

# **【資料①】対話及び議決権行使の事例集**

< 目 次 >

(1) 対話の事例.....	1
(I) 論点解消の事例 (ケース①) .....	2
(II) 改善策等を公表済の事例 (ケース②) .....	7
(III) 改善策／意思を確認した事例 (ケース③) .....	9
(IV) E (環境)・S (社会)に係る対話事例 .....	13
(V) 社外役員との対話事例 .....	15
(2) 議決権行使の判断事例.....	16
(I) 剰余金処分議案 .....	17
(II) 取締役選任議案 .....	18
(III) 監査役選任議案 .....	23
(IV) 定款一部変更議案 .....	25
(V) 退職慰労金支給議案 .....	26
(VI) 役員報酬額改定議案・役員賞与支給議案 .....	27
(VII) 新株予約権発行議案 .....	28
(VIII) 会計監査人選任議案 .....	29
(IX) 組織再編関連議案 .....	30
(X) 買収防衛策議案 .....	31
(XI) その他会社提案議案 .....	33
(XII) 株主提案議案 .....	35

## (1) 対話の事例

重要な論点がある企業等との対話について、下表1～27のとおり、具体的な対話の事例を掲載しております。

### 【重要な論点がある企業】(\*)

「重要な論点」 2018/7月～2019/6月		論点数	論点解消 (ケース①)	改善策等を公表済 (重点対話/日常モニタリング) (ケース②)	改善策/意思を確認 (改善策対外公表待ち) (ケース③)	改善が期待できない 中長期で改善が見られない (ケース④)
株主還元/配当性向		105件	1 34件	10 7件	14 40件	24件
収益性	低ROEかつ本業収益性劣後	146件	2 20件	11 52件	15 67件	7件
	赤字等	27件	3 13件	12 3件	16 4件	7件
ガバナンス等	買収防衛策	18件	4 10件	—	17 5件	3件
	社外役員の低出席率	25件	5 15件	—	18 5件	5件
	社外役員の独立性	47件	6 14件	—	19 10件	23件
	社外取締役不在	6件	7 4件	—	—	2件
	その他(不祥事等)	47件	8 12件 9	13 20件	20 12件	3件
計		421件	122件	82件	143件	74件

E(環境)・S(社会)に係る対話事例	21・22・23	24・25
社外役員との対話事例	26	27

(\*)表中で赤色のものは2019年の事例であり、青色のものは2018年以前の事例となります。

## (I) 論点解消の事例 (ケース①)

### **<対話事例1> 株主還元姿勢が改善した事例 (2019年)**

- ・ 当該企業は、業績は安定的に推移しており、近年は毎年増配しておりましたが、株主還元について明確な方針の開示がなく、かつ直近数年間の配当性向は平均15%を下回る水準となっていたため対話を行いました。
- ・ 当社からは、同業他社より配当性向が低い水準である一方、内部留保については厚いことを指摘しました。当該企業からは、「株主還元が同業他社対比で低位であること、最低でも配当性向15%程度の還元が必要なことを再認識した。企業体力もついてきたので株主還元について前向きに検討する」との説明を受けました。
- ・ その後、決算発表にあわせて増配が発表され配当性向は15%水準を超える水準となり、更に今期も増配予想が示されました。

### **<対話事例2> ROEの改善事例 (2019年)**

- ・ 当該企業は、これまでの主力製品の販売低迷や海外事業の業績低迷等により、業績不振の状況が続いておりました。
- ・ そこで対話の中では、過去に赤字となった要因や黒字化に向けた取組みについて確認し、業績改善に向けた中期経営計画の策定・公表を要望しました。
- ・ その後、当該企業は経営体制を刷新し、事業ポートフォリオの選択と集中等を盛り込んだ新中期経営計画を策定・公表しました。
- ・ そして、直近の決算では新中期経営計画に沿った構造改革推進によるコスト削減に加え、事業成長に伴う売上高増加などで、営業利益率が大幅に改善しました。更に資産効率化に向けた資産圧縮等も行ったことで純利益も大幅に改善し、結果としてROEは5%を大きく超える水準まで改善しました。

### ＜対話事例3＞ 業績が改善（黒字転換）した事例（2019年）

- ・ 当該企業は、特定業界向けの工作機械製造を主たる事業としており、需要は旺盛で当該企業を取り巻く環境は良好であるものの、発注企業ごとにオーダーメイドで一品一様生産を行う関係上、コストが高止まりし、納品時のトラブル等も頻発したことから、3期連続で赤字を計上しておりました。
- ・ 当社としては、受注環境が良好な中で継続して赤字を計上している事実を重く受けとめ、中長期的観点から、収益性改善に向けた抜本的な対応が必要との認識を当該企業と共有化し、具体的な取組みを進めることを複数年にわたって要望しておりました。
- ・ その後、当該企業は、発注企業ごとに異なっていた仕様を一部共通化・汎用化することでコストダウンを実現したほか、受注時のコスト管理厳格化や複数購買の実施、受注後の時間管理徹底による納品トラブル排除など、抜本的な対策の実施により、営業利益以下全ての黒字化およびROE5%超を達成しました。

### ＜対話事例4＞ 買収防衛策のスキーム面の論点が解消した事例（2019年）

- ・ 当社は当該企業と買収防衛策のスキームについて、過去から対話を行っており、昨年は買収防衛策のスキームの要改善点を記した要望書を手交しました。その時には当該企業よりスキームを改善する意思を確認したことから、今年は、改善に向けた検討スタンスに変更が無いか対話を行いました。
- ・ 当社からは、再度論点に沿って対話しましたが、当該企業からは、「買収防衛策の必要性も含め役員会で議論しているが、少なくとも御社の要望に対応することは不可欠と考えている」との前向きな回答がありました。
- ・ その後当該企業から、買収防衛策の廃止を取締役会で決議したことが公表されました。

#### ＜対話事例5＞ 社外取締役の出席率が改善した事例（2019年）

- ・ 当該企業の社外取締役1名につき、取締役会への出席率が低位にとどまっていたことから対話を行いました。
- ・ 当該企業からは、社外取締役が海外在住であることから、テレビ会議・電話会議システムを導入するなどの工夫を行っているものの海外出張も多く日程調整が困難であったとの説明を受けました。
- ・ 当社からは社外役員が職責を果たしているかを判断するうえで、出席率は重要な要素である旨を改めて説明し、年間スケジュールを期初に策定する等出席率の改善を要望しました。
- ・ その後、当該企業からは、社長が直接当該社外取締役に対し出席率の改善を要望する一方、取締役会の開始時刻変更やテレビ会議・電話会議システムの活用を推進したとのことでした。
- ・ その後の対話で、当該企業より、当該社外取締役は直近1年間の全取締役会に出席したとの回答を得ました。

#### ＜対話事例6＞ 独立社外監査役を導入した事例（2019年）

- ・ 当該企業では、社外監査役として、当該企業の株式を10%以上保有する大株主企業の出身者2名が選任されておりました。
- ・ 当社としては監査役会の独立性に懸念があると考え、継続的に対話を実施し、更なるガバナンス向上の観点から、独立社外取締役の選任を検討することを要望してまいりました。
- ・ その後、当該企業では、当該社外監査役2名が改選となるタイミングで、1名は独立社外監査役とする役員人事案が公表され、2019/6期の株主総会で選任されました。

