

**「責任ある機関投資家」の諸原則
《日本版スチュワードシップ・コード》
に関する取組（2017年度）**

2017年9月22日

日本生命保険相互会社

H29-1026G

< 目 次 >

第 1 章	はじめに	3
	(1) 日本版スチュワードシップ・コードの受け入れについて	3
	(2) コーポレートガバナンス・コード策定を受けて	4
第 2 章	日本版スチュワードシップ・コードの諸原則への取組	5
第 3 章	当社のスチュワードシップ活動について	15
	(1) 当社の資産運用の考え方	15
	(2) 当社の株式投資の考え方	16
	(3) 当社のスチュワードシップ活動の基本的な考え方	18
	(Ⅰ) スチュワードシップ活動の基本サイクル	19
	(Ⅱ) スチュワードシップ活動における対話のテーマ	21
	(Ⅲ) スチュワードシップ活動における対話のアプローチ	25
	(4) 議決権行使について	29
	(Ⅰ) 議決権行使プロセス	29
	(Ⅱ) 議決権行使精査要領について	32
第 4 章	2016 年度の取組結果	55
	(1) 対話活動の取組状況	55
	(Ⅰ) 対話の実施状況	55
	(Ⅱ) 対話活動の体制強化	55
	(2) 議決権行使結果と判断事例	56
	(Ⅰ) 議決権行使結果	56
	(Ⅱ) 議決権行使の判断事例	57
	(Ⅲ) スチュワードシップ諮問委員会における主な議論内容	67
第 5 章	2017 年度の取組方針	70
	(1) 対話取組の拡大	70

(2) 対話内容の一層の充実.....	71
(I) 新システムを活用した対話P D C Aの強化.....	71
(II) 経営層との面談による対話取組の実効性向上.....	71
(III) 好取組事例等の情報発信強化.....	72
(IV) E S Gを主なテーマとする対話活動の推進.....	72
(3) 議決権行使精査要領の改定.....	72
(4) スチュワードシップ活動に係る体制の強化.....	72
(I) 対話専管人材の追加配置.....	73
(II) スチュワードシップ諮問委員会の設置.....	73

第1章 はじめに

(1) 日本版スチュワードシップ・コードの受け入れについて

2014年2月26日、「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》が策定・公表され、日本生命保険相互会社（以下、当社）は、責任ある機関投資家として、当コードを受け入れる旨を、2014年5月26日に表明いたしました。

また、2017年5月29日に改訂版スチュワードシップ・コード¹（以下、当コード）が公表されたことを受け、改訂内容に対応した公表項目の更新を実施しております。

当コードでは、機関投資家が投資先企業との建設的な対話などを通じて、企業の企業価値向上や持続的成長を促すことにより、ご契約者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任として「スチュワードシップ責任」という概念が定義され、機関投資家が当該責任を果たすにあたり、有用と考えられる諸原則が定められています。

当社では、生命保険事業の公共性や負債特性等に鑑み、投資先企業の企業価値向上の果実を中長期にわたる安定的な株主還元や株価の上昇といった形で享受することを、株式投資の基本的な考え方とし、従来から投資先企業との対話を中長期的な企業価値向上に繋げることを重視してまいりました。

当コードが掲げている、機関投資家と企業の建設的な対話などを通じて、企業価値の向上や持続的成長を促すという考え方の根幹は、当社のこうした考え方やスタンスに合致するものであり、その理念に賛同しております。

一方で、機関投資家にも様々な形態が存在し、運用成果が顧客に直接帰属するか否かといった運用資産の性格の違いや、リターンを求める期間の違い等もあることから、機関投資家ごとに投資先企業とのエンゲージメントの時間軸や方向性、ひいては、スチュワードシップ活動そのものへのスタンスも区々であると考えられます。

当社では、当コードが掲げている考え方を踏まえつつ、当社の運用スタンスに合致した、企業との対話を重視するスチュワードシップ活動を行い、PDCAを継続的に実施していくことで当社のスチュワードシップ活動を一層充実させ、より効果的なものにするべく努めてまいります。

¹ 当コードの内容については、以下URLをご参照ください。
<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>

(2) コーポレートガバナンス・コード策定を受けて

2015年6月1日、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることを目的に、「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために～²」（以下、コーポレートガバナンス・コード）が策定されました。

当社では、コーポレートガバナンス・コードが、実効的なコーポレートガバナンス態勢の構築に向けた個々企業の取組を促すのみならず、日本版ステewardシップ・コードと対をなして、投資家と企業の建設的な対話を活性化させる原動力となると考えており、その理念に賛同しております。コーポレートガバナンス・コードに記載されている項目について、企業が積極的に取組んでいくことを、当社も前向きに捉えております。

一方で、望ましいコーポレートガバナンスの在り方は個々企業によって区々であると考えられます。また、日本版ステewardシップ・コード同様、コーポレートガバナンス・コードにおいても、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法が採用されていることを、当社も尊重しております。

したがって、当社では、投資先企業に対しコーポレートガバナンスについて画一的な対応を求めるのではなく、対話を通じて企業のスタンスや考え方の把握に努めるとともに、課題意識の表明を含めた建設的な意見交換を重ねることで、企業の自律的な対応を促し、中長期的な企業価値向上に向けた企業の取組をサポートしてまいりたいと考えております。

² コーポレートガバナンス・コードの内容については、以下URLをご参照ください。
<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf>

第2章 日本版スチュワードシップ・コードの諸原則への取組

原則1	機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
-----	---

当社の取組 : コンプライ

当社は、生命保険契約というご契約者との長いお約束を守り、より多くの配当を長期・安定的にお支払することを使命とし、資産運用に取り組んでおります。

運用する資産はご契約者からお預かりした保険料の集積であり、一般的に生命保険契約では一定の運用利回りをご契約者に保証していることから、こうした資産特性や生命保険事業の使命・公共性をふまえ、投資にあたっては長期的な視点で、安全性・収益性・流動性・公共性を勘案しております。

株式投資におきましても、長期保有を前提とした投資を行い、中長期的視点での建設的な対話取組を実施しながら、投資先企業の企業価値向上の果実を、中長期にわたる安定的な株主還元や株価の上昇といった形で享受することを、投資の基本的な考え方としております。

したがって、当社のスチュワードシップ活動においては、投資先企業と相互に信頼関係を構築しながらWin-Winの関係のもとで、ともに中長期的な観点から企業価値向上に取り組むことが望ましいと考えており、建設的な対話を通じて企業の発展に寄与・貢献し、長期投資を行う機関投資家として企業価値向上の果実を享受することを目指しております。

当社では、こうしたスチュワードシップ活動への考え方や取組方針をまとめた「スチュワードシップ活動の基本的な考え方」を策定し公表しております。詳細につきましては、「第3章(3) 当社のスチュワードシップ活動の基本的な考え方」(P18)をご参照ください。

原則 2	機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
------	--

当社の取組 : コンプライ

当社は、保険業法等の定めに従い、利益相反管理方針を定め、ご契約者の利益の保護に万全を尽くすため、ご契約者の利益を不当に害するおそれのある取引を適切に管理する体制を整備しております³。

特に、議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る主な類型として、以下のようなケースを特定し、適切に対応しております。

- (1) 保険契約等の取引が多い投資先企業への議決権行使にあたって、保険契約等への影響を考慮し、賛否判断が歪められる懸念がある事象
- (2) 代理店として保険販売が多い投資先企業への議決権行使にあたって、保険販売への影響を考慮し、賛否判断が歪められる懸念がある事象
- (3) 当社役員・従業員が取締役を兼務している投資先企業への議決権行使にあたって、賛否判断が歪められる懸念がある事象

利益相反の防止に向け、営業部門と資産運用部門を分離し、保険取引関係等の有無に関わらず、資産運用部門が独立して判断を行う態勢を構築しております。また、上記で特定した利益相反が生じ得る類型に該当する投資先企業については、2017 年度に新設した、社外委員を過半とする「スチュワードシップ諮問委員会^{4・5}」において、利益相反の観点から事前の審議・答申を経ることにより、議決権行使プロセスのガバナンス強化や利益相反管理態勢の高度化を図っております。

当委員会は、当該分野に精通する社外委員から当社のスチュワードシップ活動全体にわたる幅広い助言を得ることを特徴としており、当社のスチュワードシップ活動を一層充実させ、より効果的なものにするべく努めてまいります。

なお、当委員会の設置や委員の選定にあたっては、取締役会で議論し決議しております。また、当委員会での審議内容は必要に応じ、取締役会に報告しております。

³ 当社の利益相反管理方針については、以下URLをご参照ください。
<http://www.nissay.co.jp/info/rieki.html>

<4 スチュワードシップ諮問委員会の概要>

目的	1. 議決権行使プロセスのガバナンス強化 2. スチュワードシップ活動全体に対する助言・意見収集
構成	社外委員過半の構成とし、委員長は社外委員の中から委員の互選により選定 社外委員：社外取締役 1名、社外有識者 3名 社内委員：コンプライアンス担当の取締役 スチュワードシップ活動担当部の部長 2名
諮問事項	・ 議決権行使のうち重要議案の賛否案（事前審議） ・ 議決権行使精査要領の改正方針案 ・ スチュワードシップ活動方針案 ・ スチュワードシップ活動結果（報告）
開催	年3回程度

<5 スチュワードシップ諮問委員会の社外委員構成>

（五十音順）

氏名	選任理由
今井 和男 （虎門中央法律事務所 弁護士） （当社社外取締役）	上場企業を中心とした企業法務、会社法やコーポレートガバナンス全般への見識に加え、社外取締役としての経験から当社経営全般にも精通
尾崎 安央 （早稲田大学 法学大学院 教授）	会社法やコーポレートガバナンス、企業会計等の分野に精通
武井 一浩 （西村あさひ法律事務所 弁護士）	上場企業を中心とした企業法務、コーポレートガバナンス全般、国内外のM&A等の分野に精通
柳川 範之 （東京大学大学院 経済学研究科・経済学部 教授）	法と経済学、コーポレートガバナンス等、金融制度や企業金融、経済分野に精通

原則3	機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
-----	---

当社の取組：コンプライ

当社は、株式投資に係る豊富な実務経験や高度な専門知識を備えたアナリストやポートフォリオ・マネージャーのほか、スチュワードシップ活動を行う専管人材が、企業訪問や対話、実地調査、情報収集などを通じ、企業の業績や財務状況、業界動向等を把握すると同時に、企業価値に影響を与える国内外の景気動向等の外部環境について、日々把握に努めております。また、投資先企業の株主総会における議決権行使の場面においても、判断を行うにあたり、情報収集や対話などを通じ、個別企業の状況の把握に努めております。

原則 4	機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
------	---

当社の取組 : コンプライ

当社は、投資先企業との建設的な対話を通じて企業の発展に寄与・貢献することを重視しております。

対話にあたっては、経営戦略や収益性、株主還元など、様々なテーマについてヒアリングを行い、企業の状況を把握するとともに、課題が見られる企業に対しては、当社の考え方や課題意識を伝えることにより、認識の共有化と問題の改善に努めております。また、長期的な視点に基づき、P D C Aの観点から対話の履歴を継続的に振り返りつつ、対話の成果を確認しております。こうした投資先企業との対話活動をより良くご理解頂くために、対話のテーマやアプローチの方法、および、以下のような具体的な対話事例の開示を充実させております。

- ・ 情報開示姿勢が改善した事例
- ・ E (環境) ・ S (社会)の課題が改善した事例
- ・ 事業方針の策定に寄与した事例
- ・ 業績向上によってR O Eが改善した事例
- ・ 買収防衛策を廃止した事例
- ・ 社外取締役を導入した事例

詳細につきましては、「第3章(3)当社のスチュワードシップ活動の基本的な考え方(Ⅱ)～(Ⅲ)」(P21～28)をご参照ください。

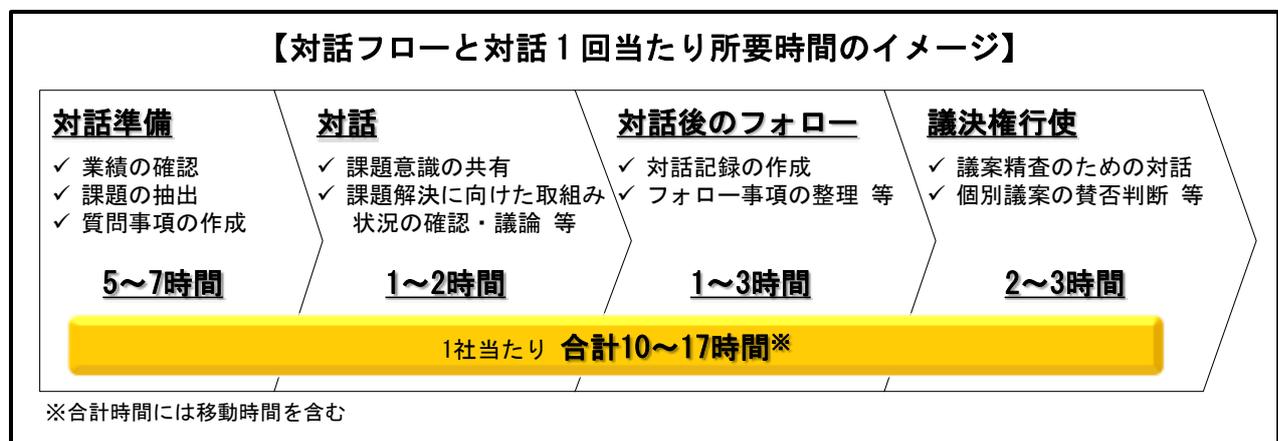
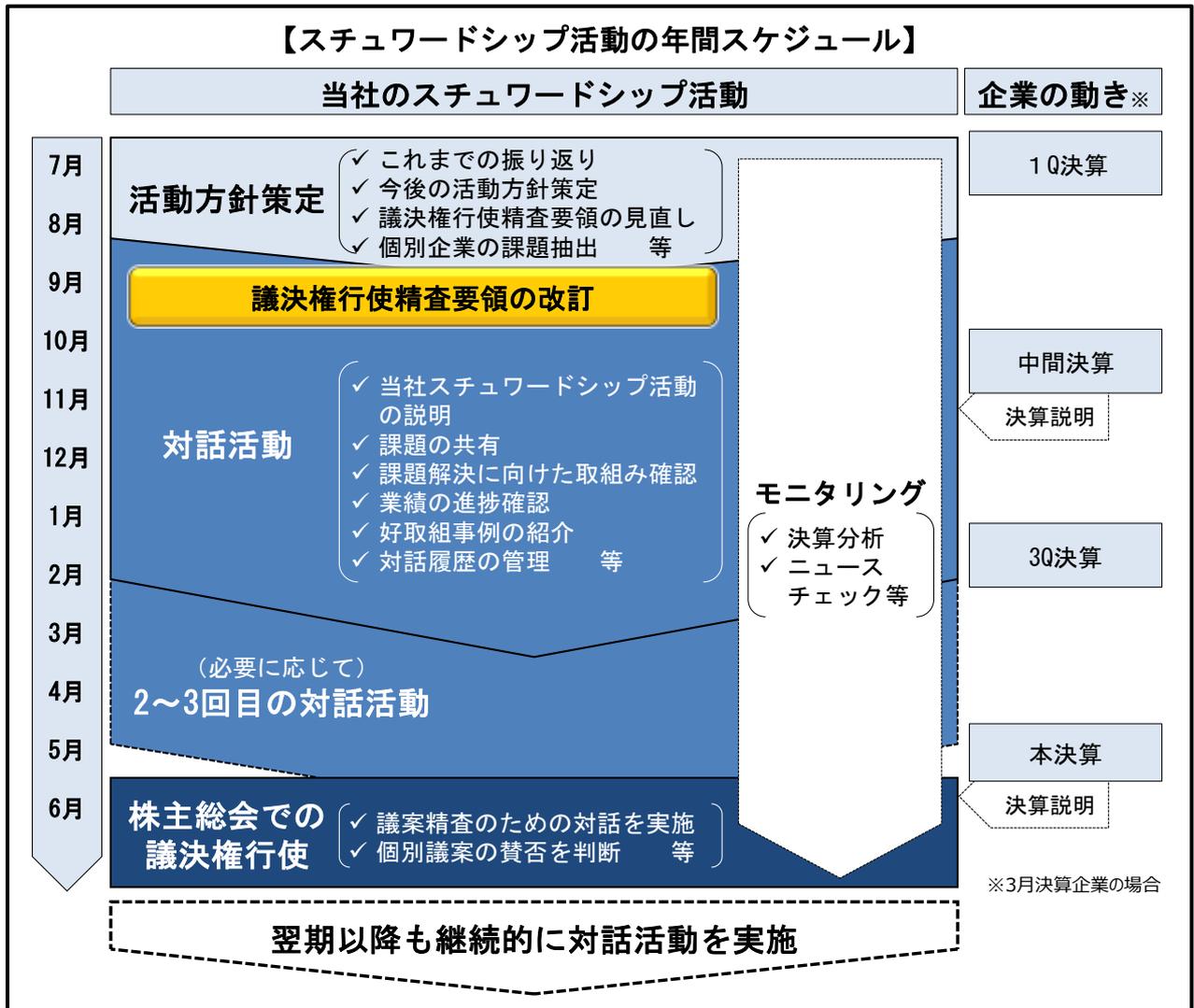
このほか、生命保険協会として「株式価値向上に向けた取り組みについて」⁶と題する調査を、1974年から43年間にわたり継続して実施しております。当該調査では、企業と投資家に対しアンケート調査を実施し、業界としての提言を発信しているほか、アンケートに協力いただいた企業と投資家、および東証一部上場の全企業に対して調査結果を送付しております。当社は、当該調査への参画を通じ、企業と投資家の認識相違の分析・把握に努めており、投資先企業との対話をより建設的なものとするよう努めております。

当社では投資先企業の企業価値向上に向けて、下図に示す年間スケジュールのもと、非常に多くの時間と人的資源を投入してスチュワードシップ活動に取り組んでおります。今後も、対話の新たな視点等を随時採り入れながらP D C Aを継続的に実施して建設的な対話の実効性

⁶ 当該調査の詳細については、以下URLをご参照ください。
<http://www.seiho.or.jp/info/category/news/opinion-securities>

