

国内株式議決権行使方針及び基準の解説

損保ジャパン日本興亜アセットマネジメント（以下、弊社）は、ウェブサイトを開示している「責任ある投資家としての考え方と行動方針」に示した基本理念のもとで、「議決権行使ガイドライン」の方針に従った議決権行使を行っています。

この「国内株式議決権行使方針及び基準の解説」は、「議決権行使ガイドライン」の方針に基づき現在適用している具体的判断基準を個別議案ごとに解説したものです。

なお、下記にお示しする判断基準は必ずしも形式的、画一的に適用されるものではありません。弊社担当アナリストが各企業との対話を通じ、現在置かれている具体的な状況を把握し独自の分析を行ったうえで、個社の事情、これまでの経緯などを踏まえ、高い実効性をもった議決権行使判断を行います。

以下、各議案類型に沿って 2017 年 10 月末時点における方針及び行使基準をご説明します。

1. 剰余金処分

【方針】

配当については、企業の成長性や収益性との適切なバランスが保たれた分配政策であるかを精査します。企業は株式市場に上場することで幅広く資本を調達することができるようになりますが、その反面、社会の公器である株式市場を使う以上、中長期的に株主資本コストを上回る ROE を達成することが期待され、上場会社の株主還元方針はこの中長期的な ROE 目標及び中長期の成長見通しと整合的であることが求められます。この時、弊社は、公共の市場から限りあるリスクマネーを調達した上場会社の責務として、業績の短期変動性にかかわらず、少なくとも「最低水準の株主還元」は毎年定期的に行うことが望ましいと考えます。この「最低水準の株主還元」をどう定義付けるかは非常に難しい問題ですが、弊社では株主が提供するリスクマネーに対して、最低でもリスクフリーレート（長期金利）の長期平均である 2% がその目処になると考えます。よって弊社は、自己資本に対し 2% 以上（すなわち DOE 2% 以上）の株主還元が安定的に行われることを求めます。

一方、企業はそれぞれ異なる成長ステージにあることから、高い成長段階にある企業は足もとの株主還元を充実させるよりも成長投資を行った方が企業価値拡大に資すると考えられることから、一律 DOE 基準で縛る必要はないと考えます。このような企業については、ROE 8% 以上の資本効率性を求めます。

以上から、弊社では DOE 2% 以上、または ROE 8% 以上のいずれも満たさない企業の剰余金処分議案について、原則として反対します。

【行使基準】

下記基準に該当する場合、株主還元が不十分であると判断し、原則として剰余金処分議案に反対します。

なお、剰余金処分議案が上程されていない場合には、原則として代表取締役の選任議案に反対します。

① DOE 2.0% 以上、または ROE 8.0% 以上のいずれも満たさない場合

※ DOE の算出にあたっては、配当のみならず、当該年度の業績、財務状況に対応して実施、もしくは実施する方

針を決定した自己株式取得額を含んだ総還元額を考慮します。

(例えば、DOEが2%を下回ったとしても、自己資本に対する総還元額(配当額+自己株式取得額)が2%以上である場合には、原則として当該剰余金処分議案に賛成します。)

※ROEについては、一過性の最終損益の落ち込みのみで評価するのは適切ではないため、過去5年平均のROEが8%以上となっている場合には、原則として剰余金処分議案に賛成します。

※最終赤字企業については、原則として配当水準を問いませんが、当該最終赤字が一過性であると判断され、財務に余裕があると総合的に判断される場合には、最終黒字の企業と同様にDOE2%以上を満たすか否かで判断します。

※業績、財務状況に鑑み、過剰配当と判断される企業については、原則として剰余金処分議案に反対します。

2.取締役選任議案

【方針】

取締役会の構成については、期待されるコーポレートガバナンス機能が有効に発揮される適切な構成となっているかを精査します。会社の規模に照らして取締役数が著しく多い場合には、原則として反対します。また、ガバナンスの効率性やマネジメントの意思決定の迅速性を求める観点から、合理的な理由を欠く社内取締役の増員は、原則として反対します。さらに、社外取締役の機能の実効性を担保するため、複数名の社外取締役選任を求めます。

取締役の適格性については、候補者が期待される役割を全うする資質を有しているかを精査します。特に、業績・株価のパフォーマンスが著しく悪化した企業や、株主価値を毀損する反社会的行為を行った企業、政策保有株式のウェイトが過度に高く大きな株価変動リスクを抱えている企業等は、特に厳しく精査します。

