を示した企業に対しては、例外として、反対助言を行わない場合もある。

## EXCESSIVE STRATEGIC SHAREHOLDING

(政策保有株式に関する方針—2021年より)

日本特有の市場慣行の一つである企業間の株式持合いは、上場企業株式の経済的価値を議決権行使の観点から除外するものであり、経営陣を資本市場のプレッシャーから守る役割を果たしていることが多い。また、持合い株または政策保有株は、経営側の説明責任の低下、不十分な危機管理能力、非効率的な自己資本管理政策等にもつながる可能性が高く、敵対的買収の回避にも寄与していると考えられている。多くの企業が、持合い株や政策保有株式は、経営戦略上、必要不可欠なものであると主張するが、明確な根拠が開示されることは稀であり、投資家の間では、この政策保有株式に関して否定的な意見が多い。

さらに、コーポレートガバナンス・コードは、原則として、政策保有株式の縮減に関する方針、考え方などに関する方針の開示を求めている。2019年1月に公布された内閣府令第3号「企業内容等の開示に関する内閣府令の1部を改正する内閣府令」は、政策保有株式に関する方針などについて開示を求め、さらに個別開示対象となる銘柄を30銘柄から60銘柄に拡大した。

上記の状況を踏まえ、2021年より適用となる、政策保有株式に関する新しい方針を制定した。原則として、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の「貸借対照表計上額の合計額」が連結純資産と比較して10%以上の場合、会長（会長職が存在しない場合、社長等の経営トップ）に反対助言とする。国際会計基準を採用している企業の場合は、資本合計と比較する。この方針に使用する情報は、前年度の有価証券報告書の数値を使用する。ただし、この方針に関連する直近の数値を開示している企業に対しては、その最新の数値を採用して精査する。

ただし、基準値を超える政策保有株式を保有していると確認できる場合においても、明確な削減計画を開示して、さらに政策保有株式が減少していると確認できる場合や、政策保有株式の保有理由が事業戦略上本当に必要である旨の明確な開示があり、弊社が合理的だと判断できる場合は、反対助言を見送る場合がある。

5 詳しい内容に関しては、In-Depth: Gender Diversity (<http://www.glasslewis.com/special-reports/>) をご覧ください。

## SEPARATION OF THE ROLES OF CHAIR AND CEO

(会長職と社長 (CEO) 職の分離)

より良いガバナンス体制の構築を促すため、会長職と社長職は、分離すべきであると考えます。経営責任者は、取締役会の方針に沿った会社運営を行い、その取締役会が設定した目標の達成率について、取締役会に対して報告義務を課せられる。よって、会長職と社長職が兼任されている場合、その兼任者の取締役会での影響力を著しく増加させ、そのプロセスが、不必要に複雑化してしまう懸念がある。例えば、会長職と社長職が兼任されている取締役会での議題とその議論にたいして、その兼任者は大きな影響力を持ち、取締役会の監督業務や方針設定などのプロセスに障害をきたすおそれがあるからである。

社長は、最高経営責任者として、取締役会の支持を得て、経営戦略を設定する立場であり、取締役会は、その目標達成のため、社長の経営戦略の遂行を可能にするべきである。ただし、取締役会は、取締役会の定めた目標達成が不可能だった場合、社長交代などを考慮すべきである。

経営の監督、株主の立場に立った取締役会の運営をする立場の会長職は、独立社外取締役が務めるのが望ましい。社内役員が会長職を務めている場合は、筆頭独立社外取締役を設置し、取締役会のバランスを保つことを推奨している。

会長職と社長職の分離が望ましいが、日本企業においては、会長職と社長 (CEO) 職の兼任は、基本的に助言賛否に影響しない。

## ENVIRONMENTAL AND SOCIAL RISK OVERSIGHT

(環境および社会リスクの監視・監督)

グラス・ルイスは、企業活動の持続可能性の確保を重要視している。重大な環境問題および社会問題への取組の欠如が、直接的な財務、規制およびレピュテーションなどのリスクを企業にもたらし、株主の利益に害を及ぼす可能性があると考えている。したがって、これらの問題が企業において慎重に管理・監督されるべきであり、企業は適切な監督体制を確立し、リスク軽減に努めるべきである。

グラス・ルイスは、企業活動における環境・社会を含む重要なリスクについて、適切な取締役会レベルでの監視・監督を徹底するべきであると考えます。大企業において、重大な監督上の問題があると判断する場合、弊社は当該企業のガバナンスの実施状況を精査し、環境問題および／または社会的問題に責任がある役員または取締役会の委員会を特定する。

企業が株主価値を損なうような環境・社会リスクに対する不適切な管理・監督状況、またはリスク軽減に対して適切な対応を怠っていたことが明らかであり、そして、そのような誤った管理体制が株主価値を脅かす場合、グラス・ルイスは、環境・社会リスクの管理・監督責任があると判断した役員に対して反対を推奨する。環境・社会リスクに対する明確な取締役会の管理体制が構築されていない場合、弊社が責任があると判断した役員に対して反対助言をする。ただし、グラス・ルイスがそのような助言判断をする際には、株主価値への影響、そして、企業による是正処置や、その他の対応内容等を慎重に考察し、最終的な助言判断をする。

