

国内株式議決権行使基準

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基準」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。

次ページ以降、各議案類型に沿って 2018 年 8 月末時点における行使基準をご説明します。

<目次>

1. 剰余金処分	2
2. 取締役選任	3
(1) 取締役会の構成に関する基準	3
(2) 取締役の適格性に関する基準	4
(3) 社外取締役の独立性に関する基準	5
(4) 社外取締役の適格性に関する基準	6
3. 監査役選任	7
(1) 監査役会の構成に関する基準	7
(2) 監査役の適格性に関する基準	7
(3) 社外監査役の独立性に関する基準	7
(4) 社外監査役の適格性に関する基準	8
4. 役員報酬・賞与、退職慰労金、株式報酬（ストックオプションを含む）	9
5. 定款変更	9
6. 買収防衛策	10
7. 営業・資本の変更等に関する議案	11
8. 株主提案	11

1. 剰余金処分

下記の基準に該当する場合、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 DOE2.0%以上、または ROE8.0%以上のいずれも満たさない場合
- ② 業績、財務状況に鑑み、過剰配当と判断される場合

<解説>

配当については、その水準が企業の成長性や収益性等に鑑みて適切か否かを精査します。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利用する以上、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。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。したがって、最終赤字企業に対しても、赤字となった要因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「最低水準の株主還元」を求めます。この「最低水準の株主還元」について、弊社では株主が提供するリスクマネーに対する比率と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 DOE2%以上）の株主還元が安定的に行われることを求めます。また、DOE の算出にあたっては配当のみならず、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も考慮します。

一方、企業はそれぞれ異なる成長ステージにあり、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場合もあ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。したがって、このような企業については ROE8%以上の資本効率性を求め、DOE が 2%未満であったとしてもそれを許容します。ただし、ROE については、一過性の損失計上等によって最終損益がその企業の実力と乖離する場合もあることから、単年度の ROE だけでなく、過去 5 年平均の ROE も考慮します。

2. 取締役選任

(1) 取締役会の構成に関する基準

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

<解説>

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、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に問題が生じることが懸念されます。したがって、社内取締役の増員については、その理由が合理的であるかどうかを厳しく精査します。また、社外取締役については、独立した立場から経営に対する監視監督機能等を発揮することが期待されるものの、少なくとも複数名が選任されなければその機能の実効性が担保されないと考えます。

上記のように、取締役会の構成に問題があると考えられる場合、取締役会の構成に関する決定権を有すると判断される候補者に反対します。したがって、原則として代表取締役の選任議案に反対します。

(2) 取締役の適格性に関する基準

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の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¹
- ② 株主価値を毀損する反社会的行為²があったと認定される企業
- ③ 株主価値を毀損する、あるいは著しく不安定にする経営戦略、資本政策等を採用した企業

<解説>

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しうる資質を有しているかを精査します。

業績及び株価パフォーマンスが著しく悪化した企業については、当該企業の代表取締役は期待される役割を果たしておらず、再任されるべきではないと判断します。

反社会的行為があったと認定される企業については、行政処分や刑事処分の有無、株価や財務への影響に鑑み、株主価値を毀損した責任を問うべきか否かを判断し、責任を有すると判断される候補者の選任議案に反対します。

株主価値を毀損する、あるいは著しく不安定にする経営戦略、資本政策等を採用した企業については、一般事業法人や証券会社においては政策保有株式の保有割合が過度に高い企業³、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するバッファが小さい企業⁴を特に厳しく精査し、責任を有すると判断される候補者の選任議案に反対します。

¹ 3期連続営業赤字の企業や3期連続最終赤字の企業、当年度の株価が弊社投資ユニバースと比較して著しく低迷し、かつ業績が悪化した企業が該当します。

² 反社会的行為とは、以下に掲げる各種法令違反、ならびに公序良俗に反する行為を言い、当年度に発生した事案を精査します。

- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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 自己資本に対するその他有価証券（株式）の保有比率が30%以上になる企業を指します。同比率が50%以上になる場合に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。

⁴ 資本規制については今後の導入スケジュールの推移等を見ながら、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に関する基準