#### ＜対話事例7＞ 社外取締役不在が解消した事例（2019年）

- ・ 当該企業は社外取締役が不在であったことから、当社としては対話を通じて社外取締役の選任を要望しておりました。また、当社からは、更なるガバナンス向上の観点から、新たに社外取締役を選任するのであれば、独立性のある社外取締役を選任いただきたいと要望してまいりました。
- ・ 対話の中で進捗を確認したところ、取締役全員で社外セミナーを受講すると共に、(独立)社外取締役としてどのような資質を持った方を候補とするべきかとの検討を進めているとの前向きな回答がありました。
- ・ その後、独立社外取締役候補者1名が公表され、株主総会において選任され、社外取締役不在が解消しました。

#### ＜対話事例8＞ 不祥事後の再発防止策等を着実に進めている事例（2019年）

- ・ 昨年、当該企業の一部製品の製造工程に不備があることが発覚し、当社は、当該企業の対応状況・方針などについて対話を行いました。昨年の株主総会時点では最終的な再発防止策は公表されていなかったため、当社としては、現経営陣による今後の対応を見守ることが妥当と判断して、当該取締役選任議案に賛成しました。
- ・ 今年の継続対話の中で、当該企業から、有識者や社外役員からなる委員会を設置し社外の意見を積極的に取り入れて、再発防止策に沿った取組みを着実に進めているとの説明がありました。その後、関係省庁からの最終報告においても追加対策の必要性は指摘されなかったこと等も踏まえ、当社としても事後対応は問題無いものと評価し、論点は解消と判断いたしました。
- ・ 今後は、日常的な対話の中で、当該企業の取組みを定期的に確認してまいります。

### ＜対話事例9＞ 少数株主利益の保護が表明された事例（2018年）

- ・ 当該企業の大株主であり主要取引先のA社から複数の取締役の選任を要求する株主提案が提出されておりました。
- ・ 当社としては、大株主であるA社が選定した候補者が取締役会の過半を占めた場合、少数株主の利益が阻害される懸念やA社との間で利益相反が生じる可能性があることから、当該企業やA社とも、こうした論点について対話を行っておりました。
- ・ その後、当該企業側でA社からの株主提案の内容を取り込み、会社提案として一本化したため、当社としては引き続き上述した懸念が残ると判断し、継続して対話を行いました。
- ・ 当該企業の社長との対話の中では、当社として、
  - ① A社が選任を要求した取締役候補者は、A社と緊密な関係がない点
  - ② A社との取引については、契約・ルールに沿って行われており、利益相反がない点の2点を確認するとともに、こうした少数株主利益保護の考え方について株主総会の場で株主に表明していただきたいとの要望を行いました。
- ・ その後、株主総会において、上記のとおり少数株主利益保護に関する説明が行われました。
- ・ なお、本件については、当社スチュワードシップ諮問委員会に事前に付議しており、社外委員から「当該企業は「コーポレートガバナンスコード原則1-7. 関連当事者間の取引\*」に沿って適切な枠組みを開示すべきであり、株主としては、少数株主利益の毀損や利益相反の可能性が無いことを確認すべき」との助言をいただいております。

---

\*上場会社がその役員や主要株主等との取引（関連当事者間の取引）を行う場合には、そうした取引が会社や株主共同の利益を害することのないよう、また、そうした懸念を惹起することのないよう、取締役会はあらかじめ取引の重要性やその性質に応じた適切な手続きを定めてその枠組みを開示するとともに、その手続きを踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うべきである。



## (Ⅱ) 改善策等を公表済の事例(ケース②)

### **<対話事例10> 株主還元の水準を対外公表した事例(2019年)**

- ・ 当該企業の業績は好調でしたが、配当金は据え置かれていたため、直近数年間の配当性向は10%を下回る水準で推移しておりました。このように株主還元姿勢に課題があったため、当社は継続して対話を行ってまいりました。
- ・ 対話の中で、当該企業は、配当よりも自己株式取得を優先しているとのことでした。当社からは、自己株式取得の実績は評価しているものの、総還元水準を含め株主還元方針を公表して欲しい旨要望してまいりました。
- ・ その後、当該企業は、総還元性向については同業他社水準に遜色ない水準とし、自己株式取得と配当のバランスはPBRの水準を加味して決めるといった方針を決算説明会の場で公表しました。また、2019/3期については総還元性向を前年度の35%から50%に引き上げ、配当金は据え置きであったものの自己株式取得額も明示しました。

### **<対話事例11> 収益改善策を公表し収益改善取組みを進めている事例(2019年)**

- ・ 当該企業の主力製品は他社との競合により販売価格が下落するなど収益性が低下しており、継続してROEが5%を下回り、営業利益率も長期にわたり業界平均以下で推移しておりました。
- ・ 当社は、当該企業と複数年にわたって収益改善に向けての取組強化を促す対話を行っており、当該企業では、公表した中期経営計画に沿って、抜本的な製造原価低減や海外での拡販など、収益性の改善に向けて取組みを進めておりました。
- ・ また、当該企業は親会社との取引が希薄で両社間のシナジーが得られていなかったことから、当社では、親会社とも対話を行い、当該企業の企業価値向上に向けてシナジーを追求するよう要望し、親会社からも更なるシナジー追求を検討するとの回答を得ました。
- ・ 今後も、対話を通じて収益改善に向けた取組みをサポートしてまいります。

### ＜対話事例１２＞ 抜本的な業績改善策が示された事例（２０１９年）

- ・ 当該企業は売上の減少により業績が低迷していたことから、複数回の対話を実施しておりました。
- ・ 当該企業は中期経営計画を公表していましたが、当社からは、業績反転に向けては中期経営計画の見直しが必要であると考え要望しておりました。
- ・ その後、当該企業の業績予想は大幅に下方修正され、中期経営計画も見直しがなされました。そして(1)集客モデル再構築、(2)オペレーション改革、(3)マーケティング施策、(4)組織・人員体制見直しの実施など黒字化に向けた施策と数値計画が示されました。
- ・ その後の対話の中でも、中期経営計画に沿って着実に改善取組みを進めていることを確認しました。

### ＜対話事例１３＞ 不適切行為に対し、再発防止策等の適切な対策が示された事例（２０１９年）

- ・ 当該企業は、長期間に亘り不適切な行為を続けていたことが判明したことを受け、外部の専門家から構成される特別調査委員会を設置し、その調査結果と再発防止策等を公表しました。当社はその内容と再発防止策の進捗状況を確認するために対話を行いました。
- ・ 対話の中で、当社からは「原因究明、責任明確化、適切な再発防止策の策定の観点から、企業側の対応は大変評価しているが、今回の調査報告書にて企業に調査が委ねられた領域は洩れなく適切に調査いただきたいこと、顧客対応状況等については、何らかの形で定期的に公表いただきたいこと」を要望しました。
- ・ その後の決算説明資料では、当該事案に関する顧客対応状況が示されており、当該企業が着実に顧客対応を進めていることが確認できました。
- ・ 今後も本事案に関する顧客対応や再発防止策等が着実に遂行されることを引き続き確認してまいります。

### (Ⅲ) 改善策／意思を確認した事例 (ケース③)

#### **<対話事例14> 株主還元の改善に向けた意思を確認した事例 (2019年)**

- ・ 当該企業は、直近10年間に亘り業績は堅調に推移していましたが、明確な株主還元方針が公表されておらず、配当性向が10%を下回る水準で推移していたことから、過去から対話を行ってまいりました。
- ・ 対話の中で、当該企業からは、「グローバルな競合メーカーは巨額な投資を行っており、中長期的な企業の将来像を考えると、内部留保はまだ少ない」との説明がありました。
- ・ 当社からは情報提供ツールを用いて、投資家の目線は配当性向30%であり、配当水準もグローバル水準を意識して欲しい旨を要望いたしました。
- ・ その後、当該企業は、2019/3期に大幅増配を公表しました。今後も対話を通じて株主還元方針等の開示と水準改善を要望してまいります。

