

BlackRock Investment Stewardship

議決権行使に関するガイドライン
(日本株式)

2023 年 1 月

BlackRock[®]

1. 株主議決権行使の目的

ブラックロック・ジャパン株式会社(以下、「当社」という。)は、受託者責任にもとづき、株主である顧客に代わって顧客利益最大化の観点から株主議決権を行使する。すなわち、当社は議案判断に当たって、株主価値の観点にもとづくコーポレート・ガバナンスを重視し、それによって長期投資家としての顧客の利益の増進を図ることを目指す。こうした行動を通して、一般の投資家にとって投資し易い市場環境が生まれることを当社は期待する。また、当社として基本的な考え方やアプローチを確立して、日本における議決権行使の取り組みの深化に貢献する。

以上の目的を達成するために、当社は株主価値の観点にもとづくコーポレート・ガバナンスを企業に促す重要性を認識し、また自己または顧客以外の第三者の利益を図る目的や系列もしくは取引関係等を理由に判断を歪めることなく、中長期的な株主価値の増大、またはその毀損防止を唯一の判断基準として議決権の行使に当たる。

2. 議決権行使ガイドラインの位置付け

議案はケース・バイ・ケースで検討される。議決権行使に関するガイドライン(以下、「ガイドライン」という。)は、あくまでも原則であり、インベストメント・スチュワードシップ委員会(以下、「スチュワードシップ委員会」という。)において必要と考える場合には、ガイドラインと異なる議決権行使指図を行う場合もありうる。この場合には、スチュワードシップ委員会はその理由を書面もしくは電子媒体等により記録し、保存する。ガイドラインは市場変化やコーポレート・ガバナンス方針の変更等に応じ、スチュワードシップ委員会において随時見直され、改定される。

議決権行使の対象となる会社と当社との間に利益相反が生じる潜在的可能性が懸念される場合は、スチュワードシップ委員会はガイドラインにもとづいた行使判断を独立の第三者機関に委ね、その判断に従って行使指図を行う。具体的には、①ブラックロック・グループの関係会社に対する議決権行使について、また②当社の役員・従業員、あるいはブラックロック・グループに属する会社の役員・従業員が他社の取締役を兼務する場合、その会社に対する議決権行使について、第三者機関の行使判断に従う。

3. 議決権行使に関するガイドライン

(1) 基本的な考え方

株主議決権行使は中長期的な株主利益をコーポレート・ガバナンスの在り方に反映させるための手段・方法の1つである。当社の考え方の特徴は次の3点に集約される。すなわち、1) 内部統治に関する内発性尊重アプローチ、2) インセンティブ報酬の重視、3) 投資家にとっての透明性の重視、である。なお、市場の効率性の見地から、議決権行使に当たっては市場に未公表の情報の利用を前提としない。

内部統治に関する内発性尊重アプローチは、個々の企業が置かれている状況によって望ましいコーポレート・ガバナンスの形態が異なる、という見方から来ている。実際、ビジネスモデルの特徴や置かれている競争環境によって企業を取り巻く状況は千差万別である。ある企業ではうまく機能するガバナンスの形態が他の企業でも同様に有効であるとは限らない。

ただし、これは現状をすべて認めることではない。例えば買収防衛策の導入により株主権限に制約が課せられ、現状の内部統治形態の下では一般株主利益が損なわれる懸念があると判断されれば、株主利益を擁護するために最も適切な内部統治形態を採用することを会社に求める。また、株主利益と一致した経営規律が働いていないと判断される会社においては、中長期的な株主価値を重視する内部統治上の施策を議決権行使の範囲内で会社に促す。さらに、法令違反など企業に経営上の不祥事が生じると、株主価値が毀損する。この場合も、経営者の責任を明確にして、適法性維持が図られるよう仕向ける。

経営者が中長期的な株主価値を共有することにより、株主重視のガバナンスの在り方がさらに経営に浸透することになる。インセンティブ報酬制度が重要だと考える。また、適正に運用された株価連動型報酬体系を肯定的に評価する。

企業価値が資本市場で正当に高く評価されるためには、財務・非財務情報の透明性が重要である。企業は投資家利益にかなう積極的な情報開示を行い、説明責任を遂行するよう努めなければならない。

企業は適切なリスク管理態勢、すなわち主要なリスクを特定・監督・管理するための適切なプロセスを有し、さらに独立した社外取締役並びに社外監査役が適切にリスク管理状況を監督できる体制（適切な情報へのアクセスや社外アドバイザーの活用等）を整備する必要があると考える。そして、リスク管理態勢は事業戦略や事業環境等の変化に応じて、常に最適なものであるかを見直されるべきである。また、投資家は、企業による適切な情報開示を通じて、企業のリスク管理態勢、さらには取締役会の実効性を把握することが可能となる。したがって、十分な情報開示や説明が行われていない場合には、主に取締役会にその責任があり、企業は実効的なリスク管理態勢を有していないと判断せざるを得ない。

実効的なガバナンスを有する企業は、当該事業に影響する気候変動リスクを含むサステナビリティ課題（環境および社会課題）についても、適切に対応できると考えている。ただし、当該課題に対する企業の対応についても、株主が適切に取り組みを評価するためには、企業による適切な情報開示が不可欠である¹。