## BOARD COMMITTEES: APPLIES TO ONE-TIER BOARD WITH THREE COMMITTEES AND ONE-TIER BOARD WITH ONE COMMITTEE

(委員会：監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社が対象)

監査委員会と監査等委員会は、その委員会の重要性を考慮し、委員長は、弊社の独立基準を満たす、社外取締役が務めるべきであると考えます。指名委員会、報酬委員会もそのような独立した社外取締役が務めるのが望ましいが、監査委員会とは異なり、指名委員会、報酬委員会の委員長は、独立性は求めず、社外取締役 (社内でない取締役) が務めるのが望ましいとする。

さらに、前述の監査役の独立要件と同様、監査委員会と監査等委員会に所属する役員が20%以上の議決権を保有する大株主との密接な関係があると判断した場合、非独立とみなすだけではなく、監査委員会または監査等委員会の職務に不適切だと判断し、反対助言を行う。

条件	委員長の独立性基準	委員会の独立性基準
監査委員会または監査等委員会	グラス・ルイスが独立と判断する 社外取締役	過半数
報酬委員会	社外取締役（独立性は問わない）	過半数
指名委員会	社外取締役（独立性は問わない）	過半数

#### AUDIT COMMITTEE INDEPENDENCE

（監査委員会または監査等委員会の活動状況）

以下の例においては、原則として反対助言を行う：

条件	反対助言の対象
当事業年度に、監査と監査に関連する監査人の報酬額の合計が、全体の報酬額の過半を占めない場合	監査委員または監査等委員全員に反対助言を行う
純粋な監査業務に関連しない会計監査人の報酬額が、経営トップの税金サービスや脱税、租税回避スキーム等に使用されている場合	監査委員または監査等委員全員に反対助言を行う
上記のような監査人の報酬額とは別の理由によって、監査人が独立していないと弊社が判断し、監査役人を再び選任された場合	監査委員全員に監査等委員反対助言を行う
不正会計が行われ、当該期に監査委員または監査等委員として勤めていた場合	対象の監査委員または監査等委員に反対助言を行う
不正または過失の結果、決算修正を行い、当該期に監査委員として勤めていた場合	対象の監査委員または監査等委員に反対助言を行う
当該企業が、決算報告書等の期限内提出を継続的に怠っている場合	監査委員または監査等委員全員に反対助言を行う
内部統制に重大な不備が発覚し、当該企業または会計監査人が報告を怠った場合	監査委員または監査等委員全員に反対助言を行う
監査委員会または監査等委員会が、4回以上開催されていない場合	監査委員長または監査等委員に反対助言を行う

#### COMPENSATION COMMITTEE PERFORMANCE

（報酬委員会の活動状況）

以下の状況下で、報酬委員会の活動状況に基づいた反対助言を行う：

条件	反対助言の対象
報酬体系に過剰な報酬額、退職慰労金額がある場合	報酬委員会全員に対して反対助言を行う
執行役員が業績目標を達成できず、または、達成できないと予想され、業績目標が変更された場合（下方修正等）	報酬委員会全員に対して反対助言を行う
過剰な給付金や役得などを許可した場合	報酬委員会全員に対して反対助言を行う
報酬委員会の開催がなかったが、その必要性があった場合（報酬制度の変更があった場合等）	報酬委員長に対して反対助言を行う

#### NOMINATING COMMITTEE PERFORMANCE

（指名委員会の活動状況）

以下の条件下で、指名委員に対して、基本的に反対助言を行う：

条件	反対助言の対象
重大な利益相反のある人物を再び選任する、または、過去の活動において、株主利益の代表者として適格でない、または、誠実さを欠いていると判断された場合	指名委員全員に対して反対助言を行う
指名委員会の開催がなかったが、その必要性があった場合	指名委員長に反対助言を行う
取締役会または委員会に出席していない取締役を、指名委員会 が再び選任した場合	指名委員長に反対助言を行う
1：取締役会が独立性基準を満たさない場合 2：取締役会の構成が20名越えの場合、または 3：取締役会の構成が5名未満の場合	指名委員長に反対助言を行う

# Transparency and Integrity in Financial Reporting

## (財務報告の透明性と完全性)

### ACCOUNTS AND REPORTS/CONSOLIDATED ACCOUNTS AND REPORTS

#### (計算書類の報告)

計算書類の報告は、多くの国において、株主総会の決議事項であるが、日本においては、特別な状況を除き、株主総会での決議事項ではなく、報告事項となる。

グラス・ルイスは、計算書類の報告が株主総会決議事項扱いとなった場合、会計監査人の意見、決議事項となった原因などを吟味したうえで助言賛否を判断する。

弊社は、特別な場合を除き、計算書類議案を否認する事は、一概に株主の利益につながるとは限らないと考える。それは、万が一、計算書類の決議が否決された場合、投資先企業の将来性に影を落とし、市場での信頼を下げることにつながる恐れがあるからである。