#### **<対話事例15> 収益の改善意思を確認した事例 (2019年)**

- ・ 当該企業は、競合の激しい地域を地盤とする第二地銀で、ROEを始めとした収益水準が低位にとどまっております。しかしながら、中期経営計画には具体的な数値目標や取組み施策が示されていなかったことから、当社は対話を行い、具体的な数値目標や収益改善策の公表等を要望してまいりました。
- ・ 当該企業からは、「これまで長年にわたり手をつけて来なかった店舗政策や個人及び店舗の業績評価制度等につき、取締役に対する業績連動型報酬制度導入も合わせ、外部コンサルタントも入れて抜本的な見直しに着手した」との説明がありました。
- ・ 当社としては、業績改善に向けた明確な意思が確認できたことから、当面の進捗を見守ることとしました。
- ・ 今後は、中期経営計画等に具体的な業績改善策や数値目標が盛り込まれることを確認し、その内容の妥当性や進捗状況につき対話等を通じ継続フォローしてまいります。

#### ＜対話事例16＞ 業績の改善策を確認し、継続フォローしている事例（2019年）

- ・ 当該企業は、新興企業であり上場以来事業拡大を図り売上を伸ばしてきた一方で、システム投資やM&A費用などが先行しており、直近期まで連続して赤字を計上しておりました。
- ・ 当社としては、現状の赤字は将来の成長のための投資によるものであると理解する一方、黒字化に向けた中期経営計画が公表されていない点は課題であると考えておりました。
- ・ 対話の中で、中期経営計画の公表を要望したところ、当該企業からは、現段階で黒字化よりも売上を伸ばすことを優先しているが、今後の黒字化に向けた計画等公表については社内で検討する旨の回答がありました。
- ・ その後、決算説明において、初めて黒字化の想定時期等が明示されました。
- ・ 当社としては、当該企業の業績を注意深く見守るとともに、中期経営計画の公表など、更なる情報開示を促すべく対話を継続してまいります。

#### ＜対話事例17＞ 買収防衛策のスキームの改善意思を確認した事例（2019年）

- ・ 当該企業は、買収防衛策の継続を取締役会決議としており、かつ社外取締役・監査役が独立委員会の過半数を占めていなかったことから、当社は買収防衛策スキームに株主意思が反映されない懸念があると考え、過去より対話を行っておりました。
- ・ 対話の中で、当社からは、独立委員会は株主総会で選任された社外役員を過半とする構成に変更すべきとの要望をいたしました。当該企業の役員からは「御社の要望は経営層も理解している。但し現在ガバナンス体制を幅広く見直しており、独立委員会の構成も不可分のものとして一体的に検討中であることから、見直しにはもう少し時間がかかると思われる。理解いただきたい」との回答がありました。
- ・ 今後は、当該企業が本件見直しを着実に進めていくことを定期的に確認してまいります。

#### ＜対話事例18＞ 社外監査役の出席率改善の意思を確認した事例（2019年）

- ・ 当該企業の社外監査役1名につき、取締役会への出席率が継続的に低位にとどまっていたことから、複数年にわたって対話を行いました。
- ・ 対話を通じて、当該企業から当該社外監査役に対して出席を要望しているものの、出身企業と当該企業との関係を考慮すると当該企業からは、あまり強く改善を促せない状況であることが確認できました。
- ・ そのため、当社は当該社外監査役の出身企業側にも対話を申し入れ、出身者の方々が社外で活動する際のサポート体制等について意見交換したうえで、当該社外監査役の出席率改善の支援を要請しました。
- ・ その後、当該社外監査役は体力面の問題もあって出席率の改善を果たすことが難しいこと等から、任期途中で退任しましたが、後任の社外監査役も同じ企業出身者が就任しました。
- ・ 翌年も当該企業および社外監査役出身企業との対話を継続し、改善取組を確認してまいります。

#### ＜対話事例19＞ 社外取締役の独立性について改善意思を確認した事例（2019年）

- ・ 当該企業は、独立社外取締役が1名おりましたが、当該社外取締役の退任に伴う新規社外取締役候補者は、実質的に大株主と同等と判断される企業出身であったことから、当該企業と対話を行いました。
- ・ 対話の中では、当社から、ガバナンスの観点から独立性のある社外取締役を1名追加していただきたいと要望しました。
- ・ 当該企業からは、「独立性のある社外取締役の急な退任申し出により適切な候補者が見つけられなかったという特殊事情があった。次回の株主総会までに適切な候補者を見つけるつもりである」との回答がありました。
- ・ よって、翌年も対話を継続し、独立社外取締役の選任を要望し続けてまいります。

#### ＜対話事例20＞ 不適切行為に対し、改善意思を確認した事例（2019年）

- ・ 当該企業は、法令違反懸念など安全性に問題がある製品が数多く見つかったこと等の不祥事案を公表したことから、対話を行いました。
- ・ 対話の中で、当社からは、事態を重く受け止め原因究明、責任の明確化、再発防止策をまずは公表して欲しい旨を要望いたしました。
- ・ 当該企業からは、両事案とも外部有識者で構成される第三者委員会等を設置して調査を進めており、調査結果判明後に再発防止策等を公表予定であるとの回答を得ました。合わせて、取締役賞与の減額などが公表されました。
- ・ 両事案とも、当時は再発防止策等が未公表でありましたが、当社としては対話を通じて改善意思が確認できたと考えております。今後も対話を継続し、再発防止策の策定・公表状況、及び改善取組を確認してまいります。

#### (IV) E (環境)・S (社会)に係る対話事例

##### **<対話事例 2 1> 統合報告書の作成を通じた情報開示の充実を要望した事例 (2019年)**

- ・ 当該企業は、外部ベンダーによる ESG 評価が低位に留まり、統合報告書を開示していなかったことから、情報開示や E (環境)、S (社会) の取組み状況も含めて対話を行いました。
- ・ 当該企業は、CSR レポートを定期的に公表しておりましたが、当社からは、統合報告書の要素である持続可能な価値創造に向けた取組み、E (環境)、S (社会) に係る目標値 (KPI) などを含めた情報開示を検討いただくよう要望しました。
- ・ 当該企業からは、「数年前から IR の充実に取組んでおり、CSR・環境レポートも統合報告書を意識した内容に徐々に変更している。こうした申し出を受けたことをきっかけに、統合報告書の作成に向けた検討を開始したい」との前向きな回答を得ました。
- ・ 当社としては、個社の事業規模や状況等を踏まえつつ、ESG 等も含む統合的な情報開示の更なる充実に向けた対話を継続してまいります。

##### **<対話事例 2 2> 目標値 (KPI) の設定について対話した事例 (2019年)**

- ・ 当該企業は、今年度から統合報告書を公表したことから、統合報告書の内容について対話を行いました。
- ・ 当該企業は、統合報告書の目標値 (KPI) 設定において安定操業や死亡災害件数 0 件を掲げており、当社からは、「現場では危険な作業を伴う業種であり、操業停止が大きく業績に影響を与えることを踏まえると、安定・安全操業を目標値 (KPI) として明確にすることは御社の経営課題等とも合致したものであり、納得的な目標設定と考えられる」と高く評価しました。
- ・ 当社としては、E (環境)、S (社会) 等について個社毎の経営理念や経営方針等を踏まえた目標値 (KPI) の設定が望ましいと考えており、今後もこうした視点で ESG の対話を推進してまいります。