貸株取引と議決権行使との関係の評価においては、顧客の経済的利益の最大化という観点から判断する。すなわち、議決権の行使を目的に貸出中の株式をリコール（返還請求）すべきか否かの判断は、議決権を行使することで得られる経済的利益と、貸株取引から得られる経済的利益を比較し、判断する。そして、議決権を行使することで得られる経済的利益が貸出中の株式をリコー

¹ 詳細は〈別紙〉サステナビリティ課題（環境および社会に関する課題）への対応を参照。

ルするコストを上回ると判断した場合には、権利確定前に貸出中の株式をリコールすることで、議決権行使の権利を確保する場合もある。

(2) 議案判断のプロセス

当社は本ガイドラインをもとに議案判断を行う。また、当社は効果的な議決権の指図行使に資するために必要と判断した場合には、以下の基準に従って抽出した銘柄を、ガイドラインに照らしたうえで、個別事情も十分に鑑み、判断を行う。当該基準には以下のような項目を考慮し、必要に応じて項目を追加する。

- 1) 行政処分または刑事訴追を受けた会社
- 2) コーポレート・ガバナンスおよびサステナビリティに関する指標
- 3) 資本生産性指標(ROE 等)の傾向および水準

(3) 対話方針（エンゲージメント）

議決権行使の対象となる会社との対話（エンゲージメント）は、投資家が投資先の会社との相互理解を醸成する有用な手段である。当社は、企業の内発性を尊重しながら、議決権行使を通して中長期的な株主利益をコーポレート・ガバナンスの在り方に反映させることを目指すが、そのために対象会社との対話は不可欠の活動と考える。

(4) 議決権行使基準

当社は以下に定める基準に従い、株主議決権を行使する。

A. 執行監督機関に関する議案

個々の企業が置かれている状況によって、企業は会社法上認められている各機関設計の特徴を踏まえて、最適な機関設計を選択することが望ましい。その上で、取締役会の監督機能の強化を通じて、また任意の仕組みなども採用することで実効性のあるコーポレート・ガバナンスの実現に取り組むことを強く期待する。このような考えに基づき、投資先企業に対し次の共通事項および各機関設計に応じた基準を設置する。ただし、基準の適用にあたっては形式的に判断するのではなく、投資先企業との対話の状況も踏まえ、株主価値の観点から望ましいかどうかという観点から判断する。その際には、指名委員会およびそれに準ずる委員会の状況（委員長が社外取締役である等）や社外取締役による監督の実効性（取締役会議長が社外取締役、筆頭社外取締役の任命が公表されている等）などコーポレート・ガバナンスの充実を図るための取り組みについても十分に勘案する。

1) 取締役会の構成

(共通事項)

- ・ 指名委員会等設置会社および監査等委員会設置会社への移行は原則これに賛成する。
- ・ 指名委員会等設置会社から監査等委員会設置会社または監査役設置会社への移行は、それにより社外取締役の数が大きく減少するなど、経営陣への牽制機能が大きく後退するようであれば、反対する。
- ・ 会社の機関設計にかかわらず、独立した社外取締役が2名以上選任されていない場合は、取締役会構成に責任を有する取締役の選任に反対する。ただし、選任しない合理的な理由がある場合はその限りではない。
- ・ 株主価値の観点から適切と認められなければ、取締役の増員に反対することがある。
- ・ 一定規模を有する企業²において、取締役会の多様性確保の取り組みが著しく不十分な場合、すなわち女性の取締役もしくは監査役が2名以上選任されていない場合、その理由に関して合理的な説明がなされなければ、取締役会構成に責任のある取締役の再任に反対する³。

(監査役設置会社)⁴

- ・ 一般株主の利益が損なわれる懸念が大きいと考えられる、以下に示す状況に該当する場合には、独立と認められない社外取締役の選任に反対し、かつ独立した社外取締役が3分の1に満たない場合、取締役会構成に責任を有する取締役の選任に反対する。
 - 買収防衛策を新規に導入するか、あるいは既に導入している場合。

²TOPIX100 構成銘柄に属する企業を対象とする。

³詳細は(別紙)サステナビリティ課題(環境および社会に関する課題)への対応を参照。

⁴東京証券取引所の市場再編に伴い、プライム市場に該当する企業にも同様の条件を適用する。

- 大株主が会社に対する支配力を有すると認められる場合。

(監査等委員会設置会社)

- 独立した社外取締役の数が 3 分の 1 に満たない場合、取締役会構成に責任を有する取締役の選任に反対する。

社外取締役の選任については、監査等委員であるかどうかにかかわらず、独立と認められない候補者の選任に反対する。

(指名委員会等設置会社)

- 指名委員会等設置会社においては、執行に対する監督機能の強化という観点から、独立と認められる社外取締役が取締役全体の半数以上を占めることが望ましい。したがって、独立した社外取締役の数が取締役総数の半数に満たなければ、取締役会構成に責任を有する取締役の選任に反対する。社外取締役の選任については、独立と認められない候補者の選任に反対する。