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⁵
- ③ 大株主（召集通知に記載がある大株主上位 10 社）出身者⁶
- ④ メインバンク（召集通知に記載がある借入先のうち、最上位の借入先）出身者⁷
- ⑤ 双方いずれかの売上高の 3%以上の取引がある大口取引先出身者
- 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⁸、会計監査人である監査法人出身者⁹、顧問契約がある者¹⁰等
- ⑧ 社外役員の相互就任関係を有する企業出身者

<解説>

社外取締役候補者については、経営陣や大株主等から独立した立場から、経営への監視監督機能を発揮することが期待されます。独立性に疑義が生じる候補者にはこのような機能を発揮することが難しいと考え、原則としてその候補者の選任に反対します。ただし、独立性の有無を巡っては上記の基準に照らし合わせて画一的に判断することは適切ではないと考え、個々の事情を踏まえて判断を行います。

例えば、過去に大株主やメインバンクの使用人として従事した経歴を有するものの、その後別の企業に転職をして実質的な関係性が希薄であると判断できる候補者については、独立性を有すると判断することもあります。一方、双方いずれかの売上高の 3%以上の取引がなく、弊社基準では大口取引先に該当しない場合でも、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の出身者については、独立性を欠くと判断することもあります。

- ⁵ 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。
- ⁶ 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、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にあった者、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。
- ⁷ 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、召集通知に主要な借入先の記載がない場合、メインバンクなしとみなします。
- ⁸ 弁護士事務所については、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。
- ⁹ 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であった者を対象にします。
- ¹⁰ 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。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に関する基準

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

<解説>

社外取締役が経営に対する監視監督機能を果たすためには、取締役会に出席し、議論に参加する必要があると考えます。したがって、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。

3. 監査役選任

(1) 監査役会の構成に関する基準

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。

- ・ 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

<解説>

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。したがって、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。監査役会の構成に問題があると考えられる場合は、監査役会の構成に関する決定権を有すると判断される候補者、原則として代表取締役の選任議案に反対します。

(2) 監査役の適格性に関する基準

候補者が期待される役割を全うする資質を欠くと判断される場合を除き、原則として賛成します。

(3) 社外監査役の独立性に関する基準

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（召集通知に記載がある大株主上位 10 社）出身者
- ④ メインバンク（召集通知に記載がある借入先のうち、最上位の借入先）出身者
- ⑤ 双方いずれかの売上高の 3%以上の取引がある大口取引先出身者
- 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
- ⑧ 社外役員の相互就任関係を有する企業出身者

<解説>

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。独立性の有無を巡っては、社外取締役の独立性基準と同様、画一的に判断することなく、個々の事情を踏まえて判断を行います。

(4) 社外監査役の適格性に関する基準

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

<解説>

社外監査役が経営に対する監視監督機能を果たすためには取締役会及び監査役会に出席することが重要であることは、社外取締役と同様であります。したがって、合理的な理由なくして取締役会及び監査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、当該企業の社外監査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。

4. 役員報酬・賞与、退職慰労金、株式報酬（ストックオプションを含む）

下記に該当する場合、原則として反対します。

- ① 問題企業と判断された企業における役員報酬枠や役員賞与の増額
- ② 社外取締役、監査役等への基本報酬及び賞与以外の報酬支給
- ③ 潜在的な希薄化が2%超となる株式報酬の支給（ストックオプションの付与を含む）

<解説>

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、退職慰労金や業績連動報酬、株式報酬の支給等については原則として反対します。株式報酬の支給等については、経営陣に対する適切なインセンティブ付与であると考えられる場合は肯定的に判断するものの、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。

5. 定款変更

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

<解説>

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。

6. 買収防衛策

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¹¹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。
- 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、無期限に延長されう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。

<解説>

買収防衛策の導入、継続については、当該買収防衛策が既存株主の利益に資するものであるかを個別に精査します。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と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、買収防衛策の導入、継続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。

¹¹ 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。

7. 営業・資本の変更等に関する議案

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。

<解説>

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。

8. 株主提案

原則として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。

<解説>

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。

以上