




日本版スチュワードシップ・コード
(第三次改訂版)



TITLE
Institutional Shareholder Services (ISS)

2025 年 12 月



目次

序論.....	1
ISS サービスの利用.....	3
人的資源と組織体制.....	8
PX の機能.....	10
顧客が議決権代理行使および議決権行使助言サービスを利用したことを開示できるよう支援.....	12
利益相反.....	14
ISS とのコミュニケーション.....	21
Appendix.....	26



本稿は参考和訳です。原文（英文）との間に矛盾や相違がある場合は、英文が優先します。

序論

Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) は、日本版スチュワードシップ・コード改訂版（スチュワードシップ・コード）の「責任ある機関投資家の諸原則」に関して以下の声明を提出させていただきます。

1985年に設立されたISSは、ISS STOXX グループに属しており、独立したコーポレート・ガバナンス、サステナビリティ、ファンド・インテリジェンス・リサーチ、専門的なデータ・分析、実行可能な洞察を世界の主要な資本市場参加者に提供する大手プロバイダーです。ISSは、日本および海外の投資家コミュニティに、コーポレート・ガバナンス・リサーチ、議決権行使推奨と議決権代理行使のためのサービスを提供するリーディング・プロバイダーとして、機関投資家がスチュワードシップの責任を果たせるように支援するため、透明性が高く、責任感のある建設的な方法で事業を遂行することを最優先にしております。

ISSは、20カ国30拠点にオフィスを展開し、約3,800人の従業員を擁するグローバル企業です。

ISSのガバナンスリサーチと議決権行使に関する推奨は、年間100カ国以上で開催される株主総会約51,500件を対象とし、議決権行使に関わるリサーチと推奨を提供しています。また、顧客と緊密に連携しながら、1,340万件以上（6兆500億株に相当）の議決権の行使にも関わっています。

機関投資家は、タイムリーかつ客観的なガバナンスリサーチと議決権行使推奨をISSに求めています。投資家顧客は、これらのリサーチと推奨を活用し、十分な情報に基づいたスチュワードシップおよび投資家自身の議決権行使基準に基づく議決権行使の意思決定を行い、また、業務効率および費用効率の向上を図っています。さらに、議決権行使プロセスおよび関連する記録・報告の管理についても、ISSに支援を依頼することがあります。本声明に記載されているサービスは、ISSのガバナンスリサーチ及び議決権行使部門を通じて提供されます。

スチュワードシップ・コードの記載にあるように、機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、その助言に機械的に依拠するのではなく、自らのスチュワードシップの責任と判断のもとで議決権を行使すべきです。ISSのサービスは、顧客である機関投資家が情報に基づいた効果的な議決権行使の意思決定を行えるよう支援することを目的としています。ISSは、最終的な議決権行使の決定は、機関投資家の責任、判断であるべきだと考えています。

原則1から7はISSに直接該当するものではありませんが、ISSは提供するサービスを通じて、当社の顧客である機関投資家が彼らのスチュワードシップ・コード遵守を支援することが可能です。この点に関し、本声明は、ISSのサービスに関わるスチュワードシップ・コードの各原則に

対し、ISSの顧客である機関投資家のスチュワードシップ活動を支援するために活用しうるサービスに焦点を当てています。したがって、原則1から7に含まれ、ISSに該当する内容については、原則8において以下に詳述します。



原則 8

機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

ISS サービスの利用

ISSは情報、分析、および議決権行使の推奨を提供しますが、議決権行使の決定そのものは行いません。株主総会における各決議案に対する最終的な議決権行使の決定は、顧客自身の責任により行われ、ISSはそうあるべきだと考えます。いわゆるISS基準のリサーチおよび議決権行使推奨を利用している多くのISSの顧客は、ISSのリサーチを自社での検討の参考材料として活用していますが、顧客自身の投資、ガバナンス、環境・社会（E&S）に対する考えおよび企業とのエンゲージメント活動に基づき、最終的には、ISSの推奨と異なる議決権行使判断を行う場合があります。

ISSの顧客は主に機関投資家であり、投資運用会社に加え、民間セクターや公務員の年金制度などのアセットオーナーも含まれています。ISSは個人投資家に対し直接サービスを提供しません。ISSは多様な機関投資家にサービスを提供しています。長期保有型投資家もいれば、短期的な投資戦略を追求する投資家もいます。長期的なリスク管理と事業の持続可能性に重点を置く投資家もいれば、自ら（または顧客）の明示する目標、あるいは宗教的・哲学的信念に沿った方法で妥当な財務リターンの達成を目指す投資家もいます。ISSの顧客の中には、自らの顧客やその受益者のニーズに応じて、同じ顧客の一社の中でも多様な異なる投資戦略や議決権行使戦略を追求する投資家もいます。

ISSの役割は、顧客がそれぞれの投資および受託者責任の観点から、十分な情報に基づいた議決権行使判断を行い、保有株式の議決権を行使できるよう、ツール、情報、および議決権行使基準の選択肢を提供することです。多くの顧客は（いわゆるISS基準とは異なる）顧客独自の議決権行使基準を採用しており、ISSは市場の需要に応じて、ベンチマーク（いわゆるISS基準）および専門（テーマ別）の議決権行使基準を定期的に見直し、議決権行使基準の選択肢の拡充を図っています。さらに、ISSは、資産運用会社がその顧客に複数の議決権行使基準の選択肢を提供することを支援するために2022年に導入した一連のソリューションを含むVote Preferenceへの取り組みを継続しています。顧客がどの議決権行使基準を選択したかに関わらず、ISSのリサーチのすべての議決権行使推奨は、企業の開示および公開された情報に基づく広範なデータと分析により、裏付けています。

ISSの顧客は、ISSのリサーチと議決権行使推奨を様々な方法で活用しています。例えば、多くの機関投資家は独自で調査を行う社内リサーチチームを擁し、ISSのリサーチを自社の業務の補

完として活用しています。また、ISSのリサーチを、通常とは異なる（注目すべき）議案が提案された株主総会を特定するためのスクリーニングツールとして活用している顧客もいます。

基準（ポリシー）に基づくアプローチ適用による一貫性

ISSは本質的に基準（ポリシー）に基づく組織であり、公表されている議決権行使基準に沿った分析や議決権行使推奨を行うことで、ISSのリサーチおよび推奨の信頼性と独立性について、非常に実用的かつ透明性の高い検証が可能になると考えています。また、当社の基準（ポリシー）に基づくアプローチは、株主提案議案を評価するための透明性が高く一貫性のある方法論を提供します。

ISSは、株主提案議案の策定またはキャンペーンに関して、顧客またはその他の株主にコンサルティングまたはアドバイザリーサービスを提供しません。

顧客の独自基準およびISSのテーマ別基準

ISSは、機関投資家とその顧客の多様なニーズに応えるため、幅広い議決権行使基準の選択肢を提供しています。投資家は、ISSのベンチマーク基準のほかにも、さまざまな視点（公的基金、社会的責任投資、労働組合（タフト・ハートレー法）、取締役会、信仰に基づく投資、気候変動に焦点を置いた投資、責任投資原則（PRI）の署名機関が示すサステナビリティ課題など）から議決権行使議案を評価する7つのテーマ別の基準を選択することができます。またISSは、顧客に代わって400以上のカスタマイズされた顧客独自の議決権行使基準を管理し、独自のガイドラインや哲学、あるいはその顧客（であるアセットオーナー）のガイドラインや哲学に基づいて議決権を行使したい機関投資家向けに、カスタマイズされた議決権行使推奨を提供しています。

多くの機関投資家は、議決権行使活動において、独自のコーポレートガバナンスおよび責任投資ガイドラインを適用しています。ISSは、これらの顧客に対し、その独自基準に基づいた議決権行使推奨を作成し、また、要請があれば、顧客の独自基準策定の支援も行います。ISSは、顧客に代わって400以上の顧客独自の議決権行使基準を管理し、個々の顧客独自の議決権行使基準に基づいて議決権行使推奨を発行しています。実際、ISSが全世界で顧客のために対応する議決権行使株式の総数の約90%は、（ISS基準ではなく）顧客独自の議決権行使基準が用いられています。顧客が独自の議決権行使基準を策定した場合、ISSが顧客に対して行う議決権推奨は、あくまでも投資家自身の議決権行使基準に基づきます。これら独自の議決権行使基準は、投資家独自のコーポレートガバナンスおよび議決権行使の理念を反映しており、また投資家の顧客（であるアセットオーナー）の理念を反映している場合があります。その結果、独自の基準に基づいて発行される議決権行使推奨は、ISSのベンチマーク基準またはテーマ別基準に基づいて発行されるものと大きく異なる場合があります。



ISSのカスタムリサーチアナリストは、顧客が独自の議決権行使基準を策定・改定する際のガイダンスを提供し、同時に、顧客の要望に応じて、各市場の現地の市場慣行、基準、望ましいとされる実務慣行なども考慮し、その基準が顧客の価値観と優先事項を正確に反映するように支援します。。例えば、投資コミュニティで関心が高まっている新たな課題を、独自基準で適切に考慮されるように顧客が求める場合などが挙げられます。

ISS のベンチマーク基準

ISSは、そのベンチマーク基準（いわゆるISS基準）に基づいたリサーチレポートと議決権行使推奨も提供しています。これらの基準は市場および地域ごとに策定され、（その市場で）一般的に受け入れられているコーポレートガバナンスとスチュワードシップに関する原則に基づき、投資家の見解に加え、国内外のコーポレートガバナンスコードと慣行、そして必要に応じて企業およびその他のステークホルダーの見解も考慮しています。ISSのベンチマーク基準は、機関投資家が受託者責任を果たし、長期的な株主価値の向上、優れたガバナンス、そしてリスク軽減を促進するためのツールとして機能することを目的としています。ISSのベンチマーク基準の詳細は、年次改定内容を含め、当社のウェブサイトで開催しています。議決権行使や基準関連のトピックに関するFAQなどの追加情報も提供しています。