ただし、会計監査人による監査報告が遅れている場合、会計監査人が計算書類に対しての懸念を表明した場合、または、計算書類に不正が発覚した場合など、企業の会計処理に不透明さがあると判明した場合には、個別に判断をする。さらに、議案を判断する際に、必要な情報が十分に得られない場合、棄権助言を行う場合がある。

### ALLOCATION OF PROFITS/DIVIDENDS

#### (剰余金の処分)

一般的に、多くの日本企業は、業績や将来の資本需要を反映した配当ではなく、毎年安定した配当を分配する傾向にある。その一方で、低い資本効率と低い株主還元率に対する批判も高まっている。貸借対照表上の過剰な現金保有、過剰な株式の持ち合い率、低ROE、その他の資本配分問題等が、不十分な資本効率と株主還元につながっている。

株主は、投資から安定した配当以上のものを期待すべきだと考える。一般的に、投資家は、潜在している将来的な事業の成長や利点から利益を得るために、企業の普通株式を購入する。事業発展と拡大のために資金を投じる計画や、資本金不足による追加資本の必要性がある場合を除き、企業の業績が好調な場合、株主は、通常よりも多くの配当金を期待するものである。

弊社は、原則的に、企業の配当金（または無配当）の方針を支持する。これは、多くの場合、配当金分配のための十分な資本の有無の判断、または将来的なビジネスチャンスやニーズに備え、利益を貯めることが株主にとって将来的にさらなる利益をもたらすかどうかといった判断は、株主の代表である取締役会に一任することが適切だと考えるためである。ただし、弊社が剰余金処分の議案を精査する際には、企業の配当方針に加え、過去数年間における現金の保有状況、資本構成、業績、株主還元などを考慮し、上程されている配当金の妥当性を判断する。

日本の会社法では、次の条件を満たす企業は取締役会の決議のみで、剰余金の配当を決定することができる。

- (a) 会計監査人設置会社である
- (b) 監査役会設置会社、監査等委員会設置会社、または指名委員会等設置会社である
- (c) 取締役の任期が1年である（任期2年の監査等委員である取締役を除く）
- (d) 定款に剰余金の配当の決定を取締役会の権限とする旨の規定があ
- (e) 会計監査人による監査報告書に問題がない

取締役会に剰余金の配当決定権限を与えている場合においても、グラス・ルイスは、前述の剰余金処分に関する方針を適応する。前述の通り、原則的に、企業の配当金（または無配当）の方針を支持するが、企業の配当方針に加え、過去数年間における現金の保有状況、資本構成、業績、株主還元などを考慮し、上程されている配当金の妥当性を判断する。配当に問題があると判断する場合、配当決定に責任があると思われる取締役候補者に対して反対助言をする場合がある。

しかし、上場してからの期間、経済環境、企業の財務動向、剰余金に関する方針の開示内容等、企業が置かれている様々な状況を慎重に考慮し、議案を個別判断した結果、反対推奨を控える場合もある。

## APPOINTMENT OF AUDITOR AND AUTHORITY TO SET FEES

### （会計監査人の選任）

グラス・ルイスは、会計監査人の選任議案は、会計監査人の独立性または監査の信憑性に懸念があると判断した場合を除き、基本的に取締役会の決定を支持する。不正が発覚し、計算書類の再提出となった場合、その会計監査人の責任を検証する場合もあるが、企業が会計監査人に対する報告義務の順守を怠っていた場合は、会計監査人の責任は問わないものとする。

### 会計監査人の選任に対する助言方針

以下のような状況で、会計監査人の選任で賛成助言を行わない可能性がある<sup>6</sup>：

- ・ 当事業年度に、監査と監査に関連する会計監査人の報酬額の合計が、全体の報酬額の過半を占めない場合
- ・ 財務報告の提出を延期、または財務報告の修正があり、会計監査人に一部責任があると判断した場合
- ・ 当該企業に、不適切な会計処理方針が確認される場合
- ・ 財務報告の開示内容が、不十分または不透明の場合
- ・ 会計監査人と当該企業の間利益相反になる恐れがある場合
- ・ 会計方針、財務報告の意見不一致により、会計監査人の変更が行われた場合

<sup>6</sup> 会計監査人選任議案の詳細が（会計監査人の名称等）開示されていない場合、棄権助言を行う。

# The Link Between Compensation and Performance

## (報酬と業績の連動性)

社外取締役、監査等委員である社内外取締役または社内外監査役に対しての報酬は、それぞれが務める取締役会、委員会または監査役会での活動に見合った報酬体系であるべきであり、その報酬額は、優秀な人材を確保するために、妥当な金額であるべきだと考える。具体的に言うと、グラス・ルイスは、上記に該当する役員の報酬体系としては、業績に連動しないタイプのストックオプションなどの株式報酬を含むような報酬体系を推奨する。これは、このような株式報酬を含めることにより、付与対象者である役員が、株主と同じ立場になって考えることを促し、株主の利益につながる職務遂行を期待できる報酬体系であるからである。しかし、過剰な報酬の支払いは、企業の財務負担を増やし、社外取締役また社内外監査役の独立性に対して影響を及ぼす可能性もあるため、役員の報酬にはバランスが求められる。