### ＜対話事例23＞ 目標値（KPI）の設定が改善された事例（2019年）

- ・ 当該企業は、統合報告書を開示しているため、当該報告書にもとづきESGに関する対話を行いました。
- ・ 当該企業は、CSRの観点で重要課題（マテリアリティ）の特定、それに関連する具体的な目標値（KPI）の設定、取組実績の振り返りといったPDCAを実施していたことから、当社からは、「この取組みは高く評価できるものであり、今後も継続いただきたい」と伝えました。
- ・ また、当社から、「E（環境）関連の目標値（KPI）として掲載されている目標数値について、同業他社に比べて保守的な見え方になることから、他社と同様のベースで開示してはどうか」と提案いたしました。
- ・ その後に公表された中期経営計画においては、当該目標数値について他社と同様のベースに改善されておりました。
- ・ 今後も、対話を通じて、投資先企業のESG関連の情報開示改善・充実に貢献してまいります。

### ＜対話事例24＞ 情報開示が前進した事例①（2018年）

- ・ 当該銀行とは、今後の収益向上取組に加え、地方創生や事業性評価、ESGなど幅広いテーマで対話を行いました。
- ・ 対話の中では、当社より「昨年度から他行でも決算説明会資料などでESG取組に関する開示が始まっているが、当該銀行でも情報開示充実の一環として開始してはどうか」と提案いたしました。
- ・ その後、2018年6月に開催された決算説明会資料の中では「ESGへの取組み」として当該銀行の具体的な取組事例などE、S、Gそれぞれについて説明が初めて追加されました。

### ＜対話事例25＞ 情報開示が前進した事例②（2018年）

- ・ 当該企業とは、ガバナンス面の論点をきっかけに対話を開始し、当論点は解消しましたが、この訪問以降、社長自ら来社され、業績関連のみでなくESG関連の取組を含めた対話を継続してきました。（2年間で当社に4回来社、当社より2回訪問）
- ・ 当該企業はケミカル製品を取り扱っていることから、株主や取引先等のステークホルダーに対しE（環境）等への取組を含めた開示を強化したいと考えており、2018年5月の対話時に、当社から統合報告書の作成につき、他社事例等を交えつつ助言しました。
- ・ その後、当該企業は、社長の指揮のもと、統合報告書の作成を進めており、対話直後には「的確なアドバイスが非常に参考になった」とのコメントもいただいております。



## (V) 社外役員との対話事例

### **<対話事例26> 独立社外監査役と対話を行った事例（2019年）**

- ・ 当該企業は監査役会設置会社であり内部統制等ガバナンス上に課題があると思われたことから、当該企業経由で独立社外監査役に対話を申込みました。
- ・ 対話の中で、当該独立社外監査役とは、ガバナンス上の課題のほか、取締役会で意見が関連に出されているかなど取締役会の機能状況、監査役監査の状況など幅広いテーマについて対話を行いました。
- ・ 当社としては、独立社外役員との対話は非常に貴重であると考えており、今後も機会を捉えて独立社外役員との対話を実施してまいります。

### **<対話事例27> 社外取締役と対話を行った事例（2018年）**

- ・ 当該企業は買収防衛策を導入しており、対話の中で、買収防衛策継続判断の仕組みなどについて確認していたところ、当該企業から、「買収防衛策継続の意思決定には社外取締役が大きく関わっていることから、社外取締役より直接説明を行いたい」との提案があり、社外取締役3名と、幅広いテーマで対話を行いました。
- ・ 社外取締役との対話の中では、買収防衛策の考え方・スキームに関する説明に加え、社外取締役として現在認識している経営課題、社外取締役の選定に関する方針や考え方を含むガバナンス体制全般など、対話のテーマは多岐に亘りました。
- ・ 当社としては、社外取締役と対話する機会是非常に貴重であると考えており、今後も機会を捉えて社外取締役との対話を実施してまいります。

## (2) 議決権行使の判断事例

重要な論点がある議案（会社提案）及び株主提案の賛成・反対双方について、当社の議決権行使の判断に対する予測可能性を高める観点から事例を抽出し、下表1～35のとおり、その判断の経緯と結果を対比する形で示しております。「議決権行使精査要領」と合わせてお読みください。

### 【会社提案】(\*)

	重要な論点がある議案数		
		賛成	反対
剰余金処分	68	49	19
うち配当性向	65	<span style="background-color: #f08080;">1</span> 47	<span style="background-color: #f08080;">2</span> 18
取締役選任	248	200	48
うち業績低迷・配当性向	181	<span style="background-color: #f08080;">3</span> 160	<span style="background-color: #f08080;">4</span> 21 <span style="background-color: #4682b4;">5</span>
うち社外役員（独立性・低出席等）	35	<span style="background-color: #f08080;">6</span> 12 <span style="background-color: #4682b4;">7</span>	<span style="background-color: #f08080;">8</span> 23 <span style="background-color: #f08080;">9</span>
うち不祥事等	46	<span style="background-color: #f08080;">10</span> 43	<span style="background-color: #f08080;">11</span> 3 <span style="background-color: #4682b4;">12</span>
監査役選任	28	19	9
うち社外役員（独立性・低出席）	13	<span style="background-color: #f08080;">13</span> 4 <span style="background-color: #4682b4;">14</span>	<span style="background-color: #f08080;">15</span> 9
定款一部変更	7	2	5
うち剰余金処分の取締役会授権	6	<span style="background-color: #f08080;">16</span> 2	<span style="background-color: #f08080;">17</span> 4
退職慰労金支給	41	32	9
うち業績低迷・配当性向	38	<span style="background-color: #f08080;">18</span> 29 <span style="background-color: #4682b4;">19</span>	<span style="background-color: #f08080;">20</span> 9
役員報酬額改定・役員賞与支給	46	46	0
うち業績低迷・配当性向	36	<span style="background-color: #f08080;">21</span> 36	<span style="background-color: #4682b4;">22</span> 0
新株予約権発行	3	<span style="background-color: #f08080;">23</span> 2	<span style="background-color: #f08080;">24</span> 1
会計監査人選任	1	0	<span style="background-color: #f08080;">25</span> 1
組織再編関連 (*1)	6	<span style="background-color: #f08080;">26</span> 6 <span style="background-color: #4682b4;">27</span>	<span style="background-color: #4682b4;">28</span> 0
買収防衛策	12	9	3
うち業績低迷・配当性向	10	<span style="background-color: #f08080;">29</span> 9	<span style="background-color: #f08080;">30</span> 1
うち企業価値を毀損するスキーム	2	0	<span style="background-color: #f08080;">31</span> 2
その他会社提案 (*2)	5	<span style="background-color: #f08080;">32</span> 4	<span style="background-color: #f08080;">33</span> 1 <span style="background-color: #4682b4;">34</span>
<b>合計</b>	<b>465</b>	<b>369</b>	<b>96</b>

\*1 合併、営業譲渡・譲受、株式移転、会社分割等

\*2 自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合等

### 【株主提案】(\*)

	議案数	賛成	反対
株主提案	124	<span style="background-color: #f08080;">35</span> 3	121

(\*) 表中で赤色のものは2019年の事例であり、青色のものは2018年以前の事例となります。

## **（I）剰余金処分議案**

### **＜議決権行使事例1＞ 配当性向（賛成）（2019年）**

- ・ 当該企業の業績は好調に推移し、数年にわたり連続で増配していたものの、配当性向については当社の最低限の基準である15%を下回る水準で推移しておりました。そこで当社は複数回の対話を実施し、当該企業に対して株主還元の充実を要望してまいりました。
- ・ 当該企業は株主還元の基本方針として、「安定的・継続的な配当による利益還元の実現」を掲げており、株主還元を意識し増配を続けておりましたが、毎年積極的な出店計画を公表・実行しており、今後も当面は出店投資を継続したいとのことでした。
- ・ 結果的に2019/3期の配当性向は15%に達しませんでした。当社としては、投資計画が明確であり、出店計画も奏功し増配も継続していることから、剰余金処分案には賛成いたしました。