2024年のISSのベンチマーク基準は、投資家が上場企業の株式投資を行う世界の市場を網羅する23の市場および地域別の議決権行使ガイドラインで構成されています。これらのガイドラインとリサーチは「画一的な」ものではありません。ガイドラインは、市場ごとに特有のトピックをカバーし、異なる規制、基準や（その市場特有の）ガバナンス上の懸念により、市場ごとに異なった内容となることがよくあります。また、同じ市場であっても、基準と分析は多くの場合ケースバイケースで判断され、対象企業の具体的な状況を考慮しています。各企業に関する微妙な違いを理解し、各企業のコーポレートガバナンスを望ましいとされる実務慣行、業界規範、そして企業の歴史という文脈の中で評価するように努めています。

ISSは、ベンチマークとなる基準の策定と適用において、ISSグローバル議決権行使原則（ISS Global Voting Principles）を参照しています。この原則は、説明責任、スチュワードシップ、独立性、透明性に関わる4つの主要理念を定めており、上場企業における会社提案および株主提案に関するISSの議決権行使基準および推奨策定の当社の基盤となっています。これらの原則は、機関投資家が、責任あるグローバルコーポレートガバナンスの実践において議決権行使や、ポートフォリオ企業における長期的な株主価値の創出とリスク軽減を促進する等の受託者責任を果たすことを支援するための当社の取り組みの指針となります。

これらは、各市場および地域の法令・規則、慣習、（コーポレートガバナンス・コードなどの）優れた実務規範、ならびに十分な情報に基づいた議決権行使の意思決定を行うことが求め

られる株主の権利と責任を考慮し、株主の権利を尊重し、適切な透明性を提供するように設計されています。

タイムリー性

ISSはリサーチと議決権行使推奨を株主総会の2週間前までに提供することを目標としており、上場会社の開示が良い市場においては、それより大幅に早く提供することもあります。

2024年は米国の株主総会のリサーチは平均で21.7日前（2023年は19.1日前）、米国以外の株主総会のリサーチは平均で17.0日前（2023年は16.4日前）に提供されました。日本の株主総会のリサーチは平均で21.6日前（2023年は20.6日前）に提供されています。

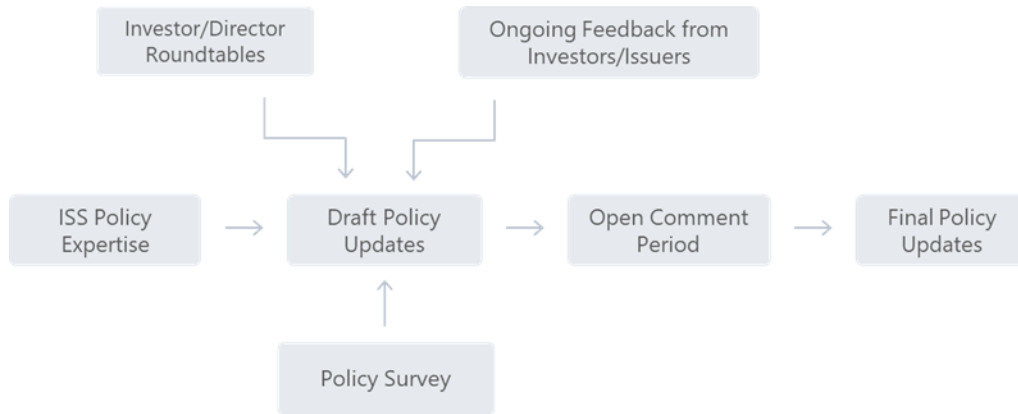
ベンチマーク基準の策定および改定プロセス

ベンチマーク基準（いわゆるISS基準）は、ISSの分析と経験に基づく専門知識、ならびに、より広範なガバナンスおよび投資家コミュニティからの意見を取り入れた堅牢なプロセスを通じて策定されています。毎年、ISSのリサーチチームは、世界中の機関投資家顧客、上場企業、学術界、業界の専門家と連携し、ISSの基準と方法論に関する意見を、新しく注目を集めた課題も含め収集しています。これにより、株主価値とリスク軽減の観点から、専門的で事実に基づくリサーチと議決権行使推奨を一貫して提供できるように、ベンチマーク基準を改定させていると確信しています。

ガバナンス リサーチ チームの上級メンバーで構成される ISS グローバル基準策定委員会（グローバルポリシーボード）が主導する基準策定プロセスでは、図 1 に示すように、次のような複数のチャンネルを通じて毎年フィードバックを収集しています。具体的には以下の通りです。

- 基準策定のコンセプトを検証し、フィードバックを得るために、機関投資家、上場企業、その他のステークホルダーから様々な意見を収集することを目的とする全ての関係者が参加可能な基準についての年次サーベイ（アンケート）。
- 顧客およびその他の業界関係者との定期的なラウンドテーブル実施。
- 投資家、顧客、上場企業、その他の資本市場参加者との継続的な対話およびフィードバック。
- 毎年の基準改訂案に関するパブリックコメント。

図1: ISSのベンチマーク議決権行使基準の年次改定プロセスを示すフローチャート



グローバル基準策定委員会（グローバルポリシーボード）とその部会は、こうした意見を参考にして、年次基準改定案を作成し、新たなガバナンスやその他の議決権行使関連の課題に対処します。前述の通り、ベンチマーク基準の改定案は公開されパブリックコメントを募集します。パブリックコメント期間中に寄せられた意見は、フィードバック内容の透明性を最大限にする目的で、ISSのウェブサイトに掲載します。最終的に決定された基準は通常、毎年11月または12月に公開し、その翌年の2月以降に開催される総会に適用されます。これにより、顧客だけでなく、上場企業やその他の利害関係者に対しても透明性が確保されます。ベンチマーク議決権行使基準改定文書（図2）で、ISSは最終的な基準の改定点を市場とトピック別に表にまとめて提供しています。また、完全な透明性と利用可能性を確保するために、ISSのすべての基準ガイドラインを毎年当社の公開ウェブサイトに掲載しています。また日本市場においてはパブリックコメントおよび議決権行使基準は英語だけではなく日本語でも公開しています。

図2: 公開された2025年のベンチマーク基準改定のスナップショット



品質管理

ISSは、高水準の正確性、品質、適時性を確保するため、事業部門全体にわたって品質管理を実施しています。特に議決権行使に関する調査と推奨に関しては、リサーチレポートと推奨が質の高いデータと情報を含み、正確であり、ISSの基準に正しく基づいており、発行前に適切な担当者によるレビューを受けていることを確実にする強固なシステムと管理体制を構築しています。これらのシステムと管理体制には、以下が含まれます。

- 上場企業が公表した情報および株主総会資料¹を収集するための包括的な情報取得プロセス。
- 使用されるデータが、上場企業が開示した情報、またはその他の公開情報源と整合していることの検証。
- 適切な訓練を受けたアナリストによるリサーチレポートおよび議決権行使推奨の作成。
- 専門知識を有する作成者以外のアナリストによるすべてのリサーチレポートおよび議決権行使推奨のレビュー。

業務の外部監査

ISSは第三者の監査法人を起用し、SSAE 18プロセスに基づいて内部統制を独立の立場から評価させるとともに、内部統制体制に関わる説明の正当性、ならびにISSの内部統制の設計の適切性および内部統制体制の実効性について意見を提供させています。同監査は毎年実施され、統制目的と、各表明事項を支えるために実行される活動の包括的な監査報告が含まれます。ISSリサーチ、データ、オペレーション各チームの業務プロセスはSSAE 18審査の対象となります。SSAE 18監査報告書は、多くの場合、顧客のISSのサービスに対するデューデリジェンスレビューの一環として、彼らに提供されます。2024年、ISSは外部監査人から無限定適正意見を取得しました。

人的資源と組織体制

指針8.2は、議決権行使助言会社は、日本に拠点を設置することを含め、十分な人的・組織的体制を整備すべきであり、議決権行使推奨プロセスを具体的に公表すべきであるとしています。

¹ 主要な情報源は、招集通知、有価証券報告書、企業の適時開示資料など。（ただし、これらに限定しない）



人的体制に関しては、2024年12月31日現在、ISSのガバナンス・リサーチ・議決権行使部門は、欧州、北米、日本を含むアジア、オーストラリアのISSオフィスに常勤の約420名の専任リサーチアナリストで構成されています。事業体制の構築に関して、ISSは2001年に東京に日本支社を設立し、以来事業活動を続けております。2025年の株主総会シーズンでは、ISSは日本企業のリサーチを行うため、14名の常勤リサーチアナリストを擁しており、そのうち7名は東京拠点の日本企業分析の専任アナリスト、残り7名はISSの東京以外のオフィスを拠点とするM&A、環境問題などの特定の専門知識を有するアナリストです。東京拠点の7名のアナリストの平均在籍年数は15年です。さらに、日本企業の総会リサーチレポートや議決権行使推奨の作成を担当する専任アナリストを支援するため、（推奨判断にかかわらない）データ収集およびデータ品質管理業務に関わるスタッフ約50名を期間限定で採用しました。

グローバルリサーチのリーダーシップチーム（図3）は、ISSのベンチマーク基準に関しては地域別に、その他の分野ではテーマ別または機能別に編成されており、各主要分野には責任を担うリサーチ部門の責任者が配置されています。