他方、重要な業務を執行する者や業務の執行を兼任する社内取締役の報酬は、担当する事業の成果そして個人のパフォーマンスに連動しているべきであると考え。そのような役員に対する効果的な報酬体系は、定額の報酬に加え、短期そして長期的な業績連動型インセンティブを取り入れた混合型であるべきだと考える。

### DIRECTOR AND STATUTORY AUDITOR COMPENSATION

(取締役・監査役に対する報酬)

現行法では、役員の報酬額を改定する場合に限り株主の承認が必要となる。しかしその場合でも、詳細な報酬の内訳や執行役に対する報酬プランなどについての開示がなされる事はごく稀である。グラス・ルイスは、役員報酬に関する情報開示が不十分である事に懸念を持つが、現在のところ、そのような開示内容が市場慣例である事も認識している。

基本的に、提案額が他の競合他社と比較して過剰な金額でない限り、賛成助言とする。近年、業績連動型タイプの報酬を導入する企業も増えてきているが、その詳細は開示されず、対象者に社外取締役、監査等委員である社内外取締役または社内外監査役が含まれる場合があるが、そのような場合、原則、反対助言とする。社外取締役、監査等委員である社内外取締役及び社内外監査役の職務は、株主を代表して、経営陣による過剰なリスクを伴う業務判断などを回避させる事であるが、社外取締役、監査等委員である社内外取締役または社内外監査役の報酬が社内役員と同内容の業績連動型である場合、彼らの独立性に影響を及ぼす懸念が生じると考えるためである。

### BONUSES

(役員賞与)

社内取締役に対する役員賞与支給の議案は、企業規模や業績などを考慮して、提案された支給額が妥当である限り、基本的に賛成助言としている。ただし、監督責任の立場にあり、高い独立性を求められる、社外取締役、監査等委員である社内外取締役または社内外監査役に対する役員賞与支給や短期的業績連動型インセンティブの付与については、基本的に反対助言とする。そのような報酬の付与により、社外取締役、監査等委員である社内外取締役または社内外監査役の独立性に影響を及ぼす懸念が生じると考えるためである。

### RETIREMENT BONUSES

(役員退職慰労金)

基本的にすべての役員退職慰労金関連議案に反対助言を行う。

グラス・ルイスは、業務執行を兼務する社内取締役の報酬は業績連動型であるべきであると考え。そのような役員報酬には、年功序列型報酬を廃止し業績連動型報酬の導入を強く要請する。さらに、役員の独立性を保つため、社外取締役、監査等委員である社内外取締役及び社内外監査役に対しての退職慰労金の支給の必要性はないと考える。



## EQUITY-BASED COMPENSATION PLANS

### (株式型報酬)

株式型報酬制度は、その制度が乱用されない限り、従業員のつなぎ留めや従業員の業績向上への士気を高めるために有効な報酬制度の一つであると考えます。

そのような株式型報酬は、受益者に、さらなる企業の業績向上、ひいては株主価値を向上させる事に意欲を持たせる設計であるべきだと考える。

株式型報酬制度を査定する際、グラス・ルイスは、株式報酬にかかるコスト、株式の希薄化や発行規模、そして当該企業の業績などを総合的に検討する。

株式報酬制度を査定する際には、原則的に、以下の項目を考慮する：

- ・ 希薄化が既存株主にとって合理的であること
- ・ 過去三期において、交付株式数が適度であること
- ・ 株主承認のない権利行使価格の再設定を禁止する
- ・ ベスティング期間は、2年以上であるべきと定める。ただし、権利行使条件に、退職後でなければ権利行使できないという条項がある場合は、この基準を適用しない。
- ・ 業績連動型の株式型報酬制度に割当対象者に社外取締役、監査等委員である取締役または社内外監査役が含まれないこと。ただし、株式型報酬制度が業績連動でない場合（一元ストックオプション制度を含む）、割当対象者に社外取締役、監査等委員である取締役または社内外監査役が含まれていても、コスト、株式の希薄化など、プラン内容に懸念がない場合は、問題視しないとする。
- ・ 付与対象者に顧問契約を締結している者、社外協力者などを含まないこと

更に、株式報酬制度議案の査定に当たって、交付株式に関する完全性を有する開示を求める。以下の状況で、開示が不十分と判断した場合、反対助言を行う可能性がある：

- ・ 交付可能株式総数の開示がない場合
- ・ 権利行使価格が市場価格よりも安値に設定されている場合において、その行使価格を取締役会に一任とする条項がある場合

# Financial Structure and the Shareholder Franchise (財務体質と権限秩序分配論)

## GLASS LEWIS' APPROACH ON TAKEOVER DEFENSE PLANS

(グラス・ルイスの買収防衛策に関する考え方)

