

2023年11月1日

「日本企業に対する議決権行使基準」等の改定について

当社の「運用における責任投資の基本方針」及び「日本企業に対する議決権行使基準」について改定を行いましたので、下記の通りお知らせします。

記

1. 背景：当社では、「運用における責任投資の基本方針」の中で「望ましい経営のあり方」を定め、これを実現するようエンゲージメント及び議決権行使を通じて投資先企業への働きかけを行うこととしています。これに則って「グローバルな議決権行使の基本方針」及び「日本企業に対する議決権行使基準」（以下、「議決権行使基準」）を定め、個々の議案判断を行っています。
コーポレートガバナンス改革の進展等、日本企業を取り巻く環境の変化を反映するとともに、株主総会の集中期までに企業と対話するための十分な期間を確保するため、毎年秋にこれらの見直し・改定を行っております。今回は特に以下の要因を考慮し、運用における責任投資の基本方針（望ましい経営のあり方）及び議決権行使基準を改定します。
 - コーポレートガバナンス改革の現状（モニタリング・ボードへの移行は道半ば）
 - ESG 課題に対する取組みの実効性
 - 議決権行使とエンゲージメントの連動
 - 資本コストや株価を意識した経営
 - COVID-19 の影響
2. 改定の概要：詳細は別紙 1 をご参照ください。
 - 投資先企業における ESG 課題に対する取組みの進捗を反映するとともに、資本コストや株価を意識した経営を求める姿勢を改めて示すため、望ましい経営のあり方を改定します。
 - モニタリング・ボードへの移行を更に後押しするため、モニタリング・ボードの要件となっている社外取締役の人数、報酬委員会の設置・構成及び取締役の任期に関連した基準を改定・新設します。加えて、取締役会の実効性の観点から取締役の人数に関する基準を新設します。
 - TOPIX100 を構成する企業に対して日本企業のロールモデル（模範となる存在）となることを期待し、ESG 課題に対してロールモデルにふさわしい取組みを求める基準を新設します。
 - エンゲージメントの結果を取締役選任議案への賛否に反映する基準について反対する対象を明確化するほか、これがエスカレーション（エンゲージメントが所定の期間内に成功しなかった場合に投資先企業への関与を強化するためにとる手段）の一環であることを明記します。また、株主価値を大きく毀損する行為について監査役等へのエンゲージメントを強化する一方、同行為が認められた際に監査役等を減員した場合に反対する基準を削除します。
 - その他、株式の有利発行、会長・社長等の定義及び定款変更（会社提案・株主提案）について改定します。

3. COVID-19 の影響 : 2022 年 1 月に ROE の低迷を理由に取締役選任に反対する基準（以下、業績基準）の適用を再開した後も、COVID-19 の影響が特に大きく業績基準の適用が適当でないと考えられる企業・業種には適用を見送ってきました。しかし、その後 COVID-19 の影響が大きく低減していることを考慮し、今後はこれらの企業・業種についても適用を再開します。なお、感染状況や個別企業の事情を考慮の上、必要と判断する場合には柔軟に対応します。
4. 改定後の運用における責任投資の基本方針並びにグローバルな議決権行使の基本方針及び日本企業に対する議決権行使基準：
[運用における責任投資の基本方針（望ましい経営のあり方は別紙 1）](#)
[「グローバルな議決権行使の基本方針」と「日本企業に対する議決権行使基準」](#)

以上

改定の主な内容

1. 運用における責任投資の基本方針の「望ましい経営のあり方」を改定します。

(環境・社会課題への適切な取組み)

- 気候変動：中長期的な温室効果ガス排出量について、ネットゼロ目標の設定にとどまらず SBT (Science Based Targets) の認定取得又はコミットまで求める内容に変更。
- 多様性と包摂性：範囲を拡充し、「多様な価値観を持つ人的資本」に変更。
- ウェル・ビーイング：「ウェル・ビーイングな社会」に変更。従業員に関するウェル・ビーイングは「多様な価値観を持つ人的資本」に移管。

(資本の効率的な活用による価値創造)

- 資本コストについて、株価の水準・変動や投資家の意見を十分に考慮して把握するよう求める記載を追加。

(コーポレートガバナンス機能の十分な発揮)

- 取締役の能力・経験について、経営、財務及び ESG を明記。
- 取締役会によるリスクの監視を追加。

(適切な情報開示と投資家との対話)

- 適切な基準等に則った開示や第三者による監査・保証に関する記載を追加。

2. 2024 年 11 月以降は社外取締役の人数の最低水準を過半数とし、指名に関するガバナンスを整備している場合※に限り 1/3 とします。なお、取締役の人数に下限を設ける (5.を参照) ことを受け、改定後は「2 名」の規定は削除します。