を高め、人材育成にも取り組むことで、スチュワードシップ活動の一層の充実に努めてまいります。

なお、投資先企業との建設的な対話に資すると判断される場合においては、他の機関投資家と協働して対話を行うことなども検討してまいります。

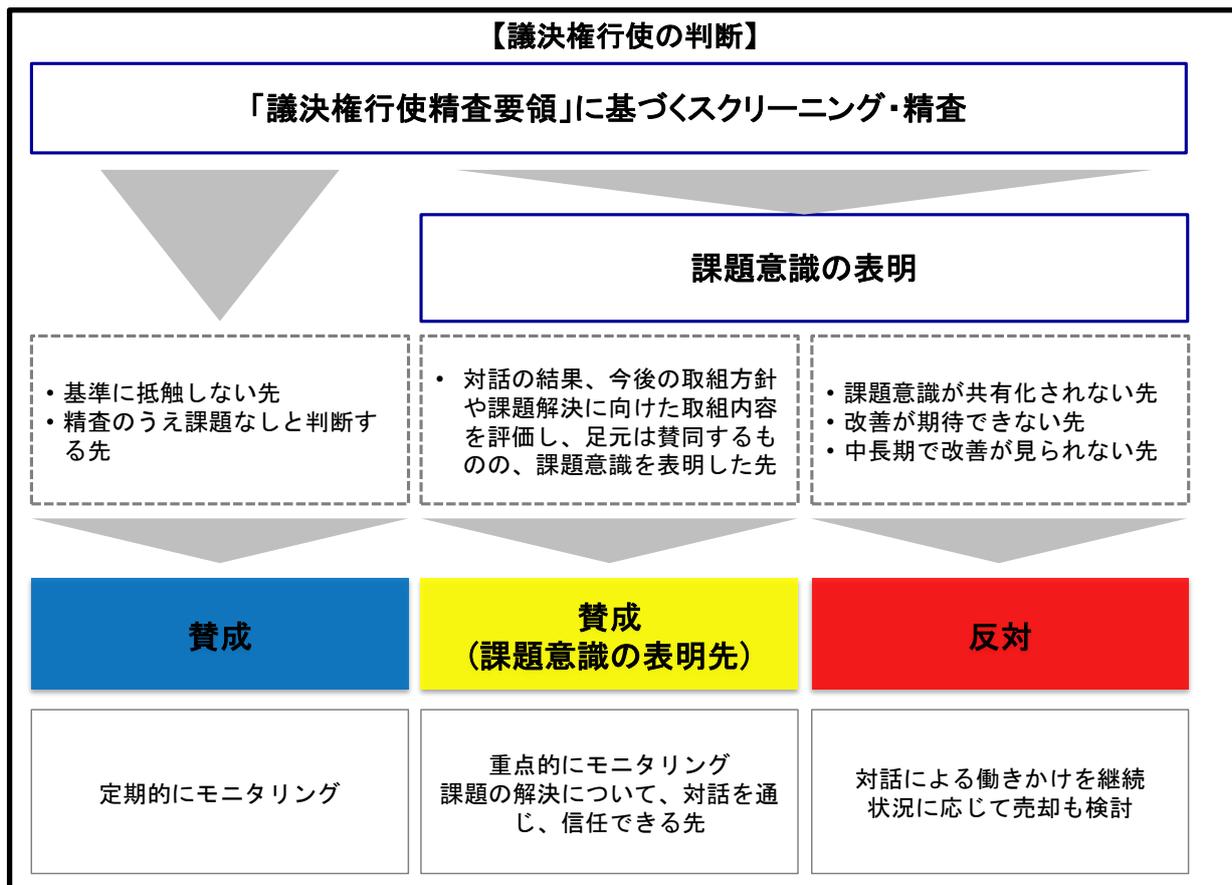


原則 5	機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
指針 5-3	機関投資家は、議決権の行使結果を少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべき。機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性をさらに高める観点から、議決権行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべき。

当社の取組 : コンプライ、ただし指針5-3に関してはエクスプレイン

当社は、全ての保有株式について、議決権行使助言会社等を利用することなく、自ら適切に議決権を行使しております。また、個別議案への賛否判断を行うにあたっては、定型的・短期的な基準のみで画一的に判断するのではなく、建設的な対話を通じて把握した個別企業の状況や改善に向けた取組状況等を十分に検討したうえで、相応の時間と人的資源を投入し、きめ細かく判断しております。

具体的には、議決権行使精査要領に基づく定量・客観的なスクリーニングを行い、基準に抵触した議案に対して画一的に賛否判断を行うことなく、一社一社対話を行うことで状況の把握に努め、課題が認められる企業に対しては、対話を通じて認識の共有を図り、改善に向けた取組が期待できるかを確認いたします。また、単年度の個別議案への対応にとどまることなく、複数年度にわたり継続的なフォローアップを行い、改善を促すことを重視しております。賛否判断にあたっては、継続的なモニタリングや過去の対話における取組方針の実現状況等も踏まえ、議案ごとに丁寧にきめ細かく判断を行っておりますが、課題意識の共有が図られない場合や企業の取組に変化が見られない場合等には、議案に反対としたり、株式の売却を行っております。議決権行使プロセスの詳細につきましては、「第3章（4）－（I）議決権行使プロセス」（P29～31）をご参照ください。



次に、議決権行使の可視性を高める方策について、指針5-3に示される個別投資先企業ごと及び議案ごとの議決権行使結果の個別開示は、活動の透明性の向上や利益相反懸念の払拭の観点から有効な方法の一つであると認識しておりますが、ご契約者からお預かりした保険料を長期間にわたり安定的に運用するために長期での株式保有を前提としている当社としては、投資先企業との対話活動に悪影響が生じないか、企業の長期的な成長を阻害しないか、当社が反対した企業の株式を売却するとの憶測から株価が下落しないかなど、個別開示が与える影響を見極める必要があると考えており、ご契約者利益の観点から個別開示の実施は見送っております。他方で、スチュワードシップ責任を果たす方針に従って当社が適切に議決権を行使することの可視性を高めるため、以下の取組を実施しております。

当社は、前記の通り、個別議案への賛否判断を行うにあたっては、定型的・短期的な基準のみで画一的に判断するのではなく、建設的な対話を通じて把握した個別企業の状況や改善に向けた取組状況等を十分に検討したうえで、相応の時間と人的資源を投入し、きめ細かく判断することとしており、一社一社対話を実施し、課題が認められる企業に対しては認識の共有を図り、改善に向けた取組を複数年度にわたり継続的にフォローアップしながら、改善を促すことを重視しております。

- ① こうした当社の議決権行使の状況をご契約者の皆様等に的確に把握して頂くため、議決権行使精査要領等について本書P32 以下に詳細に説明を行っております。議決権行使精査要領においては、議案の主な種類ごとに当社の基本的な考え方を開示し、投資先企業に期

待することや着眼点を明示するとともに、定量・客観的なスクリーニングでの具体的な数値基準を開示することで、議決権行使の予測可能性を高めております。

- ② また、当社の議決権行使は、画一的に賛否判断を行うことなく、一社一社対話のうえ、個社の状況を踏まえた判断を行っていることから、この判断の予測可能性を高めるため、議決権行使精査要領の主な基準ごとに、過去の判断事例の蓄積をもとに賛成とする例、および、反対とする例の双方を開示しております。詳細につきましては「第3章(4)－(Ⅱ) 議決権行使精査要領について」(P32～54)をご参照ください。
- ③ 昨年度の議決権行使結果については、議決権行使の賛否数や結果のみの開示にとどまらず、当社として課題意識を表明した数、および、課題意識を表明したうえで賛成・反対した数を明らかにし、課題意識を表明する主な視点も分かるよう開示を強化いたしました。さらに当社が課題意識を持つ企業に対するこれまでの対話の履歴や、課題に対する取組状況などの詳細を記載した具体的な事例を、剰余金処分や取締役選任等の主な議案の種類ごとに賛成・反対の双方開示することで、当社としての判断基準が明確となるように工夫いたしました(19事例)。詳細につきましては「第4章(2) 議決権行使結果と判断事例」(P56～66)をご参照ください。
- ④ 議決権行使における利益相反の適切な管理のため、保険取引が多い先など利益相反が懸念される重要議案については、社外委員を過半とするスチュワードシップ諮問委員会において議決権行使前に事前審議を行い、当該委員会で取り扱った事案および主な議論の内容を開示いたしました。なお、重要議案に関する賛否案につき、議決権判断の賛否判断は合理的で利益相反を疑われる議決権行使は行われていない、との答申を得ております。詳細につきましては、「第4章(2)－(Ⅲ) スチュワードシップ諮問委員会における主な議論内容」(P67～69)をご参照ください。

企業との対話活動の一層の充実に向けては、車の両輪と言われるコーポレートガバナンス・コードの導入により、企業にも対話についての積極的な姿勢が見られることから、企業と投資家が協業しながら、企業の持続的な成長・中長期的な企業価値の向上という目的に共に向かえるよう、一層のスチュワードシップ活動の充実を努めてまいります。

<貸株取引に関する方針>

当社は、運用収益拡大を目的とした貸株取引を行う可能性がありますが、議決権にかかる権利確定日をまたぐ貸株取引は慎重に実施し、取引を行う場合も貸出限度を定めて限定的に行い、議決権の確保に留意いたします。

原則 6	機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
------	--

当社の取組 : コンプライ

当社のスチュワードシップ活動をわかりやすくお伝えする観点から、当文書において、当社の基本的な考え方・スタンスや、投資先企業との対話のテーマ、議決権行使のプロセスなどについて記載し、ホームページにて開示を行っております。また、対話や議決権行使における具体的な取組状況や成果・事例等については、毎年更新を行い、定期的な報告に努めております。

原則 7	機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。
------	---

当社の取り組み : コンプライ

当社経営陣は、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話を行うための体制整備を行い、スチュワードシップ活動にかかわる人材・陣容の充実を図っております。

日本株投資を専門に担当する部署を設置するとともに、株式投資に係る豊富な実務経験や高度な専門知識を備えた人材およびスチュワードシップ活動を行う専管人材を配置しており、こうした専門性の高い人材が、日々の実務や各種研修会への参加、勉強会の実施などを通じ、一層の能力向上を目指して、日々研鑽に努めております。

専管人材の増員や人材育成などによる体制強化を通じ、機関投資家としての更なる「実力」向上に努めるとともに、投資先企業との建設的な対話について、質・量の両面から一層強化してまいります。

また、当該分野に精通する「スチュワードシップ諮問委員会」の社外委員から当社のスチュワードシップ活動全体にわたる幅広い助言を得ること等を通じ、スチュワードシップ活動の改善、ならびに、活動の一層の充実を目指してまいります。

こうしたスチュワードシップ諮問委員会での議論や助言の内容を含め、スチュワードシップ活動全般にわたって当社経営陣は認識を共有しており、今後もスチュワードシップ活動の実行に経営陣が重要な役割・責務を担いつつ取組を推進してまいります。

なお、当社では、各原則の実施状況にとどまらず、中長期にわたるスチュワードシップ活動の成果や対話の事例等について、定量・定性の両面から開示しております。

第3章 当社のスチュワードシップ活動について

(1) 当社の資産運用の考え方

当社は、生命保険契約というご契約者との長いお約束を守り、保障責任を全うするとともに、より多くの配当を長期・安定的にお支払することを使命とし、資産運用に取り組んでおります。

具体的には、ご契約者にお約束した利回りの安定的な確保のため、円金利資産である公社債等の運用を軸としつつ、厳格なリスク管理と経営の健全性確保を前提に、株式をはじめとしたリスク性資産への投資を行っております。

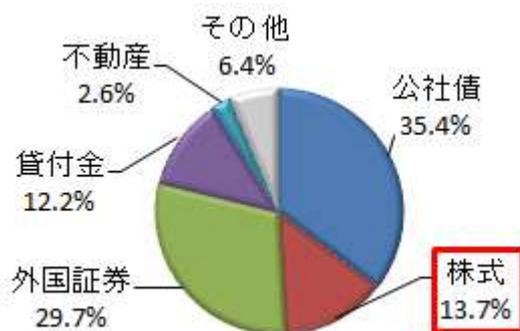
また、バランスの取れた分散型ポートフォリオの構築や、中長期的に相場循環を捉えた売買を通じて、安定的な収益力の向上に努めています。

こうした資産は、ご契約者からお預かりした保険料の集積であることから、投資にあたっては、安全性・収益性・流動性に加え、公共性を勘案しております。

【当社の資産運用の基本的な考え方】

- ①ご契約者に対する経済的保障責任を全うすることを第一義として資産の運用を行う
- ②一貫した運用戦略の遂行を通じて運用収益の長期・安定的な拡大を図る
- ③生命保険事業の使命や公共性をふまえ、ご契約者に納得いただける運用を実践する

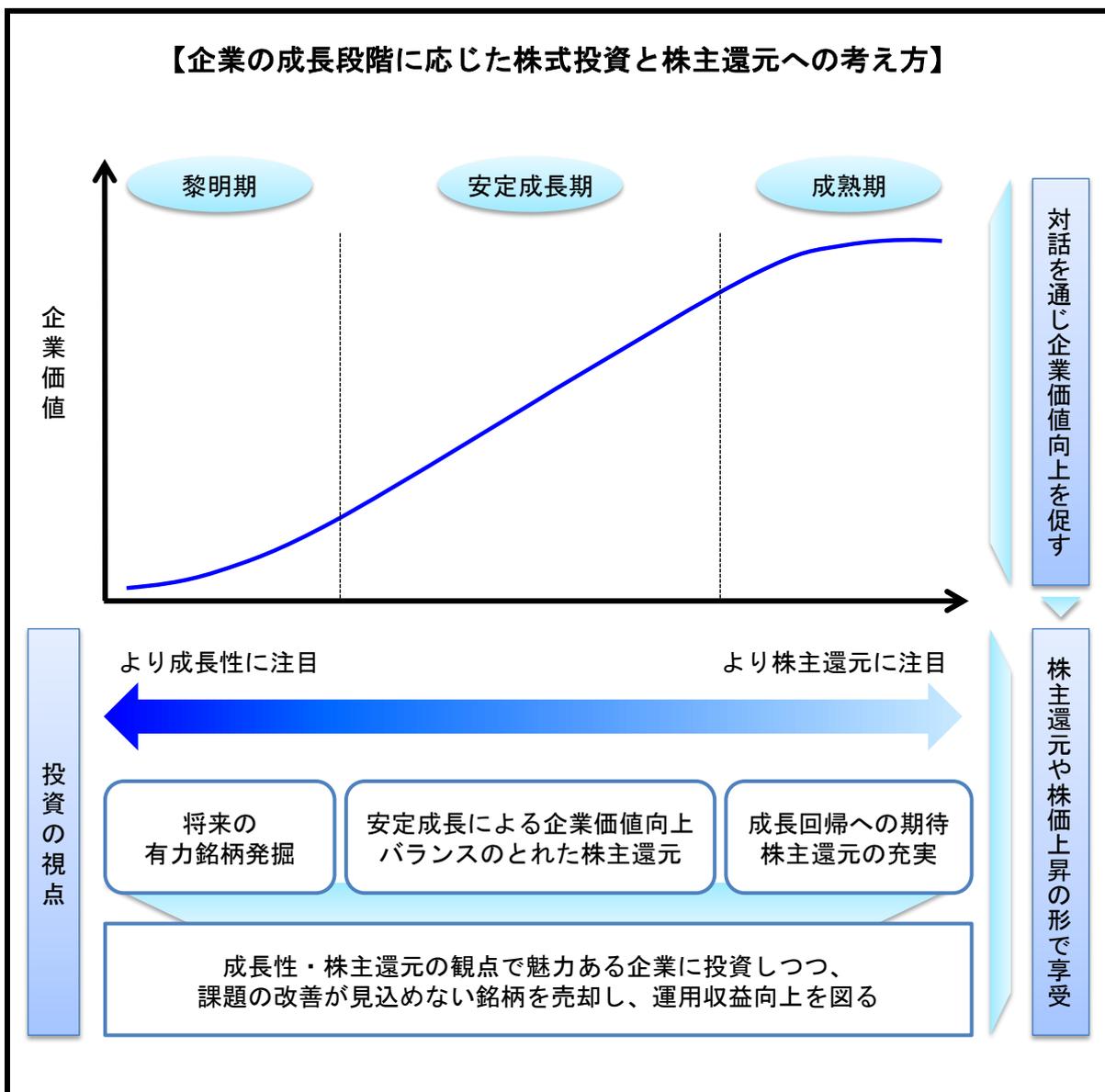
【当社の一般勘定資産の構成（2016年度末：63兆4,982億円）】



(2) 当社の株式投資の考え方

株式投資におきましても、生命保険事業の特性等に鑑み、リスク・リターン等を考慮しつつ、持続的な成長が期待できる企業や、株主への利益還元に向きに取り組んでいる企業等に、長期保有を前提とした投資を行い、中長期的視点での建設的な対話取組を実施しながら、投資先企業の企業価値向上の果実を、中長期にわたる安定的な株主還元や株価の上昇といった形で享受することを、投資の基本的な考え方としております。

こうした考え方に基づき、投資先企業の選択にあたっては、企業の成長段階を見極めながら、今後の成長性と業績に裏付けられた株主還元等を定量的・定性的に分析して投資を実施しております。



特に当社では、スチュワードシップ活動の中でも建設的な対話を重視しており、対話を通じて投資先企業と様々な課題意識の共有化を図り、課題の解決に向けて共に取組むことで企業価値向上の実現を目指しております。投資先企業との良い緊張感のある関係を保ちながら、当社と投資先企業がともに成長していく、共存共栄の関係を築くことを目指しております。

また、日本経済への長期資金の供給者として、持続可能な社会の実現や、日本経済・企業の発展といった社会公共性に資する投資を行う観点から、銘柄選択にあたっては、日本のインフラを支える産業をはじめとして幅広い産業・企業に投資を行い、地域経済を支える地方企業にも積極的に投資を行っております。

(3) 当社のスチュワードシップ活動の基本的な考え方

当社は、スチュワードシップ活動において、投資先企業との建設的な対話を通じて企業の発展に寄与・貢献し、長期投資を行う機関投資家として企業価値向上の果実を享受することを目指しております。このような取組に際しては、企業と相互に信頼しながら、Win-Winの関係を構築することで、ともに成長していくことが重要であると考えております。