図3: グローバルリサーチのリーダーシップチーム



リサーチアナリストの経験と資格

ISSの人的体制は、約40の言語に精通したリサーチおよびデータの専門家で構成されています。多くのリサーチアナリストは、金融、ビジネス、法律、またはその他の関連分野で高度な学位を保有しています。正社員に加えて、業務量のピーク時に対応するため、一部の地域では、繁忙期限定で契約スタッフを採用しています。こうした期限限定の契約スタッフは、適切な経験を持つ正社員アナリストによる研修と監督を受けています。ISSは、新入アナリストや新



入社員（期間限定の契約スタッフを含む）に包括的な研修を提供するほか、現職アナリストにも、新しい方針、規制変更、新しいガバナンスのトピックなどに関する定期的な研修を提供しています。ISSがサービスを提供する金融機関の組織構造と同様に、当社のリサーチグループには、市場分析アナリスト（特定の市場または地域に精通し、必要に応じて関連する語学力も備えている専門家）と、財務分析、役員報酬、環境・社会問題、顧客独自の議決権行使基準に対応するためのカスタムリサーチ、顧客独自の議決権行使基準のディベロップメントなどを専門とする特定分野専門家がいます。

リサーチチームには、投資家スチュワードシップ、投資銀行業務、M&A、報酬コンサルティング、コーポレートアクション、企業責任、規制コンプライアンスといった分野で経験を積んだメンバーが在籍しています。市場アナリストの多くは、現地出身者で現地の言語が堪能な人材です。

リサーチスタッフの最低学歴は、認定された大学の学士号ですが、多くは大学院の学位（MBA、MA、JD）や専門資格（CFA、CPA、CEPなど）も取得しています。ISSの常勤リサーチアナリストの平均在籍年数は5.6年で、多くのシニアスタッフはアナリストや専門家としてISSで10年以上の実務経験、あるいはISS外での関連分野の経験を有しています。リサーチチームのメンバーは、必要に応じて体系的な研修・養成プログラムに参加しており、これには社内および社外の研修コース、社内および社外の専門研修などが含まれます。

PX の機能

当社のProxy Exchange（PX）議決権行使プラットフォームは、投資家顧客が株主総会の情報にアクセスし、内容を検討し、議決権行使を行う機能を提供するとともに、顧客がスチュワードシップ責任を果たすための支援も行っています。PXを利用して、顧客は独自のスクリーニング基準に基づき、特定の株主総会や議案を要検討対象としてフラグ付けできます。選択した議決権行使基準に基づく推奨とは異なる議決権行使を行うこともできます。そして特に注目すべきなのは、行使締切期限前であれば、既に投じた投票内容を変更するということも可能な点です。つまり、顧客が必要と判断した場合、行使締切日前であれば、いつでも議決権行使の判断を変更可能だということです。さらに、PXには、お客様が今後の株主総会に関する情報を常に把握できるようにする機能や、ワークフロー管理と議決権行使のための複数の選択肢を提供する数種の機能が備わっています。PXでは、過去のリサーチ資料や議決権行使の履歴など、上場企業の主要な情報に単一のプラットフォーム上で容易にアクセスできます。また、PXは、顧客にとって最も適切な情報をフィルタリングする機能や、顧客が視覚的な指標を活用して、当社のリサーチレポートや上場企業データの分析を容易にする機能も提供しています。さらに、PXは議決権行使プロセスにおける重要な今後のステップについて顧客に積極的に通知し、顧客の

選好に基づいて関心の高いトピックにフラグ付けします。さらに、PXには、顧客が社内または社外への報告に使用できるカスタマイズ可能なレポートテンプレートも備えています。

図4、5、6は、PXのスクリーンショットおよび顧客が情報と議決権行使プロセスを管理する方法を示しています。

図 4: PX 上の上場企業プロフィールページのスクリーンショットです。このページは、主要な発行体情報、最新および過去のリサーチレポート、議決行使履歴を一箇所で提供できるように設計されています。

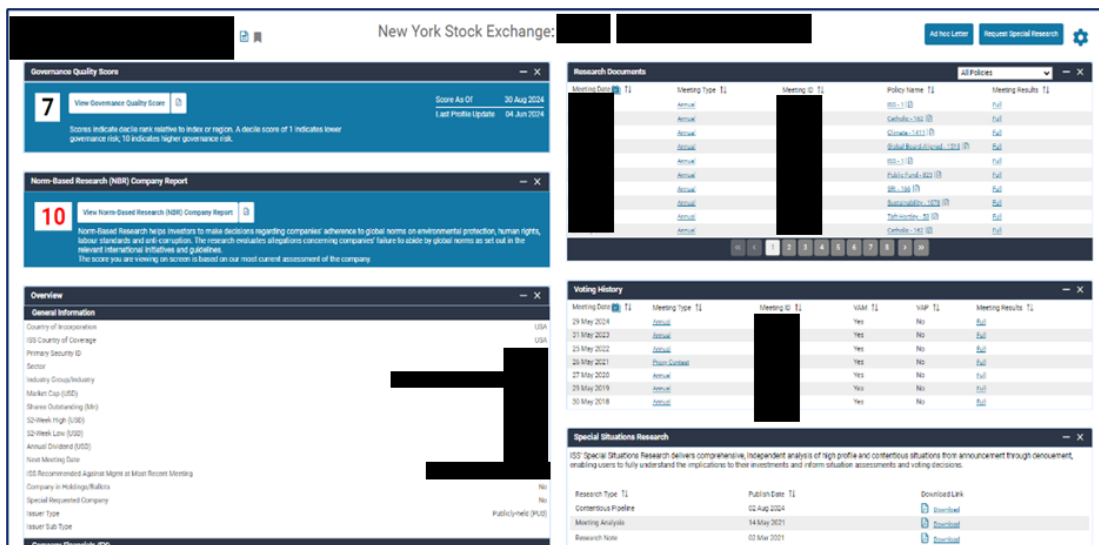


図 5: PX で利用可能なワークフロー管理ツールの一例を示しており、視覚的な指標を用いて、顧客が議決権行使指図済み、行使未指図、行使期限切れ、不行使、または保留中の投票数を表示しています。

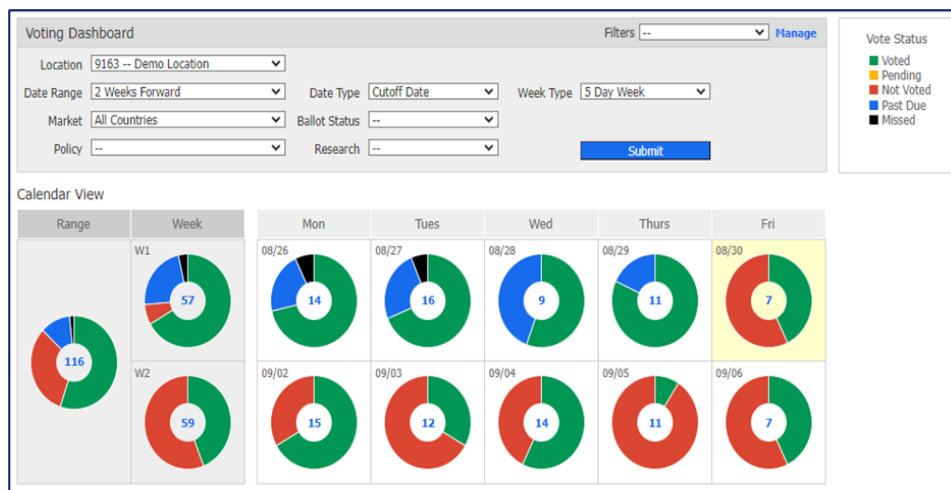


図 6: PX のアクティブ通知機能の例を示しており、顧客に今後の議決権行使予定を知らせるとともに、関連するリサーチレポートへの容易なアクセスを提供します。

Alert Message ↑↓	
Ballots	2 Ballots - Unvoted Ballots with Cut-Off in Next 2 Days
Ballots	7 Ballots - Unvoted Ballots with Cut-Off in Next 2 Days
Research Materials	1 Research - Research Republished
Meetings Research Materials	2 Recommendations - Policies' Recommendations are Against Management
Research Materials	2 Research - New Benchmark Policies' Research Published
Ballots	2 Ballots - Unvoted Ballots with Cut-Off in Next 2 Days
Ballots	16 Ballots - Unvoted Ballots with Cut-Off in Next 2 Days
Research Materials	3 Research - Research Republished
Meetings Research Materials	1 Recommendations - Policies' Recommendations are Against Management
Meetings Research Materials	2 Recommendations - Policies' Recommendations are Against Management

柔軟なサービスの提供

ISS は、顧客が様々な情報源からの多様な情報や意見に簡単にアクセスできるように努めています。

その目的で、ISSは2013年にPXを他の複数のサービスプロバイダーが提供するリサーチにも開放するという包括的な措置を講じ、現在もこの利用措置を維持しています。その結果、特定の第三者調査機関のリサーチを購読しているISSの顧客は、PXプラットフォームを利用して、（ISS以外の第三者調査機関の）多様なリサーチにも一元的にアクセス可能で、より効率的なワークフローを実現できます。

顧客が議決権代理行使および議決権行使助言サービスを利用したことを開示できるよう支援

スチュワードシップ・コードでは、機関投資家は議決権行使代理サービスやその他の議決権行使助言サービスを利用したかどうかを開示すべきであると規定されています。



ISSは、スチュワードシップ・コードの署名機関として、顧客がこの開示要件を遵守できるように支援しています。ISSの支援には通常、特定の顧客に提供されるサービスの種類と範囲、適用される議決権行使基準に関する詳細な説明が含まれます。