弊社は、基本的に、買収防衛策はコーポレートガバナンスの向上にはつながらないものとするため、取締役会への権限集中を避け、かつ株主の意見が尊重されると認められるいくつかの例外的事案を除き、基本的に反対助言とする。

さらに、弊社は、取締役会が、事業計画など企業活動の様々な事柄について、幅広い決断権限を持つべきであると考えているが、買収防衛策のような重要事項に関しては、株主が直接意見を示す事ができる権利を与えられるべきだと考えている。買収防衛策は、経営陣と株主の意見が分かれる可能性の高い案件であり、このような案件は、取締役会に一任すべき他の事業関連の案件とは異なるものである。

しかし、買収防衛策の範囲の限定、かつ、十分な株主保護を担保し、株主と取締役会に他の手段による企業繁栄を考える十分な時間が与えられる場合等、特定の状況下において、賛成助言を行う場合がある。

- ・ 買収防衛策の導入と更新に株主承認が必要である
- ・ 買収防衛策の有効期限が、三年以内である
- ・ 大規模と判断される買付の基準値は、20%以上である
- ・ 取締役会の独立性が過半数を超えている
- ・ 独立した第三者委員会によって、買収防衛策の運営が監視される
- ・ 必要情報の量、期間、及び種類などの要件が合理的である。
- ・ 株主の承認によって買収防衛策の廃止が可能である
- ・ 不合理な例外条項がない場合
- ・ 買付側に金銭的な支援を許可する条項がない場合

## ADOPTION, RENEWAL AND REVOCATION OF A TAKEOVER DEFENSE PLAN

(買収防衛策の導入、更新と廃止)

買収防衛策の導入と更新には、株主承認を要件として、かつ、買収防衛策には、株主承認による廃止を可能にする条項を明確にするべきであると弊社は考える。ただし、事前に承認を得ていない場合でも、株主総会において、株主の承認を得る予定である場合には、例外とする。

株主の承認を得ずに買収防衛策の導入または更新を行った場合、かつ、株主総会で議案として提示されていない場合<sup>7</sup>には、会長（不在の場合には経営トップ）に対して反対助言を行う。

<sup>7</sup> 株主の承認がない買収防衛策の導入及び更新には、12か月のルックバック期間を適用する。

## TRIGGER THRESHOLD

(対象となる大規模買付)

大規模と判断される買付の基準値は、最低でも、議決権割合の20%以上が望ましいと考える。大規模買付の判断基準が低い場合、特に小さな企業に対する投資機会を制限させてしまうおそれがある。20%以上の買付の場合、買付者が買付先企業を支配するという意思を持った買付である可能性が高いと考える。基本的に、大規模買付の判断基準値が、議決権割合の20%未満と設定されている場合、反対助言の対象となる。

## BOARD INDEPENDENCE

(取締役会の独立性)

敵対的買収のような状況下で、少数株主の利益を守るには、取締役会の高い独立性が必要不可欠であるとする。取締役会の独立性が乏しい場合、買付提案の検討プロセスにおける、取締役会の客観性、独立性、並びにすべての株主の利益を守る能力などに、多大な懸念が残ると考える。敵対的買収などの状況下で、株主は、そのような独立性の乏しい取締役に決議を委任すべきでないとする。

そのため、取締役会の独立性が過半数を満たさない場合、反対助言の対象となる<sup>8</sup>。

## INDEPENDENT THIRD PARTY OVERSIGHT

(第三者委員会の独立性)

買収防衛策を経営者側の利益追求のために発動されるリスクを最小限にするためには、当該企業と利益相反関係がなく、高い独立性を持った第三者委員会が、買収防衛策の運営を管理すべきであるとする。この委員会は、利益相反関係のない独立社外取締役や独立社外監査役など、独立性の高い個人によって構成されるべきであり、企業はその委員会メンバーの独立性について、公表すべきである。

第三者委員会の独立性が乏しいと判断する場合や、その委員会メンバーの独立性などについて十分判断できる情報開示がなされていない場合は、反対助言を行う。

## INFORMATION DISCLOSURE REQUIREMENT

(大規模買付者からの必要情報の提供)

グラス・ルイスは、買付者からの最低限の情報提供は必要であるとするが、過剰な情報要求は不必要であるとする。弊社が考える不必要な情報内容の一例を以下に掲げる：

- ・ 当該買付者等による買付と同種の過去の取引の詳細
- ・ 買付の目的、方法及び具体的内容の実現可能性
- ・ 大規模買付等の際しての第三者との間における意思連絡の有無並びに意思連絡がある場合はその内容及び当該第三者の概要
- ・ 株主、従業員、取引先、顧客などの利害関係者に対する対応方針
- ・ 買付後の企業集団の中長期的に持続的かつ継続的な企業価値向上のための施策及びそれにより中長期的に企業価値が向上される根拠

上記のような、過剰と判断されるような情報要求は、買付者の買収を阻止する施策となる可能性もある。そのため、要求する情報の内容が過剰であると判断した場合は、原則的に反対助言を行う。

さらに、「提供された情報が大規模買付の必要情報として不十分であると取締役会や独立委員会が判断した場合には、買付者に対し、追加的に情報提供を求める」というような条項が含まれ、追加情報要求の期間に制限が定められていない場