社外取締役候補者については、その求められる監視監督機能の有効性を保つべく、独立性に疑義が生じない候補者であるかを精査し、独立性に疑義があると判断された場合には、原則として反対します。また、合理的な理由なくして取締役会への出席率が著しく低い候補者に対しては原則として選任に反対します。他社の社外取締役、社外監査役等との兼任が多い候補者については、当該企業の社外取締役としての職責を果たせない可能性はないか、出席率の基準を通常よりも厳しく見ることによって候補者の適格性を判断します。

【行使基準】

(1) 取締役会の構成

下記に該当する場合、原則として代表取締役の選任議案に反対します。

- ①取締役が20名超、かつ取締役1人あたりの売上高が300億円以下である場合
- ②合理的な理由がない社内取締役の増員
- ③社外取締役が複数名選任されていない場合

(2) 問題企業と判断した企業の取締役候補者への対応

下記に該当する場合、その問題の程度に応じ、原則として代表取締役または担当役員を選任議案に反対します。

- ①業績及び株価のパフォーマンスが著しく悪化した企業

※業績及び株価パフォーマンスが著しく悪化した企業とは、下記に該当する企業を指します。

- a. 3期連続営業赤字の企業
- b. 3期連続最終赤字の企業
- c. 当年度の株価が弊社投資ユニバース全体と比較して著しく低迷し、かつ業績が悪化した企業

②株主価値を毀損する反社会的行為があったと認定される企業

※反社会的行為とは、以下に掲げる行政、環境、会計、労務、製造等の各種法令違反、ならびに公序良俗に反する行為を言います。当年度に発生した事案を精査し、行政処分や刑事処分の有無、株価や財務への影響を基準に判定を行います。

a. 行政に関する法令違反

談合、カルテル、脱税・申告漏れ等による罰金・賠償金支払いや行政処分などに伴う事業への制約、企業イメージの低下により、企業価値に著しい毀損をもたらすと判断される行為。

b. 環境に関する法令違反

公害、産業廃棄物の不法投棄等による賠償金の支払いや企業イメージの低下により、企業価値に著しい毀損をもたらすと判断される行為。

c. 会計に関する法令違反

粉飾決算、有価証券報告書の虚偽記載等、上場基準に抵触する恐れのある行為。

d. 労務に関する法令違反

各種ハラスメント、雇用上の差別、過酷な労働に伴う労災事故の発生等、賠償金の支払いや企業イメージの低下により、企業価値に著しい毀損をもたらすと判断される行為。

e. 製造に関する法令違反

生命、身体に危害を及ぼす製品の製造、サービスの提供等、賠償金の支払いや企業イメージの低下により、企業価値に著しい毀損をもたらすと判断される行為。

f. その他法令違反、公序良俗に反する行為

贈収賄、総会屋に対する利益供与、児童労働、人権問題等、行政処分などに伴う事業への制約、企業イメージの低下により、企業価値に著しい毀損をもたらすと判断される行為。

③政策株式の保有割合が過度に高く株価変動リスクを過度に抱えている企業

※政策株式の保有割合が過度に高い企業とは、下記に該当する企業を指します。

- a. 一般事業法人、証券会社においては、自己資本に対するその他有価証券（株式）の保有比率が30%以上になる企業。同比率が50%以上になる場合には特に厳しく精査します。

※その他有価証券（株式）については直近取得可能な有価証券報告書等のデータを使用します。

- b. 銀行や保険会社においては、バーゼル規制やソルベンシーマージン規制等の資本規制の基準に対してのバッファが小さい企業。

※資本規制については今後の導入スケジュール等の推移を見ながら、現時点で必要と考える基準をベースにします。

(3) 社外取締役の独立性

下記に掲げる属性に該当する場合、独立性に欠くと判断し、原則として当該候補者の選任に反対します。

①元社員

②親会社・子会社等のグループ会社出身者

※直接的な資本関係がない場合においても、間接的な資本関係や取引関係があり、実質的にグループとみなされる場合は、当該属性に該当します。

③大株主出身者

※招集通知に記載がある大株主上位 10 社を指します。信託銀行口で実質株主が明記されている場合は、当該実質株主を大株主とみなします。

※大株主出身者については、当該会社において原則役員クラスと同等以上の地位に現在ある者、または過去あった者を対象とします。但し、部長職などの経験者においても上記と同様の地位にあると実質的に判断される場合には、同様に判断します。具体的には、当該会社の取締役、執行役員経験者、執行役員と同様の地位にあると実質的に判断される部長職以上であった者、当該会社の子会社役員等のグループ間での人事ローテーションの一環であると判断される候補者を指します。

※一方、過去、当該会社の使用人として従事していたものの、その会社との関係性の中で候補者に選定されたと判断できない者（例えば、過去に新卒として入社したものの、その後別の会社に転職し、現在は偶然大株主上位の会社の役員をしている者など）は、当該属性に該当しません。