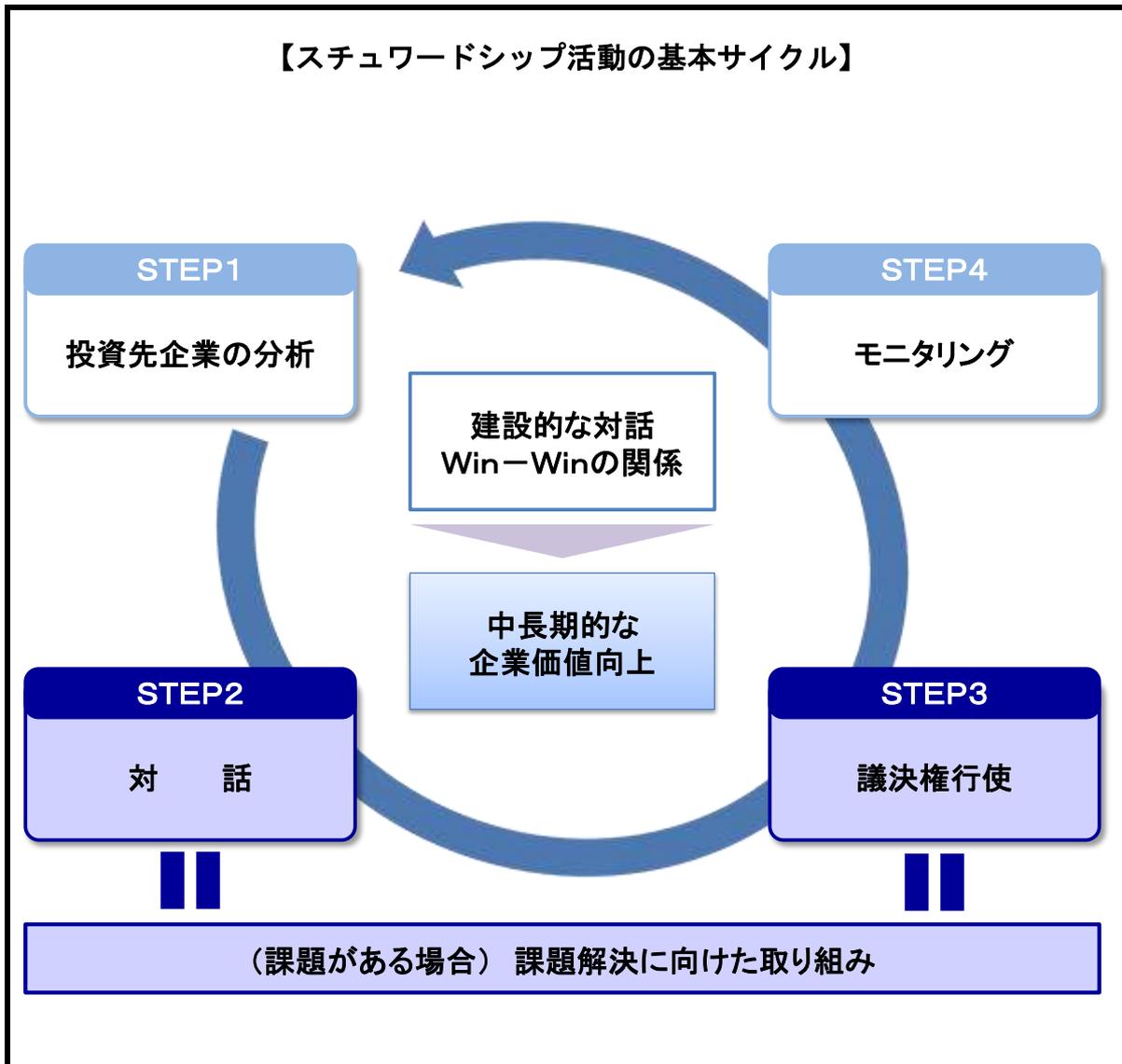
スチュワードシップ活動をより充実させていく観点からPDC Aを継続的に実施し、人材育成にも取り組むことで、スチュワードシップ活動の充実に努めております。

スチュワードシップ活動の基本的な考え方

1. 投資先企業との建設的な対話に取組み、中長期的な企業価値向上を促すとともに、その果実を株主還元や株価上昇といった形で享受し、運用収益の拡大に繋がります。
2. 対話内容をPDC Aの観点から継続的に振り返りつつ、企業の取組の変化を確認し、必要に応じ追加の働きかけを行うことで、対話の実効性を高めます。
3. 投資先企業との継続的な対話を通じて、当社の考え方や課題意識を伝えるとともに、議決権行使においては、画一的に賛否を判断するのではなく、個別企業の状況を十分に検討したうえで、賛否を判断します。
4. 対話を通じても投資先企業の取組に改善が期待できない場合、議決権行使における反対や、株式の売却等を検討します。
5. 投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づいた建設的な対話を通じ、投資先企業の持続的な成長に資するよう、高度な知見と専門性を持つ人材の育成に努めます。

（I）スチュワードシップ活動の基本サイクル

こうした考え方を実現するために、当社では、次に記載するSTEP 1からSTEP 4までの基本サイクルに沿って、スチュワードシップ活動を実践しております。



STEP 1

株式投資に係る豊富な実務経験や高度な専門知識を備えたアナリストやポートフォリオ・マネージャーが、企業の業績や財務状況、業界動向等につき情報収集を行い、投資先企業を分析いたします。

STEP 2

投資先企業との建設的な対話を通じて、投資先企業の動向を把握するとともに、目指すべき方向性についての認識を共有します。当社が課題意識を持つ投資先企業に対しては、対話のな

かで認識のすり合わせを行い、課題意識と目指すべき方向性を共有化し、解決に向けた取組方針等を議論します。

[投資先企業への対話のアプローチ方法や具体事例等については、「(3) - (Ⅲ) スチュワードシップ活動における対話のアプローチ」(P25~28)をご参照ください。]

投資先企業との対話は、例えば決算発表後のミーティングや、IRミーティングなどを通じ、日常的に行っております。この際、経営戦略や収益性、株主還元など、様々なテーマについてヒアリングを行い、企業の状況を把握するとともに、企業の目指す方向性を確認しております。[対話に際して、当社がどのような視点を重視しているかにつきましては、「(3) - (Ⅱ) スチュワードシップ活動における対話のテーマ」(P21~24)をご参照ください。]

対話先の選定にあたっては、当社の投資規模や、個々企業の置かれた状況等に応じて、当社が長期の機関投資家として企業価値向上に寄与・貢献することができるかという視点から一定の優先順位付けを行っておりますが、極力多くの投資先企業と対話を実施できるよう努めております。

STEP 3

全ての保有株式の議決権を行使いたします。その際、当社スクリーニング基準に沿って課題を抽出するほか、課題が認められる企業に対しては、画一的に賛否を判断するのではなく、課題改善に向けたこれまでの取組状況や、今後の方向性を十分に評価したうえで、賛否を判断いたします。

[当社の議決権行使スタンスについては、「(4) 議決権行使について」(P29~54)をご参照ください。]

STEP 4

対話や議決権行使を経て、投資先企業と共有した目指すべき方向性に沿って経営が行われているかといった視点から、決算内容の確認や各種モニタリングを行い、投資先企業の企業価値向上プロセスを確認します。

当社では、こうした一連の基本サイクルを繰り返すことで、中長期的に企業価値が向上し、投資先企業とのWin-Winの関係が構築されると考えております。なお、この過程において、対話を通じて改善を促しても企業の取組に変化が見られない場合や、議決権行使において議案に反対とした場合については、状況に応じて株式の売却も検討してまいります。

(Ⅱ) スチュワードシップ活動における対話のテーマ

当社では、投資先企業との対話に際して、投資先企業の企業理念や価値観を踏まえながら、以下に掲げるテーマを基本的な視点として重視しております。

(i) 経営戦略・事業戦略

【主な対話テーマ】

中長期的な経営ビジョンや経営方針・計画、事業環境や経営課題、技術革新、事業ポートフォリオのあり方、具体的な事業戦略・ビジネスモデル 等

投資先企業に対し、明確な経営ビジョンのもと、事業環境や経営上の諸課題を踏まえて、持続的な利益成長や中長期的な企業価値向上に資する経営戦略を策定、実行いただくことを期待しております。

こうした観点を踏まえつつ、PDCAの観点から、これまでの経営戦略が適切に実行され、企業価値向上につながっているかを振り返るとともに、場合によっては改善策の検討を要望させていただくことがあります。

(ii) 収益性

【主な対話テーマ】

グローバルな競争環境、コスト構造、生産性向上に向けた取組、資本コスト、ROE、ROA 等

投資先企業に対し、経営戦略の遂行を通じて事業の競争力を高め、多様なステークホルダーに対する価値創造と収益性の向上を両立させることで、短期的にではなく中長期的に持続可能な形で資本コストを上回るROEを実現しながら、企業価値の持続的な向上に努めていただくことを期待しております。

こうした観点から、投資先企業の事業特性や業界環境等を踏まえつつ、価値創造に向けた中長期的なベンチマークの一つの目安として、最低限 5%以上のROEを目指すことや、より高い水準のROEを中長期的に目指すことが適切と判断される場合には、その旨を要望させていただくことがあります。

(iii) 財務戦略

【主な対話テーマ】

望ましい財務・資本構成、資金調達手段、手元資金の使途、成長投資、資本規制等への対応、M&A、研究開発 等

投資先企業に対し、財務面の健全性に配慮しながら、過度に余剰な資金・自己資本を抱えることなく、設備投資やM&A、研究開発等に資金を有効活用し、持続的な成長に繋げていただくことを期待しております。

こうした観点から、手元資金の使途が不明瞭である場合や、目標とする財務・資本構成が過度に保守的である場合については、株主還元の充実等を含む財務戦略の再考を要望させていただくことがあります。

(iv) 株主還元

【主な対話テーマ】

株主還元の基本方針、望ましい配当性向の水準、自社株買いについての考え方 等

投資先企業に対し、企業価値向上に向けた成長投資・研究開発等への資金配分を行ったうえで、適切な株主還元を行っていただくことを期待しております。

こうした観点から、配当性向等の株主還元の目標値の設定や、投資先企業の事業特性や資本水準等を踏まえつつ、一つの目安として、最低限 15%以上、あるべき水準として 30%以上の連結配当性向を目指すことを要望させていただくことがあります。

あわせて、自社株買いの推進や金庫株の消却などについても要望させていただくことがあります。

(v) E (環境) S (社会) G (ガバナンス)

【主な対話テーマ】

コーポレートガバナンス態勢のあり方、環境・社会問題への対応状況、不祥事への対応状況 等

<環境（E）>

経済成長と地球環境の両立は、企業活動の前提となる持続可能な社会の発展に必要なことであると考えており、投資先企業に対し、自社の活動が直接・間接的に環境に及ぼす影響を把握し、企業活動や製品のライフサイクル全体でエネルギーや資源の使用効率を高めるなど、同影響を最小化していく取組を期待しております。

こうした観点から、自社の中長期的な企業価値に影響を与える環境課題をどのように認識しているか、またそのようリスクへの対応や事業機会につなげるための取組などについて確認させていただくことがあります。

<社会（S）>

企業が中長期的な競争優位やビジネスモデルを維持していくためには、株主だけでなく、従業員や取引先・顧客、地域社会といった全てのステークホルダーとWin-Winの関係を築くことが重要だと考えており、投資先企業に対し、全てのステークホルダーとの共生を目指し、自社の活動の一部が直接・間接的に社会問題の解決や社会に価値を提供する取組を期待しております。

こうした観点から、自社の価値観に基づいて、社会課題をどのように戦略に組み込み、ステークホルダーとの関係をどのように構築していくのか、などについて確認させていただくことがあります。

<コーポレートガバナンス（G）>

投資先企業に対し、中長期的な企業価値向上に資する経営の礎として、有効かつ適切な形でコーポレートガバナンスを機能させていただくことを期待しております。

こうした観点から、持続的に企業価値を高めるためのガバナンスの仕組みとなっているか、経営戦略を実行するうえで課題解決にふさわしい経営陣や取締役が適時・適切に選任され、成果に応じた評価がなされるという一連の仕組みが組織として継続的に機能するようPDCAプロセスが確立されているかといった視点から確認させていただくとともに、コーポレートガバナンス・コードへの形式的な対応のみならず、実効的なコーポレートガバナンス態勢の構築に向けた対応を要望させていただくことがあります。

<不祥事等>

不祥事を未然に防ぐ観点から、グループ経営管理の実態や内部統制の状況、内部通報制度の実効性などを確認させていただくことがあります。

また、法令違反等の不祥事や訴訟、本業以外での多額の損失計上等がある場合には、責任の明確化や再発防止策の策定・履行など、改善に向けた取組を要望させていただくことがあります。

(vi) I R ・ 情報開示

【主な対話テーマ】

経営計画や業績・株主還元目標等の開示、E S Gに関連した非財務情報の開示、統合報告書の作成・公表、投資家の理解促進に向けたI R活動 等

当社では、投資先企業に対し、法制度等で求められる義務的な開示にとどまらず、投資家の理解促進に向け、経営計画や業績・株主還元の具体的な数値目標、非財務情報などを積極的に情報開示していただくことを期待しております。

こうした観点から、R O Eや配当性向等の具体的な数値目標を伴った中期経営計画の公表、E S Gに関連した非財務情報の開示、投資家の理解促進に向けた説明会の開催、などを要望させていただくことがあります。

(Ⅲ) スチュワードシップ活動における対話のアプローチ

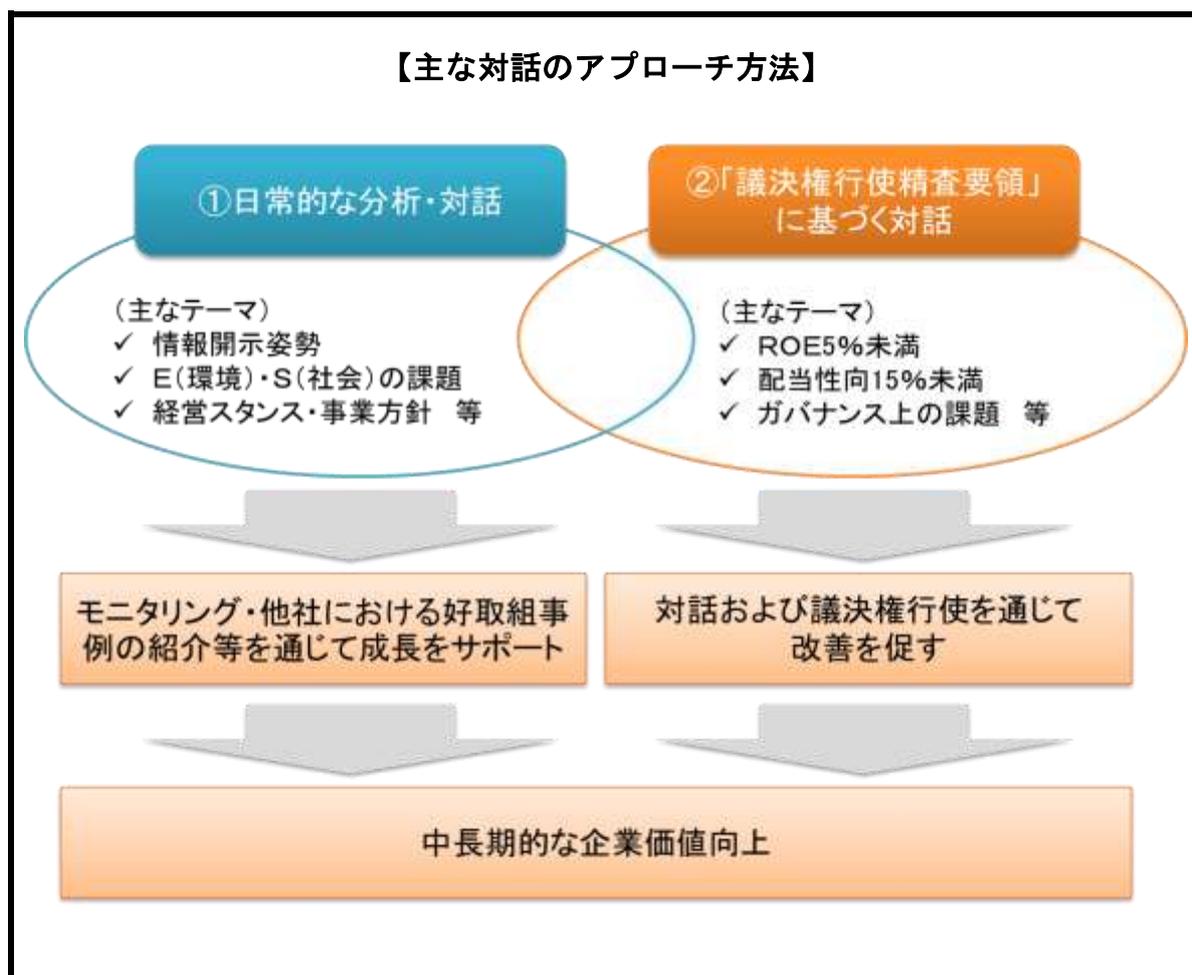
(i) 主な対話のアプローチ方法

当社では、投資先企業との対話において、主に以下の 2 つのアプローチによって、企業価値向上に向けた建設的な対話を行っております。

- ① 日常的な分析および対話
- ② 当社の「議決権行使精査要領」に基づく対話

日常的な対話においては、企業の様々な取組に対して深く理解するとともに、状況を注意深くモニタリングし、情報提供等を通じて企業の持続的な成長をサポートしてまいります。

議決権行使精査要領に基づく対話においては、課題のある企業に課題意識を伝えて認識を共有化するとともに、改善を促しております。



(ii) 対話の具体事例

＜情報開示姿勢が改善した事例＞

- ・ 当該企業は、近年、積極的なM&A等により、事業ポートフォリオが大きく変化している状況にありましたが、経営戦略やM&Aに対する取組スタンスについて十分な情報開示がなされておりました。当社としては、中長期にわたり、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行っていく観点から、当該企業の情報開示姿勢に課題意識を有しており、日常的な対話を通じて、情報開示の充実を要請してまいりました。
- ・ 対話の場面では、各事業の戦略やM&Aがどのように収益に貢献しているのかを決算説明会資料等で開示するよう提案するとともに、個々の施策がどのように企業価値向上に結び付くのかを具体的に説明することは、投資家の投資判断に大きく役立つ旨を説明いたしました。
- ・ その結果、2017年3月期の決算説明会資料の中で、事業内容や方向性が理解しやすいように、Q&A形式により、事業のリスクや機会、M&Aにより取得した事業の収益貢献など詳しい内容の説明が付け加えられました。