<sup>8</sup> 買収防衛策に関する取締役会の独立性基準は、監査役会設置会社においては、取締役会と監査役会を合わせた独立社外の役員割合ではなく、取締役会の過半数であることに注意。

合、反対助言の対象となる。追加情報は必要な場合もあると考えるが、そのような要求を可能とする条項には、明確な期間の設定が必要であると考え。買付者に対して、無期限に情報提供を要求できるような条項は、株主にとって有益な買収提案を含め、潜在的な買収提案を不必要に妨げる施策となる可能性がある。そのため、このような条項が含まれる場合、原則的に反対助言を行う。

ただし、上記の例がすべてではなく、企業の開示内容などを考査し、最終的な判断をする。

## CONSIDERATION PERIOD

(検討期間)

基本的に、取締役会や独立委員会による買付内容検討期間は、短期であることが望ましいと考える。グラス・ルイスは、90日間の検討期間は、買付内容の検討や買付者との交渉などに十分な期間だと考える。延長期間を含め、最大でも、120日間以内であるべきだと考える。長期に渡る検討期間は、買付者にとって買収計画が長期間、不確かな状態にさらされることを意味し、それにより買収提案を思いとどまらせてしまう可能性もあるため、原則として、検討期間が90日間（延長期間を含めても120日間）を超える場合、反対助言を行う。

## EXCEPTIONS CLAUSE

(例外的発動)

グラス・ルイスは、買収防衛策の例外的発動に関する条項については、株主に対する保護の観点から、妥当な場合もあると考えるが、原則的には、経営陣に防衛策の例外的な発動の判断を委ねることは好ましくないと考えている。すべてではないが、以下のような条項が含まれる場合、反対助言を行う。

- ・ 取締役会、独立委員会または株主に対して、買付内容の検討に合理的に必要とされる時間や情報が提出されていない場合
- ・ 買付の条件が、企業の本源的価値に不十分または不適切な買付であると判断した場合
- ・ 株主、従業員そして他のステークホルダーの利益を考慮したうえで、買付提案が企業の利益につながらないと判断した場合
- ・ 企業価値を生み出す上で必要不可欠なグループ従業員、取引先、顧客等との関係またはブランド価値、企業文化を破壊することなどにより、企業価値、株主共同の利益に重大な悪影響をもたらすおそれのある買付等である場合
- ・ 買付者等が支配権を取得する場合の企業価値が、中長期的な将来の企業価値との比較において、買付者が支配権を取得しない場合の企業価値に比べ、著しく劣後すると判断される場合

グラス・ルイスは、上記のような条項は不明確であり、経営陣側に過剰な決定権を与えることになるかと考える。ただし、上記の例がすべてではなく、企業の開示内容などを考査し、最終的な判断をする。

## PROVISION OF MONETARY COMPENSATION TO THE BIDDER

(大規模買付者に対する金員交付)

敵対的買収者への金員交付が買収防衛策の条項に含まれる場合、グリーンメールを触発させる可能性やむやみな買収防衛策の発動を誘発させる可能性などが懸念される。グラス・ルイスは、金員交付条項を含む買収防衛策に対して、反対の立場をとる。過去の判例から、金員交付条項が含まれる買収防衛策が法的に認められていることは理解している。しかし、提案された買付が、株主価値に損害を与えようと考えられるのであれば、企業は買収者へ金員の交付をするのではなく、その根拠を主張し、既存株主の同意を得るべきであると考え。

## EXCESSIVE CROSS-SHAREHOLDING

(過剰な株式持ち合い)

日本独特の市場慣行の一つである企業間の株式持ち合いは、上場企業の株式の経済的価値をその議決権割合から引き離すものであり、経営陣を資本市場のプレッシャーから守る役割を果たしている。また、経営側の説明責任の低下、不十分な危機管理能力や非効率的な自己資本管理政策等の原因にもなり、さらに敵対的買収の回避にも寄与していると考えられて

いる。通常、企業側は、株式持ち合いが企業政策上、必要不可欠なものであると主張するが、株式持ち合いがもたらす利益は、数量化することが困難であり、明確に示されることがない。

グラス・ルイスは、企業が買収防衛策の導入に加えて、過剰な株式持ち合いを行っている場合、経営陣が株主価値を軽視し、株主のコストで自身の保身を図っているとみなす。そのため、買収防衛策を導入している企業が、さらに、過剰な株式持ち合いを行っていると判断した場合、経営陣による過度な防衛策の導入であると判断し、会長（会長職が存在しない場合、社長またはそれに準ずる役職の者）に対して、反対助言を行う。

## AMENDMENTS TO THE ARTICLES OF INCORPORATION

### (定款変更)

日本では通常、複数の定款変更案がある場合でも、1つの議案にまとめられる。しかし、複数の変更事項を1つの議案にまとめてしまう事は、株主が各変更事項に対しての意見表明する事を妨げ、株主の権利に負の影響を及ぼす懸念があるため、弊社はそのような市場慣行を懸念材料の一つとして捉えている。