2) 取締役選任

- 法令違反、刑事訴追、不正会計、公序良俗に反する行為など重大な社会的不祥事が発生し、社会的信用が失墜して経営上影響が生じている場合は、責任があると考えられる取締役の再任に反対する。ただし、速やかかつ適切な社内対応や処分が公表され、社会的信用の回復が図られている場合は、必ずしもこの限りでない。
- 一定期間資本生産性指標が低水準に留まっており、株主価値が毀損していると考えられる場合、過去の経営実績に加えて将来の事業計画、資本政策(株式持ち合いを含む)、業種特性等⁵を勘案し、責任があると考えられる取締役の再任に反対する⁶。
- また、適切な資金使途に関する合理的な説明がなされずに必要以上の余剰資金を有している場合や、過度な持ち合い株式および政策保有株式を有していると考えられる場合で、かつ直近の資本生産性が低位である場合、責任があると考えられる取締役の再任に反対する⁷。
- さらに、例えば長期にわたる業績不振や株主承認を得ない大規模増資の実行、多数の株主の支持を得た株主提案の未実行など、在任取締役の決定が株主の利益を明確に損なっていたと判断されるときには、取締役の再任に反対することがある。何れの場合も将来へ向け株主全体の利益最大化を実現する能力が再任取締役にあるかを検討する。

⁵ 銀行セクターについては、資本生産性の水準に加え、収益性・効率性に係る定量的指標も総合的に勘案する。

⁶ 自己資本当期純利益率が過去 3 期連続して 5%未満である場合

⁷ 当該企業のバランスシートにおける現金および預金、有価証券および投資その他有価証券の合計が総資産対比で 50%以上に該当し、かつ自己資本当期純利益率が 5%未満の場合。ただし金融・保険業の企業に関しては、有価証券の保有および運用は事業上の必要性が高いと考えられるため、本基準の適用外とする。

- ・ 剰余金配当の処分が議案として提出されない場合、取締役会が決議した配当水準に賛成できなければ、責任があると考えられる取締役の再任に反対することを考慮する。
- ・ 買収防衛策を株主総会の承認を得ずに導入した場合、導入を決議した取締役の全てないし一部の再任へ反対する。
- ・ 事業への影響が大きいと考えられるサステナビリティ課題についての情報開示の重要性がより明確となっている状況を鑑みて、事業への影響が大きいと考えられるサステナビリティ課題についてのリスクと機会に関する情報開示が不十分であると考えられる場合、責任があると考えられる取締役に反対する⁸。

3) 社外取締役選任

- ・ 取締役会への出席率が75%に満たない場合、納得できる説明がなければ、そのような社外取締役の再任に反対する。
- ・ 社外取締役の在任年数が著しく長期にわたり経営陣からの独立性に疑念が生じる場合、継続的な任命について株主価値の観点からの明確な説明がなければ、そのような社外取締役の再任に反対する。
- ・ 独立社外取締役とは当該会社または役員との関係やつながりが一切なく、一般株主の利益を代表する者をいう。当該会社に対する経営監督機能を阻害する利害関係が認められる者は該当しない。具体的には、一定期間にわたり当該会社の親会社ないし子会社の役員・従業員であった者、主要取引先（証券会社等を含む）の役員・従業員、その他大株主会社の役員・従業員、社外役員が相互就任している会社の役員・元役員、当該会社の監査を行う会計監査法人の役員・従業員、そして当該会社に外部サービス（法務、監査・税務、コンサルティングを含む）を提供する個人は独立取締役と認められない。なお、主要取引先や大株主会社、あるいは当該会社の監査を行う会計監査法人において過去に役員・従業員であった者については、経歴や出身母体に照らして、一般株主利益の代表者としての適格性を判断する⁹。

⁸ 詳細は(別紙)サステナビリティ課題(環境および社会に関する課題)への対応を参照。

⁹ 以下の基準に抵触する場合、当社の独立性基準を満たさないと判断する可能性が高い。

- 主要株主(持株比率10%以上)の出身者
- 一定規模の取引を有する企業の出身者
- 役員を相互派遣している企業の出身者
- 当該企業の会計監査人である監査法人代表社員(もしくはパートナー)出身者
- 当該企業の主幹事証券会社出身者
- 当該企業から役員報酬以外に、個人として年間約1,000万円を超える金銭その他の財産を得ている弁護士、公認会計士、税理士、コンサルタント等
- 当該企業から年間約1,000万円を超える寄付を受領する団体等の出身者
- 在任期間が著しく長期(12年以上)の候補者
- 当該企業の役職員の親族である候補者

- 大株主が会社に対する支配力を有すると認められる場合において、積極的な情報開示や企業との対話の状況等を踏まえて、大株主から派遣された社外取締役が企業価値の向上に資する場合は非独立である社外取締役に賛成する場合がある。
- 利害関係者となりうる重要な関係先から退任後、当該企業への関与まで 5 年を経過している候補者については、上述の独立性に係る利害関係については原則として考慮しない(クーリングオフ期間)。
- 4 社を超える上場会社役員を兼務する社外取締役候補者については、合理的な説明がなければ、そのような社外取締役の選任に反対する。