＜E（環境）・S（社会）の課題が改善した事例＞

- ・ 当該企業は、業績は好調に推移しておりましたが、足元、労働問題が発生していたため、当社としては、当該企業の企業価値維持・回復の観点から、対話を通じて早期の問題解決に向けた取組の推進と再発防止策の策定を要請してまいりました。
- ・ こうした状況を受け、当該企業は、全社を対象とした業務標準化やフレックスタイム対象の拡大を行うとともに、独立監督委員会を設置し、一連の労働環境改善のための取組の遂行を検証する体制を構築するなど、課題解決に向けた前向きな取組姿勢が確認できました。
- ・ また、当該企業は、その後も新たな改善策について発表を行うなど、課題解決に向けた取組を継続しており、労働問題の解決を進めています。
- ・ 当社としては、こうした取組を前向きに評価しており、今後も継続的な対話を通じて課題解決をフォローしてまいります。

＜事業方針の策定に寄与した事例＞

- ・ 当該企業は、IT化の進展を背景とする事業環境の変化により、主力である印刷事業の受注が長期にわたり低迷し、事業方針の転換と構造改革への取組を余儀なくされる状況にありました。当社としては、企業価値向上の観点から、日常的な対話を通じて、当該企業が有する技術や強みを活かした、新たな事業分野への進出の検討を要請してまいりました。

- ・ 当該企業の社長との対話の場面において、当社からは、当該企業が属する業界大手の先進的な取組事例や、他業界で同じ課題を抱えていた企業が課題解決のために取り組んだ事例を紹介するなど、当該企業にとって示唆のある対話に努めてまいりました。
- ・ その結果、社長より、今後の経営戦略として、既存事業に関連した成長性のある周辺領域への資源配分を進める方針を確認しております。

＜業績向上によってROEが改善した事例＞

- ・ 当該企業は、海外事業の不振等から長期にわたり利益水準が低迷しており、直前決算において最終利益が赤字に転落するなど業績が悪化傾向にありました。当該企業のROE水準に課題があることから、複数回にわたり収益性の向上に向けて対話を実施しました。
- ・ 当該企業に対し、事業戦略・計画を公表し、予想と実績のかい離が大きい場合にはその理由を十分に説明するなど、投資家に見える形でPDCAを実施する意義を説明し、改めて具体的な方向性や取組状況が確認できる業績評価指標（KPI）を公表するよう要請いたしました。
- ・ 対話開始当初は収益目標の開示等に慎重な姿勢を見せておりましたが、継続して対話を行った結果、当該企業から、収益に関する目標が開示されるとともに、利益率の改善に向けて、採算重視の販売活動やコストダウンに努める等の具体的な取組が示されました。加えて、当該企業の直近期の決算では、主力事業の採算改善に伴いROEの大幅な改善が見られました。

＜買収防衛策を廃止した事例＞

- ・ 当該企業が導入している買収防衛策は、買収防衛策が発動した場合、買収者に金員等を支払う可能性のあるスキームを採用しております。当社は、当該買収防衛策の適切な運用に関して大きな懸念を有していたことから、複数回にわたり、対話を実施いたしました。
- ・ 当該企業からは買収防衛策の導入の背景について、過去にファンドから買収攻勢を受けたことがあり、社員が安心して前向きに業務に取り組む為には買収防衛策の継続が必要との説明がありました。
- ・ 一方で、当社からは、買収防衛策の内容に重大な懸念があり、企業が買収を防ぐ手段として最も望ましいものは、持続的な利益成長等を通じ、中長期的に企業価値を高めることだという考えを伝え、買収防衛策の抜本的な見直しを要請いたしました。
- ・ その結果、当該企業の経営陣で今後の企業のあるべき姿について議論を行ない、買収防衛策の廃止を決定いたしました。

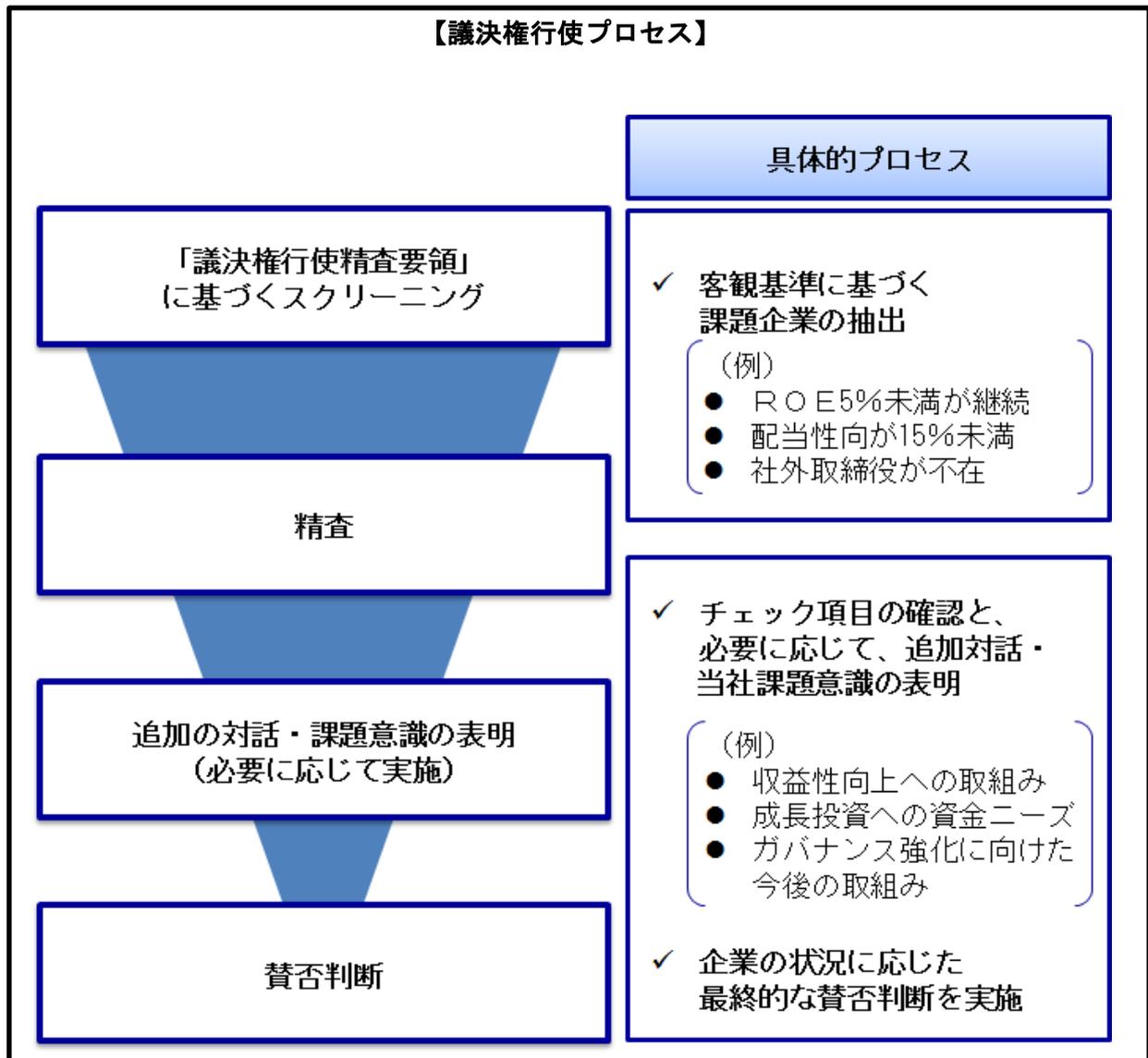
<社外取締役を導入した事例>

- ・ 当該企業には、公開会社かつ大会社であるにもかかわらず、社外取締役が1名も選任されておりませんでした。当該企業は、独立性のある社外監査役を置いているため、社外取締役を置く必要はないとの考えを示しておりましたが、当社としては、ガバナンス機能向上の観点から、当該企業に対して、社外取締役の導入を要請してまいりました。
- ・ 対話の場面では、当社から当該企業に対して、社外取締役が独立した立場から、経営トップを含めた経営陣に対して忌憚のない意見を述べることで、ガバナンス機能の強化が図られ、企業価値向上に寄与している事例は多いことを説明し、社外取締役導入に対して理解を求めました。
- ・ その結果、当該企業は、当社との対話を契機に、取締役会において「目指すべきガバナンス体制」の議論を行い、一層のガバナンス強化を図ることが会社の持続的な成長に繋がるとの結論に至ったことから、新たに社外取締役を選任することを発表いたしました。

(4) 議決権行使について

(I) 議決権行使プロセス

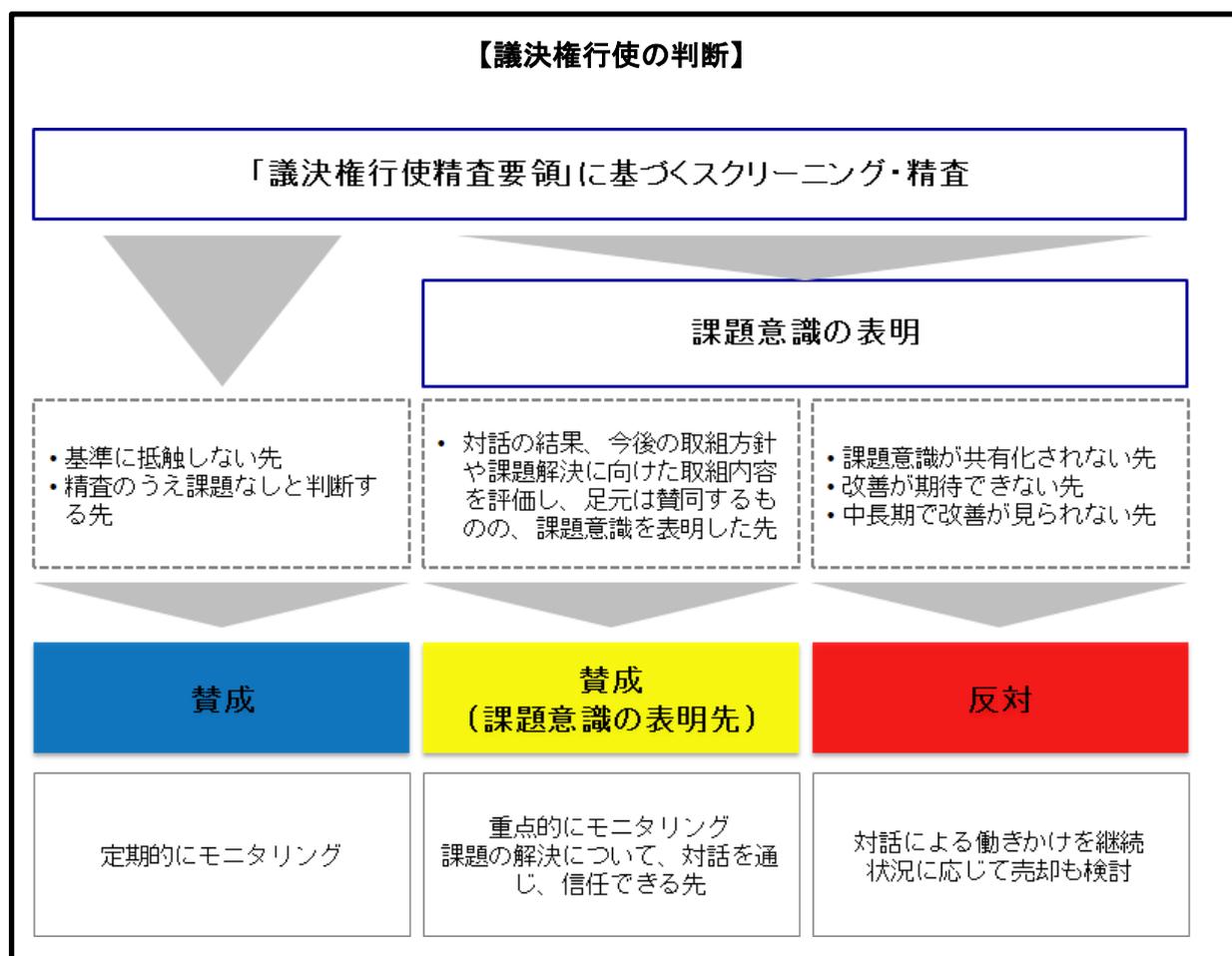
当社は、実効的なスチュワードシップ活動を実践していくために、全ての投資先企業に対して、以下のプロセスで議決権を行使しております。



具体的には、株式保有企業に関して、中長期的な視点から企業価値向上に向けた建設的な対話を日常的に実施すると共に、過去の対話結果や客観基準等により課題企業の抽出を行い、当社の考え方やスタンス、課題意識を伝えるとともに、改善に向けた助言や状況のモニタリングを実施しております。

また、各保有企業の株主総会に向け、「議決権行使精査要領」で直近の課題を確認し、過去の対話結果や必要に応じて足元の対応状況を確認する等、個別企業の状況を踏まえたうえで、個別議案の賛否判断を行っております。

議案の賛否判断にあたっては、定型的・短期的な基準のみで画一的に判断するのではなく、中長期的な企業価値向上という観点から、個別企業の状況や改善に向けた取組状況等を十分に検討したうえで、下図に示すようにきめ細かく判断いたします。



< 賛成の考え方（課題なし） >

「議決権行使精査要領」に照らして基準に抵触しない企業や、抵触はしたものの精査の過程で課題がないと判断された企業に対しては、議案に賛成し、その後、フォローアップする課題が新たに発生していないかを定期的にモニタリングしてまいります。

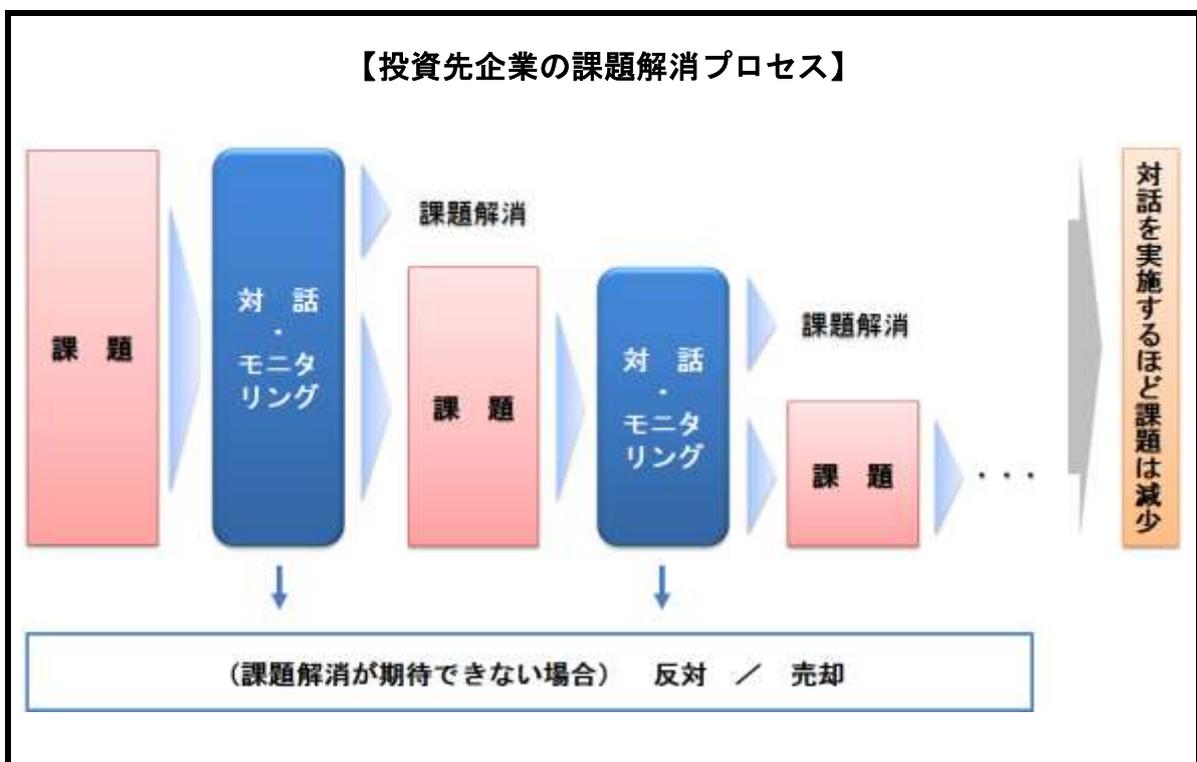
< 課題意識の表明の考え方 >

課題があると判断される企業に対しては、必要に応じて当社の課題意識を表明し、企業が当社と課題意識を共有できるか、企業に課題解決に向けた意思があるか、といった点を確認し

ております。

企業が課題を解決するには相応の期間を要する場合もあるため、企業に拙速な対応を求めるのではなく、議決権行使の場面でも中長期的な視点で実効的な取組を促していくことが重要であると考えております。

対話を通じて、課題解決に向けた取組方針が明確であること、もしくは、それまでの取組内容が妥当なものであると理解できること等から、信任に値すると判断する場合には、その段階では議案に賛成とし、その後の状況を重点的にモニタリングし、必要に応じて追加の対話を行い、進捗状況を確認しながら改善を促してまいります。当社では、こうしたプロセスを経ることで、投資先企業の課題が減少していくことを目指しております。



<反対の考え方>

企業との対話を通じて、企業と課題意識を共有できない場合や、課題解決に向けた前向きな行動が期待できない場合、中長期にわたり改善が見られない場合には、議案に反対とし、状況に応じて株式の売却を検討してまいります。

なお、中長期にわたる対話が馴染まない短期的な課題や一過性の事象に対する判断が求められる議案については、単年度の判断として議案に反対することもあります。

(Ⅱ) 議決権行使精査要領について

当社の「議決権行使精査要領」は、中長期的な企業価値向上や、株主への利益還元姿勢、コーポレートガバナンス等の観点から、客観基準に基づくスクリーニングにより、課題のある議案を効率的かつ包括的に抽出することを目的に、1998年度に策定したものです。

策定以降、日本企業の置かれた状況や法令等の改正、コーポレートガバナンスを巡る議論の動向等も踏まえた見直しを実施しており、今年度も、議決権行使プロセスの一層の充実を図ることを目指した改正を予定しております（2018年5月総会以降に適用）。

保有企業の株主総会時には、以下の「議決権行使精査要領」に則り、個別議案の基本的な考え方や精査基準に沿って精査対象議案を特定し、個別企業の状況に応じて賛否判断を実施しております。（「議決権行使精査要領」は2017年9月現在、改正内容は二重線）

＜議決権行使精査要領＞

《資本政策に関する議案》

(i) 剰余金処分

【基本的な考え方】

企業の成長段階に応じて資金需要も変化するため、高い成長段階にある企業が設備投資等を優先することは問題ないと考えている一方、安定成長期や成熟期にある企業については、個別企業の状況に応じた株主還元の充実に取り組むことを期待しております。当社では、自社株買いによる株主還元も一定評価はしているものの、配当による株主還元の方がより望ましい株主還元手段であると考えております。