(改定前) 支配株主がない場合は 2 名又は 1/3 の多い方、支配株主がいる場合は過半数
(改定後、24 年 10 月まで) 支配株主がない場合は 1/3、支配株主がいる場合は過半数
(改定後、24 年 11 月以降) 過半数。但し、支配株主がない会社において指名に関するガバナンスを整備している場合は 1/3

※「指名に関するガバナンスを整備している場合」とは、法定又は任意の指名委員会を設置し、その委員に 2 名以上の社外取締役を含み、かつ委員のうち社内取締役の人数が社外取締役の人数より少ない場合をいう。

3. 報酬ガバナンスが整備されていない場合※には一部の役員報酬及び役員退職慰労金に係る議案に反対としてきました。今回はこれを全ての役員報酬及び役員退職慰労金議案に広げます。

(改定前) 一定水準以上の役員報酬について、報酬に関するガバナンスを整備していない場合は反対、一定水準以上又は金額が開示されない役員対象慰労金について、社外取締役が過半数かつ報酬に関するガバナンスを整備していない場合は反対

(改定後) 全ての役員報酬について、報酬に関するガバナンスを整備していない場合は反対、

(別紙 1)

全ての役員退職慰労金について、社外取締役が過半数に満たない場合又は報酬に関するガバナンスを整備していない場合は反対

※「報酬に関するガバナンスを整備している場合」は、上記の「指名に関するガバナンスを整備している場合」と同様に定義。

4. 監査役会設置会社の取締役の任期に関する基準を新設します。

(新設) 監査役会設置会社において取締役の任期が 2 年の場合、会長・社長等の取締役再任に反対

5. 取締役会における議論の実効性を確保するため、取締役の人数に関する基準を新設します。

(新設) モニタリング・ボードの要件：取締役の人数が 5 名以上、20 名未満

取締役の選任：取締役の人数が 5 名未満又は 20 名以上の場合、会長・社長等の取締役再任に反対

定款変更：取締役の員数の上限を 20 名以上とする場合に反対

6. TOPIX100 を構成する企業に対して日本企業のロールモデルとなることを期待し、ESG 課題に対してロールモデルにふさわしい取組みを求める基準を新設します。2024 年 11 月以降は取組みが明らかに不十分と判断した場合に取締役選任議案への賛否に反映します。

(新設) 特に TOPIX100 を構成する企業には「望ましい経営」の実現に積極的に取り組み、日本企業のロールモデルとなることを期待する。2024 年 11 月以降、特に以下の取組みが明らかに不十分と判断した場合、会長・社長等の取締役再任に反対。

- ① ESG 課題を統合した情報開示
- ② 気候変動
- ③ 実効的なスキルを有する社外取締役

7. エンゲージメントの状況を議決権行使に反映する基準について、反対する対象を会長・社長等とするとともに「エスカレーション」であることを明記します。

(改定前) 当社がエンゲージメントにおいて望ましい経営 (ESG 課題への取組みを含む。) の実現に向けた取組みが不十分であると指摘し対応を促したにもかかわらず、投資先企業において十分な取組みが行われず改善も見込まれない場合であって、かつ、それが企業価値の向上と持続的成長を妨げている、あるいは中長期的に妨げになる可能性が高いと判断される場合、それについて責任を有すると判断される者の取締役選任に原則として反対する。

(改定後) (議決権行使の前提条件については改定前と同じ) 議決権行使にエスカレーションすることとし、会長・社長等の取締役再任に原則として反対する。

8. 株主価値を大きく毀損する行為を受け、再発防止策の実効性を確保するためには監査やリスク管理に関してエンゲージメントを行うことが有効と判断し、監査役等へのエンゲージメントを強化します。

(別紙 1)

一方で同行為が認められた際に監査役等を減員した場合に反対する基準を削除します。なお、同行為が認められた場合に責任を有する者の取締役・監査役への選任、役員報酬の増額及び役員賞与の支給に反対する基準は継続します。

(削除) 株主価値を大きく毀損する問題があった期に監査役・監査等委員を減員する場合、会長・社長等の取締役再任に反対。

9. 企業再編・資本政策に関する基準に、株式の有利発行に対する判断を明記した文章を追加します。特に ESG 課題の解決に資するものについては、一定の要件を満たす場合に賛成することを示します。

(追加) 特に株式の有利発行に該当する議案（株式報酬に該当する議案を除く）については、株主価値を向上させる効果が明確に示される場合を除き、原則として反対する。但し、当該株式からの配当を ESG 課題の解決に資する活動の原資とすることを目的とする第三者割当について、以下を全て満たす場合には原則として賛成する。