4) 監査役選任

- 法令違反、刑事訴追、不正会計、公序良俗に反する行為など重大な社会的不祥事が発生し、社会的信用が失墜して経営上影響が生じている場合は、責任があると認められる監査役の再任に反対する。ただ、不正摘発における在任者の大きな貢献が認められる場合は、この限りでない。
- また、会社に重大な社会的不祥事が発生している場合には、新任候補者に関しても監査役としての適任性の観点から個別に検討して反対することがある。
- 監査役の減員は明確な理由がなければ反対することがある。

5) 社外監査役選任

- 独立と認められない候補者は反対する。
- 監査役会や取締役会への出席率が 75%に満たない場合、納得できる説明がなければ、そのような社外監査役の再任に反対する。
- 社外監査役の在任年数が著しく長期にわたり経営陣からの独立性に疑念が生じる場合、継続的な任命について株主価値の観点からの明確な説明がなければ、そのような社外監査役の再任に反対する。
- 独立社外監査役とは当該会社または役員との関係やつながりが一切なく、一般株主の利益を代表しうる者をいう。当該会社に対する経営監督機能を阻害する利害関係が認められる者は該当しない。具体的には、一定期間にわたり当該会社の親会社ないし子会社の役員・従業員であった者、主要取引先(証券会社等を含む)の役員・従業員、その他大株主会社の役員・従業員、社外役員が相互就任している会社の役員・元役員、当該会社に対して監査を行う会計監査法人の役員・従業員、そして当該会社に外部サービス(法務、監査・税務、コンサルティングを含む)を提供する個人は独立監査役と認められない。なお、主要取

引先や大株主会社、あるいは当該会社の監査を行う会計監査法人において過去に役員・従業員であった者については、経歴や出身母体に照らして、一般株主利益の代表者としての適格性を判断する¹⁰。

- ただし、利害関係者となりうる重要な関係先から退任後、当該企業への関与まで5年を経過している候補者については、上述の独立性に係る利害関係については原則として考慮しない(クーリングオフ期間)。
- 4社を超える上場会社役員を兼務する社外監査役候補者については、合理的な説明がなければ、そのような社外監査役の選任に反対する。

6) 会計監査人選任

- 独立性に疑念をもつ場合は反対する。
- 会社が前任の会計監査人と意見を異にするため監査人を変更すると考えられる場合は、新任の監査人のもとで監査の客観性が担保され得るか否かを慎重に検討する。

B. 報酬に関する議案

1) 役員報酬

- 業務執行を担当する取締役の報酬は、業績連動であることが理想的である。ただし、取締役の報酬の大幅な増額が提案されている場合、理由が明確でない、あるいは業績との連動性が明確に説明されていない場合反対する。また、監査役については、報酬の大幅な増額が提案されている場合、理由が明確でない場合反対する。
- 一方、当期を含む過去数期連続して資本生産性指標が低迷し、株主価値が毀損していると考えられる場合、取締役や監査役の報酬を増額する提案には反対する。
- さらに報酬額の水準が既に過大であると判断される場合に増額に反対する。

2) 役員賞与

- 業績不振等の理由により株主配当が見送られている場合や重大な社会的不祥事が発生し著しく株式価値が毀損したにもかかわらず、役員賞与が支給されている場合は反対する。

3) 役員退職慰労金

¹⁰ 社外取締役と同様の独立性基準を適用する。

- ・ 社外取締役および監査役への退職慰労金贈呈に反対する。ただし賛否判断に当たって制度の改廃等の個別事情を加味する場合もある。
- ・ 贈呈の対象者が在任2年未満である場合は原則として支持できない。
- ・ 法令違反、刑事訴追、不正会計、公序良俗に反する行為など重大な反社会的な不祥事が発生し、贈呈の対象者に責任があると認められる場合は、退職慰労金贈呈に反対する。
- ・ 資本効率性が低位であるなど株主価値が毀損している場合、退任取締役への退職慰労金贈呈に反対する。ただその際、適切と考えられれば、賛否判断に当たって産業動向や業種動向等の個別事情を加味する場合もある。

4) 株式報酬

- ・ 以下の条件が満たされれば原則として賛成する。
 - 潜在希薄率が既割当分を含めて5%以下。ただし、ハイテク等、成長企業は10%以下。なお、会社の情報開示が不十分で、その結果、株式希薄化の影響を評価できない場合は、会社提案を支持することは出来ない。
 - 行使価格が適正市場価格を上回る。
- ・ 行使価格の引き下げは反対する。
- ・ 行使の据え置き期間が不十分であるなど、株主価値の観点から制度設計に問題が認められる場合にも反対する。
- ・ さらに、買収防衛の手段として用いる意図があると判断される場合に反対する。
- ・ 付与対象が当該会社および子会社の役員・従業員の場合は賛成する。しかし当該会社の監査役への付与は反対する。また、取引先の役員・従業員への付与も反対する。外部サービスの提供者、例えば顧問弁護士、会計監査人、コンサルタントへの付与も反対する。