### **＜議決権行使事例2＞ 配当性向（反対）（2019年）**

- ・ 当該企業は、利益の内部留保が進んでおり、自己資本比率は80%を超えるなど堅固な財務体力を有しておりました。一方、投資ニーズも明確でないまま配当性向は長期にわたり低水準にとどまっていたため、当社は対話を通じ、「配当水準を引き上げること、もしくは中期経営計画等で達成目標とその時期を明確化すること」を求めてきました。
- ・ 2019/3期は4年ぶり増配とはなりましたが、配当性向は15%を大幅に下回る水準のままであり、また、株主還元方針の明確化もされませんでした。よって、低配当性向が解消される目処が立たないと判断し、剰余金処分議案に反対いたしました。

## **（Ⅱ）取締役選任議案**

### **＜議決権行使事例 3＞ 業績低迷（賛成）（2019年）**

- ・ 当該企業は継続してROEが5%を下回っており、営業利益率も業界平均以下の水準で長期にわたり推移しておりました。その後、収益改善策を含む中期経営計画が公表されましたが、計画初年度の業績は計画を大きく下回りました。
- ・ 当社は対話を通じて、業績の下振れが特殊要因にもとづくこと、経営陣が中長期的な抜本的改革に強い意思で取り組んでいることを確認し、また、業績の下振れ要因や今後の対応策について公表するよう要望しました。
- ・ その後、当該企業は決算説明資料の中で業績の下振れ要因や今後の対応策を公表しました。
- ・ 当社としては、現経営陣のもとで中期経営計画が着実に実行され業績反転が期待できると判断し、取締役選任議案に賛成いたしました。

### **＜議決権行使事例 4＞ 業績低迷（反対）（2019年）**

- ・ 当該企業は、直近3期連続赤字となるなど業績不振の状況でしたが、中期経営計画など業績改善策は示されておりました。
- ・ 当社は対話を通じて、黒字化に向けた改善計画の策定・公表を複数回にわたり求めましたが、当該企業は「改善計画は策定しているが、販売価格や為替水準、原材料価格等が不透明な中、投資家に誤解を与えかねないため、公表できない」とのスタンスを変えず、業績回復に向けた具体的な説明・計画等は示されませんでした。
- ・ よって当社は、対話を通じても今後の収益改善見通し等が示されず、当該企業と課題認識の共有ができていないと判断し、社長を含む現取締役再任議案に反対いたしました。

### **＜議決権行使事例 5＞ 配当性向（反対）（2018年）**

- ・ 当該企業は、バブル崩壊後の主力製品に対する需要低迷等から巨額の損失計上が続き、自己資本比率は一時10%を下回るまで低下し、無配が継続しておりました。近年は経費削減や需要の回復、M&A等の経営努力で黒字決算となり、自己資本比率も25%近くまで改善してまいりましたが、設備の老朽化に伴う更新投資など、資金需要が旺盛なことから、復配の目処や株主還元目標は公表されておりました。
- ・ 当社は対話を通じて、早期復配と株主還元等も含めた今後の計画の公表を以前より要望しておりましたが、2018/3期配当実績及び翌期配当予想とも無配であり、株主還元等も含めた計画の公表はありませんでした。
- ・ よって、対話を通じても課題認識の共有ができていないと判断し、代表取締役社長の再任議案に反対\*いたしました。
- ・

---

\*剰余金処分議案が付議されない場合は経営トップに反対する運営としています

#### ＜議決権行使事例6＞ 社外取締役の低出席率（賛成）（2019年）

- ・ 当該企業では、社外取締役1名の取締役会への出席率が低位にとどまっております。出席率は社外取締役の機能発揮状況を確認する重要な項目の一つであると考えており、当社は対話を通じて当該社外取締役の機能発揮状況と出席率が低位にとどまった理由を確認しました。
- ・ 当該企業からは、取締役会への出席率が低位にとどまったのは、怪我により一定期間の療養を要する状況にあったためであり、その後の取締役会には問題なく出席しているとの説明がありました。また、療養期間中も取締役会の資料や議論の内容は当該社外取締役に連携していたとのことであり、復帰後の機能発揮に問題がないことが確認できました。
- ・ 以上から、当社は当該社外取締役の取締役会での今後の機能発揮に期待し、当該社外取締役の再任議案に賛成いたしました。

#### ＜議決権行使事例7＞ 社外取締役の独立性（賛成）（2018年）

- ・ 当該企業は社外取締役が1名のみで、当該社外取締役は社長の三親等以内の親族であったことから、取締役会の独立性に懸念があると考え対話を行いました。
- ・ 対話の中で、当該社外取締役の就任経緯や機能発揮状況を確認したところ、当該社外取締役は、弁護士として、M&Aやファイナンスなど企業法務を中心に活躍しており、取締役会でも毎回貴重な意見を述べられているとのことでした。当社としては、当該社外取締役の機能発揮状況は評価するものの、取締役会のガバナンス強化の観点からは、独立社外取締役の選任が必要との考えを伝えました。
- ・ 当該企業からは、独立性にも十分配慮したうえで、ダイバーシティの観点から女性の社外取締役候補を探しているが、候補者探しに時間が欲しいとの説明があったことから、今回は当該社外取締役選任議案に賛成いたしました。

#### ＜議決権行使事例 8＞ 社外取締役の独立性、低出席率（反対）（2019年）

- ・ 当該企業の唯一の社外取締役は、取締役会への出席率が低位にとどまっており、機能発揮状況に懸念がありました。
- ・ 当社は当該企業と対話し、出席率は社外取締役の機能発揮状況を確認する重要な項目の一つであることを伝え、出席率が低位にとどまった理由を確認しました。
- ・ 当該企業は、昨年度・今年度とも臨時取締役会の開催が多く、スケジュール調整の観点から出席率が低位にとどまっていること、今後は取締役会の臨時開催を極力減らして、社外役員が欠席に至ることがないように改善を図るとの回答を得ました。
- ・ しかしながら、結果的に出席率の改善は見られず、社外取締役の機能発揮の観点から、当該社外取締役の再任議案に反対いたしました。

#### ＜議決権行使事例 9＞ 社外取締役の独立性（反対）（2018年）

- ・ 当該企業は、社外取締役全員が大株主である企業の出身者で構成されていたことから、取締役会の独立性に懸念があると考え対話を行いました。
- ・ 対話の中で、当該社外取締役の就任経緯や機能発揮状況を確認するとともに、独立性のある社外取締役の追加選任の意向を確認しました。
- ・ 当該企業からは、コスト圧縮を進めている中、役員報酬の支払い等でコストのかかる増員はすぐには難しいとの説明がありました。
- ・ 当社としては、コスト面の課題は一定理解できるものの、一定のコストをかけてでも取締役会のガバナンス強化は必要と考えており、現状、当該企業と課題認識の共有ができていないことから、当該社外取締役選任議案に反対いたしました。

#### ＜議決権行使事例10＞ 不祥事等（賛成）（2019年）

- ・ 当該企業の生産する一部製品の検査工程に不備があることが発覚いたしました。
- ・ そこで、当該企業は、第三者委員会を設置して原因究明と再発防止策の策定を行うとともに、当該事案の責任を明確にするため、代表取締役社長及び関連部門の担当取締役等の役員報酬の一部減額を公表いたしました。
- ・ また当該企業からは、当該事案発生の背景・原因、当該製品の顧客への影響が無いこと、業績への影響、国内外監督官庁の反応、社外役員の意見などについて説明がありました。こうしたことから、当社としては、当該事案は長期かつ広範な不正ではあるものの、当該企業が社外の意見も取り入れた再発防止策を策定していることを確認しました。
- ・ 以上から、当社としては現経営陣による今後の対応を見守ることが妥当と判断し、取締役選任議案に賛成いたしました。