- ①議決権の希薄化率が 1%未満であること
- ②当該株式について議決権を行使しないこと
- ③買収防衛策を導入していないこと
- ④政策保有株式が「純資産の 50%超（金融機関）又は投下資本の 20%超（金融機関以外）」に該当しないこと

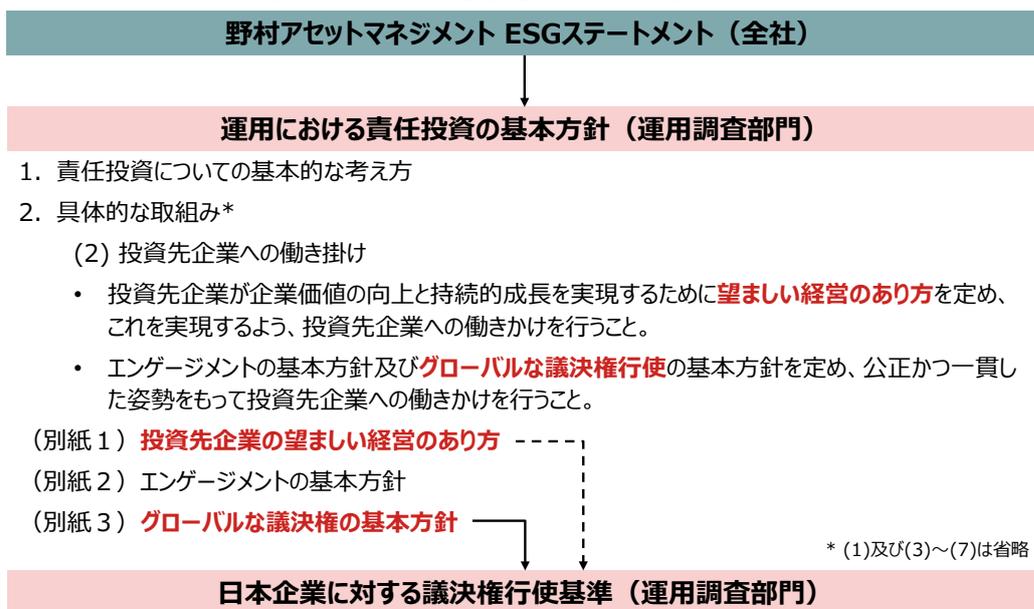
10. 役員の呼称に関する慣行を考慮して会長・社長等の定義から最高業務執行責任者（COO）を削除します。また、株主提案による気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の最終報告書に則った開示又は取締役の株式保有に関するガイドラインの策定を求める定款変更に賛成することを明記します。

以上

議決権行使に関する FAQ

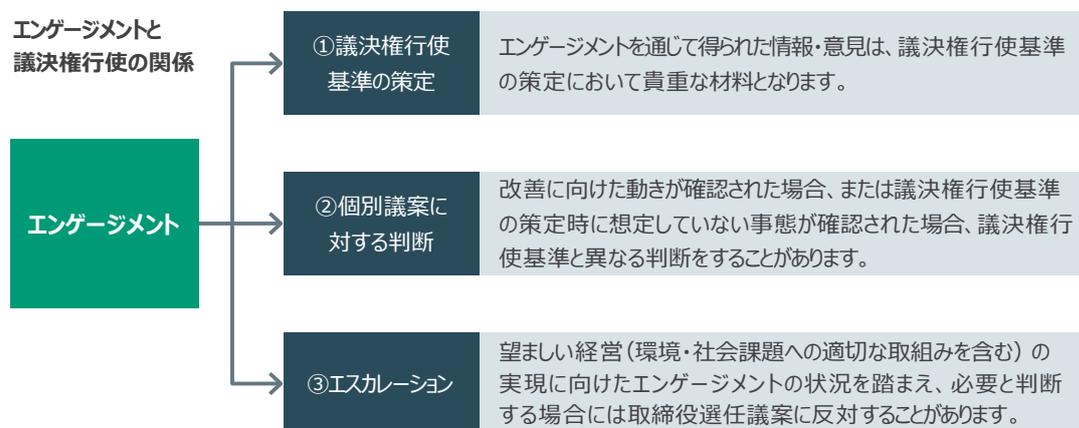
Q. 議決権行使に関係する方針等にはどのようなものがありますか？

A. 当社では方針等を体系的に定めることで継続的な取組みを可能としています（下図）。運用における責任投資の基本方針及び日本企業に対する議決権行使基準は運用調査部門の責任投資に関する最高意思決定機関である責任投資委員会で決定しています。



Q. エンゲージメントが議決権行使に影響することはありますか？

A. 当社は投資先企業が望ましい経営（後出）を行い、企業価値の向上と持続的成長を実現してゆくようエンゲージメント及び議決権行使を行っています。エンゲージメントを通じて得られた投資先企業に関する情報を①議決権行使基準の策定及び②個別議案に対する判断にあたって考慮するほか、エスカレーションが必要と判断する場合は③取締役選任議案に反映します。