5) 役員報酬にかかわるガバナンスと情報開示

- ・ 独立性の高い報酬委員会が設置されるなど役員報酬制度に関する適切な監督体制が構築され、事業報告等の中で同制度に関する情報開示が十分になされることを期待する。役員インセンティブと一般株主の利益に乖離が潜在的に生じやすい状況になっている企業¹¹について、監督体制や情報開示が不適切と判断される場合、役員報酬に関する責任を有する取締役の再任への反対を検討する。

¹¹ 事業規模や競合企業の報酬水準等を踏まえると著しく高額な報酬が支給されている場合や役員報酬の増減と株価の変化の連動性が著しく低い場合等が考えられる。

C. 資本政策に関する議案

1) 剰余金の配当

- 業績動向やバランスシートの状態、会社の成長見通し、自己株式取得の状況などを勘案し、また同業他社とも比較して、配当水準が過小でないとは判断されれば賛成する。
- 一方で、適切な資金使途に関する合理的な説明がなされずに必要以上の余剰資金を有している場合や、過度な持ち合い株式および政策保有株式を有していると考えられる場合¹²、株主還元状況や投資計画等の財務戦略を勘案し、配当水準が過少である場合は反対する。また、配当額が純利益の100%を超える場合は、会社の財務状況を勘案して判断する。
- 会社が損失を計上した場合（一過性の特別損失計上を除く）、中長期的な財務の健全性の観点から、資金の過大な社外流出が懸念される増配や配当据え置き提案に反対することがある。

2) 自己株式取得

- 過大でなく理由が明確であれば賛成する。
- ただし、自己株式取得が適切でないとは判断される場合には反対する。例えば、キャッシュフローが十分でないとは判断される場合、買い戻し株数および浮動株数を考慮すると流動性の面で既存株主に不利益がもたらされると懸念される場合、有力株主による段階的な株式公開買い付けにつながると考えられる場合、自己資本比率が著しく低い場合などが該当する。
- また特定の株主からの有利な条件での取得に反対する。
- 一方、会社に適切な事業計画がなく、内部留保を積み増している場合には、積極的な自己株式を促す株主提案に賛成することがある。

3) 資本準備金・利益準備金減少

- 目的が明確であれば原則賛成する。

4) 減資

- 企業再建計画との関連で提案されている場合や、倒産の危機が切迫していると考えられる場合には、株主価値の観点から賛成する。

¹² 当該企業のバランスシートにおける現金および預金、有価証券および投資その他有価証券の合計が総資産対比で50%以上に該当する場合

5) 第三者割当増資および第三者割当による自己株式の処分

- 買収防衛策としてではなく、事業再編の一環として実施する場合は、時価に比べて割当価格や権利行使価格が割当先に著しく有利になっていないか、株式の大幅な希薄化が生じていないか、不適切な割当先に発行されていないか、といった要因を考慮し、個別に検討する。
- 持ち合いを形成する意図から行われる場合は、株主価値毀損につながる可能性等を勘案して個別に判断する。
- 財団等に対する自己株式の第三者割当処分に関しては肯定的に評価できない。ただし、割当先の活動が企業価値の向上に資することが明確に説明された上で、第三者割当に伴う希薄化の影響に対する対処がなされ、かつ割当される株式にかかわる議決権が一般株主の利益に反しない形で適切に取り扱われることが開示されている場合、個別に判断する。

6) 合併契約、営業譲渡・譲受、会社分割

- 会社の競争力向上が期待される、あるいは、主力事業への一層の注力が期待されると判断されるのであれば、取引プロセスが全株主にとって公平である限り賛成する。しかし、以下の場合には支持できない。
 - 幹事金融機関に利益相反の懸念があり株主利益の最大化を妨げると考えられる。
 - 明らかに存続会社の株主にとって利益にならず、対象企業を救済するために親会社、取引金融機関または監督機関などから圧力がかかっていると判断される。
 - 合併比率等について中立的な第三者による算定に従って決定が行われていない。ただし、完全子会社の合併など合併比率等が既存株主の経済的利益や法的権利を左右しない場合を除く。

D. 買収防衛策に関する議案

- 経済の活性化につながる支配権移動取引をむしろ阻害すると考えられる買収防衛策は、肯定的に評価できない。
- 特に、株主平等原則を侵害する恐れがある措置は原則として支持できない。具体的には、株主総会での拒否権など特別な権利を一部の株主に与える種類株式や複数議決権を付与する種類株式に原則として反対する。
- 買収防衛策は、株式公開買付への法的規制が十分整っていないとの理由から導入される。こうした防衛策の個別検討に当たっては、以下の条件を精査する。