剰余金処分については、株主還元のベースである配当の利益に対する割合（配当性向）の数値基準を設定したうえで、個別企業の事業特性や中長期的視点から将来の資金需要等を勘案して賛否判断を実施いたします。

【精査基準】

① 配当性向

- 配当性向が単年度 15%未満、かつ直近 5 期平均 15%未満の場合（以下の項目を確認し、個別企業の状況を踏まえて判断）
 - ・ 設備投資等の資金ニーズの有無
（投資計画の妥当性・収益性と、投資計画と比較した現預金水準等を考慮）
 - ・ 株主還元目標の有無（配当性向の改善が期待できるか判断）
 - ・ 財務体力の状況（業界他社等と比較した適正水準を考慮）
 - ・ 自己株式の取得状況（単年度の総還元性向が 30%以上であれば精査対象外）
- 配当性向が 100%超の場合、かつ、自己資本比率が業界平均以下の場合
※その他、会計監査人の無限定適正意見が未付与の場合等、問題がある場合は精査

【賛否の考え方の例】

＜賛成となる主な例＞

- ・ 当面はROEの向上が見込める設備投資計画等、成長に向けた資金を優先することが合理的と考えられ、株主に対して納得的な説明を行っている場合
- ・ 株主還元目標を設定して計画的に取り組んでいる等、今後、配当性向の改善（目線水準を上回ること）が期待できると判断できる場合（過去の増復配の実績、自己株式取得の実績、等を考慮）
- ・ 財務体力が業界他社と比較してせい弱な水準にあり、当面は財務体質改善のための内部留保を優先することが合理的であり、十分な株主還元がやむを得ず行えない状況にあると認められる場合

- ・ 自己株式の取得により、総株主還元（配当＋自社株買い）を考慮すると、株主還元姿勢には問題がないと判断できる場合
- ・ キャッシュを伴わない負ののれん代償却等で単年度の利益が上振れているだけで、一時的な特別損益等の影響を除くと、株主還元姿勢には問題がないと判断できる場合
- ・ 配当性向が100%超であっても、内部留保が十分で有望な投資先がない上、財務基盤に悪影響を与える恐れも無いと判断できる場合
- ・ 株式消却を一定規模で実施するなど株主に配慮しており、中長期的な株主還元姿勢にも問題がないと判断できる場合
- ・ 株主還元計画等の公表はなかったものの、経営層との面談において、当社の課題意識の表明に理解が得られ、今期以降の配当性向の明確な改善意向を確認できる場合

<反対となる主な例>

- ・ 投資計画等と比較して、現預金水準等が過剰であると確認できる場合
- ・ 余剰資金の使途（中長期的な投資計画等）が明確ではなく、必要以上に内部留保を積み増しているとは判断される場合
- ・ 中期経営計画等における株主還元に関する目標や考え方が明確ではなく、課題意識を表明したにも関わらず、進展が見られない場合
- ・ 過去に課題意識を表明の上、配当性向の改善を期待（公約）していたにも関わらず、目標としていた時期や資本水準到達後も株主還元姿勢の改善が見られなかった場合

(ii) 自己株式の取得、処分、譲渡

【基本的な考え方】

中長期的な企業価値の向上に向けて、企業の経営計画等に基づいた適切な資本政策が実施されることを期待しております。

特に、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、譲渡先のガバナンスに問題がないか、という観点から慎重に賛否判断を実施いたします。

【精査基準】

- ① 自己株式の有利価格による譲渡
 - 目的や対象者が妥当であると判断できない場合
 - 中長期的な企業価値向上に資すると判断できない場合
- ② 特定の者からの自己株式の買受
 - 市場価格と比して買取価格が著しく高い場合
- ③ 一般財団法人への有利価格での自己株式抛出
 - 現金での寄付ではなく株式抛出を実施する理由が明確でない場合
 - 財団のガバナンスに問題があると判断される場合

【賛否の考え方の例】

<賛成となる主な例>

- ・ 財団への自己株式の譲渡に関して、対話のなかで長期的な企業価値の向上の観点から一定納得的な説明があり、株式を抛出する理由が明確であり、議決権を分離する等、財団のガバナンス面にも問題がないと判断できる場合

<反対となる主な例>

- ・ 特定の株主から市場価格に比して著しく高い価格で自己株式を取得する場合
- ・ 財団に自己株式を有利価格で譲渡することに関して、中長期的な企業価値向上の観点から納得的な説明が得られなかった場合
- ・ 財団への自己株式の譲渡が、安定株主作り等、不適切な目的であることが疑われる場合

(iii) 組織関連（合併、営業譲渡、会社分割、株式交換、株式移転 等）

【基本的な考え方】

中長期的な観点で策定された経営計画に基づき、合併等の組織再編によって競争力の向上を図ることは企業価値向上に向けた重要な取組であると考えております。組織再編の是非に関する判断に必要な情報が適切に開示されており、企業価値向上に資すると判断できるか、合併比率等の諸条件が妥当であるか、という観点から個別に賛否判断を実施いたします。

【精査基準】

- ① 目的・情報開示の適切性
 - 組織再編等が企業価値向上に資すると判断できない場合
 - 上記判断を実施するための情報が開示されておらず、組織再編等の必要性が判断できない場合
- ② 第三者等による中立性・公平性の確保
 - 合併比率について第三者から一定の合理性が担保されていることが確認できない場合や、既存株主にとって著しく不利な条件であると認められる場合

【賛否の考え方の例】

<賛成となる主な例>

- ・ 企業の置かれた経営環境やそれに基づいて策定された経営計画等に鑑み、組織再編を行うことが中長期的な企業価値向上に資すると判断できる場合

<反対となる主な例>

- ・ 組織再編に関する第三者からの客観的な評価が確認できず、組織再編の妥当性が評価できない場合
- ・ 合併企業のシナジー効果等を勘案して、組織再編が企業価値向上に資すると判断できない場合

(iv) その他、資本政策関連（新株発行・増資等の資本調達、減資、授権資本枠拡大等）

【基本的な考え方】

中長期的な企業価値の向上に向けて、企業の状況に応じた適切な経営計画に基づいた資本政策が実施されることを期待しております。

特に、新株の発行等、株式の希薄化が懸念される資本政策については、目的が妥当か、発行価格や割当先に問題がないか、著しい株式の希薄化が生じる懸念がないか、という観点から、個別企業の状況を踏まえて賛否判断を行います。

【精査基準】

(イ) 新株の発行（有利発行）

- ① 発行目的の妥当性
 - 明確な資金ニーズが確認できない場合
 - 一般財団法人へ有利価格で新株を発行する場合（自己株式処分と同様に精査）
- ② 発行価格と割当先の妥当性
 - 発行価格が妥当でないと判断される場合
 - 第三者割当増資を実施する場合、割当先に問題があると判断できる場合
- ③ 希薄化
 - 著しい株式の希薄化が懸念される場合

(ロ) 減資（形式的減資を除く）

(ハ) 種類株式発行枠の新設/変更〈廃止を除く〉

- ① 新設/発行の目的の妥当性
 - 明確な資金ニーズが確認できない場合
- ② 付帯する権利と期間の妥当性
 - 優先配当率が著しく高い等、資金の社外流出が懸念される場合
- ③ 希薄化
 - 普通株式への転換権があり、普通株式の希薄化が著しく大きい場合

(ニ) 授権資本枠（発行可能株式総数）の拡大

- ① 発行枠拡大の目的
 - 発行枠拡大に伴う新株発行増資の資金使途や変更目的が明確でない場合
- ② 現状の発行可能株式総数や発行済株式数との比較
 - 発行可能株式数が2倍以上に拡大する場合
 - 発行済株式数の3倍以上に拡大する場合
- ③ 希薄化
 - 著しい株式の希薄化が懸念される場合

※その他、資本政策として中長期的な観点で意義を見出せない場合は精査

【賛否の考え方の例】

<賛成となる例>

<(ハ) 種類株式発行枠の新設/変更の例>

- ・ 自己資本が脆弱で借入による資金調達が困難な状況の下、本業立て直しのための資金ニーズが確認でき、普通株式の希薄化への配慮が一定評価できるスキームで種類株式の発行を行う場合

<(ニ) 授権資本枠の拡大の例>

- ・ 授権資本枠を拡大する目的について納得できる説明があり、希薄化懸念も限定的であると判断できる場合
- ・ 株式併合に際し、発行済株式総数よりも発行可能株式総数の減少割合が小さく、実質的には授権資本枠が拡大するものの、実態面での影響が僅少である場合

<反対となる例>

<(イ) 新株の発行の例>

- ・ 新株の発行に際して、投資の資金ニーズ等が明確でなく、目的の妥当性が乏しいことから、株式の希薄化による既存株主への悪影響が大きいと判断できる場合

<(ニ) 授権資本枠の拡大の例>

- ・ 授権資本枠の拡大が明確な理由に乏しい上、それまでの増資が企業価値向上に結び付いていない等、株式の希薄化が生じた場合に既存の株主への悪影響が大きいと判断できる場合

《執行監督機関に関する議案》

(v) 取締役の選任（解任）

【基本的な考え方】

取締役会及びその構成員である取締役には、会社の業務執行の状況を適切に監督することや、具体的な意思決定を通じ、各社のコーポレートガバナンスの中心的な存在として企業価値向上を推進していくことを求めています。

その中でも、社外取締役には、経営等に係る豊富な経験や専門的な知識に基づく助言を通じて、外部からの客観的・独立した立場からの経営監督機能を期待しております。

このような観点から、取締役会及びその構成員である取締役について、独立した立場等から、適切な管理・統制機能が働く仕組みとなっているかについて確認したうえで、賛否判断を実施いたします。

【精査基準】

(イ) 取締役会の構成

- 社外取締役が存在しない場合

(ロ) 取締役の選任

① 不祥事等

- 法令違反や不正会計等の不祥事が発生し、社会的な影響が大きい場合や企業の利益に重大な影響を及ぼす場合
- 見解の相違や意見不表明等を理由とする会計監査人の異動の場合
- 対話に応じないなど情報開示姿勢が著しく不適切と考えられる場合

② 業績関係

- 直近3期連続赤字（営業利益、経常利益、当期利益のいずれかが赤字）の場合
- 直近、資本収益性の水準が長期にわたり低迷（ROE5%未満が5期継続）しており、かつ本業の収益性についても業界の中で長期にわたり劣後（営業利益率等が5期連続で業界平均以下）している場合

③ 取締役会決議事項（株主総会の議案として付議せず、取締役会で以下の決議を行っている場合）

- 剰余金処分内容が、「(i) 剰余金処分」の精査基準に該当する場合
- 買収防衛策の導入・継続を行う場合

(ハ) 社外取締役の選任

① 社外取締役の独立性

- すべての社外取締役が次の項目のいずれかに該当する場合

- ・ 大株主出身者(10%以上の株式保有/実質的に大株主と同等と判断される場合を含む)
- ・ 会計監査人出身者(退職後3年以内)、顧問契約を結んでいる税理士法人・法律事務所在籍者
- ・ 主要な取引先やメインバンク出身者(退職後3年以内)で、証券取引所が定める独立性基準を満たさない人物
- ・ 社内役員の3親等以内の親族等、その他利害関係上、課題を有する可能性のある場合

② 社外取締役の出席率

- 社外取締役の経営監督機能が不十分と判断される(取締役会(監査等委員会)の出席率が3分の2未満)場合

<取締役選任の反対対象の考え方>

- ・ 「取締役会の構成」「取締役会決議」での精査による反対先は、再任のトップとする
- ・ 「不祥事等」での精査による反対先は、責任のある再任者とする
- ・ 「社外取締役の独立性」「社外取締役の出席率」での精査による反対先は、当該社外取締役とする
- ・ 「業績関係(長期)」での精査による反対先は、再任者全員とする

【賛否の考え方の例】

<賛成となる主な例>

<(イ) 取締役会の構成の例>

- ・ 企業規模が極めて小さい等、相応の理由から社外取締役を選任していないものの、当社の課題意識の表明に対して理解を示し、今後、社外取締役の選任に向け、具体的な取組内容が納得的であると判断でき、次回の株主総会等、一定期間後までの改善を約束する場合

<(ロ) -① 不祥事の例>

- ・ 第三者による原因究明や社内処分等の責任明確化、再発防止策の策定・履行等といった適切な対策が講じられており、問題の根本的な解決が図られていると判断される場合

<(ロ) -② 業績不振の例>

- ・ 現状は、業績不振等の課題があるものの、不採算事業からの撤退や固定費の削減等、収益の改善に向けた取組状況の進捗について納得的な説明を受け、今後の改善についても期待できると判断した場合

<(ハ) -① 社外取締役の独立性の例>

- ・ 社外取締役の独立性を確保できない相応の事情があり、当社の課題意識の表明に対して理解を示し、改善に向けた意思や具体的な取組を次回の株主総会等、一定期間後までに実施すると判断出来る場合
- ・ 親族関係があっても取締役として十分な機能発揮を果たしていることが確認でき、取締役会構成においても当該親族関係者の占める割合が十分に小さく、ガバナンス上の大きな問題にはならないと判断できる場合

＜(ハ) -② 社外取締役の出席率の例＞

- ・ 当該年度における社外取締役の経営監督機能の発揮状況について納得的な説明があり、十分に出席できなかった理由についても相応の事情がある場合で、具体的な改善取組内容を確認のうえ、今後の改善が見込めると判断した場合

＜反対となる主な例＞

＜(イ) 取締役会の構成の例＞

- ・ 社外取締役を設置していない理由に納得的な説明が得られない場合や、対話を通じて社外取締役の選任を求めても、前向きに検討する意向が確認できない場合、明確な改善意向を確認して一定期間フォローしたにも関わらず、改善の約束が守られなかった場合

＜(ロ) -① 不祥事の例＞

- ・ 不祥事等の発生に関して、対応状況の納得的な説明が得られない場合
- ・ 原因究明や責任の明確化が十分に果たされていないと判断した場合
- ・ 再発防止に向けて適切な対策が講じられていない場合

＜(ロ) -② 業績不振の例＞

- ・ 中期経営計画等において、ROEやこれに代わる経営目標、収益性改善に向けた道筋が明示されていない等、業績不振に対して適切な対応策が講じられていないと判断され、対話を通じても納得的な説明が得られない場合

＜(ハ) -① 社外取締役の独立性の例＞

- ・ 独立性のある社外取締役設置の要請に対して、改善に向けた企業側の明確な意思が確認できない場合や、明確な改善意向を確認して一定期間フォローしたにも関わらず、改善の約束が守られなかった場合

＜(ハ) -② 社外取締役の出席率の例＞

- ・ 十分に出席できなかった理由について相応のやむを得ない事情が確認できない場合や、出席率が低位にとどまる社外取締役が当該企業の経営に対してどのように貢献しているかについて納得的な説明が得られない場合

(vi) 監査役の選任（解任）

【基本的な考え方】

監査役・監査等委員には、独立した立場から、取締役の職務執行の監査や適正な財務報告の実施を監査することにより、企業経営の健全性や適正性を担保する役割を期待しております。

このような観点から、監査役・監査等委員には、独立した立場等から、適切な監督機能が働く仕組みとなっているかについて確認したうえで、賛否判断を実施いたします。

【精査基準】

(イ) 監査役（監査等委員）の選任

① 不祥事等

- 法令違反や不正会計等の不祥事が発生して、社会的な影響が大きい場合や、企業価値に重大な影響を及ぼす場合

(ロ) 社外監査役の選任

① 監査役会の独立性

- すべての社外監査役が次の項目のいずれかに該当する場合
 - ・ 大株主出身者（10%以上の株式保有/実質的に大株主と同等と判断される場合を含む）
 - ・ 会計監査人出身者（退職後 3 年以内）、顧問契約を結んでいる税理士法人・法律事務所在籍者
 - ・ 主要な取引先やメインバンク出身者（退職後 3 年以内）で、証券取引所が定める独立性基準を満たさない人物
 - ・ 社内役員 の 3 親等以内の親族等、その他利害関係上、課題を有する可能性がある場合

② 社外監査役の出席率

- 社外監査役の経営監督機能が不十分と判断される（取締役会または監査役会等の出席率が 3 分の 2 未満）場合

< 監査役選任の反対対象の考え方 >

- ・ 「不祥事等」での精査による反対先は、責任のある再任者とする
- ・ 「監査役会の独立性」「社外監査役の出席率」での精査による反対先は、当該社外監査役とする

【賛否の考え方の例】

＜賛成となる主な例＞

＜（ロ）-① 社外監査役の独立性の例＞

- ・ 独立した社外監査役を選任できない相応の事情があり、当社の課題意識の表明に対して理解を示し、改善に向けた意思や具体的な取組を次回の株主総会等、一定期間後までに実施すると判断出来る場合

＜（ロ）-② 社外監査役の出席率の例＞

- ・ 当該年度における社外監査役の経営監督機能の発揮状況について納得的な説明があり、十分に出席できなかった理由についても相応の事情がある場合で、具体的な改善取組内容を確認のうえ、今後の改善が見込めると判断した場合

＜反対となる主な例＞

＜（ロ）-① 社外監査役の独立性の例＞

- ・ 独立性のある社外監査役設置の要請（課題意識の表明）に対して、改善に向けた企業側の明確な意思が確認できない場合や、明確な改善意向を確認して一定期間フォローしたにも関わらず、改善の約束が守られなかった場合

＜（ロ）-② 社外監査役の出席率の例＞

- ・ 十分に出席できなかった理由について相応のやむを得ない事情が無い場合や、出席率が低位にとどまる社外監査役が当該企業の経営に対してどのように貢献しているかについて納得的な説明が得られない場合

(vii) 会計監査人の選任（解任）

【基本的な考え方】

会計監査人には、監査役等と連携して、財務報告書類の会計監査や、内部統制の有効性の評価等を行い、企業活動の健全化に資する役割を期待しております。

このような観点から、会計監査人としての適切性を確認し、選任・変更についても正当な理由で行われているかを確認したうえで、賛否判断を実施いたします。

【精査基準】

- ① 会計監査人の変更理由
 - 見解の相違や意見不表明等を契機として会計監査人が異動する場合
- ② 会計監査人の適切性
 - 過去に重大な問題（不祥事・監査ミス等）に関わり、改善に向けた対策が不十分な会計監査人の場合