④メインバンク出身者

※招集通知に記載がある借入先のうち、最上位の借入先を指します。複数の銀行から最も多い金額を同じ額借入れている場合には、その全てをメインバンクとみなします。

※借入れ最上位がシンジケート・ローンとなっている場合には、当該ローンの主たるアレンジャーをメインバンクとみなします。

※借入れがあったとしても、招集通知の記載義務がない規模の借入れであれば、メインバンクなしとみなします。

※過去に当該メインバンクの使用人として従事していたものの、その後転職等で実質メインバンクとは関係性がなくなった候補者については、メインバンク出身者とはみなしません。

⑤大口取引先出身者

※招集通知や独立役員届出書等に記載がある取引先のうち、双方いずれかの売上高の 3%以上の取引がある企業については、大口取引先と認定します。

※また、上記には該当しないものの、売上高等でトップクラスの取引があると想定される企業や、重要なサプライチェーンである企業など、定性的に大口の取引があると判断される企業についても、大口取引先として認定します。

⑥役職員の三親等内の親族

⑦顧問契約等を結ぶ弁護士事務所出身者、会計監査人である監査法人出身者、顧問契約がある者等

※弁護士については、顧問契約がある場合のみならず、経常的な取引関係があると見られる場合を含みます。

※監査法人出身者については、当該監査法人にてパートナー等の重要な地位を有した者を対象とします。

※顧問契約がある者については、今回の社外取締役就任をもって契約を終了させる旨明示されている場合には、選任に反対しません。

※また、顧問契約の報酬が極めて僅少である場合を除き、社外取締役として果たすべき職責と顧問契約があるコンサルタントとしての助言等の業務は、利益相反が生じる可能性があることから、顧問契約があるコンサルタントと社外取締役との兼任は原則として反対します。

(4) 社外取締役の適格性

下記に該当する場合、適格性に欠くと判断し、原則として当該候補者の選任に反対します。

- ①合理的な理由なく取締役会への出席率が75%未満である者
- ②社外取締役や社外監査役など他社との兼任が5社以上ある者で、取締役会への出席率が80%未満である者

3. 監査役選任議案

【方針】

監査役会の構成については、期待されるコーポレートガバナンス機能が有効に発揮される適切な構成となっているかを精査します。監査役の減員や社外監査役の減員については、合理性やガバナンス機能が引き続き有効性を保っているかを精査します。

監査役の適格性については、監査役候補者が期待される役割を全うする資質を有するか精査します。

社外監査役候補者については、独立性に疑義が生じない候補者であるかを精査し、独立性に疑義があると判断された場合には、原則として反対します。また、取締役会及び監査役会への出席率が合理的な理由なく著しく低い候補者は原則として選任に反対します。他社の社外取締役、社外監査役等との兼任が多い候補者については、当該企業の社外監査役としての職責が果たせない可能性はないか、出席率の基準を通常よりも厳しく見ることによって候補者の適格性を判断します。

【行使基準】

(1) 監査役会の構成

下記に該当する場合、原則として代表取締役の選任議案に反対します。

- ①監査役の減員、社外監査役の減員により、監視監督機能を果たすべき監査役会のガバナンス機能の低下が認められる場合

(2) 社外監査役の独立性

下記に掲げる属性に該当する場合、独立性を欠くと判断し、原則として当該候補者の選任に反対します。

なお、社外監査役の独立性基準は、2. (3) の社外取締役の独立性基準と同一です。

- ①元社員
- ②親会社・子会社等のグループ会社出身者

- ③大株主出身者
- ④メインバンク出身者
- ⑤大口取引先出身者
- ⑥役職員の三親等内の親族
- ⑦顧問契約等を結ぶ弁護士事務所出身者、会計監査人である監査法人出身者、顧問契約がある者、等

(3) 社外監査役の適格性

下記に該当する場合、適格性を欠くと判断し、原則として当該候補者の選任に反対します。

- ①合理的な理由なく取締役会及び監査役会への出席率が75%未満である者
- ②社外取締役や社外監査役など他社との兼任が5社以上ある者で、取締役会及び監査役会への出席率が80%未満である者

4.役員報酬・賞与、退職慰労金、ストックオプション

【方針】

役員等の報酬については、業績や株主への利益配分に照らして妥当な水準であるか、将来の企業価値・株主価値の増大に資する制度や内容であるかを精査します。

業績及び株価のパフォーマンスが著しく悪い企業、株主価値を毀損する反社会的行為があったと認定される企業、及び政策株式の保有割合が過度に高く株価変動リスクを過大に抱えている企業等、問題企業と判断された企業については、当該問題を発生させたと推定される取締役等の個々の責任について精査し、支給、付与の妥当性について判断します。