- ・ 発動条件に幅広い解釈の余地があり、取締役会の独立性や独立委員会の構成に鑑みて恣意的な運用の懸念が残る買収防衛策は、支持できない。
- ・ 独立と認められる複数の社外取締役が選任され、さらに取締役の任期が1年に短縮されることで、取締役会の経営監督機能が十分高められていなければ、買収防衛策の導入は支持できない。
- ・ 防衛策の発動を検討する独立委員会は会社から独立した社外取締役あるいは社外監査役で構成されていることが望ましい。
- ・ 株主総会での承認を一切得ずに導入する場合は否定的に評価する。
- ・ 支配権市場を取り巻く情勢は変化していくので、防衛策は有効期間が限定されていなければならない。また3年以内に維持の適否について再検討することが求められる。
- ・ 既に導入されている他の防衛的措置(追加選任の余地なく取締役の数の上限を設定する等)や株主構成(大株主、安定株主の存在)も勘案し、過剰防衛と判断されれば反対する。
- ・ 以上に定めた条件を満たす場合は、次に掲げる観点などを踏まえて個別判断する。とりわけ重大な社会的不祥事の発生や長期にわたる業績不振などにより著しく株式価値が毀損している企業において、買収防衛策を導入・継続することがさらに株式価値を毀損しないことが合理的に説明されていなければ、肯定的に評価できない。
- ・ なお、いわゆる有事導入型買収防衛策の導入および発動については、当該企業の取締役会、発動対象者双方が開示する情報や説明等も総合的に勘案し、長期的な企業価値への影響に鑑みて個別に判断する。

E. 定款の変更等

定款変更の内容は様々であり、以下に項目を設けるものはその一部である。項目を設けていないものに関しては個別に判断する。その際、株主の権利を必要以上に制約することはないか、株主価値の増大あるいは毀損防止の観点から懸念はないか、という基準に照らして判断する。

1) 取締役の定員

- ・ 会社の営業規模の拡大に伴って取締役の員数の上限を適度に引き上げることや、社外取締役を新規に選任して取締役会を拡大することに関しては原則として賛成する。取締役会の役割の見直しにより取締役の員数の削減を図り、それに伴って員数の上限を引き下げる提案も原則として賛成する。

2) 監査役の定員

- ・ 監査役の員数の上限引き下げに関しては、理由が明確に説明されていず、しかも株主利益

増進に貢献すると判断されなければ、反対する。

3) 取締役の任期

- ・ 任期年数の引き上げに原則として反対する。

4) 取締役解任の決議要件

- ・ 株主総会における取締役解任の決議要件を過半数以上に引き上げる提案に原則として反対する。

5) 取締役の期差選任制の導入

- ・ 株主価値毀損につながる可能性があると認められれば反対することがある。

6) 取締役・監査役の責任減免

- ・ 取締役・監査役については、株主価値の観点から問題が認められなければ、原則として賛成する。

7) 会計監査人の責任減免

- ・ 会計監査の規律が緩み、監査の質が低下する恐れがあるので、導入の理由が明確に説明されていなければ、原則として反対する。

8) 特別決議に関する定足数緩和

- ・ オーナー一族、親会社、企業グループ会社、主要取引先金融機関等、主要株主ですでに議決権数の3分の1を占める場合は反対する。
- ・ 3分の1に満たなくとも、この水準に近く、該当大株主が取締役を送り込む等、会社に対する支配力を有する場合も反対する。

9) 剰余金配当の取締役会授権

- ・ 剰余金の配当について株主総会での決議を定款により排除することに原則として反対する。ただし、配当に関する株主提案権が確保されており、その上で配当を含む資本政策や取締

役会の実効性等、その他のコーポレート・ガバナンスに係る事項等に特段の懸念が認められなければ、賛成する。

10) 取締役会決議による自己株式取得

- 自己株式取得が適切でないと判断される場合には反対する。例えば、キャッシュフローが十分でないと判断される場合、買い戻し株数および浮動株数を考慮すると流動性の面で既存株主に不利益がもたらされると懸念される場合、有力株主による段階的な株式公開買い付けにつながると考えられる場合、自己資本比率が著しく低い場合などが該当する。

11) 授権株式数増加

- 発行株式数が授権株式数の3分の2を超えていること、および現在の授権株式数の100%以内の増加であることを支持の原則とする。これらの条件が満たされ、授権株式数の増加が長期的な株主利益に適う旨の十分な説明がなされ、かつ株主価値毀損を懸念する特段の事情が認められなければ、賛成する。
- 既存株主利益を希薄化するような第三者割当増資を会社が過去に実施している場合や、授権株式数の増加の意図と株主利益が相反する懸念がもたれる場合は、個別検討する。
- 深刻な財務状況にある会社が、第三者割当を行う目的で授権株式数の増加を図る場合は、割当実施により見込まれる株主価値の希薄化と、実施しなかった場合の影響を比較検討し判断する。

12) 種類株式の新設および発行

- 優先株式を含む種類株式を新設・発行する提案については、目的、付帯する権利や期間、普通株式への転換可能性を考慮して判断する。その際、購入者の条件、既存株主の権利に及ぼす影響、過去の濫用の有無なども勘案する。
- 普通株式に転換可能な優先株式の場合、転換比率が発行時に明記されていなければならない。

13) 組織再編決議等の決議要件

- 合併等企業再編に関する株主承認の要件を厳しくする等の目的から株主総会における特別決議の要件を加重することについては、株主価値に資する旨の明確な説明がなければ原則として反対する。