定款変更の議案は、原則個別判断とする。尚、複数の変更事項が1つの議案にまとめられている場合は、それらの変更事項を総合的に判断し、株主にとって利益になると考えられる定款変更議案のみ賛成助言とする主提案議案に対する助言は、原則、各議案に対して個別に判断を下して行っている。

基本的な考え方として、株主価値の向上やまたは株主の権利を守る事に期待が持てるような議案を支持している。

## AUTHORITY TO APPROVE DIVIDENDS

### (剰余金配当等の取締役会授権)

弊社は、株主が直接的な手段で、企業の事業内容や業務執行などに対して細かく管理をするのは好ましくないと考える。企業に対して意見がある場合、間接的ではあるが、役員を選任議案など、株主価値を確保できるガバナンス体制の構築を促す議案を通じて、株主としての意見を反映すべきであると考えている。

剰余金決定権限の取締役会授権の定款の変更が提案された議案には、原則として賛成助言を行う。

ただし、定款変更議案において、剰余金の配当を株主総会の決議事項としない旨を定める場合には、原則的に反対助言を行う。ただし、各企業のガバナンス体制等を考慮し、最終的な判断を行う場合がある。

## SUPERMAJORITY VOTE REQUIREMENTS

### (特別多数決の要件)

特別多数決の要件は、株主の利益に関わる、重要な議案に対する株主の行為を妨げる効果がある。特に買収等の重要な決議の場合、特別多数決の要件によって、株主の声が著しく制限される恐れがある。

## REDUCTION OF QUORUM REQUIREMENT

### (定足数の緩和)

日本において、株式の集中所有が多いため、定足数の緩和に関する定款の変更については、原則として、反対助言を行う。中では、定足数要件を発行済株式数の過半数から3分の1に下げをを求める企業もいる。正し、多くの企業では、親会社または創業者の一族のみで、3分の1の定足数要件を超える。そのような議案は、独立株主の議決権行使する機会を奪う恐れがある。

## INCREASE IN AUTHORIZED SHARES

### (発行可能株式総数の増加)

グラス・ルイスは、十分な株式資本は、企業運営するにあたって、大変重要なものである、十分な株式資本は、経営陣の敏速な決断と効率的な会社運営を可能にさせると考える。ただし、発行可能株式総数の増加は、既存株式の希薄化に繋がる可能性があり、株主の承認を受けることが重要であると考えている。

発行株式の増加議案を査定する際に、以下の一般的な4つの株式増加理由を審査する。

株式分割	次の3つの基準を用いて、株式分割の可能性や必要性を分析する：(i)過去の株式分割前の株価、(ii)現在の株価と過去52週間の中の平均株価を比較、及び、(iii)敵切な株価または不適切な株価と思われる絶対的な株価の水準
株主防衛	発行可能株式総数の増加は「ポイズン・ピル」などの買収防衛策を強化する目的で利用される可能性がある。企業によっては、敵対的買収を防衛・防止する旨を有益性として挙げる場合がある。ただし、グラス・ルイスは、前述の様に、防衛策には批判的な立場をとっており、買収策の強化を目的とした行為には反対助言をする。ただし、買収防衛策が適切であると判断した場合、発行可能株式総数の増加に賛成助言する場合もある。
買収目的の資金調達	過去に株式を用いた企業買収の有無を確認し、その様な取引において、どの程度の株式が必要であったかを考慮する。また、開示内容で発行可能株式総数の増加の理由として挙げられているか確認をする。
事業目的の資金調達	当該企業の現金持高や他手段で融資を獲得する方法があるか調査をする。また、株式を用いた資金調達が、過去に行われたかを確認する。

前述のとおり、発行可能株式総数の増加は、既存株式の希薄化に繋がる可能性がある。さらに、買収防衛策目的で利用する裁量がある場合、将来株主となり得る、潜在的な投資家の投資意欲を抑制する恐れがある。従って、企業側の説明が不十分と判断した場合、または、開示された必要とする用途には過剰と考えられる場合に原則として反対助言を行う<sup>9</sup>。

## LIMIT LIABILITY OF DIRECTORS AND STATUTORY AUDITORS

(取締役及び監査役の責任限定契約)

弊社は、取締役または監査役が株主に対する責務を怠っている場合、責任を負うべきであると考え。ただし、コーポレートガバナンスの動向等によって派生する責任が増加している中で、取締役及び監査役の責任限定を求める企業の姿勢も理解している。多くの場合、取締役員と監査役の責任限定を拡大すべきであるが、不正行為や重大な過失がある場合などは責任を負うべきであると考え。従って、基本的には、取締役員と監査役の責任限定の定款変更賛成助言を行う。

## CAPITAL STRUCTURE

(資本構成)

### AUTHORITY TO TRADE IN COMPANY STOCK

(株式の交換)

次の要件を満たした場合、賛成助言を行う：(i)株式数の上限が設定されている、(ii)市場価格の割合で上限が設定されている、かつ、(iii)18ヶ月後に権限は消滅する。