機関投資家向け議決権行使情報開示サービス

スチュワードシップ・コードでは、機関投資家は議決権行使結果を公表すべきであると定められています。ISSは、機関投資家が議決権行使基準と議決権行使結果をすべての適切なステークホルダーに開示できるよう「議決権行使開示サービス」を提供しています。ステークホルダーは、各ポートフォリオに含まれる各銘柄について開示された機関投資家の議決権行使結果を容易に検索・閲覧することができます²。

株主総会の結果調査

さらに、ISSはグローバルなインフラと地域ごとの市場調査の専門知識を活用し、対象範囲に含まれるすべての企業について、入手可能な範囲で株主総会の結果を収集しています（年間約51,500件の株主総会）³。これにより、顧客は企業の株主総会の結果と、自社の議決権行使活動がその結果に及ぼす潜在的な影響を把握することができます。

Vote Preference

2022年11月のVote Preference導入により、ISSは、資産運用会社の顧客がより直接的に議決権行使の意思決定をコントロールできる環境を実現できたことを誇りに思います（資産運用会社のポートフォリオがサブアドバイザーに委託されている場合や、プール型投資商品に組み入れられている場合）。ISS Vote Preferenceは、PXおよびAPIテクノロジーを活用した市場主導型の商品です。最終顧客（であるアセットオーナーが）が資産運用会社の独自の議決権行使基準、またはISSの多様な既成のテーマ別基準の中から基準を選択し、最終顧客の意向に基づき資産運用会社は議決権を行使することが可能となります。この技術の活用により、資産運用会社とその顧客（であるアセットオーナー）間の連携が強化され、議決権行使が最終受益者の意向に沿ったものとなることを確信しています。

² http://www.issgovernance.com/proxy/vote_disclosure 参照

³ <http://www.issgovernance.com/meetingresults> 参照

利益相反

指針8.1では、議決権行使助言会社を含むサービス提供者は、利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、これをどのように実効的に管理するのかについての、利益相反管理体制を整備するとともに、これらの取組みを公表すべきであるとしています。

機関投資家に助言とサービスを提供するサービス・プロバイダーとして、ISSは、顧客に提供するリサーチおよびサービスの信頼性に影響を及ぼす可能性のある実際の利益相反、あるいは利益相反と受け止められる潜在性を理解し、真剣に受け止めています。議決権行使助言会社は、他の事業と同様、潜在的な利益相反の対象となります。あらゆる組織と同様に、こうした潜在的な利益相反は、適切な措置によって効果的に管理・対処する必要があります。

そのため、利益相反に関わる項目を含む包括的なデューデリジェンス・パッケージをISSの公開ウェブサイトに掲載し、該当情報をISSの顧客にも提供しています。

基本的に、ISSは以下の種類の潜在的な利益相反を特定しています。

- i. 上場企業とISSの完全子会社であるISS Corporate Solutions, Inc. (ISS-Corporate) との間の顧客関係。ISS-Corporateは、データ、ツール、アドバイザリーサービスの提供を通じて、企業のコーポレートガバナンス、役員報酬、サステナビリティ、財務プログラムを企業目標に整合させ、リスクを軽減し、多様な株主層のニーズに対応できるよう設定・管理する支援を行います。
- ii. ISSと、上場企業である（または上場企業の系列である）顧客、または株主提案議案の提案者として株主の賛同を得ようと活動する顧客との間の関係。
- iii. ISSと、フランクフルト証券取引所に上場している当社の過半数の株式を保有する株主であるドイツ取引所グループ（Deutsche Börse AG、以下DB）および少数持分株主であるプライベート・エクイティ・ファーム、ジェネラル・アトランティック（General Atlantic、以下GA）との関係。

i. ISS-Corporate の顧客である上場企業

ISS-Corporateは、上場企業に対し、コーポレートガバナンスと環境・社会（E&S）実践を改善することによって、株主価値の向上とリスクの軽減を実現するための分析ツール、データ、アドバイザリーサービスを提供しています。ISS-Corporateが提供する製品およびサービスの中には、株主総会の議決権行使に関する事項と密接に関連するものがあり、究極的には、ISSが上場企業の株主総会のレポートを発行する際にこれらの事項を分析することもあります。例えば、ISS-Corporateが提供する特定のExecCompサービスの加入者は、株主総会の議案である株式報酬制度に関する評価と議決権行使推奨を行うためにISSが開発した分析フレームワークに基づくウ



ウェブベースのツールや、場合によってはISS-Corporateの従業員によるアドバイザリーサービスも利用できます。

ISSの「重要な関係に関する開示方針」に記載されている通り、ISSは、ISS-Corporateが提供する商品およびサービスに鑑み、ISSが当該上場企業に関する議決権行使推奨およびリサーチを提供する場合、ISS-Corporateと上場企業との間の有償の顧客関係は重要とみなされると考えています。こうした関係は、ISSの顧客に積極的に開示されています。

ISSの内部ファイアウォール

情報開示に加え、ISSが潜在的な利益相反を管理する上で重要な要素となるのが、機関投資家向け事業と企業向けのISS-Corporateの事業の間に維持しているファイアウォールです。同ファイアウォールは、ISS-CorporateとISSの間の物理的、機能的、技術的な分離を含み、特に投資アドバイザリーサービスを提供するISS事業部門（ガバナンス・リサーチおよび議決権行使チームを含む）とISS-Corporateの分離に重点を置いています。このファイアウォールの主要な目的は、リサーチチームがISS-Corporateの顧客を特定できないようにすることで、ISSのガバナンス・リサーチおよび議決権行使推奨の客観性と独立性を確保することです。ファイアウォールは、以下の複層的な構造を通じてこの潜在的な利益相反を統制します。

- ISS-CorporateとISSは別法人です。
- ISS-CorporateはISSから物理的に分離されており、日常業務は別々に管理されています。
- ISSのリサーチチームはISS-Corporateから独立して業務を行っています。
- ISS-Corporate および ISS の従業員は、ISS-Corporateの顧客の特定を含む様々な事項について話し合うことを禁止されています。
- ISS の従業員の給与、ボーナス、その他の報酬は、特定のISS-Corporateの活動、または売上とは関連しません。

ISS-Corporateは法人顧客に対して、当該企業がISS-Corporateから製品またはサービスを購入したか否かにかかわらず、ISSが当該企業にとって有利な推奨をする義務を負わず、また優遇もしないことを明確に通知しています。

当社が実施している方針と業務プロセスにより、ISS-Corporateと上場企業との間の取引関係の存在またはその可能性、あるいは取引関係が無いことが、ISSのリサーチの公平性に影響を与えず、いかなるものも優遇しないと確信しております。

ii. ISSの顧客である上場企業

ISSの機関投資家顧客の中には、自ら上場企業である（または親会社もしくは関連会社が上場企業である）機関投資家、あるいは株主提案議案の提案者となる可能性のある顧客が一部含まれます。これらの顧客は、機関投資家の立場として、様々なISSのリサーチサービスを購入することができます。これらの顧客に提供される商品およびサービスは、ISSのすべての顧客に提供



される商品およびサービスと同一であり、ISSとこれらの顧客との関係の性質は、ISSのサーチ資料で扱われる内容とは直接関係がありません。

ISSは、多様なポートフォリオを保有する幅広い機関投資家顧客基盤を有し、ISSはリサーチサービスをこれらの顧客に提供しています。したがって、通常の業務過程において、ISSは以下の上場企業の株主総会についてもリサーチを提供することになります。

- 自身が上場企業である顧客（または親会社もしくは関連会社が上場企業である）。
- ISSの顧客が株主提案を提出する可能性のある上場企業。

このような状況において、これらの顧客はISSが提供するリサーチや推奨に特に関心を持つ可能性があります。ISSは、このシナリオを検討するにあたり、これらの顧客との関係の潜在的な重要性を、顧客関係の金銭的価値、および顧客がISSとの関係をISSの提供するリサーチに影響を与える手段として利用する可能性（上場企業、株主提案提案者、その他の立場を問わず）に応じて判断しています。ISSの事業運営、およびSECの法令および規則における様々な状況で使用される指標を含む、重要性／マテリアリティに関するその他のベンチマークを考慮した上で、ISSは5%の基準値を採用することが適切であると判断しました。これにより、ISS STOXXグループ傘下の全事業を通じて当該顧客から受け取った年間収益が、直近の会計年度におけるISS STOXXグループ全体の連結収益の5%を超える場合、ISSは機関投資家との関係を重要と見なします。これらのいずれかの関係がこの重要性の基準値を満たす場合、当該関係はISSの顧客に対して積極的に開示します。

iii. 株式所有構造

ISSは、ドイツ証券取引所AG（DB）およびジェネラル・アトランティック（GA）から独立した立場で事業を展開しており、両社はISSのサーチの独立性と信頼性を確保するための方針を策定しています。ISSは、DB、GA、およびISS STOXX株主委員会に関連する不干渉および潜在的な利益相反に関する方針を正式に採用しています。これらの方針は、ISSが提供する情報の信頼性と独立性を確保し、ISSとその株主の信頼を損なわないための適切な基準と業務プロセスを確立することを目的としています。

同方針はまた、ISSの株主が関係を持つ可能性のある特定の上場企業に関わるISSのサービス提供に関連して、実際のまたは潜在的な利益相反、あるいは利益相反の疑いを生じさせる状況、および実際のまたは潜在的な利益相反を対処するために講じられた措置を特定するものです。