14) 事業目的

- 営業目的の拡大は、会社の専門領域より大きく外れるものでない限り賛成する。

15) 決算期変更

- 正当な理由なく決算期を3月に移す提案には反対する。

16) 場所の定めのない株主総会

- 場所の定めのない株主総会(バーチャルオンリー総会)の開催を可能にする定款の変更は、当該企業に深刻なコーポレート・ガバナンス上の懸念があると判断されない限り、賛成する。

F. 株主提案

- 株主提案を評価する際は提案内容が企業の長期的な価値創造に寄与するかどうかに着目し、提案内容を評価する。その際、提案された課題の重要性および緊急性に加えて、事業上および経済上の関連性を考慮し、長期的価値創造に寄与すると考えられるかどうか、過度に経営を制約するものではないかどうかを精査する。
- 株主提案が対処すべき問題に焦点を当て、且つ提案の履行が投資先企業の長期的な価値創造に寄与すると考える場合、投資先企業が当該提案の趣旨に合致した対応を実施しているか、当該企業の取締役会および経営陣を精査する。
- 当社による精査および当該企業との対話を通じて、企業の当該問題に対する対応に改善の余地があると判断される場合、長期的な価値創造に寄与する株主提案を支持する。また、取締役会が十分にまたは緊急性をもって適切に当該問題に対処していないと判断される場合、取締役選任議案に反対することも検討する。

〈別紙〉サステナビリティ課題(環境および社会に関する課題)への対応

当社は投資先企業に対し、確固たる企業理念を掲げ、株主、顧客、従業員、地域など、あらゆる重要なステークホルダーのニーズに十分に配慮した上で、長期的に持続的な企業価値並びに株主価値の向上に向けた長期的な経営を実践することを期待する。

このような観点において、気候変動リスクを含むサステナビリティ課題(環境および社会課題、以下サステナビリティ課題)が、企業活動、ひいては長期的な企業価値に対して及ぼす影響は大きくなっていると考える。このような状況認識が浸透するにつれ、長期的な企業価値に重大な影響を及ぼすサステナビリティ課題に対する企業の対応についての透明性が投資家を惹きつけるための重要な要素となりつつある。したがって、これらサステナビリティ課題が事業環境や長期経営戦略に与える影響、および当該課題に対する企業の対応方針についての情報開示は、長期的な株主利益の観点からより一層重要なものとなると考える。

当社は、実効的なガバナンスを有する企業は、長期的な企業価値に重大な影響を及ぼすサステナビリティ課題についても、適切に対応できると考えている。同時に企業のこれらサステナビリティ課題に対する取り組み姿勢や活動内容を投資家が適切に評価するためには、透明性のある情報開示が不可欠であると考えている。これらサステナビリティ課題に関する情報開示が不十分な場合、当社を含む投資家は、当該企業が当該課題についての適切なリスク管理を怠っていると判断せざるを得ない可能性が高い。

サステナビリティ課題に関する情報開示にあたって、既存の報告に関する枠組みを参照することは、当該課題の特定・管理・報告という企業の取り組み自体の発展という観点からも有益であると考えられる。

当社は、企業が持続可能なビジネスモデルを保持できていることを説明するにあたり、気候変動関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)によって作成されたフレームワークを活用することに加え、現在はIFRS財団傘下のInternational Sustainability Standards Board(ISSB)が主導する米国サステナビリティ会計基準審議会(SASB)等¹³が特定した業界特有の指標を用いて補足することを推奨する。TCFDは、気候変動リスクの開示を目的として作成されているが、ガバナンス、戦略、リスク管理、および指標と目標の4つの項目は企業が様々なサステナビリティ課題に関連したリスクと機会を発見、評価、管理、および監督するのに有益である。

またSASBが推奨する業種別に固有の開示項目を定めるアプローチは、企業のサステナビリティ課題の様々な側面において、業種別に、財務的に重要かつ意思決定に有益であると考えられるガバナンス、リスク評価、および主要評価指標(KPI)に対する達成度を図る観点から有益であると考えられる。このような考え方にに基づき、当社は投資先企業にTCFD、SASB等が推奨する基準に沿った情報開示を期待する。また、自然資本に対する関心が高まっていることを受け、この課題に関する

¹³ IFRS財団は2021年11月、投資家の情報ニーズを満たす高品質なサステナビリティ開示基準の国際基準を設定するために、国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)の設立を発表。SASBは今後ISSB基準に統合されるが現在は参照情報として活用されている。

情報開示が検討されることを期待する¹⁴。

なお、規制や業界標準等を背景に、当社の推奨する基準以外に沿った形で開示を行う場合、自社ないし業界に特有のものであることが明示されていることが望ましい。

サステナビリティ課題に関する情報開示を行うためには社内外からの情報収集が必要であり、それらを含めた情報開示を行うためには従来の財務報告や決算のための情報収集・分析に加えて時間を要するものであると当社は認識している。投資家が情報を分析する十分な時間を確保するため、定時株主総会に先立って実務上可能な範囲で当該情報の開示が行われることが望ましい。