#### ＜議決権行使事例11＞ 不祥事等（反対）（2019年）

- ・ 当該企業は、前会長らが法令違反の疑いで起訴されるなど、経営トップによる不正とガバナンス上の問題点が明らかになりました。
- ・ 当社は、対話を通じて原因究明、責任の明確化、再発防止策の策定を求めました。当該企業は前会長らを解任し、第三者委員会の調査・提言を踏まえてガバナンス体制の改善策を公表しましたが、ガバナンス上の問題点に関する責任は公表されませんでした。
- ・ そこで当社は、当該企業の経営層と複数回にわたる対話を実施し、前会長らの不正を看過した現社長について責任の明確化を求めてまいりましたが、十分になされないまま、株主総会に現社長の再任議案が上程されました。当社としては、経営トップとしてガバナンス上の責任は極めて重いと考え、現社長の再任議案に反対いたしました。
- ・ なお、本件については、取締役監督の責務があった現監査役の独立社外取締役選任議案も上程されました。当該監査役につきましては、本件の不正を長年にわたり防止・発見できなかったものの、経営層との複数回にわたる対話等を通じて、本件不正の解明への貢献やガバナンス面での機能発揮等を確認できたことから、当該監査役の独立取締役選任議案には賛成いたしました。

### ＜議決権行使事例12＞ 不祥事等（反対）（2018年）

- ・ 当該企業は、危機管理委員会による調査の結果、不動産関連融資において、不動産業者等により、お客さまの自己資金確認資料の偽造、改ざんが多数行われていたこと、より多額の融資を受けるために実際の売買契約書とは別に売買代金額を水増しした「銀行提出用」の売買契約書が作られていたこと、またこれらの事実につき相当数の当該企業社員が偽造の可能性を認識していたこと等が判明しておりました。
- ・ 加えて、本件関連融資の与信費用増加により当該企業の業績への影響も甚大であり先行き不透明な状況が継続しておりました。
- ・ 議決権行使時点においては、当該企業は第三者委員会を設置し詳細につき調査中であったものの、危機管理委員会の調査や当該企業の社内調査の結果から、ガバナンス体制全般に対する不備の可能性が極めて高いものと判断いたしました。
- ・ よって、これらの点を総合的に判断し、当事案に関連した担当取締役、経営トップの再任議案に反対いたしました。



### **（Ⅲ）監査役選任議案**

#### **＜議決権行使事例 13＞ 社外監査役の独立性（賛成）（2019年）**

- ・ 当該企業の社外監査役 3 名のうち 2 名は当該会社の株式を 10%以上保有する大株主出身者であり、残る 1 名も会計監査人である監査法人の出身者であったことから、監査役会の独立性が懸念される状況にありました。
- ・ 大株主出身者は当社の独立性基準を満たさないため、当社としては、監査法人出身者である社外監査役の独立性を確認すべく選任の経緯を確認したところ、前任監査役が急遽病気で退任意思を示したため、監査法人に急遽人選を依頼したとのことでした。
- ・ 当該企業としても独立社外監査役を選任したいとの意向を持っていたものの時間的猶予もなく、当該監査法人の中で当該企業の属する企業グループの監査には一切携わっていない方が唯一の候補者として紹介され、人物的にも機能発揮が期待できると考えたことから候補者としたとのことでした。
- ・ 当該社外監査役は、会計監査人退職後 3 年以内であり、当社の独立性基準に形式的には抵触しておりますが、当該企業の属するグループの監査には携わっておらず、当該企業が社外監査役の独立性を重視する姿勢も確認できたことから、当該社外監査役の選任議案に賛成いたしました。

#### **＜議決権行使事例 14＞ 社外監査役の低出席率（賛成）（2018年）**

- ・ 当該企業では、社外監査役 1 名の取締役会への出席が低位にとどまっておりました。
- ・ 当該社外監査役は株主総会終結の時をもって退任するものの、後任となる新任候補者についても取締役会等の出席率確保に向けた取組について確認する必要があると考え対話を行いました。
- ・ 対話の中で、当該企業に対して、出席率確保に向けた取組を確認したところ、今後は、スケジュールの事前確認を徹底し、取締役会、監査役会の日程を早期に決定するとともに、遠方からの出席に備えてテレビ会議システムを活用することで高い出席率を確保するとの説明がありました。
- ・ このような出席率確保に向けた取組は効果的であると評価し、新任社外監査役候補者の出席率は高い水準となることが見込まれることから、当該社外監査役選任議案に賛成いたしました。

#### ＜議決権行使事例15＞ 社外監査役の独立性（反対）（2019年）

- ・ 当該企業の社外監査役は、当該企業の過半数の株式を保有する親会社出身者1名のみであり、社外監査役の独立性が懸念される状況となっておりました。
- ・ 当該社外監査役は新製品開発や新規事業の経験が豊富であり、その知見は当該企業に不可欠であることから社外監査役の再任候補としたとのことでした。当社からは、当該社外監査役以外に独立性のある社外監査役候補者を招聘することを要望しましたが、当該企業からは「必要性は認識しており、要望は経営層と共有するが、他の適格者を見つけることはすぐには難しい」との説明がありました。
- ・ 当社としては、前向きな回答は得られたものの、親子上場の状態で独立社外監査役の不在が長期間にわたって是正されない点は少数株主の立場からは容認できないと考え、当該社外監査役選任議案に反対いたしました。

#### (IV) 定款一部変更議案

##### **<議決権行使事例16> 剰余金処分の取締役会授權（賛成）（2019年）**

- ・ 当該企業は、剰余金の配当決定について、従来は株主総会決議でしたが、取締役会決議を可能とする定款変更議案が株主総会に上程されました。
- ・ 当社は、引き続き剰余金処分案は株主総会に付議していただきたいと要望し、今後の剰余金処分案の付議方針を確認したところ、当該企業より、「今回の定款変更は災害等の理由により株主総会が開催できなくなった場合も取締役会にて剰余金処分を決議できるようにするためのものであり、今後も引き続き剰余金処分を株主総会に付議する予定である」との回答を得ました。
- ・ 当社としては、剰余金処分は株主総会決議が望ましいと考えており、今後も株主総会に付議されることが確認できたことから、定款変更議案に賛成いたしました。

##### **<議決権行使事例17> 剰余金処分の取締役会授權（反対）（2019年）**

- ・ 当該企業は、機動的な資本政策および配当政策の遂行を目的として、剰余金の配当決定について、取締役会決議で行うこと、それに伴い株主総会では決議できないことを定める定款変更議案を株主総会に上程いたしました。
- ・ 当社は、剰余金処分は株主総会決議が望ましいと考えており、定款上、株主総会による決議を排除する定款変更は慎重に判断しております。
- ・ 当社としては、今回の定款変更は株主としての剰余金処分に関する株主の提案権等を排除するものであると考え、定款変更議案に反対いたしました。

## **（Ⅴ）退職慰労金支給議案**

### **＜議決権行使事例 18＞ 業績低迷（賛成）（2019年）**

- ・ 当該企業は長期にわたってROEが5%未満で推移し、直近2期も多角化事業の減損等を理由に当期純利益が赤字となっております。こうしたなか、当該企業より退任取締役に対して、退職慰労金の支給を諮る議案が上程されました。
- ・ 当社は、過去から当該企業と対話を重ねており、当該企業は原価低減・業務効率化、組織改革、不採算事業の整理など収益改善に向けた方策を実行に移していること、来期は黒字化が見込める状況であることなど、当該取締役の業績反転に向けた貢献を確認しました。
- ・ よって、当社としては、当該退任取締役に対する退職慰労金支給議案に賛成いたしました。