ISSの重要な関係の開示に関する方針

ISSは「重要な関係の開示に関する方針」を採用しています。

前述の概要通り-



- ISSは、ISS-Corporateが提供する製品およびサービスに鑑み、ISSが当該上場企業に関するリサーチサービスを提供する場合、ISS-Corporateと当該上場会社との間の顧客関係は、同方針の目的において重要であると考えています。
- 同方針では、5%の基準を条件とし、ISS STOXXグループの顧客との関係を開示することも規定しています。当該顧客が上場会社（または親会社もしくは関連会社が上場会社である顧客）、あるいは株主提案議案の提案者としての役割を果たす場合、顧客との関係開示について規定を設けています。
- 同方針は、ISSの株主構造を考慮し、DBとの関係を「重要」と判断しています。DB自身も上場企業であり、ISSを所有する持株会社におけるDBの過半数株式保有を理由としています。

規定および関連方針

前述の利益相反に対処するための方針に加えて、ISSは、倫理規定および一般行動規範において、従業員レベルの潜在的な利益相反（例：個人的な証券取引、社外活動、贈答品および接待の授受の制限）に関する方針と業務プロセスを定めています。これらの方針と業務プロセスは、ガバナンス・リサーチ部門を含むガバナンス・ソリューションズ事業部門の全従業員に適用されます。

ISSは、製品・サービスの信頼性を確保し、利益相反が適切に管理されるよう、専任のコンプライアンスチームを設置し、定期的にレビューを実施することで、適用される方針と業務プロセスの遵守を確実にしています。

倫理規定

ISSは、SECに投資顧問業（RIA）として登録しており、1940年投資顧問法（以下「顧問法」）の広範な規制体制の対象となっています。RIAとして、ISSは顧問法の要件に適合するため、倫理規定を制定しています。倫理規定は、ISSと顧客との信頼関係を確約するものであり、不適切な影響力や関係から解放され、ISSが顧客の最善の利益のみを最優先に職務を遂行することを義務付けています。

倫理規定は、利益相反の防止と開示に特に重点を置いています。これに関連し、倫理規定は、当社のリサーチチームと子会社または関連会社が提供するその他のサービスとの間の潜在的な利益相反、機関投資家向けアドバイザー業務における利益相反、アナリストの株式保有に起因する利益相反、発行体によるISSレポート草稿のレビューに関連する利益相反、そして一般的な利益相反に対処しています。いずれの場合においても、倫理規定の目的は、利益相反を可能な限り防止すること、そしてより基本的には、潜在的または実際の利益相反を管理し、開示することにあります。



倫理規定には、ISSの個人取引に関する方針も含まれています。これは、規制要件を遵守し、該当する証券法に違反する可能性のある個人取引行為を防止することを目的としています。この方針には、重要な非公開情報を利用した取引の禁止、証券取引の事前承認要件、その他の報告および開示要件が規定されています。

行動規範

ISSは、倫理規定に加え、一般行動規範を策定しています。この一般行動規範は、グローバルでISS全社に適用される一般企業方針と慣行を規定するための枠組みを提供する、広範な「ベストプラクティス」規範です。一般行動規範が対象とする分野は以下のとおりです。

- 正しいことをする
- 会社の利益を守る
- 情報を保護し維持する
- 尊厳と敬意を持って他者に接する
- 安全で健康的な職場環境を促進する
- 一般行動規範への違反について
- 懸念事項を報告する
- コンプライアンス要件

従業員研修

ガバナンス・リサーチ部門を含むガバナンス・ソリューションズの従業員は、採用時およびその後毎年、これらの文書に関連する研修を完了し、その遵守を証明することが義務付けられています。さらに、ISSの従業員は、(i) 研修プラットフォームを通じて前述の規範を読み、文書に定められた要件を遵守することに同意し、承認すること、(ii) 特定の情報（保有の証券および口座、社外活動、重要な個人的関係、懲戒処分歴など）をISSのコンプライアンス部門に開示することが義務付けられています。すべての従業員は、重要な非公開情報に基づいて行動することを禁止されています。

利益相反の開示

ISSは、潜在的な利益相反と、ISSがそれらに対処するために講じた措置について、顧客が十分に理解できるよう、広範な情報を提供しています。さらに、ISSは、顧客および見込み顧客が、独立した第三者調査機関および議決権行使サービス提供者を利用する際の義務を履行できるよう、デューデリジェンス資料を開示しています。これらのデューデリジェンス資料には、ISSの利益相反対処方針に関わる項目が含まれています。

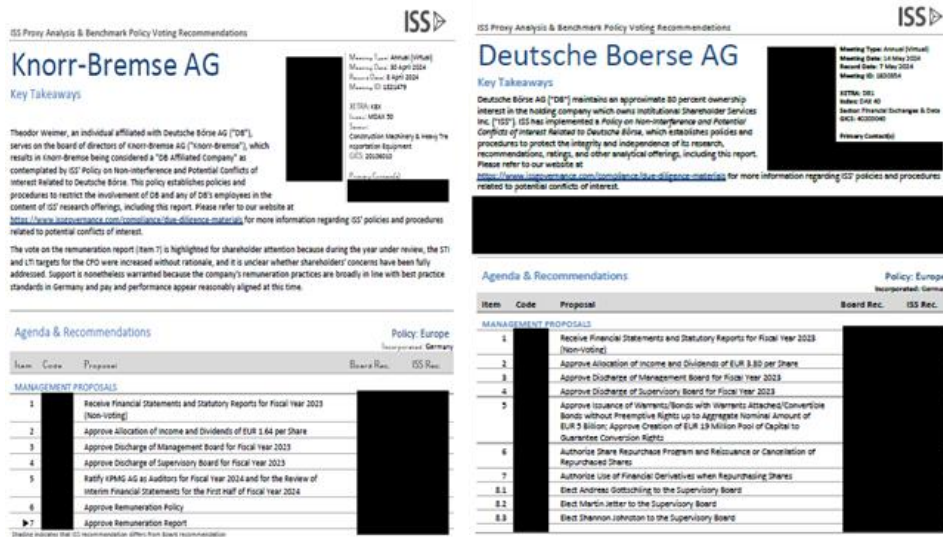
ISSは、潜在的な利益相反について透明性を確保しています。例えば、ISSの標準的な顧客契約には、ISS-Corporateとその企業発行体との事業に関する開示事項が含まれています。また、ISS



が発行する各リサーチレポートには、分析またはレポートの対象がICSの顧客である可能性があることを示す注記が記載されており、ISSの機関投資家顧客に、発行体によるISS-Corporateの製品およびサービスの利用状況について問い合わせる方法を周知しています。

ISSの株式所有構造に関わる利益相反の開示（全ページのスナップショットはAppendix参照）

図7: DBとその関連会社Knorr-Bremse AGの2024年定時株主総会に関するISSのベンチマーク基準に基づく推奨レポートそれぞれの最初のページのスナップショットです。これらの例は、ISSが株式所有構造によって生じる利益相反に関して、顧客に対して積極的かつ明確に開示していることを（最初のページ上部）を示しています。本文にISSの株式所有構造が明確に示されており、DBとその関連会社に関連するISSの非干渉および潜在的な利益相反に関する方針が強調されています。



さらに、ISSは顧客向け議決権行使ウェブプラットフォームであるProxy Exchange (PX)を通じて顧客のワークフローにスムーズに統合される形で、特定の利益相反開示を提供します。例えば、PXには以下が含まれます。

- PXの「株主総会」および「リサーチ」ビューにおいて、当該株主総会／リサーチレポートに関して重要な利益相反関係が存在するかどうかを「はい／いいえ」形式で示す欄。
- そのような関係が存在する場合は、ユーザーがリンクをクリックしてその関係に関する詳細情報を取得できる。
- 新規リサーチの発行案内をPXの画面上やメールで通知する場合、それらの通知に当該リサーチに関連する重要な関係性の有無を示す欄の設置。
- 「重要な関係性の開示」と表示された追加タブを設置し、ユーザーが検索ボックスを使用して重要な関係性が存在する上場企業を検索できるようにする。

ISSのPX議決権行使プラットフォームにおける重要な関係に関する顧客への開示

図8および図9は、ISSの重要な関係に関わる顧客への開示が透明性を持ちPX上で統合されて表示されていることを示すスクリーンショットです。（全ページのスナップショットはAppendix参照）

図8: PX上で閲覧可能なISSの重要な関係に関する開示のスナップショットです。この表には、ISSデューデリジェンスウェブサイト上で閲覧可能な方針とISSの倫理規定を参照するよう顧客に案内する文言が添えられています。また、顧客はdisclosure@issgovernance.comのメールアドレスを通じてISSのコンプライアンス部門に直接問い合わせを行えることも明記されています。この声明では、ISSのファイアウォールの完全性を維持するため、ISS-Corporateの顧客の特定に関する情報はISSの従業員と共有されないことも明記されています。

Issuer	Disclosure of Significant ESG Relationships	Ticker	Country	Type	Meeting Date	Industry Sector	Market Cap (USD)
Company 1	No	C1	USA	Annual		Electric Utilities	
Company 2	No	C2	Denmark	Annual		Bank	
Company 3	Yes	C3	USA	Annual/Special		Technology Hardware, Storage & Peripherals	
Company 4	No	C4	Panama	Special		Hotels, Restaurants & Leisure	
Company 5	No	C5	USA	Annual		Communications Equipment	
Company 6	No	C6	USA	Annual		Oil, Gas & Consumable Fuels	
Company 7	No	C7	USA	Annual		Health Care Technology	
Company 8	No	C8	USA	Annual		Specialty Retail	
Company 9	No	C9	USA	Annual		Oil, Gas & Consumable Fuels	
Company 10	No	C10	France	Annual/Special		Oil, Gas & Consumable Fuels	
Company 11	No	C11	USA	Annual		Electric Utilities	
Company 12	No	C12	USA	Annual		Real Estate Investment Trusts (REITs)	
Company 13	Yes	C13	USA	Special		Technology Hardware, Storage & Peripherals	
Company 14	No	C14	United Kingdom	Annual		Bank	
Company 15	Yes	C15	USA	Annual		Internet Software & Services	
Company 16	No	C16	USA	Annual		Multi-Utilities	
Company 17	No	C17	USA	Annual		Hotels & Mining	
Company 18	No	C18	USA	Annual		Multi-Utilities	
Company 19	Yes	C19	USA	Special		Wine	