【賛否の考え方の例】

<賛成となる主な例>

- ・ 会計監査人の変更について正当かつ納得的な理由が提示されていると判断できる場合

<反対となる主な例>

- ・ 見解の相違や意見不表明等と前後して会計監査人の変更が行われ、不祥事等の発生に関して、対応状況の納得的な説明が得られない場合や、再発防止に向けて適切な対策が講じられていない場合

《報酬に関する議案》

(vii) 取締役・監査役報酬枠の増加・役員賞与

【基本的な考え方】

取締役・監査役報酬枠の増加等においては、企業価値向上の観点から適切なインセンティブ付与となっているかを検討し、賛否判断を実施いたします。なお、経営陣による適切なリスクテイクを支える環境整備の観点からも、基本的には業績連動報酬としてのストックオプションや譲渡制限付株式報酬は、報酬体系として望ましいと考えております。国内企業の役員報酬は他国と比べて低く、基本的に報酬の増加は問題の無いものと考えておりますが、株主還元対比等で過大な報酬となっている場合は慎重に賛否を判断いたします。

【精査基準】

- ① 不祥事等
 - 法令違反や不正会計等の不祥事が発生して、社会的な影響が大きい場合や、企業の利益に重大な影響を及ぼす場合
- ② 業績関係
 - 直近3期連続赤字（営業利益、経常利益、当期利益のいずれかが赤字）の場合
 - 直近、資本収益性の水準が長期にわたり低迷（ROE5%未満が5期継続）しており企業価値の毀損が懸念される場合、かつ、本業の収益性についても各業界の中で長期にわたり劣後（営業利益率等が5期連続で業界平均以下）している場合
 - 債務超過となっている場合
- ③ 株主還元姿勢
 - 配当性向が単年度15%未満、かつ直近5期平均15%未満の場合
 - 株主還元対比で報酬が過大であると判断される場合

【賛否の考え方の例】

<賛成となる主な例>

- ・ 業績不振について具体的な改善取組が確認でき、報酬枠の増加に関しても、社外取締役の増員や優秀人材確保のために必要で、合理的な範囲での報酬枠となっている等、妥当性が認められると判断できる場合

<反対となる主な例>

- ・ 業績不振の理由について確認したものの、収益改善に向けた具体的な方策が不明瞭であるなど、低収益脱却に向けた取組が不十分であることから、報酬の増加が適切ではないと判断した場合
- ・ 株主還元と比較して、報酬枠（増加）が過大と考える旨を伝えて、説明を求めたものの、今後の収益向上や株主還元強化を含めた、報酬とのバランスの考え方について納得的な説明が得られなかった場合

(ix) 退職慰労金

【基本的な考え方】

業績不振や不祥事を起こしている場合等、企業価値の毀損が懸念される状況において、贈呈対象者が企業価値向上に向けた職責を果たしてきたかを検討し、退職慰労金贈呈の妥当性を踏まえて賛否判断を実施いたします。

【精査基準】

- ① 不祥事等
 - 法令違反や不正会計等の不祥事が発生して、社会的な影響が大きい場合や、企業価値に重大な影響を及ぼす場合
- ② 業績関係<<配当性向の精査基準を削除>>
 - 直近3期連続赤字(営業利益、経常利益、当期利益のいずれかが赤字)の場合
 - 直近、資本収益性の水準が長期にわたり低迷(ROE5%未満が5期継続)しており企業価値の毀損が懸念される場合、かつ、本業の収益性についても各業界の中で長期にわたり劣後(営業利益率等が5期連続で業界平均以下)している場合
 - 債務超過となっている場合
- ③ 株主還元姿勢
 - 配当性向が単年度15%未満、かつ直近5期平均15%未満の場合
 - 株主還元対比で報酬が過大であると判断される場合

【賛否の考え方の例】

<賛成となる主な例>

- ・ 業績は低迷しているものの改善に向けた目途が示されており、退職慰労金の贈呈額が業績低迷を受けて減額される等の措置が取られたうえ、贈呈対象の取締役についても、一定の機能発揮が認められると判断できる場合

<反対となる主な例>

- ・ 中期的に業績不振が継続しており、改善の目途が立っていないこと、贈呈対象の取締役についても企業価値向上に向けた職責を果たしてきたとの納得的な説明が得られなかった場合

(x) 報酬としての新株予約権 (ストックオプション)

【基本的な考え方】

ストックオプションは、企業の経営者等が企業価値向上に向けた経営に取り組むインセンティブを高めるものと考えており、こうした目的に沿って付与される場合、原則として肯定的に捉えております。

ただし、付与対象者が適切でない場合や新株予約権の行使に伴い既存株主の株式価値が著しく希薄化すると判断されるものは好ましくないものと考えております。

【精査基準】

- ① 付与対象者
 - 子会社・関連会社を含む取締役、監査役、従業員以外へ付与される場合
- ② 希薄化
 - 発行済株式数の5%以上希薄化する可能性がある場合
- ③ 報酬の枠外付与
 - 上記の報酬に関する議案の業績不振先に該当し、報酬の枠外で付与される場合

【賛否の考え方の例】

<賛成となる主な例>

- ・ 業績は低迷しているものの改善に向けた目途が示されており、今後、経営者が企業価値向上に向けた経営に取り組むインセンティブを高めると判断できる場合

<反対となる主な例>

- ・ 付与対象者が社外者であったことから、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い場合
- ・ 業績不振下において、インセンティブを付与して経営の改善をはかりたいという説明は一定理解できるものの、希薄化率が著しく高く、過剰な報酬であると判断した場合

《買収防衛策》

(x i) 買収防衛策

【基本的な考え方】

当社は、企業が買収を防ぐ手段として最も望ましいものは、持続的な利益成長等を通じ、中長期的に企業価値を高めることだと考えております。

したがって、買収防衛策の導入・継続の前提として、①企業価値向上に努めていること、②企業側と買収側が十分な議論を交わすための時間や情報を確保し、株主が適切な判断を行う環境を整えることを目的に、当該防衛策が適切に運用されること、の二点が必要と考えております。上記二点の必要条件を満たしていないと判断される場合、買収防衛策には反対いたします。

【精査基準】

① スキーム関係

※以下の観点等により、企業の恣意的な運用の懸念を排除し、企業価値向上に向けた適切な運用がなされているか確認

- 独立性のある複数（2名以上）の社外取締役が選任されておらず、取締役会の経営監督機能が十分発揮されていると認められない場合
- 法務省、経済産業省の指針⁷に沿った適切な内容となっていない場合
- 買収防衛策の発動を判断する独立委員会が存在しない等、恣意的な運用を排除できない場合
- 有効期限が3年超である場合
- 買収者に経済的補償を与える余地のあるスキームとなっている場合
- 株主意思が反映されないスキームとなっている場合（取締役会で導入/継続を決定している、または、株主総会に発動決議を付議しない、など）
- 買収防衛策の導入/継続を取締役会で決定する場合、取締役の選任で株主意思を反映できる仕組みとすべきと考えるため、取締役の任期を1年とする（監査等委員会設置会社の監査等委員を除く）

② 株主還元及び業績関係

※以下の水準を基準に、企業が業績改善を通じた中長期的な企業価値向上に努めているか確認

- 配当性向が直近15%未満かつ、5期平均15%未満（総還元性向を考慮）
- 直近3期連続赤字（営業利益、経常利益、当期利益のいずれかが赤字）もしくは債務超過の場合

⁷ 当該指針の詳細については、下記URLをご参照ください。

http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/shishin_sakutei.html

- 直近、資本収益性の水準が長期にわたり低迷（ROE5%未満が5期継続）しており企業価値の毀損が懸念される場合、かつ、本業の収益性等についても各業界の中で長期にわたり劣後（営業利益率等が5期連続で業界平均以下）している場合

【賛否の考え方の例】

＜賛成となる主な例＞

- ・ 上記スキーム指針に沿った適切な内容のものであり、企業が業績改善を通じた企業価値向上に努めていると判断できる場合

＜反対となる主な例＞

- ・ 買収防衛策の導入/継続については、企業の恣意的な運用の懸念を排除する為、取締役会において、より独立性のある客観的な立場からの意思決定の仕組みが求められることから、2名以上の独立した社外取締役が必要と考えている旨、課題意識を表明したものの、対話の効果が見られず改善が確認できない場合
- ・ 買収防衛策の導入・継続や発動時に株主総会での承認を得ない場合、取締役の任期は1年として、毎年を取締役の選任で株主意思を反映できる仕組みの必要性を説明したものの、改善が見られない場合
- ・ 買収防衛策を発動した場合、買収者に金員等を支払う可能性がある等、スキームについて問題がある旨の課題意識を表明したものの、改善が見られない場合
- ・ 業績不振により企業価値を毀損している企業において、買収防衛策を導入・更新する場合

《定款変更》

(x ii) その他定款変更

【基本的な考え方】

定款は、会社の組織と活動に関する根本規則を実質的に確定するものであり、定款の設定・変更の目的が、中長期的な企業価値の向上に繋がるか、コーポレートガバナンスの観点から適切性向上に繋がるか、株主の権利に大きな影響を与えるか、という観点等で検討し、賛否判断を実施いたします。

中でも、剰余金処分については株主総会で意思決定の方が望ましいと考えているため、剰余金処分を取締役会授権に変更する定款変更については慎重に判断を行っております。

【精査基準】

(イ) 取締役の解任等の決議要件強化

- 取締役の解任等の決議要件に関して、会社法で定められた以上に強化する場合

(ロ) 剰余金処分の取締役会授権

① 株主還元姿勢

- 剰余金処分の精査基準に抵触する等、配当還元姿勢に課題がある場合

② 総会決議の継続

- 定款上、株主総会による決議を排除し、株主総会で決議できない場合
- 今後も原則的に株主総会へ付議する等の措置を取らず、株主の利益につながらない可能性がある場合

(ハ) その他原則賛成内容

※以下のような事項については、株主の権利に不利益がない事を確認して原則賛成

- 商号・本店所在地・事業目的の変更
- 機関設計の変更
- 効力発生日に関する変更
- 公告方法の変更
- 単元未満株の売渡請求の新設
- 株主名簿管理人に関する変更
- 自己株取得の取締役会授権
- 株券発行の定め
- 単元未満株に関する権利制限
- 基準日に関する変更
- 株主総会特別決議の定足数引き下げ
- 取締役員数の増減
- 取締役会の招集に関する変更
- 株主総会・取締役会の招集者の変更

- 取締役会における書面決議制度の新設
- 役付取締役等の設置・変更
- 取締役・監査役の任期の短縮
- 常勤監査役の設置・変更
- 補欠監査役選任制度の設置
- 取締役・監査役・会計監査人・会計参与の責任免除
- 非業務執行取締役・監査役・会計監査人・会計参与との責任限定契約
- 剰余金の配当回数の変更（中間配当等）
- 決算期の変更
- 字句修正、条項の整理・統合等、実質的には変更のないもの
- 「株主総会の決議をもって定める」旨の規定新設 等

【賛否の考え方の例】

＜賛成となる主な例＞

＜（ロ）剰余金処分の取締役会授権の例＞

- ・ 剰余金処分について株主総会で意思表示できる方が望ましい旨を伝え、経営層に説明を求めたところ、資本政策を機動的に実施できるように定款変更を行うものの、今後も株主総会で決議を諮る予定であるとの方針が確認できた場合

＜反対となる主な例＞

＜（ロ）剰余金処分の取締役会授権の例＞

- ・ 過去の株主還元姿勢に課題がある場合や、今後の株主還元姿勢について明確な方針が確認できない場合
- ・ 剰余金処分について株主総会で意思表示できる方が望ましい旨を伝え、経営層に説明を求めたものの、今後の株主総会で引き続き付議する明確な方針が確認できなかった場合や、株主の不利益とならない措置が講じられず納得的な説明も得られなかった場合

《株主提案》

(x iii) 株主提案

【基本的な考え方】

株主提案については、提案内容は区々であるものの、会社提案と同様の視点で判断しております。ただし、提案者と他の株主との間で利害が反する可能性があることや、企業価値向上に資する提案ではないことが多いため、提案者以外の株主の利益や企業価値向上に資するか、という観点から慎重に判断を実施いたします。

【精査基準】

- ・ 会社提案と同様の視点で個別に判断

※ただし、以下に該当する場合は原則として反対

- 提案者のみに資するものであり、株主共同の利益に反する内容であると判断できる場合
- 企業価値への影響が明らかでないと判断される場合
- 特定の政治的目的や社会的目的を実現する為の提案であると判断される場合
- 企業の経営の方向性や資金使途等に著しい制約を与え、経営の自由度を妨げる内容であると判断される場合

【賛否の考え方の例】

<賛成となる例>

- ・ 剰余金処分を株主総会に諮ることなく取締役会で決定している企業に対し、剰余金処分の決定機関を変更するための定款変更を求める提案について、企業の株主還元姿勢に問題があり、定款変更が株主の利益に資すると判断できる場合

<反対となる例>

- ・ 個別事案について特別調査委員会の設置を定款に定める提案等について、会社の基本方針を定める定款の内容として適切でないと判断できる場合
- ・ 剰余金処分に関する提案について、企業の業績・投資計画・財務状況等に鑑みて要求する配当の水準が過大であると判断できる場合
- ・ 役員選解任に関する提案について、当社が会社提案の取締役・監査役選任議案に賛成する場合
- ・ 株主総会の運営に係る規定を定款に追加する提案について、会社法に沿って適切に総会運営が行われていると判断できる場合
- ・ 情報開示を求める提案について、会社の情報開示姿勢や提案内容を勘案し、追加での情報開示が必要ないと判断できる場合

《その他》

(x iv) その他必要がある場合（計算書類の承認等）

会計監査人や監査役が懸念を表明し、計算書類の承認が議案になる場合等には、内容を精査し、賛否判断を実施いたします。

第4章 2016年度の取組結果

(1) 対話活動の取組状況

(I) 対話の実施状況

2016年度（2016年7月～2017年6月）は、低ROE、低配当性向、コーポレートガバナンスに改善の余地がある企業や投資規模が大きい企業を「重点対話企業」として選定し、252社と建設的な対話を進めました。また、日常的な対話を含めると595社と延べ871件の対話を実施いたしました。

【対話の実施状況（企業数ベース）】

低配当性向	52社	（延べ 77件）
低ROE	79社	（延べ 135件）
赤字・業績不振	19社	（延べ 26件）
不祥事等	8社	（延べ 10件）
買収防衛策	4社	（延べ 9件）
社外役員の低出席率	7社	（延べ 7件）
社外役員の独立性	10社	（延べ 10件）
独立社外取締役不在	10社	（延べ 11件）
投資規模の大きい先	71社	（延べ 122件）
重点対話	252社	（延べ 391件）
対話実施件数	595社	（延べ 871件）

※・2016年7月～2017年6月の1年間の対話件数を集計

・内訳は一部重複あり

※・2015年度（2015年7月～2016年6月）は、重点対話85社（延べ132件）対話実施件数548社（延べ736件）

(II) 対話活動の体制強化

当社では、日本株投資の担当部署に、企業との建設的な対話を専門に担当する人材を2016年度途中より1名追加配置し体制を強化しております。対話を専門に担当する人材3名を含む合計8名体制で対話活動に取り組んでおります。

株式投資に係る十分な実務経験や高度な専門知識を備えた人材とアナリストが連携しながら、年間を通じて投資先企業との対話に取り組んでおります。

また、スチュワードシップ活動に関連するシステムの導入も進め、対話管理の高度化等にも取り組みました。

(2) 議決権行使結果と判断事例

(I) 議決権行使結果

2016年度(2016年7月～2017年6月)の議決権行使は、対象企業は1,751社、会社提案に1件以上反対した企業は69社となりました。また、会社提案6,091議案、株主提案187議案の計6,278議案について議決権を行使し、会社提案に反対した議案は80議案となりました。

【議決権行使の状況(企業数ベース)】

【企業数ベース(会社提案)】

	対象企業数	課題なし (賛成)	課題意識の表明			課題意識の 表明比率	反対比率	
			賛成	反対	棄権			
合計	1,751	1,479	272	201	69	2	15.5%	3.9%

【会社提出議案及び株主提出議案に対する議決権行使の状況】

【会社提案】

	議案数	課題なし (賛成)	課題意識の表明			課題意識の 表明比率	反対比率	
			賛成	反対	棄権			
剰余金処分	1,281	1,179	102	87	13	2	8.0%	1.0%
うち低配当性向	150	50	100	1	87	2	66.7%	8.7%
取締役選任 ^{※1}	1,909	1,756	153	116	37	0	8.0%	1.9%
うち業績低迷・低配当性向 ^{※2}	129	30	99	3・4	90	5	76.7%	7.0%
うち社外役員(独立性・低出席等)	45	2	43	6	15	7	95.6%	62.2%
監査役選任 ^{※1}	1,062	1,037	25	9	16	0	2.4%	1.5%
うち社外役員(独立性・低出席)	20	2	18	8	2	9	90.0%	80.0%
定款一部変更	496	479	17	17	0	0	3.4%	0.0%
うち剰余金処分の取締役会授権	19	2	17	10	17	0	89.5%	0.0%
退職慰労金支給	207	183	24	17	7	0	11.6%	3.4%
うち業績低迷・低配当性向	44	20	24	11	17	12	54.5%	15.9%
役員報酬額改定	557	548	9	8	1	0	1.6%	0.2%
うち業績低迷・低配当性向	17	8	9	13	8	14	52.9%	5.9%
新株予約権発行	94	91	3	15	1	16	3.2%	2.1%
会計監査人選任	23	22	1	1	0	0	4.3%	0.0%
組織再編関連 ^{※3}	33	33	0	0	0	0	0.0%	0.0%
買収防衛策	121	102	19	15	4	0	15.7%	3.3%
うち業績低迷・低配当性向	24	7	17	17	15	18	70.8%	8.3%
うち企業価値を毀損するスキーム	2	0	2	0	19	2	100.0%	100.0%
その他会社提案 ^{※4}	308	307	1	1	0	0	0.3%	0.0%
合計	6,091	5,737	354	272	80	2	5.8%	1.3%

【株主提案】

	議案数	賛成	反対	棄権
株主提案	187	0	187	0

※1: 親議案ベース、※2: 無配、又は、剰余金処分の取締役会授権先、※3: 合併、営業譲渡・譲受、株式移転、会社分割等

※4: 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

課題意識の表明をしたうえで賛成した議案、および、反対した議案に対する考え方を分かりやすく示す観点から、上記の[1]～[19]に対応する具体事例を次頁以降で説明いたします。