### **＜議決権行使事例 19＞ 配当性向（賛成）（2018年）**

- ・ 当該企業は、経営改革により業績は回復したものの、直近期の配当性向は低位にとどまっております。こうしたなか、当該企業より退任取締役に対して、退職慰労金の支給を諮る議案が上程されました。
- ・ 当社としては、当該企業の業績は回復基調にあるため、支給対象者が企業価値向上に一定貢献してきたと判断しており、配当性向についても直近低位ではあるものの、当該企業との対話の中で課題認識は共有できており、決算説明資料において早期に配当性向目標値を定めると公表していること、今期増配を実施していることなどから、株主還元姿勢に大きな問題が無いと判断し、退職慰労金支給議案に賛成いたしました。

### **＜議決権行使事例 20＞ 業績低迷（反対）（2019年）**

- ・ 当該企業は長期にわたってROEが5%未満の水準で推移し、直近期は営業赤字となるなど、業績が悪化しております。こうしたなか、退任取締役・監査役に対して、退職慰労金の支給を諮る議案が上程されました。
- ・ 支給対象者である退任取締役・監査役在任期間中の当該企業の業績を確認したところ、ROEが5%を一度も上回ったことがないことが判明しました。
- ・ 当社としては、支給対象者である退任取締役・監査役には長期にわたる業績低迷に対し一定の経営責任があると判断し、退職慰労金支給議案に反対いたしました。

## **(VI) 役員報酬額改定議案・役員賞与支給議案**

### **<議決権行使事例 21> 配当性向（賛成）（2019年）**

- ・ 当該企業は、配当性向が長期に低位で推移していたことから、株主還元強化や配当性向の目標値の公表を求める対話を行っており、中期経営計画の中で配当性向の目標値が開示されました。こうしたなか、当該企業の役員賞与の支給を諮る議案が上程されました。
- ・ 当社としては、株主還元姿勢に問題がある中で役員賞与を支給することについては慎重な判断が必要であると考えております。当該企業の中期経営計画では、配当性向目標値は当社が最低限の基準とする 15%に満たないものの、設備投資額や有利子負債圧縮による自己資本比率の改善など、具体的かつ明確な資金ニーズが示されており、短期的に株主還元が低い理由は一定理解できるものでした。
- ・ 更に役員賞与支給額は株主還元額と比べて過大なものではありませんでした。
- ・ よって、当社としては、株主還元姿勢に現状は問題がなく、かつ役員賞与支給額も株主還元対比で特に過大ではないと判断し、役員賞与支給議案に賛成いたしました。

### **<議決権行使事例 22> 配当性向（反対）（2018年）**

- ・ 当該企業は、一定の財務健全性のもとでの安定配当の実施を基本方針としており、配当性向が長期間低位にとどまっていたことから、当該企業とは、数年にわたり株主還元について対話を行い株主還元の改善を要望していましたが、現時点においては株主還元の改善がみられない状況でした。
- ・ こうしたなか、当該企業より、取締役報酬総額を現状の水準から大幅に引き上げる議案が上程されました。
- ・ 当社としては、株主還元姿勢に問題があり、今後の株主還元の方針が確認できない状況で取締役報酬を大幅に引き上げることは賛同できないと考え、役員報酬額改定議案に反対いたしました。

## **（Ⅶ）新株予約権発行議案**

### **＜議決権行使事例 23＞ 業績低迷（賛成）（2019年）**

- ・ 当該企業のROEは長期にわたり5%を下回っており、かつ直近3期の営業利益は赤字が継続しておりました。こうしたなか、業績向上と役職員の企業価値向上への貢献意欲や士気を一層高めることを目的に、ストックオプションとして新株予約権を割り当てる議案が株主総会に上程されました。
- ・ 当社は、業績低迷先企業によるストックオプション割当については慎重な判断が必要と考えておりますが、対話の中では、当社からの要望も踏まえて公表された中期経営計画の取組みが順調に進んでいること、業績不振の主因ともなっていた大型プロジェクトも予定どおり完成の目途が付き黒字転換の道筋がついていること、新規事業にも取り組むなど更なる収益拡大を目指す意欲を持っていること等が確認できました。よって、新株予約権発行議案に賛成いたしました。

### **＜議決権行使事例 24＞ 新株予約権付与対象者（反対）（2019年）**

- ・ 当該企業から、企業価値向上を目指した経営を一層推進するとともに優秀な人材を確保することなどを目的に、ストックオプションとして新株予約権を発行する議案が株主総会に上程されました。
- ・ 当該新株予約権の付与対象者に、「協力者」という不明瞭な支給対象者が含まれていたことから、対話の中で「協力者」について具体的にどのような人物を想定しているのか確認したところ、当該企業より、取引先や顧問弁護士等、幅広く想定しており現時点では未確定であるとの回答がありました。
- ・ 当社としては、付与対象者について説明を求めたものの、企業価値向上に資すると判断される明確な理由を確認することができなかったことから、新株予約権発行議案に反対いたしました。

## (Ⅷ) 会計監査人選任議案

### **<議決権行使事例 25> 会計監査人選任（反対）（2019年）**

- ・ 当該企業は前会計監査人から、財務報告に係る内部統制の開示すべき重要な不備があること、一部の売上高に関する計上時期・計上額の妥当性に疑義があること等の指摘を受け決算修正を行っておりました。
- ・ その後、前会計監査人は当該企業と今後の監査業務体制や内部統制の改善計画にもとづいて監査工数の増加を主張しましたが、当該企業と合意に至らず、監査契約が更新されませんでした。
- ・ こうしたなか、当該企業から新会計監査人を選任する議案が株主総会に上程されました。
- ・ 当社としては、確認作業に相当程度の監査工数が必要であるとの前会計監査人の主張が合理的であり、会計監査人の変更理由について納得的な理由が提示されているとはいえないと判断し、会計監査人選任議案に反対いたしました。

## **(IX) 組織再編関連議案**

### **<議決権行使事例 26> 組織再編関連（賛成）（2019年）**

- ・ 当該企業の主力製品は、将来的に需要の減少が見込まれる中、経営統合などの業界再編が進む環境にありました。
- ・ こうしたなか、同業種企業との株式交換による経営統合案が株主総会に上程されました。
- ・ 当該企業が共通の基盤事業分野においてシナジー効果実現に向け取り組んでいること、大幅な統合シナジー実現を目指していること、株主還元方針も明確に示されていること等を踏まえ、この経営統合は企業価値向上に資するものと判断しました。また、株式交換比率についても特段問題無いと考え、経営統合議案に賛成いたしました。

### **<議決権行使事例 27> 組織再編関係（賛成）（2018年）**

- ・ 当該企業は、過去に多額の損失を計上した結果、債務超過に陥るなど財務体質が大幅に悪化しておりました。こうしたなか、当該企業は、利害関係者の信頼回復に向けて財務基盤の早期回復と強化に取り組んでおり、具体策として、当該企業の主力事業を営む子会社を外部の企業集団に売却する議案を株主総会に上程いたしました。
- ・ 当社としては、当該企業が売却予定の子会社事業は、当該企業グループの利益の大半を占め、かつ今後も高い成長性が見込まれていたことから、売却によるデメリットも予想されたものの、借入金等の返済原資確保や債務超過の解消が当該企業にとって急務でありトータルとしては企業価値にプラスになると評価できること、取締役会の過半数を社外取締役が占めており、株式譲渡価額の妥当性や売却後の経営戦略の信頼性などにつき、一定の客観性が担保されていることなどを確認しました。
- ・ よって、株式譲渡承認議案に賛成いたしました。