図9: 投資家顧客がPX上で、ISS-Corporateと上場企業との契約関係を特定できるだけでなく、上場企業が購入している商品や、ISS-Corporateが上場企業から受領した、または受領する予定の報酬額に関する情報も取得できることを示しています。前述の「内部ファイアウォール」の項で述べたように、ISSはリサーチレポートや公開文書においてISS-Corporateの顧客名を開示しません。これらのプロセスにより、ファイアウォールの重要な機密保持原則を維持すると同時に、顧客に対して、透明性が高く容易にアクセス可能な利益相反開示が確保されると考えています。

Company Name	Ticker	Subscribed Products*	Contract Value (USD)
Company 1	C1	ExecComp Analytics (US), ExecComp Analytics - Consultant Access	27,500.00

ISSは、前述のファイアウォール規定に基づき閲覧が制限されている開示情報について、ISSの従業員がアクセスできないよう権限制限を実施しています。

ISS とのコミュニケーション

事実誤認と苦情、フィードバック管理

ISSは、リサーチおよび出版物において可能な限り正確な情報を提供するように努めています。当社のガバナンスリサーチおよび議決権行使推奨は公開情報に基づいているため、上場企業、株主提案提案者、その他のステークホルダーが当社のレポートへの反映を希望する重要な情報は、通常その情報の開示が義務付けられていない市場を含め、すべての株主に適時に開示される必要があります。委任状争奪戦（プロキシファイト）においては、経営陣および株主提案提案者の双方がISSに提出する資料を公に開示することが求められます。ISSは、重要な非公開情報の提供を求めず、また考慮しないことを明確にしています。意図的か否かにかかわらず、そのような情報が当社に提供された場合でも、当社のリサーチレポートではそうした情報が考慮または掲載されることはありません。

新たな重要な情報および事実誤認

上場企業がISSのリサーチレポートに誤りがあると判断した場合、ISSヘルプセンターを通じて直ちに当社に通知することを推奨します。ISSが顧客に知らせるべき重大な誤りがあると判断した場合、当該市場の議決権行使期限までに十分な時間があり、顧客が変更内容（既に発行済みの議決権行使推奨の変更を含む場合があります）を確認し、必要に応じてこの情報に基づいて行動できるよう、速やかに「プロキシアラート」を発行しリサーチレポートを修正します。

同様に、株主総会議案に関連する新たな重要な情報が適時に公開され、ISSがその情報について連絡を受けた場合、当該市場における投票期限までに十分な時間があり、当社の顧客がプロキシアラート上で変更（以前に発行された投票推奨の変更を含む場合があります）を確認し、必要に応じてこの情報に基づいて行動できるように、プロキシアラートが発行されることがあります。

発行済みのリサーチレポートを受け取っていた顧客は、その企業に対して発行されたプロキシアラートを自動的に受信します。

フィードバック・レビュー委員会

さらに、ISSはフィードバック・レビュー委員会（FRB）を設置し、上場企業を含む全てのステークホルダーがISSとコミュニケーションを取るための仕組みを提供しています。FRBはISSの上級幹部で構成される組織であり、リサーチの正確性、データの正確性、基準の適用、そしてISSの基準、リサーチ、および推奨事項の一般的な公平性に関する未解決の懸念事項をISSに伝えるための窓口として機能します。



上場企業および他のステークホルダーとの対話

指針8.3において、議決権行使助言会社は、企業の開示情報に基づくほか、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換すべきであるとしています。加えて、指針は、助言の対象となる企業から求められた場合に、当該企業に対して、前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を与え、当該企業から出された意見も合わせて顧客に提供することも、助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保に資すると考えられるとしています。

ISSの市場へのアウトリーチは、基準策定プロセスにとどまりません。ISSのガバナンス・リサーチチームは、上場企業、機関投資家、株主提案提案者、その他の関係者と定期的に意見交換を行い、より深い洞察を得るとともに、リサーチに関連する重要な事実を確認しています。議論されるトピックは、一般的な基準に関わる見解から上場企業の具体的な株主総会議案まで多岐にわたります。リサーチ機関として、私たちは事実と状況を完全に理解することに役立つ重要な問題に関する建設的な対話を歓迎します。それが、当社のリサーチと議決権行使に関する推奨に反映されることになります。

ISSの発行体およびその他のステークホルダーとの対話およびエンゲージメントに関する方針は、ISSのリサーチプロセスとアナリストの独立性を維持しながら、顧客に最大限の洞察を提供すること、また、機関投資家顧客の利益のために、タイムリーで高品質なリサーチを提供することを最優先することを目的として策定されています。エンゲージメントプロセスに関する詳細は、よくある質問（FAQ）を含めてISSのウェブサイトでご覧いただけます。

議決権行使期間および株主総会シーズンにおけるコミュニケーション

ISSは、その裁量により、企業幹部、取締役、機関投資家、株主提案提案者、その他の関係者と、面談、電話会議、業界イベントへの参加などを通じて対話（エンゲージメント）を行います。こうしたエンゲージメントの目的は、ISSがガバナンスおよび議決権行使に関わる議題に対する見解を取得または伝達し、そのリサーチおよび基準に基づく推奨が、入手可能な最も包括的かつ正確な情報に基づくことを保証することです。ISSは、上場企業のコーポレートガバナンス体制に影響を与えることを目的としていません。

ISSは、必要に応じて、株主総会議案やその背景を含む企業の開示情報をより深く理解するために対話を行います。委任状争奪戦や株主提案が提出された場合は、可能な限り上場企業と株主提案提案者の双方と対話します。ISSは議決権行使の推奨を行う前に、双方の主張を検討します。ISSのリサーチは、機関投資家がタイムリーかつ十分な情報に基づいた議決権行使判断を行うのを支援することを目的としており、この目的に資する場合、企業から意見を聞く機会を積極的に模索しています。

（前記の通り、ISSは、上場企業のコーポレートガバナンス体制に影響を与えることを目的としていません。）そのため、機関投資家向けサービス提供者として、当社は日本版スチュワー



ドシップ・コードが機関投資家のエンゲージメントで期待されているような助言やアドバイスを企業に提供する立場にはありません。

当社の顧客は機関投資家であり、彼らはISSが上場企業に関して正確な情報を把握し、それに基づき議決権行使に関わるリサーチおよび推奨を行うことを求めています。したがって、当社はそうした観点からエンゲージメントを実施しています。具体的には、開示で不明な点の確認や、より深い洞察を得ることを目的としています。顧客のための高品質なレポートと議決権行使の推奨に資すると判断した場合、エンゲージメントを実施しています。

ISSは、上場企業、株主提案提案者、その他のステークホルダーとのエンゲージメントを、顧客に提供する中核サービスの一部と位置付けており、こうしたエンゲージメントの透明性が顧客にとって重要なものであることを認識しています。ISSのリサーチレポートには、分析の一環として行われたエンゲージメントやその他の対話の概要が掲載されています。具体的には、ISSと上場企業、株主提案提案者、その他のステークホルダーとの対話について、対話の日付、話し合われたトピック、対話の発起者、付随するメモ、対話の結果などが掲載されます。ISSは対話参加者の発言を直接引用することを検討する場合があります。

議決権行使の推奨に用いる情報の正確性確保の重要性に関し、ISSは招集通知、前年度の有価証券報告書、適時開示資料など、主に上場企業自体が開示した情報を使用しています。

指針8.3では、上場企業に前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を提供すること、そして上場企業から提出された意見を機関投資家顧客に提供することの可能性についても言及しています。ISSの最優先事項は、顧客である機関投資家に独立した立場からの高品質のリサーチをタイムリーに提供することにあります。ISSは長年にわたり、データ収集プロセス、検証、品質管理に多大なリソースを投入しており、その結果、精度の高いデータとリサーチが実現されていると考えています。顧客重視の企業として、事実の正確性を確認するための対象企業とのやり取りの必要性は認識しつつも、ISSが対象企業にレポート草稿へのアクセスを提供することに理念上の理由から反対する顧客がいることも認識しています。

また、重要な実務上の考慮事項として、日本の株主総会開催日が特定の期間に集中していることから、レポートの発行前に企業にそのような機会を提供すると、顧客へのレポート提供が遅れることが挙げられます。そこで、ISSは、機関投資家顧客へのリサーチレポートの発行後直ちに、該当上場企業に対してISSリサーチレポートを無料で提供しています。上場企業がISSリサーチレポートの推奨に対する自社の見解を東京証券取引所のウェブサイトにも招集通知と同様に縦覧に供した場合、当該公表内容はISSのリサーチレポート同様にPX(Proxy Exchange議決権行使プラットフォーム)上で当社顧客に提供されます。

右のスクリーンショットは、ISSが得た企業の追加開示の例です。

各 位



当社株主総会の議案に関する議決権行使助言会社ISS社レポートに対する当社見解

当社は、2025年6月 開催予定の第63回定時株主総会（以下、「本定時株主総会」といいます。）に付議する議案に関して、議決権行使助言会社の Institutional Shareholder Services Inc.（以下、「ISS社」といいます。）が、賛否推奨レポート（以下、「本レポート」といいます。）を発行している事実を把握いたしました。本レポートにおいて、ISS社は第2号議案及び第3号議案について反対の議決権行使を推奨しています（以下、「ISS推奨」といいます。）が、ISS推奨に関する当社の見解を下記のとおりお知らせいたします。