### SALE OF BROKEN LOTS OF SHARES

(端株・単元未満株の売買)

単元未満株を所有する株主が、企業に対して、単元を完全にするために、売却請求を可能にする。単元未満株の販売は、株式の流動性と市場性を高める効果があるため、当該議案に賛成助言する。

### AUTHORITY TO REDUCE CAPITAL OR EARNED RESERVE

(資本準備金・利益準備金の減少)

十分な資金を、他目的に使用する柔軟性を獲得することは、株主の利益に適うと考えるため、当該議案は、基本的に賛成助言を行う。

<sup>9</sup> 発行可能株式総数の100%を超える増加の場合には、基本的に反対助言を行う。

# Shareholder Initiatives and Sustainable Business Practices (株主提案と持続可能なビジネスプラクティス)

---

グラス・ルイスは、全ての株主提案を個別判断する。基本的に、株主価値を向上または株主の権利を守ることにつながる可能性が高い株主提案を支持する。弊社は、原則的に、日々の会社運営や、経営戦略、政治、社会、環境に関する企業方針の決定などに関して、経営陣と取締役会に任せるのが好ましいと考える。弊社は、株主が直接的な手段で、企業の事業内容や業務執行などに対して細かく管理をするのは好ましくないと考える。企業に対して意見がある場合、間接的ではあるが、役員の選任議案など、株主価値を確保できるガバナンス体制の構築を促す議案を通して、株主としての意見を反映すべきであると考えている。

株主提案の助言賛否の判断をする際、弊社は、各企業が置かれている状況を考慮したうえで、個別の最終的な助言方針を決定する。弊社は、アニュアル・レポート、サステナビリティ・レポート、企業ウェブサイト、NGO団体ウェブサイト、報道記事などの公開情報をもとに、各企業のリサーチをする。その際に、弊社がリサーチ対象企業において、株主価値損失の可能性がある状況を確認した場合、弊社のプロキシ・ペーパーに記載する。弊社は、株主提案を支持することにより、より良い開示を促し、リスクを緩和する事につながると判断した場合、株主提案が妥当であり精巧に作成されたものであれば支持をする。

詳しい株主提案議案に対する助言方針に関しては、Glass Lewis's Shareholder Initiatives Policy Guidelines (<http://www.glasslewis.com/guidelines/>) をご覧ください。

## DISCLAIMER

This document is intended to provide an overview of Glass Lewis' proxy voting policies and guidelines. It is not intended to be exhaustive and does not address all potential voting issues. Additionally, none of the information contained herein should be relied upon as investment advice. The content of this document has been developed based on Glass Lewis' experience with proxy voting and corporate governance issues, engagement with clients and issuers and review of relevant studies and surveys, and has not been tailored to any specific person.

No representations or warranties express or implied, are made as to the accuracy or completeness of any information included herein. In addition, Glass Lewis shall not be liable for any losses or damages arising from or in connection with the information contained herein or the use, reliance on or inability to use any such information. Glass Lewis expects its subscribers possess sufficient experience and knowledge to make their own decisions entirely independent of any information contained in this document.

All information contained in this report is protected by law, including but not limited to, copyright law, and none of such information may be copied or otherwise reproduced, repackaged, further transmitted, transferred, disseminated, redistributed or resold, or stored for subsequent use for any such purpose, in whole or in part, in any form or manner or by any means whatsoever, by any person without Glass Lewis' prior written consent.

© 2020 Glass, Lewis & Co., Glass Lewis Europe, Ltd., and CGI Glass Lewis Pty Ltd. (collectively, "Glass Lewis"). All Rights Reserved.



## North America

### UNITED STATES

Headquarters  
255 California Street  
Suite 1100  
San Francisco, CA 94111  
+1 415 678 4110  
+1 888 800 7001

44 Wall Street  
Suite 503  
New York, NY 10005  
+1 646 606 2345

2323 Grand Boulevard  
Suite 1125  
Kansas City, MO 64108  
+1 816 945 4525

## Europe

### IRELAND

15 Henry Street  
Limerick  
+353 61 292 800

### UNITED KINGDOM

80 Coleman Street  
Suite 4.02  
London, EC2R 5BJ  
+44 207 653 8800

### GERMANY

Ivox Glass Lewis  
Kaiserallee 23a  
76133 Karlsruhe  
+49 721 3549622

## Asia Pacific

### AUSTRALIA

CGI Glass Lewis  
Suite 5.03, Level 5  
255 George St  
Sydney NSW 2000  
+61 2 9299 9266

### JAPAN

Shinjuku Mitsui Building  
11th floor within WORKSTYLING  
2-1-1, Nishi-Shinjuku, Shinjuku-ku,  
Tokyo 163-0411

[www.glasslewis.com](http://www.glasslewis.com)

 [@GlassLewis](https://twitter.com/GlassLewis)

 [@CGIGlassLewis](https://twitter.com/CGIGlassLewis)

 [Glass, Lewis & Co.](https://www.linkedin.com/company/glass-lewis-co)



GLASS LEWIS