企業がサステナビリティ課題を十分に配慮した、責任ある企業行動を実践するにあたって、国際的な組織が提示するガイダンス等を活用すること、あるいは業種特有のリスクを管理するために、業界団体に参画することも有益である。当社は投資先企業に対し、活用している国際的な枠組み、参画している業界団体等、投資家が当該企業の取り組みを正しく理解するために有益と考えられる情報の開示を期待する。

(気候変動リスク)

当社は、気候変動リスクを企業の長期的な成長見通しに対する決定的な要因の一つとして認識している。そのため、一般的な事業のリスクと機会と同様に、気候変動に関してもリスクと機会という観点から、事業に対する影響度合い、ならびに長期的な経営戦略における考慮の状況についての開示を投資先企業に求める。具体的には、長期的に自社のビジネスモデルを、地球温暖化を2度あるいは1.5度以下に抑制するシナリオで想定されるリスクや機会にどのように適合させるかについて明確にすることを期待する¹⁵。こうした長期的な経営戦略は、投資家ではなく企業が自社で策定すべきであると当社は考える。

当社は、長期的な価値を追求する多くの企業にとって、気候変動が非常に困難であることを理解している。一方で、多くの企業が、エネルギーを安定供給しつつ、経済・社会的な混乱に対して脆弱な人々を守りながらの脱炭素社会に向けた移行、すなわち公正な移行の達成に貢献するため、様々な活動を推進していることを認識している。他方、公正な移行の道筋はまだ不透明・不確実な要素が多く、移行の時間軸も各国によりまちまちである。

こうした状況認識を踏まえ、当社は、世界的な脱炭素社会への移行の中で、企業が自社のビジネスモデルや業界動向も踏まえたうえで、長期的に財務パフォーマンスを実現していくための事業計画を開示することを期待する。その際、同事業計画が、世界的にネットゼロを達成するという意欲的な目標や、不確実性の大きい脱炭素化に向けたロードマップにも柔軟に対応できるものであることを期待する。また同時に、エネルギーの安定供給と公正な移行にあたって考慮すべき事項が、同計画にどのように影響するかも開示することを推奨する。

¹⁴ 自然資本に関する統一的な情報開示フレームワークは策定途上であるが、Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD)が参考として有用な場合がある。

¹⁵ 2050年までにネットゼロを達成するという意欲的な目標は、世界中の集約された努力を前提としている。当社は議決権行使を検討するにあたっては企業が自社の事業活動が直接的な影響を及ぼす範囲における取り組みについて精査を行い、各国による政策等に関わる領域に関して何らかの取り組みがなされることは想定しない。

さらに企業には、科学的根拠に基づいた短期・中期・長期の温室効果ガス削減目標を設定し、その目標が株主の長期的な経済的利益とどのように紐づくかを示すことを期待する。

ネットゼロ目標の達成に向けて、最新の低炭素化を実現する技術を活用することで気候変動リスクの低減に貢献することを事業機会として見出すことも可能である。一方経済性あるエネルギーの安定供給の実現のためには、移行期間において、引き続き化石燃料への継続的な投資が必要であることも理解する。また、単に炭素集約的な事業を売却あるいは同事業から撤退することは経済全体の排出量削減には貢献しないであろうということも理解する。したがって、当社は、代替技術、移行技術、化石燃料生産等への資本配分が、自社の戦略や排出削減目標とどのように整合しているかについても積極的な開示を期待する。

なお、現時点では、いわゆるスコープ3の排出量に関しては、統一された算定方法がないことや規制等の不確実性、企業によるコントロールの可否などの観点から、スコープ1やスコープ2とは異なる性質のものであると認識している。そうした制約の中でも積極的かつ誠実にスコープ3に関する情報開示を行う姿勢を歓迎する。

このような取り組みを適切に促すためにも、気候変動リスクなどの事業への影響が大きいと考えられるサステナビリティ課題についてのリスクと機会に関する情報開示が不十分であると考えられる場合、責任があると考える取締役に対抗する。

(ダイバーシティ)

当社は、多様な考え方に基づく議論を促進し、「集団思考」を避けるため、取締役会におけるダイバーシティの推進を重要視している。そのため、取締役会の構成を検討するにあたり、業界等に関する専門性に加え、ジェンダーや国際性、年齢等の多面的な要素がどのように考慮されたかについての情報開示を期待する。また、ダイバーシティの確保を通じた取締役会の実効性向上は時間を要するものであるが、市場の規制や慣習と整合的な取り組みがなされることを最低限の期待として持っている。

こうした当社の期待は、取締役会だけでなく経営陣、あるいは企業全体における考え方の多様性は、企業の長期的な企業価値向上に資するという見方に基づいている。学術的にも相関が指摘されているが、当社の経験上、取締役会におけるダイバーシティの向上は、より質の高い議論や意思決定に繋がることが多い。また、取締役会におけるダイバーシティの確保は、経営陣や企業全体におけるダイバーシティの促進にも寄与するものと考えている。そうした観点から、取締役会におけるダイバーシティに関する取り組みの促進と情報開示に加え、ジェンダーをはじめとするダイバーシティに関する要素が人材の獲得や維持、あるいは役員や管理職への登用等の各段階においてどのように考慮されているか等を、対話等を通じて確認する。

以上

2023年1月1日改定