株主の皆様におかれましては、当社見解をご理解いただき、議決権行使の判断を適切にさせていただきますよう、何卒よろしくお願ひ申し上げます。

記

1. 第2号議案 「取締役（監査等委員である取締役を除く）14名選任の件」について

ISS社は、その議決権行使助言基準において、支配株主が存在する会社の取締役会においては、ISS社が定める独立性基準を満たす社外取締役の割合が3分の1以上となることを求めているところ、当社においては、本定時株主総会後の取締役会に占めるISS社の独立性基準を満たす社外取締役の割合が3分の1未満となるとして、取締役会の構成に責任を有する、代表取締役社長である取締役候補者 の選任議案に対して反対の議決権行使を推奨しています。

しかしながら、本定時株主総会後の当社の取締役会の構成は、取締役総数18名のうち6名が、東京証券取引所が定める独立役員の基準を充足する社外取締役となることになり、すなわち3分の1が独立性を有する社外取締役となります。ISS社は、後述『2. 第3号議案 「監査等委員である取締役1名選任の件」について』に記載のとおり、監査等委員である取締役候補者の 氏に独立性が認められていないことを前提として、独立性を有する社外取締役の割合が3分の1未満となるという見解を示していますが、後述『2. 第3号議案 「監査等委員である取締役1名選任の件」について』に記載のとおり、 氏の独立性には何ら問題はありません。

当社は、当社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に必要な取締役会全体としての知識・経験・能力のバ

さらに、前述のとおり、ISSは、リサーチレポートの発行後、顧客の投票締切期限前に、訂正を必要とする重大な事実誤認や誤りが確認された場合、速やかに顧客にプロキシアラートを発行しリサーチレポートを修正します。

ISSは、前述の更新した声明が、日本版スチュワードシップ・コード改訂版の文言と精神に準拠していると確信しております。金融庁またはその他の市場参加者が詳細について協議を希望される場合は、ISSまでご連絡ください。

Gabriel Alsina

ガブリエル・アルシナ

ISS マネージング・ディレクター、グローバル・リサーチヘッド

gabriel.alsina@iss-stoxx.com

Takeyuki Ishida

石田 猛行

ISS マネージング・ディレクター、日本・アジアパシフィック・リサーチヘッド

takeyuki.ishida@iss-stoxx.com

Appendix

図4: PX上の発行体プロフィールページのスクリーンショットです。このページは、主要な上場企業情報、最新および過去のリサーチレポート、議決行使履歴を一箇所で提供できるように設計されています。

New York Stock Exchange: [REDACTED]
Ad hoc Letter Request Special Research

Governance Quality Score

7 [View Governance Quality Score](#)

Score As Of: 30 Aug 2024
Last Profile Update: 04 Jun 2024

Scores indicate decile rank relative to index or region. A decile score of 1 indicates lower governance risk, 10 indicates higher governance risk.

Norm-Based Research (NBR) Company Report

10 [View Norm-Based Research \(NBR\) Company Report](#)

Norm-Based Research helps investors to make decisions regarding companies' adherence to global norms on environmental protection, human rights, labour standards and anti-corruption. The research evaluates allegations concerning companies' failure to abide by global norms as set out in the relevant international initiatives and guidelines. The score you are viewing on screen is based on our most current assessment of the company.

Overview

General Information

Country of Incorporation: USA
ISS Country of Coverage: USA
Primary Security ID: [REDACTED]
Sector: [REDACTED]
Industry Group/Industry: [REDACTED]
Market Cap (USD): [REDACTED]
Shares Outstanding (Mn): [REDACTED]
52-Week High (USD): [REDACTED]
52-Week Low (USD): [REDACTED]
Annual Dividend (USD): [REDACTED]
Next Meeting Date: [REDACTED]
ISS Recommended Against Mgmt at Most Recent Meeting: [REDACTED]
Company in Holdings/Balances: No
Special Requested Company: No
Issuer Type: Publicly-held (PUJ)
Issuer Sub Type: [REDACTED]
[Company Financials \(FY\)](#)

Research Documents

Meeting Date	Meeting Type	Meeting ID	Policy Name	Meeting Results
[REDACTED]	Annual	[REDACTED]	ISS-1	Full
[REDACTED]	Annual	[REDACTED]	Catholic-162	Full
[REDACTED]	Annual	[REDACTED]	Climate-1411	Full
[REDACTED]	Annual	[REDACTED]	Global Board Approval-1218	Full
[REDACTED]	Annual	[REDACTED]	ISS-1	Full
[REDACTED]	Annual	[REDACTED]	Public Fund-829	Full
[REDACTED]	Annual	[REDACTED]	SR-166	Full
[REDACTED]	Annual	[REDACTED]	Stewardship-1028	Full
[REDACTED]	Annual	[REDACTED]	Talk-Strategy-22	Full
[REDACTED]	Annual	[REDACTED]	Catholic-162	Full

Voting History

Meeting Date	Meeting Type	Meeting ID	VAM	VAP	Meeting Results
29 May 2024	Annual	[REDACTED]	Yes	No	Full
31 May 2023	Annual	[REDACTED]	Yes	No	Full
23 May 2022	Annual	[REDACTED]	Yes	No	Full
26 May 2021	Proxy Contest	[REDACTED]	Yes	No	Full
27 May 2020	Annual	[REDACTED]	Yes	No	Full
29 May 2019	Annual	[REDACTED]	Yes	No	Full
30 May 2018	Annual	[REDACTED]	Yes	No	Full

Special Situations Research

ISS' Special Situations Research delivers comprehensive, independent analysis of high profile and contentious situations from announcement through denouement, enabling users to fully understand the implications to their investments and inform situation assessments and voting decisions.

Research Type	Publish Date	Download Link
Contentious Pipeline	02 Aug 2024	Download
Meeting Analysis	14 May 2021	Download
Research Note	02 Mar 2021	Download

Japan Stewardship Code, 2025

Page 26 of 31

図5: PXで利用可能なワークフロー管理ツールの一例を示しており、視覚的な指標を用いて、顧客が議決権行使指図済み、行使未指図、行使期限切れ、不行使、または保留中の投票数、また最新および過去のリサーチレポートや議決行使履歴が掲載されています。

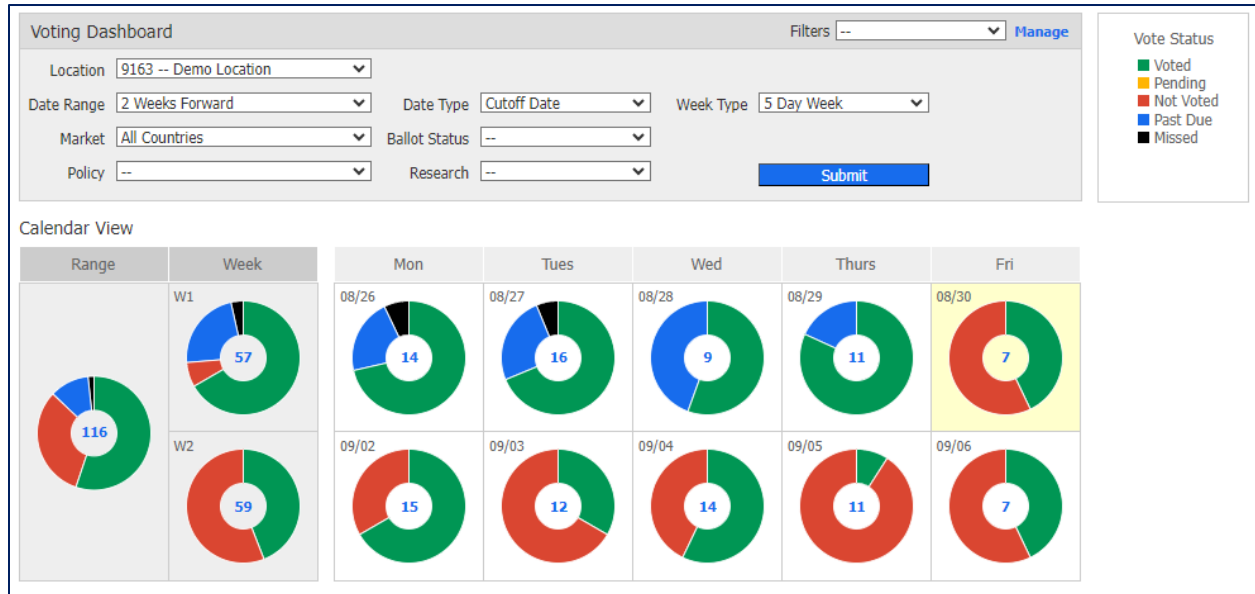


図6: PXのアクティブ通知機能の例を示しており、顧客に今後議決権行使が可能となる株主総会を通知し、関連するリサーチレポートへの容易なアクセスを提供します。

Alert Message ↑↓	
Ballots	2 Ballots - Unvoted Ballots with Cut-Off in Next 2 Days
Ballots	7 Ballots - Unvoted Ballots with Cut-Off in Next 2 Days
Research Materials	1 Research - Research Republished
Meetings Research Materials	2 Recommendations - Policies' Recommendations are Against Management
Research Materials	2 Research - New Benchmark Policies' Research Published
Ballots	2 Ballots - Unvoted Ballots with Cut-Off in Next 2 Days
Ballots	16 Ballots - Unvoted Ballots with Cut-Off in Next 2 Days
Research Materials	3 Research - Research Republished
Meetings Research Materials	1 Recommendations - Policies' Recommendations are Against Management
Meetings Research Materials	2 Recommendations - Policies' Recommendations are Against Management

ISSの株式所有構造に関わる利益相反の開示の事例

図7: DBとその関連会社Knorr-Bremse AGの2024年定時株主総会に関するISSのベンチマーク基準に基づく推奨レポートそれぞれの最初のページのスナップショットです。これらの例は、ISSが株式所有構造によって生じる利益相反に関して、顧客に対して積極的かつ明確に開示していることを（最初のページ上部）を示しています。本文にISSの株式所有構造が明確に示されており、DBとその関連会社に関連するISSの非干渉および潜在的な利益相反に関する方針が強調されています。

Deutsche Boerse AG

Key Takeaways

Deutsche Börse AG ("DB") maintains an approximate 80 percent ownership interest in the holding company which owns Institutional Shareholder Services Inc. ("ISS"). ISS has implemented a Policy on Non-Interference and Potential Conflicts of Interest Related to Deutsche Börse, which establishes policies and procedures to protect the integrity and independence of its research, recommendations, ratings, and other analytical offerings, including this report. Please refer to our website at

<https://www.issgovernance.com/compliance/duo-diligence-materials> for more information regarding ISS' policies and procedures related to potential conflicts of interest.