(Ⅱ) 議決権行使の判断事例

剰余金処分議案

＜事例1＞ 低配当性向（賛成：課題あり）

- ・ 当該企業は、近年、業績が堅調に推移する一方、配当性向が非常に低水準となる状況が継続しておりました。当社は、長期間に亘る毎期複数回の対話を通じて、業績に応じた適切な株主還元を検討することについて問題提起を行ってまいりました。
- ・ 当該企業は、長期に亘る大規模プロジェクトの推進に向けて、当面は多額の設備投資資金を必要とする状況にあり、多額の借入を行っているため、財務リスクの観点から可能な限り内部留保を活用したいとの意向を示しており、株主還元については、長期的なキャッシュフローを見据えながら配当額を決定する方針でありました。
- ・ 当社は、長期の機関投資家として、当該プロジェクトは将来の大幅な企業価値の向上につながる可能性が高いことから、長期的な視点で内部留保と株主還元のバランスを考慮している当該企業の姿勢を尊重するとともに、配当性向は低位ながらも増配を継続してきた実績を踏まえ、剰余金処分議案に賛成いたしました。

＜事例2＞ 低配当性向（反対）

- ・ 当該企業は、赤字が継続するなか、長期にわたり無配が続くなど、厳しい経営状況にありましたが、その後の事業再編や経営資源集中等の経営再建策が奏功した結果、事業収益が拡大し、復配も果たしました。近年では、安定的に利益を確保できる状況となり、成長に向けた投資も積極的に行っております。業績が堅調に推移するなか、当該企業は配当額を据え置いてきたことから、配当性向は低下傾向にありました。当社としては、企業価値向上に資する適切な利益配分の観点から、株主還元の改善について、長期にわたり対話を通じた意見交換を行ってまいりました。
- ・ 経営陣との対話を通じて、復配後の数年間においては、財務体質改善の目標達成に向けて、借入金削減や自己資本充実を優先させる方針を毎期確認し、当社としても、それまでの業績動向や財務状況を踏まえた当該企業の経営方針に納得したことから、剰余金処分議案に賛成してまいりました。また、財務の目標値を達成した後には増配も検討するとの姿勢を受け、その後も継続的に対話を行いながら、モニタリングを継続してまいりました。
- ・ しかしながら、直近期において、財務の目標値を達成したにもかかわらず、配当については、対話のなかで確認してきた増配が実施されず、引き続き同額配当が継続された結果、依然として当社の配当性向基準を下回る水準にとどまる状況となりました。内部留保を優先する当該企業の意向を考慮しても、これまでの対話内容と齟齬のある企業行動は看過で

きず、財務体質の改善と株主還元のバランスが十分に図られていないと判断し、今期は剰余金処分議案に反対いたしました。

取締役選任議案

<事例3> 低配当性向（賛成：課題あり）

- ・ 当該企業は、国際的な金融危機の影響から一時期赤字に転落したため、財務体質が大幅に悪化し、無配となりました。その後、業績の好転を背景に復配を果たしたものの、配当額を据え置いたことから、配当性向は低水準にとどまっておりました。当社は、望ましい財務・資本構成や長期的な株主還元方針について、当該企業と継続的に対話を行ってまいりました。
- ・ 対話を通じて、当該企業は、業績悪化時に毀損した自己資本を積み増す意向であり、当面は目標達成まで内部留保を優先するとの方針を確認しました。一方で、内部留保が目標水準に達した際には株主還元の水準引き上げについても検討する意向でありました。また、国内外における生産設備の増強をはじめ、研究開発費へ資金を要することも確認し、その後の状況をフォローしてまいりました。
- ・ 直近期は、引き続き配当水準が低位にとどまったものの、成長投資に必要な資金調達も行っていることから、自己資本の改善に時間を要する状況であることを当社としても理解し、長期的視点から企業価値向上に向けて内部留保を優先することは合理的であると判断し、取締役選任議案に賛成いたしました。

<事例4> 業績低迷（賛成：課題あり）

- ・ 当該企業は、近年、主力事業の競争力低下を背景に業績が大きく悪化したことから、危機的な経営状況に陥っておりました。当該企業の経営陣は、経営再建に向けて、事業構造の再編やコストダウン、資金調達といった構造改革策を実施するとともに、外部資本の受け入れを行い経営陣の刷新を図りました。
- ・ こうした状況を受けて、当社としては、当該企業の経営再建に向けた取組の進捗状況についてフォローしてまいりました。また、対話を通じて、成長に向けたビジョンの明確化と具体的な取組策の提示を要請してまいりました。
- ・ その後、当該企業は、迅速な意思決定体制の構築やコスト管理の厳格化等の構造改革を推し進めた結果、業績は大きく改善する状況となりました。当社としては、適切な構造改革が着実に進められたものと評価し、今後の更なる改善も期待できる状況となったことから、取締役選任議案に賛成いたしました。

＜事例5＞ 業績低迷（反対）

- ・ 当該企業は、主力事業における受注低迷の影響や採算性の悪化等から業績が悪化傾向にあることに加え、内部留保が厚く資本効率に課題がある状況にありました。
- ・ 当社は、当該企業に対し、事業環境や経営課題、具体的な事業戦略について説明を求めるとともに、資本効率を意識した経営目標の設定・開示を要請しておりました。また、収益性については、現状は非常に厳しい状況であるものの、収益性向上に向けた具体策を検討する方針であったため、その後の状況をフォローしてまいりました。
- ・ しかしながら、直近期の決算においては、事業採算が更に悪化し、営業赤字を計上するとともに、減損損失等もあり、大幅な当期純損失に転落することとなりました。当社は、再度、当該企業と対話を行ったものの、収益性向上に関する対応策の進捗は遅れており、今後の業績動向についても不明瞭な状況でありました。
- ・ 当社としては、業績が低迷するなか、収益性改善の道筋が立てられていない状況を重く受けとめ、中長期的な企業価値向上は見込み難いと判断したことから、取締役選任議案に反対いたしました。

＜事例6＞ 社外取締役の低出席率（賛成：課題あり）

- ・ 当該企業は、社外取締役の再任候補者のうち1名が、前年度の取締役会への出席率が低位にとどまっておりました。当社は、持続的に企業価値を高めるための自律したガバナンスの仕組みを構築しているかという観点から、当該企業との対話を通じて状況を確認してまいりました。
- ・ 当該企業からは、再任候補者の取締役会への出席率が低位にとどまったのは、一定期間病気療養を要する状況にあり、その要因を除けば十分に取締役会に出席していることを確認いたしました。また、現在は業務に支障はなく、コーポレートガバナンスに関する懸念は見られない状況でありました。
- ・ 当社としては、今後の取締役会への出席・機能発揮状況の改善が確実視されると判断し、当該社外取締役選任議案に賛成いたしました。

＜事例7＞ 社外取締役の低出席率（反対）

- ・ 当該企業では、大株主出身の社外取締役が、本業の多忙さから取締役会への出席率が低位にとどまっておりました。同氏は、今回の株主総会をもって退任するものの、引き続き同大株主の役員が後任として社外取締役候補者となっていたため、社外取締役に期待される機能発揮が十分になされない懸念がありました。
- ・ 当社は、当該企業と対話を行い、低出席率となった要因と今後の改善策について説明を求めたところ、同氏は、本業における業務執行と当該企業の取締役会が重なることが多く、その際には本業を優先していたため、当該企業の取締役会を欠席していた旨の説明を受けました。当該企業では、前年度より低出席率となったことについて課題意識は持っていたものの、社外取締役との調整がつかず、直近年度の出席率も低位となっておりました。また、後任の社外取締役候補者については、大株主との調整を行っていくものの、予定が重なった場合には社外取締役本人に判断を委ねる方針でありました。
- ・ 当社としては、出席率改善に向けた会社側の意向や具体的な改善取組を確認することができず、後任の社外取締役が就任した場合においても、引き続き十分に機能発揮できない可能性が高いと判断し、当該社外取締役選任議案に反対いたしました。

監査役選任議案

＜事例8＞ 監査役会の独立性（賛成：課題あり）

- ・ 当該企業は、株主総会に上程された会計監査人出身の社外監査役候補者が就任した場合、社外監査役全員が大株主および当該企業の会計監査人出身者で構成されることとなり、監査役会の独立性が懸念される状況にありました。
- ・ 当社は、対話を通じて、課題意識を伝え、当該企業の意向を確認したところ、当該企業では、前任の独立社外監査役が急病により辞任したことに伴い、時間的猶予が限られるなかで、会計監査人に後任候補者を相談していた状況でありました。当該企業は、独立性を担保できる人物を要望しており、会計監査人から紹介を受けた人物は、当該企業の監査には一切携わっておらず実質的に独立性を備えた人物であることを確認しておりました。また、面談を経て人物的にも評価できると判断し、独立社外監査役として株主総会に諮っておりました。
- ・ 以上から、当該企業は外形的に監査役会の独立性が懸念される状況にあったものの、今回候補者は実質的に独立性を有していることや、時間的制約のなかでも当該企業が独立社外監査役を選任する強い意向を持って同氏を候補者としていることを踏まえ、当該社外監査役選任議案に賛成いたしました。

<事例9> 監査役会の独立性（反対）

- ・ 当該企業は、過年度より、社外監査役全員が大株主および当該企業の会計監査人出身者で構成されており、監査役会の独立性が懸念される状況が継続しておりました。
- ・ 当社は、当該企業の過年度の株主総会において監査役選任議案に反対しておりましたが、当該企業が社外監査役の独立性が担保されていない状況について一定の課題意識を有していたことから、独立社外監査役を選任するよう複数年度にわたり要請してまいりました。
- ・ しかしながら、今回の株主総会においても独立性のない補欠監査役の選任議案が上程され、当社との課題意識が共有されない結果となり、改めて対話を行ったものの、変更する予定はないとの認識が示されたことから、当該補欠社外監査役選任議案に反対いたしました。

定款一部変更議案

<事例10> 剰余金処分の取締役会授權（賛成：課題あり）

- ・ 当該企業は、直近期の株主総会において、機動的な資本政策および配当政策の遂行を目的として、剰余金の配当を取締役会決議により行うことを可能とする定款変更議案を上程しておりました。
- ・ 当社では、剰余金処分については、本来、株主総会に諮られることが望ましいと考えているため、取締役会での決議以外の選択肢を排除（専権事項化）せず今後も株主総会へ付議する意思があるか、といった点や、企業の株主還元方針、これまでの配当実績などを踏まえながら慎重に判断しております。
- ・ 当該企業については、対話を通じて、今後も剰余金処分議案を株主総会に諮る方針であるという意向が確認できたこと、これまでの株主還元の実績についても課題は見られなかったことなどから、当該企業の株主還元姿勢を総合的に判断し、定款変更議案に賛成いたしました。

退職慰労金支給議案

<事例 1 1> 業績低迷（賛成：課題あり）

- ・ 当該企業は、創設者の取締役退任に伴い、退職慰労金の支給を諮る議案を上程しておりました。当社は、役員退職慰労金に関し、不祥事等の有無や業績動向を勘案したうえで、支給対象者が当該企業の企業価値向上に向けた職責を果たしてきたかを検討し、その適切性を判断しております。
- ・ 当該企業は、近年、主力事業において、売上高の減少やコスト増加等を背景に利益率が低下し、資本効率も低位で推移している状況にありました。こうしたなか、当該企業は、長期的に資本効率を向上させる経営目標を掲げており、対話の場面でも、収益改善に向けて事業再編による経営の効率化や、顧客ニーズに対応した体制強化等を図っていることが確認できました。
- ・ 当社としては、当該企業の近年の業績動向は懸念される状況であったものの、適切な対策を講じていると判断される状況にあることや、支給対象者は当該企業の創設者として長年にわたり企業価値向上に貢献してきた人物であると考えられたことから、退職慰労金支給議案について賛成いたしました。

<事例 1 2> 業績低迷（反対）

- ・ 当該企業は、主力製品の売上低迷を背景に業績が悪化傾向にあったことに加え、固定資産の減損損失等を計上したことから当期純損失となるなど厳しい経営状況にありました。こうした状況を受けて、当該企業では経営陣を一新して大幅に若返りを図る新経営体制となり、旧経営陣の退職慰労金の支給を諮る議案が上程されました。
- ・ 当社は、旧経営体制下において、対話を通じて、業績改善に向けた取組のほか、経営目標値の設定や情報開示姿勢の改善について要請してまいりました。業績改善に向けた対策として、当該企業が研究開発の拡大や特定製品の拡販等に取り組んできたことは確認できたものの、業界環境の変化スピードに旧経営陣が対応できず、業績悪化に歯止めが掛からなかったことを踏まえると、旧経営体制下では企業価値向上を意識した経営がなされてこなかったと判断せざるを得ない状況でありました。
- ・ こうしたなか、退任取締役に対する退職慰労金の支給については、取締役会に一任する形であり、業績低迷に配慮したものであることも確認できなかったことから、退職慰労金支給議案に反対いたしました。

役員報酬額改定議案

<事例 1 3> 低配当性向（賛成：課題あり）

- ・ 当該企業は、配当性向が長期にわたり低水準にとどまり、中期経営計画において掲げている配当性向の目標値も下回る状況が継続し、株主還元に関して課題がある状況にありました。こうしたなか、直近期の株主総会において、役員報酬総額の増額を諮る議案が上程されました。
- ・ 当社では、役員報酬の増額改定については、不祥事等や業績面の課題の有無を踏まえつつ、企業価値向上の観点から適切なインセンティブに繋がるかといった観点から内容を検討しております。
- ・ 今回の役員報酬額の増額に関しては、現行の報酬体系から固定給の支給水準を引き下げる一方で業績連動報酬を引き上げる仕組みとすることで、報酬額の上限を大幅に増加させることなく、業績向上へのインセンティブ強化や報酬額を機動的に運用できる体系とすることを趣旨としており、長期的な視点から企業価値向上に資する内容であると判断したため、役員報酬額改定議案に賛成いたしました。
- ・ なお、対話を通じて当該企業の株主還元についても、投資や内部留保とのバランスを踏まえた目標値設定を行っていることを確認し、今後更なる株主還元の拡充が期待出来ると認識しております。

<事例 1 4> 業績低迷（反対）

- ・ 当該企業は、黒字を維持しているものの事業の収益性は長期にわたり低水準で推移していることに加え、内部留保を積み上げてきたことから、資本効率面でも課題を抱える状況にありました。こうしたなか、直近期の株主総会において、取締役の増員に伴い、役員報酬総額の増額を諮る議案が上程されました。
- ・ 当社は、当該企業との対話を通じて、経営計画の策定や資本効率を意識した経営目標値の設定がなされていないことから、当該企業の収益性向上に向けた取組状況の把握が困難な状況にあるため、情報開示の充実と収益性向上に向けた対策を要請してまいりました。しかしながら、その後も経営計画等が示されることはなく、業績改善に向けた具体的な取組も確認することができなかつたため、当社との課題意識の共有化は図られなかつたものと認識しております。
- ・ こうした状況を踏まえ、当社としては、低収益からの脱却に向けた道筋が示されないなかでの取締役増員は企業価値向上の観点から問題であり、これに伴う役員報酬総額の増額改定についても合理的でないと判断し、役員報酬額改定議案に反対いたしました。

新株予約権発行議案

<事例15> 低配当性向（賛成：課題あり）

- ・ 当該企業は、業績が堅調に推移するなか、一定の配当が維持されてきたものの、配当性向は低位で推移する状況が継続しておりました。また、直近期は一過性の損失計上から減配となり、当該企業の株主還元方針が懸念される状況にありました。こうしたなか、直近期の株主総会では、中長期的な企業価値向上に向けたインセンティブを高める目的で、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上程されました。
- ・ 当社は、ストックオプションの付与や業績連動報酬の導入に関しては、企業の役職員等が企業価値向上に向けた経営に取り組むためのインセンティブを高めるものと考えており、こうした目的に沿って適切な金額で運用される限りにおいては、肯定的に捉えております。
- ・ 当該企業では、直近期の配当性向は低位にとどまるものの、翌期以降は業績に応じて増配する計画を示しておりました。また、対話を通じて、有効な資金使途がない場合には、余剰資金を機動的に株主に還元する意向であることを確認しており、実際に継続的な自己株式取得が行われている状況にありました。
- ・ 当社では、当該企業の株主還元姿勢に大きな問題がないことを確認しており、企業価値向上に向けた経営陣等へのインセンティブ付与は望ましいものと判断し、新株予約権発行議案に賛成いたしました。

<事例16> 大幅な希薄化（反対）

- ・ 当該企業は、中核事業の苦戦により業績が低迷し当期純損失を複数期にわたり計上していたため、早期黒字化に向けて徹底したコスト管理等、事業構造改革に注力している状況にありました。こうしたなか、直近期の株主総会において、長期の業績向上および企業価値向上に向けたインセンティブ導入を目的に、退職慰労金制度を廃止し、取締役に対して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を上程しておりました。
- ・ 当該企業との対話を通じて、当ストックオプションは、廃止する退職慰労金に代わる業績連動報酬の位置付けであるという意向を確認しており、当社としても、その目的は十分に理解するところであります。しかしながら、付与される金額は現在の取締役報酬に比べ多額に設定されており、その結果、株式の潜在希薄化率も高いものとなっております。
- ・ 当社では、当該企業は経営再建に向けた途上にあると認識しており、当該企業の置かれた状況や業績対比で過大な報酬金額であることを踏まえると、当該議案の内容は評価できるものではないと判断し、新株予約権発行議案に反対いたしました。

買収防衛策議案

＜事例 17＞ 業績低迷（賛成）

- ・ 当該企業は、近年、積極展開してきた海外事業の苦戦等による業績低迷を背景に、株価が低迷しておりました。また、多額の特別損失の計上により、一昨年度は当期純損失に陥るなど、業績が更に悪化し、収益性向上に向けた取組が急務となっております。こうしたなか、当該企業は買収防衛策を導入しており、直近の株主総会で、その更新を諮る議案が上程されました。
- ・ 当社は、持続的な利益成長等を通じて、中長期的に企業価値を高めることが、買収を防ぐ手段として最も望ましく、買収防衛策を導入する場合でも、企業が企業価値向上に努めていることが大前提であると考えております。こうした観点から、当該企業と業績改善に向けた取組状況や、買収防衛策の必要性について、継続的に対話を行ってまいりました。
- ・ 対話を通じて、海外事業における生産システムの改善や注力地域の変更等を行っているほか、収益性の高いサービスの売上比率の拡大を図るなど、収益性改善に向けて抜本的な取組を推進していることを確認し、直近期では、大幅赤字の原因となった海外事業において、収益性向上に向けた取組が奏功したことから黒字転換を果たし、翌期も更に増益が見込まれるなど、業績は大幅に改善いたしました。
- ・ また、買収防衛策について、当該企業は、受注から納入、アフターサービスまで長期にわたり事業を継続していく必要があり、事業継続を前提としない買収はステークホルダーにとって望ましくないとの考えから、買収防衛策を更新していく意向を示しておりました。こうした意向は、社外取締役を交えて社内で十分に議論したうえでの結論であることを確認いたしました。
- ・ 当社としては、当該企業は企業価値向上に向けて抜本的な取組を行っており、業績改善を実現させていることに加え、買収防衛策を必要とする当該企業の事業特性も踏まえ、買収防衛策の更新議案に賛成いたしました。