また、社外取締役や監査役は経営への監視監督機能が求められることから、その機能を弱める可能性がある、退職慰労金支給や業績連動報酬制度の適用、ストックオプションの付与等については原則として反対します。

ストックオプションについては、大幅な希薄化の可能性を伴った付与である場合には原則として反対します。

【行使基準】

下記に該当する場合、役員報酬議案、役員賞与議案、退職慰労金議案、ストックオプション付与議案等について原則として反対します。

- ①業績及び株価のパフォーマンスが著しく悪い企業、株主価値を毀損する反社会的行為があったと認定される企業、及び政策株式の保有割合が過度に高く株価変動リスクを過大に抱えている企業等、問題企業と判断された企業については、当該問題を発生させたと推定される取締役等の個々の責任について精査し、支給、付与の妥当性を判断し、役員報酬や役員賞与等の増額に反対する、もしくは役員報酬、役員賞与、退職慰労金、ストックオプションの支給、付与それ自体に原則として反対します。
- ②社外取締役、監査役等への業績連動報酬の導入、ストックオプションの付与等は、ガバナンス上求められる経営への監視監督機能を弱める可能性があるため、支給、付与に原則として反対します。
- ③ストックオプション付与等で、当該付与に伴い潜在的な希薄化が2%超となる大規模なものについては、原則として

反対します。

5.定款変更

【方針】

定款変更については、当該変更が中長期的な株主価値の保全、向上に資するものであるか、既存株主の権利を不当に制限するものではないかを精査します。

【行使基準】

下記に該当する場合には、原則として反対します。

- ①発行可能株式総数を拡大する変更で、その必要性が認められず、既存株主価値の潜在的な希薄化影響が大きい場合
- ②特段の理由なく取締役の解任に関する決議要件を厳格化する変更
- ③特段の理由なく剰余金配当に関する株主提案権を排除する変更
- ④会計監査人の責任を減免する変更

6.買収防衛策

【方針】

買収防衛策の導入、継続については原則として反対します。但し、合理的な理由がある場合（例えば、買収防衛策の導入、継続が中長期的な企業価値向上に資することについて明確に示された場合など）には、取締役会の恣意性が排除される仕組みが備わっているか判断し、恣意的な運営がなされないと判断されれば、例外的に賛成します。

なお、取締役会限りで買収防衛策の導入、継続が行われている企業に対しては、取締役会で当該買収防衛策の導入、継続を認めたものと判断し、原則として全ての取締役の選任に反対します。但し、買収防衛策につき明確に反対の意思を示している候補者については、この限りではありません。

【行使基準】

買収防衛策の導入、継続については原則として反対します。但し、合理的な理由がある場合には、下記全ての基準を満たし、取締役会の恣意性が排除される仕組みが備わっている場合に例外的に賛成します。

- ①発動要件が限定列挙され、株主以外の利益が優先されない規定となっていること。
- ②独立性ある独立委員会の判断、もしくは株主総会決議を経て発動する規定となっていること。
※独立性の基準は、社外取締役、社外監査役の独立性基準を準拠します。独立性基準については全ての独立委員がその基準を満たすことを必要とします。
- ③導入、更新に株主の意見が反映される規定となっていること。
- ④買収防衛策の有効期間が3年以内となっていること。
- ⑤買収防衛策の企業側の検討期間が60日から90日程度に限定されていること。

但し、無期限に延長されるものについては反対。

⑥拒否権付株式（黄金株）等を付与するものではないこと。

7. 営業・資本の変更等に関する議案

【方針】

合併、買収、営業譲渡等、営業・資本の変更等に関しては、当該提案が既存株主の利益に資するものであるかを個別に判断します。

【行使基準】

原則として下記の通り判断します。

- ①合併、買収、営業譲渡等に伴う取引金額や株式交換比率について客観的な妥当性評価がない場合や、客観的評価がある場合でも弊社が独自に算出による適正価額から大きく乖離する場合には、原則として反対します。
- ②増減資、自己株式取得等は、当該企業の財務状況、業績等を鑑み、個別判断を行います。

8. 株主提案

【方針】

株主提案については、中長期的に株主全体の利益に資する提案であるかを精査し個別に判断を行います。

【行使基準】

個別判断を行います。

但し、役員報酬の個別開示を求める株主提案については、取締役の適格性を判断するうえで重要な資料を提供するものであることから、原則として賛成します。

以上