Meeting Type: Annual (Virtual)
 Meeting Date: 14 May 2024
 Record Date: 7 May 2024
 Meeting ID: 1820354

XETRA: DB1
 Index: DAX 40
 Sector: Financial Exchanges & Data
 GICS: 40203040

Primary Contact(s)



Agenda & Recommendations

Policy: Europe
 Incorporated: Germany

Item	Code	Proposal	Board Rec.	ISS Rec.
MANAGEMENT PROPOSALS				
1		Receive Financial Statements and Statutory Reports for Fiscal Year 2023 (Non-Voting)		
2		Approve Allocation of Income and Dividends of EUR 3.80 per Share		
3		Approve Discharge of Management Board for Fiscal Year 2023		
4		Approve Discharge of Supervisory Board for Fiscal Year 2023		
5		Approve Issuance of Warrants/Bonds with Warrants Attached/Convertible Bonds without Preemptive Rights up to Aggregate Nominal Amount of EUR 5 Billion; Approve Creation of EUR 19 Million Pool of Capital to Guarantee Conversion Rights		
6		Authorize Share Repurchase Program and Reissuance or Cancellation of Repurchased Shares		
7		Authorize Use of Financial Derivatives when Repurchasing Shares		
8.1		Elect Andreas Gottschling to the Supervisory Board		
8.2		Elect Martin Jetter to the Supervisory Board		
8.3		Elect Shannon Johnston to the Supervisory Board		

Knorr-Bremse AG

Key Takeaways

Theodor Weimer, an individual affiliated with Deutsche Börse AG ("DB"), serves on the board of directors of Knorr-Bremse AG ("Knorr-Bremse"), which results in Knorr-Bremse being considered a "DB Affiliated Company" as contemplated by ISS' Policy on Non-Interference and Potential Conflicts of Interest Related to Deutsche Börse. This policy establishes policies and procedures to restrict the involvement of DB and any of DB's employees in the content of ISS' research offerings, including this report. Please refer to our website at <https://www.issgovernance.com/compliance/due-diligence-materials> for more information regarding ISS' policies and procedures related to potential conflicts of interest.

The vote on the remuneration report (Item 7) is highlighted for shareholder attention because during the year under review, the STI and LTI targets for the CFO were increased without rationale, and it is unclear whether shareholders' concerns have been fully addressed. Support is nonetheless warranted because the company's remuneration practices are broadly in line with best practice standards in Germany and pay and performance appear reasonably aligned at this time.

Meeting Type: Annual (Virtual)
 Meeting Date: 30 April 2024
 Record Date: 8 April 2024
 Meeting ID: 1821479

XETRA: KBX
 Index: MDAX 30
 Sector:
 Construction Machinery & Heavy Transportation Equipment
 GICS: 20106010

Primary Contact(s)

Agenda & Recommendations

Policy: Europe
 Incorporated: Germany

Item	Code	Proposal	Board Rec.	ISS Rec.
MANAGEMENT PROPOSALS				
1		Receive Financial Statements and Statutory Reports for Fiscal Year 2023 (Non-Voting)		
2		Approve Allocation of Income and Dividends of EUR 1.64 per Share		
3		Approve Discharge of Management Board for Fiscal Year 2023		
4		Approve Discharge of Supervisory Board for Fiscal Year 2023		
5		Ratify KPMG AG as Auditors for Fiscal Year 2024 and for the Review of Interim Financial Statements for the First Half of Fiscal Year 2024		
6		Approve Remuneration Policy		
▶ 7		Approve Remuneration Report		

Shading indicates that ISS recommendation differs from Board recommendation

ISSのPX議決権行使プラットフォームにおける重要な関係に関する顧客への開示

図8および図9は、ISSの重要な関係に関わる顧客への開示が透明性を持ちPX上で統合されて表示されていることを示すスクリーンショットです。

図8: PX上で閲覧可能なISSの重要な関係に関する開示のスナップショットです。この表には、ISS デューデリジェンスウェブサイト上で閲覧可能な方針とISSの倫理規定を参照するよう顧客に案内する文言が添えられています。また、顧客はdisclosure@issgovernance.comのメールアドレスを通じてISSのコンプライアンス部門に直接問い合わせを行えることも明記されています。この声明では、ISSのファイアウォールの完全性を維持するため、ISS-Corporateの顧客の特定に関する情報はISSの従業員と共有されないことも明記されています。

Issuer	Disclosure of Significant ISS Relationships	Ticker	Country	Type	Meeting Date A	Industry Sector	Market Cap (USD)
Company 1	No	C1	USA	Annual		Electric Utilities	
Company 2	No	C2	Denmark	Annual		Banks	
Company 3	Yes	C3	USA	Annual/Special		Technology Hardware, Storage & Peripherals	
Company 4	No	C4	Panama	Special		Hotels, Restaurants & Leisure	
Company 5	No	C5	USA	Annual		Communications Equipment	
Company 6	No	C6	USA	Annual		Oil, Gas & Consumable Fuels	
Company 7	No	C7	USA	Annual		Health Care Technology	
Company 8	No	C8	USA	Annual		Specialty Retail	
Company 9	No	C9	USA	Annual		Oil, Gas & Consumable Fuels	
Company 10	No	C10	France	Annual/Special		Oil, Gas & Consumable Fuels	
Company 11	No	C11	USA	Annual		Electric Utilities	
Company 12	No	C12	USA	Annual		Real Estate Investment Trusts (REITs)	
Company 13	Yes	C13	USA	Special		Technology Hardware, Storage & Peripherals	
Company 14	No	C14	United Kingdom	Annual		Banks	
Company 15	Yes	C15	USA	Annual		Internet Software & Services	
Company 16	No	C16	USA	Annual		Multi-Utilities	
Company 17	No	C17	USA	Annual		Metals & Mining	
Company 18	No	C18	USA	Annual		Multi-Utilities	
Company 19	Yes	C19	USA	Special		Media	

図 9:投資家顧客が PX 上で、ISS-Corporate と上場企業との契約関係を特定できるだけでなく、上場企業が購入している商品や、ISS-Corporate が上場企業から受領した、または受領する予定の報酬額に関する情報も取得できることを示しています。前述の「内部ファイアウォール」の項で述べたように、ISS はリサーチレポートや公開文書において ISS-Corporate の顧客名を開示しません。これらのプロセスにより、ファイアウォールの重要な機密保持原則を維持すると同時に、顧客に対して、透明性が高く容易にアクセス可能な利益相反開示が確保されると考えています。

Meetings > Disclosure of Significant ISS Relationships

Disclosure of Significant ISS Relationships

This portion of ProxyExchange provides ISS' institutional proxy research clients with information regarding any significant relationships that ISS has with corporate issuers (or their affiliates) that are the subject of ISS' proxy research reports, or a security holder proponent on a matter that is the subject of an ISS proxy research report. We refer our clients to ISS' "Policy Regarding Disclosure of Significant Relationships" for information about how ISS assesses and discloses those relationships. That policy can be found on the ISS website at www.issgovernance.com/compliance/due-diligence-materials/. Also at that location of our website are materials regarding ISS' compliance policies and procedures, including ISS' Regulatory Code of Ethics and a Due Diligence Compliance Package. We encourage our clients to review these materials. For any inquiries, please contact disclosure@issgovernance.com. Without limitation, and in keeping with internal firewall procedures put in place by ISS, information regarding the identity of corporate issuers that are clients of ISS Corporate Solutions, Inc., a wholly-owned subsidiary of ISS, may not be shared with ISS employees.

Company 1

Company Name	Ticker	Subscribed Products*	Contract Value (USD)
Company 1	C1	ExecComp Analytics (US), ExecComp Analytics - Consultant Access	27,500.00

Disclaimer

This report and all of the information contained in it, including without limitation all text, data, graphs and charts, is the property of Institutional Shareholder Services Inc. (“ISS”) and is provided for informational purposes only. The information may not be modified, reverse-engineered, reproduced or disseminated, in whole or in part, without prior written permission from ISS.

This material is being furnished for general informational purposes only. The material has not been reviewed by any regulatory authority in any jurisdiction. The information is as of December 2025 and may change. While ISS exercised due care in compiling this report, ISS makes no express or implied warranties or representations with respect to the information in, or any results to be obtained by the use of, the report.

© 2025 | Institutional Shareholder Services Inc. and/or its subsidiaries

TITLE