＜事例18＞ 業績低迷（反対）

- ・ 当該企業は、売上拡大に向けて邁進してきた海外事業において、事業管理面での課題が表面化したことから大幅な赤字に転落し、無配となりました。また、不適切な会計処理が発覚するなど、経営環境は非常に厳しい状況にありました。こうしたなか、当該企業は、買収防衛策を継続的に導入しておりました。
- ・ 当社は、当該企業と、業績改善や株主還元の適正化に向けた取組状況や、買収防衛策に対する考え方について、四半期ごとに集中的に対話を行ってまいりました。対話を通じて、海外事業における組織改革や生産性改善、販売・仕入価格の適正化等、黒字化に向けた取組を実行していく方針であることを確認しておりました。
- ・ 業績低迷時の買収防衛策について、当社の懸念に対する理解は示されたものの、買収に際して株主への情報提供を目的に、当該企業は引き続き継続方針としておりました。
- ・ 直近期においては、大幅赤字の原因となった海外事業は辛うじて赤字を脱したものの、株主還元については依然として無配が継続しておりました。当社としては、業績改善に向けた当該企業の取組やその成果については一定の評価をしているものの、早期復配に向けた事業立て直しや毀損した財務の改善等は途上にあるものと認識しております。かかる状況下では、当社が買収防衛策の導入・継続の前提条件と考えている企業価値向上が実現しているとは言い難いことから、買収防衛策の更新議案に反対いたしました。

＜事例19＞ 企業価値を毀損するスキーム（反対）

- ・ 当該企業が導入する買収防衛策は、買収防衛策が発動した場合、買収者に対して金員等を支払う可能性のあるスキームを採用しておりました。当社は、当該買収防衛策の適切な運用に関して大きな疑念を有していたことから、これまで複数回にわたり、当該企業の買収防衛策の更新議案に反対してまいりました。
- ・ 当社は、当該企業と継続的に対話を行い、当社の課題意識を伝え、買収防衛策の内容修正を要請してまいりました。当該企業は、当社の課題意識に理解を示すとともに、投資家の意見を可能な限り反映させるとの方針であったため、当社は、その後の取組状況をフォローしてまいりました。
- ・ しかしながら、直近期の株主総会において上程された買収防衛策の更新議案は、従前のスキーム通りであり、修正は行われませんでした。当該企業からは、当社の課題意識は認識しているものの、社内検討を重ねた結果、前回同様の内容で更新する方針である旨を伝達されたことから、当社としては、課題意識の共有化が図られなかったものと認識し、買収防衛策の更新議案に反対いたしました。

(Ⅲ) スチュワードシップ諮問委員会における主な議論内容

当社は、2017 年度に、スチュワードシップ活動の取組強化と一層の透明性向上に向けて、社外委員を過半とする「スチュワードシップ諮問委員会」を新たに設置いたしました。

[詳細につきましては、「第2章 日本版スチュワードシップ・コードの諸原則への取組（P6～7）をご参照ください。]

当委員会は、議決権行使プロセスのガバナンス強化やスチュワードシップ活動全体にわたる幅広い助言を得ることで、当社のスチュワードシップ活動を一層充実させることを目的としております。

当社は、2017 年 6 月に開催した当委員会において、利益相反管理を厳格化する観点から、当社と保険取引が多い企業や代理店としての保険取扱高が多い企業等の議案を重要議案と定め、そのうち議決権行使精査要領に抵触した全ての議案について、事前に審議を行っております。結果として、当社の議決権行使に関して利益相反の懸念はないことを確認しております。

重要議案として事前の審議・答申を経た個別議案に関する議決権行使について、以下に事例を紹介いたします。

● 内部管理体制等に課題のある企業の取締役選任議案（賛成）

- ・ 当該企業は、過去に不適切な会計処理を行っていたことが発覚し、内部管理体制等に深刻な課題を抱えておりました。当該企業は、不適切な会計処理に関与した経営陣の刷新を図り、新経営体制下で経営再建を推進しておりました。しかしながら、その後、買収事業において巨額の損失を計上したことにより、業績が大きく悪化し無配となるなど、危機的な経営状況に陥っておりました。
- ・ こうした状況を受けて、当社は、当該企業の経営再建に向けた構造改革の進捗状況について継続的なモニタリング・対話を実施するなかで、資本増強への取組と構造改革の推進を要請し、当該企業が改善に向けた取組を推進していることを確認しております。一方で、持続的成長への回帰の観点から、企業風土の改革、将来戦略への不透明感の払拭による従業員満足度の改善なども促してまいりました。こうした観点からの改善取組には時間を要することから、注意深くモニタリングを続ける方針としております。
- ・ 当社としては、引き続き改善取組を促す必要があると考えているものの、当該企業は喫緊の課題解決を迫られており、現時点で経営陣の交代を求めることは、企業価値を損なう可能性が大きいと判断しております。また、当該企業の指名委員会から厳しい経営状況に対して継続性を持って課題に対処できるとして選任されている取締役候補者が、引き続き事態の収束に当たることが妥当であると判断したため、取締役選任議案に賛成の方針といたしました。

● 独立性に懸念のある社外取締役選任議案（反対）

- ・ 当該企業は、社外取締役を1名選任しておりましたが、当該社外取締役は当該企業の筆頭株主企業の出身者であり、当社としては、取締役会の独立性に懸念を持っておりました。
- ・ 当社は、対話を通じて、社外取締役が大株主の出身者のみであることから、客観的な立場からの機能発揮への疑義や利益相反の可能性について課題意識を伝達しておりました。当該企業からは、取締役会は多様性に富み実態は問題がないと考えていること、社外取締役は証券取引所に独立役員として届け出ており、既に出身企業を退社している旨の説明がありました。一方で、コーポレートガバナンス・コードを受けて、当該企業としては社外取締役を複数名にすることを課題認識しておりました。当該企業のコーポレートガバナンス報告書においても、適任者を選定でき次第、独立社外取締役を増員する方針を表明していたため、当社としては、課題解決に向けた取組状況をフォローしてまいりました。
- ・ こうしたなか、直近期の株主総会における議案上程の直前まで、当該企業に対して繰り返し課題意識を伝えるとともに、独立社外取締役の選任を求める対話を行ってまいりましたが、当該企業から上程された取締役選任議案での社外取締役候補者は、筆頭株主出身者の再任のみであり、当社が求める独立した社外取締役の選任はなされませんでした。当社としては、独立性に関する当該企業との考え方の違いの溝が埋まらず、課題解決に向けた進捗が確認できない状況が継続したため、社外取締役候補者の再任に反対する方針といたしました。

<スチュワードシップ諮問委員会での社外委員からの主な意見>

個別議案に直接関係する意見に加え、スチュワードシップ諮問委員会にて社外委員の方々から、以下の答申、ならびに、意見・指摘をいただいております。

<事前審議に対する答申>

- 議決権行使判断の賛否判断は合理的であり、利益相反を疑われる議決権行使は行われていない。

<議決権行使プロセスについて>

- 企業との対話や議決権行使において、当社は相当なりソースを割いている。対話の質も高く、プロセスに注力している。
- 当事者間で納得していても、客観的に説明できるようにすることが重要であり、スチュワードシップ・コードで求められていることでもある。保険会社として、終身契約等、長い目線の受益者に対して、長期的視点で責任を持って資産運用収益拡大に努めていることを説明することが重要である。

<対話活動のP D C Aについて>

- ▶ 対話はその場限りでなく、継続的に行っていくことが重要である。企業が表明している取組や目標等が実現・達成されているかをP D C Aしながら、継続的な対話を通じて企業側の真摯な対応を促すことで、企業と投資家の良い関係が構築される。

今後もスチュワードシップ諮問委員会において、議決権行使プロセスや対話に関する議論のほか、当社のスチュワードシップ活動の一層の推進・透明性向上に向けた議論を行い、様々な助言を踏まえて、スチュワードシップ活動の一層の充実に努めてまいります。

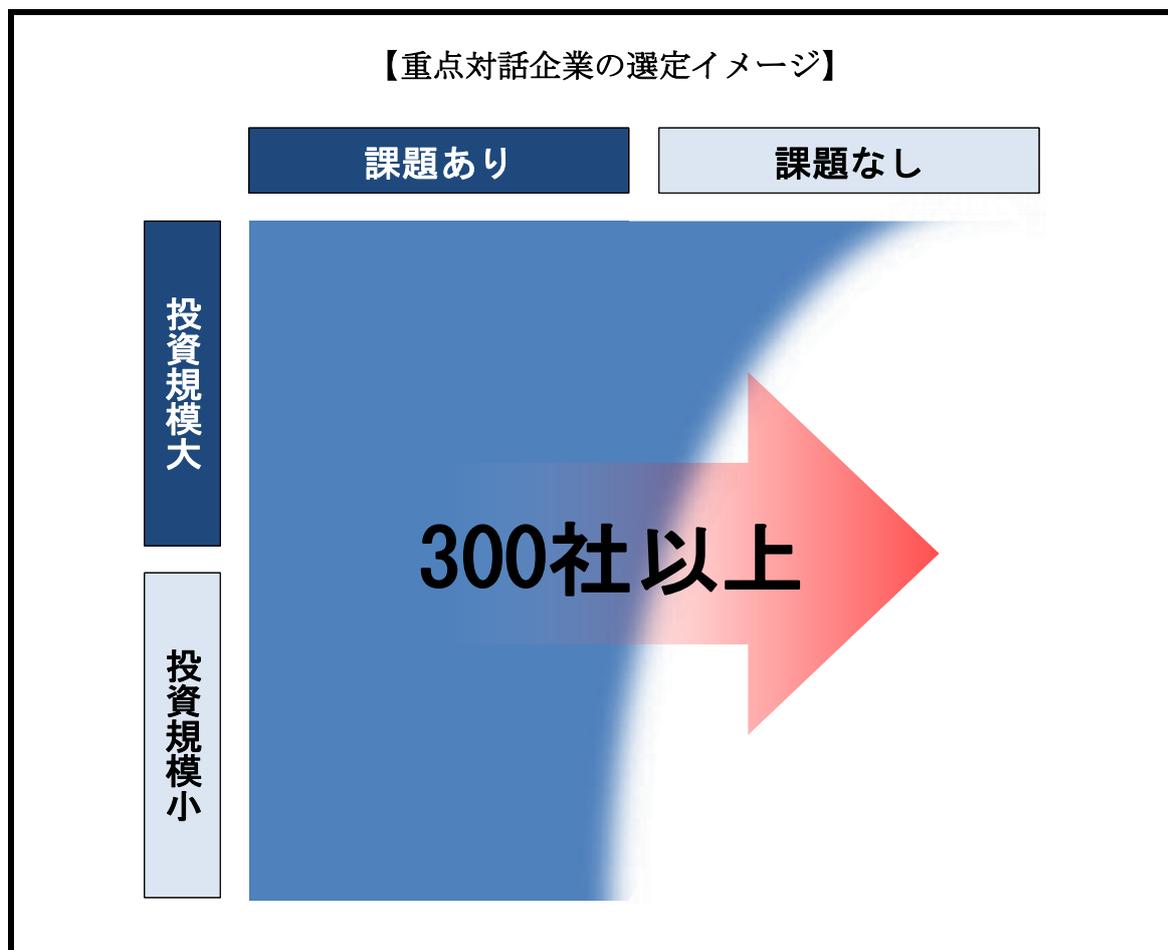
第5章 2017年度の取組方針

(1) 対話取組の拡大

当社では、企業との対話活動について、個社の状況や当社投資規模等を考慮しつつ、重要性の観点から対象企業を選定しております。中でも、低ROEや低配当性向、コーポレートガバナンスに改善余地がある企業等、課題を有すると考えられる企業を「重点対話企業」として選定し、対話取組を強化してまいりました。

2017年度は、機関投資家としてより多くの投資先企業との対話取組を行い、中長期的な企業価値向上を促す観点から、「重点対話企業」を従来の「200社」から「300社以上」に拡大し、課題を有する企業を中心に可能な限り対話活動を積極的に行い、対話取組の充実を図ってまいります。

上記取組を通じて、投資先企業の中長期的な企業価値向上に貢献するとともに、当社株式ポートフォリオの質向上にも繋げてまいります。



(2) 対話内容の一層の充実

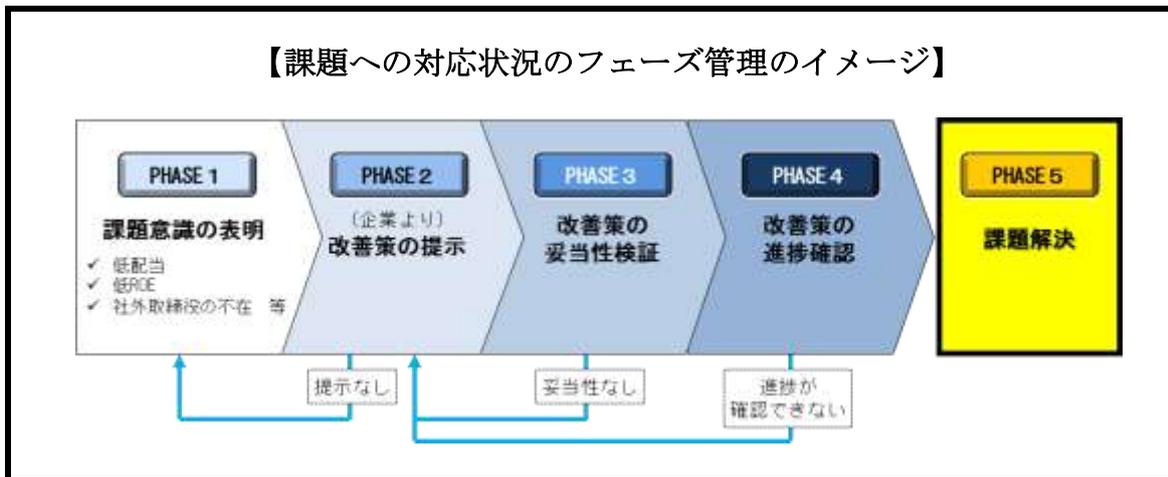
当社では、スチュワードシップ活動を通じて投資先企業の中長期的な企業価値向上に貢献していくうえで、対話内容をP D C Aの観点から継続的に振り返りつつ、対話の実効性を高めていくことに加え、投資先企業にとって示唆のある対話取組を行っていくことが重要であると考えております。こうした観点から、2017年度は、以下のような取組を加え、対話内容の一層の充実に努めてまいります。

(I) 新システムを活用した対話P D C Aの強化

スチュワードシップ活動の一貫として、当社では昨年度より株式会社エクスネットが提供するXNETサービス「スチュワードシップ・ソリューション」(以下、「本サービス」)を導入しております。

本サービスは、スチュワードシップ活動の一環として行う企業との対話および議決権行使の管理をトータルに支援する各種アプリケーションを提供するものです。

本サービスを活用し、「課題意識を表明した企業」を中心に、課題への対応状況のフェーズ管理を行い、適切なタイミングで課題改善に向けた取組状況をフォローアップすることにより、対話のP D C Aを強化してまいります。



(II) 経営層との面談による対話取組の実効性向上

対話の効果を最大限引き出す観点から、経営層との対話を積極化し、対話取組の実効性向上に努めてまいります。

なお、投資先企業の課題状況等に応じて、社外取締役や社外監査役との対話も行ってまいります。

(Ⅲ) 好取組事例等の情報発信強化

投資先企業にとって、示唆のある対話取組を行っていくため、これまでの対話取組を通じて得られた各社の好取組事例等を発信し、課題改善に向けたソリューションの提供や更なる企業価値向上に向けた取組支援を行ってまいります。

(Ⅳ) ESGを主なテーマとする対話活動の推進

当社では、2017年3月に国連責任投資原則に署名しており、これまで以上に持続的な企業の成長を支援していく観点から、ESGを主なテーマとする対話活動を推進してまいります。

(3) 議決権行使精査要領の改正

議決権行使プロセスの一層の充実を図ることを目指して、2018年5月総会以降に適用予定となる議決権行使精査要領の改正を実施いたします。

[詳細につきましては、「第3章(4)－(Ⅱ) 議決権行使精査要領について」(P32～54)をご参照ください。]

新しい議決権行使精査要領に基づき、対話を通じて投資先企業に対し当社の議決権行使の考え方や課題意識を伝え、スチュワードシップ活動の一層の充実を図ってまいります。

(4) スチュワードシップ活動に係る体制の強化

日本版スチュワードシップ・コードの原則7では、機関投資家が投資先企業との建設的な対話に取り組むために備えるべき実力について記載されています。

従来から、当社では日本株投資を専門に担当する部署を設置するとともに、株式投資に係る十分な実務経験や高度な専門知識を備えた人材を配置し、日々研鑽に努めてまいりました。

当社では、当コードにおいて、「機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきである」(指針7-1)「将来のスチュワードシップ活動がより適切なものとなるよう努めるべきである」(指針7-4)との記載がなされていること、およびその趣旨に賛同していることを踏まえ、2016年度途中からは下記の対応を通じ、スチュワードシップ活動を推進するための体制について、一段の強化を図りました。

(Ⅰ) 対話専管人材の追加配置

当社では、日本株投資の担当部署に、企業との建設的な対話を専門に担当する人材を配置しており、2017年3月から1名を追加配置するなど、体制の充実に努めております。

(Ⅱ) スチュワードシップ諮問委員会の設置

2017年5月に「スチュワードシップ諮問委員会」を新たに設置し、当該分野に精通する委員の方々から当社のスチュワードシップ活動全体にわたる幅広い助言を得ることで、当社のスチュワードシップ活動を一層充実させ、より効果的なものにするべく努めてまいります。

当社では、2017年度以降もスチュワードシップ活動を推進するための体制強化について検討を進めると共に、人材育成にも取組み、スチュワードシップ活動の一層の充実に向け、取組を進めてまいります。

以 上