### **<議決権行使事例 28> 組織再編関連（反対）（2018年）**

- ・ 当該企業は、新たな企業成長に向け、グループ全体の経営資源の最適配分を図る目的で、主力事業を営む子会社の株式譲渡案を株主総会に付議いたしました。
- ・ 当社としては、譲渡の対象となっている子会社の行う事業が、これまでの主力事業であり今後の収益性や成長性に大きな影響を与えようと考えました。
- ・ そこで、株式譲渡後の当該企業における売却資金の具体的な資金使途や事業戦略等について確認しましたが、一定の方向は示されたものの、今後、具体的な取組は検討していくとの説明で、現状、本件が企業価値向上に資すると判断できませんでした。
- ・ よって、株式譲渡承認議案に反対いたしました。



## **(X) 買収防衛策議案**

### **<議決権行使事例 29> 業績低迷（賛成）（2019年）**

- ・ 当該企業は、ROEが5期連続で5%を下回っており、かつ売上高営業利益率も業界平均を下回っておりました。こうしたなか、当該企業では買収防衛策の更新期をむかえており、当社としては、業績低迷下における買収防衛策の継続は経営陣の保身に繋がる懸念があることから当該企業と対話を行いました。
- ・ 当社では、買収防衛策の導入/継続議案については、主にスキームと業績の両面から議案の賛否を判断しておりますが、スキームには特段問題点は無く、対話等を通じて、業績改善のためにコスト体質改革と合わせて売上拡大に向けた成長戦略にも取り組んでいること、ROE自体は低水準ながら3期連続で改善していることを確認いたしました。
- ・ 以上から、当社としては今後の業績回復を期待し、買収防衛策の更新議案に賛成いたしました。

### **<議決権行使事例 30> 業績低迷（反対）（2019年）**

- ・ 当該企業は、5期連続でROEが5%を下回っており、かつ売上高営業利益率も業界平均を下回っておりました。こうしたなか、業績低迷下における買収防衛策の継続は経営陣の保身に繋がる懸念があることから当社と対話を行いました。
- ・ 当社では、買収防衛策の導入・継続議案については、主にスキームと業績の両面から議案の賛否を判断しております。スキームには特段問題点はありませんでしたが、業績については低迷しているにもかかわらず中長期的な利益目標等は公表されていないなど業績改善に対する前向きな姿勢が確認できませんでした。
- ・ 以上から、当社としては、買収防衛策の継続が取締役の保身に繋がるとの懸念が払拭できないと判断し、買収防衛策の更新議案に反対いたしました。

### ＜議決権行使事例 31＞ 企業価値を毀損するスキーム（反対）（2019年）

- ・ 当該企業の買収防衛策は、買収者に対し金員等の交付を行う可能性を明示しておりました。当社は、特段の理由がない限り金員等の交付を行うスキームは企業価値・株主利益の向上に資するものではないと考えており、対話を行ってきました。
- ・ 当社からは、当該企業に対してスキームの変更を要請しておりましたが、スキーム変更が必要との課題認識を共有することはできず、従来と同じく買収者に対し金員等の交付を行う可能性がある買収防衛策の更新議案が株主総会に上程されました。
- ・ 当社としては、この買収防衛策のスキームは企業価値・株主利益を確保・向上するものとは判断できないことから、当該買収防衛策の更新議案には反対といたしました。

## (XI) その他会社提案議案

### **<議決権行使事例 32> 第三者割当増資(有利発行) (賛成) (2019年)**

- ・ 当該企業は、海外で実施していたプロジェクトの管理が不十分であったことに起因して工期延長や追加コストが生じ多額の損失が発生した結果、自己資本が大きく毀損し、自己資本比率は極めて低い水準に陥っておりました。
- ・ こうしたなか、当該企業より財務体質改善等を目的とした第三者割当による有利発行での優先株式発行議案が上程されました。
- ・ 当該優先株式は有利価格での発行であったほか、普通株式への転換請求権が付与されており、権利行使により一定の希薄化効果が生じ、株式価値を毀損する懸念がありましたが、当社としては、大きく毀損した自己資本を補填し財務体質の改善が速やかに実施できない場合、新規プロジェクトの受注が著しく困難となる可能性があることから、本件優先株式による資金調達の必要性は認められると判断し、事業立て直しによる業績改善及び中長期的な株価上昇に期待して当該議案に賛成いたしました。

### **<議決権行使事例 33> 資本金の額の減少 (反対) (2019年)**

- ・ 当該企業は、前年度に事業再生ファンドへの第三者割当により優先株式を発行いたしました。その際、当社としては、資金調達の必要性が低いこと、提携先としてシナジーが期待できない当該ファンドは引受先として適切ではなく、むしろ優先株式の発行により少数株主である当社は不利益を被る懸念があると判断し、優先株式の発行議案に反対しました。
- ・ その後、当該企業は最終赤字となったため、当社が保有する普通株式は無配とする一方、事業再生ファンドへの優先株式配当原資とするために、「その他資本剰余金」を取り崩すという資本金の額の減少議案が株主総会に上程されました。
- ・ こうした事案は、優先株式発行議案に反対する際に憂慮していた少数株主の不利益に該当すると判断し、当該議案に反対いたしました。

#### ＜議決権行使事例34＞ 一般財団法人への有利価格での自己株式抛出（反対）（2018年）

- ・ 当該企業は、取締役会で設立が決議された一般財団法人（以下、「本財団」という）の社会貢献活動を支援する目的で、当該企業が保有している自己株式を本財団に1株1円で割り当てるとする議案を、株主総会に上程しました。
- ・ 当社は、中長期的な企業価値の向上に向けて、適切な資本政策が実施されることを期待しており、財団法人等に対する自己株式の有利価格による譲渡については、中長期的な企業価値の向上に寄与するか、本財団が当該企業の株主となることにより当該企業のガバナンスへの影響が無い、特に議決権が適切に行使される体制となっているか、などの観点から慎重に賛否判断を実施することとしております。
- ・ 当該企業からは、本取組は地域密着型経営の実現に資するものであり、また社会貢献活動の観点からも企業価値向上に繋がるとの説明がなされ、その点は一定理解できるものでしたが、譲渡された当該企業株式の議決権行使については、体制面や行使基準が不明確であることから、ガバナンスの観点からは疑義が残る内容と考えており、有利価格での自己株式抛出議案に反対いたしました。

## (XII) 株主提案議案

### **＜議決権行使事例 35＞ 取締役選任の株主提案（賛成）（2019年）**

- ・ 当該企業は、元社長の解任プロセスが不透明だったことから、元社長らが自身を含む取締役の選任を求める株主提案を上程することを公表しました。
- ・ 当社としては、企業価値向上のためには一体感のある経営が重要と考え、対話を通じて会社側と株主提案側の融和を求めてきましたが、最終的に会社提案と株主提案が対立した形で議案が上程されました。
- ・ こうした状況下で、本社では、会社提案又は株主提案の一方のみが成立した場合、対立が更に深刻化し、企業価値へ悪影響を与える懸念があると判断しました。
- ・ その後、会社提案の社外取締役候補者からは、企業価値向上という目的が同じであれば両案が選択されたとしても問題ないとの柔軟な姿勢が見られ、株主提案側は、ガバナンス上の懸念が払拭されるのであれば、両案が選択された場合にも、社内融和に注力する姿勢が対話を通じて確認できたことから、会社提案、株主提案双方の取締役選任議案に賛成いたしました。

以 上