(別紙 2)

Q. 「望ましい経営」とはどのようなものですか？

A. 当社は投資先企業の望ましい経営のあり方として以下を定め、その実現に向けてエンゲージメント及び議決権行使を行うこととしています。詳細は「[運用における責任投資の基本方針](#)」をご参照ください。

1. 環境・社会課題への適切な取組み
2. 資本の効率的な活用による価値創造
3. コーポレート・ガバナンス機能の十分な発揮
4. 適切な情報開示と投資家との対話

Q. モニタリング・ボードへの移行を後押しする理由は？

A. 上場企業では不特定多数の株主に代わって経営陣を監督する機能が不可欠であり、それを担うのが取締役会です。当社は、日本企業の取締役会がモニタリング・ボードとして監督機能を担うことを期待し、2020年11月に移行を後押しする議決権行使基準を導入しました。同年9月末の時点でモニタリング・ボードの要件を満たす東証一部上場企業は51社程度に過ぎませんでしたが、本年9月末で同要件*を満たすプライム市場上場企業は164社と大きく増加しています。

(*モニタリング・ボードの要件は導入後に改定しているため、定義が異なる点にご注意ください。)

なお、重要なのは監督機能の実効性と考慮しており、当社は企業が自発的に移行することを期待し、それを後押しする方針です。形式的な移行を促す結果になることを避けるため、モニタリング・ボードに移行していないことを理由に会社提案に反対することはありませんが、中長期的な移行を後押しするためモニタリング・ボードの要件①～⑧について段階的に反対する要件にシフトさせています。すでに⑤買収防衛策が反対する要件となっているほか、④女性の取締役や⑥政策保有株式は閾値を変更したうえで反対する要件になっています。今回は①⑦に加え、②③も内容を一部変更したうえで反対する要件とするよう改定しています。

- ①取締役の人数が5名以上20名未満
- ②社外取締役が過半数
- ③社外取締役が過半数を占める指名・報酬委員会（法定・任意を問わない）を設置し、社外取締役が議長に就任
- ④女性の取締役が取締役の人数の10%以上
- ⑤買収防衛策を導入していない
- ⑥政策保有株式を過大に保有していない
- ⑦監査役会設置会社の場合、取締役の任期が1年
- ⑧支配株主がいる場合、取締役会議長は社外取締役

Q. TOPIX100を構成する企業にロールモデルとなることを期待する基準（ロールモデル基準）の狙いは何ですか？

A. 通常の議決権行使基準は会社提案に反対する要件を定めるものが中心であり、コーポレートガバナンスの強化等の取組みが遅れている企業に対する働きかけとしては有効ですが、平均的な取組みを

行っている企業に対し、より高い水準を目指すよう働きかける手段としては機能しにくいのが実際です。当社は、平均的な日本企業であっても望ましい経営とのギャップは大きく、より高い水準を目指すよう働きかける必要があると判断し、モニタリング・ボードの要件を満たす場合に会社提案に賛成しやすくする基準（モニタリング・ボード基準）を導入しています。

今回導入するロールモデル基準も、モニタリング・ボード基準同様、より高い水準を目指すよう働きかけることが狙いですが、対象企業を絞り込む一方でコーポレートガバナンスについて社外取締役のスキルまで深耕するほか、範囲を ESG に関する情報開示や気候変動まで広げています。モニタリング・ボード基準と異なり、2024 年 11 月以降は会長・社長等の取締役再任への反対につながるがありますが、狙いはより高い水準を目指すよう働きかけることですので、取組みが明らかに不十分と判断した場合に限定することとしています。

Q. 会社提案への反対比率が低いようですか？

A. 最も議案数が多く、反対比率に影響が大きいのは取締役選任議案です。当社は、取締役会の継続性に配慮^{※1}し、取締役選任議案で反対する対象を個々の事案において責任を有する候補者に限定しています。このことが相対的に反対比率が低く見える原因になっています（下図）。

取締役選任議案に対するガイドライン



※1 会社法上、取締役会を設置するためには最低3名の取締役が必要です。 ※2 社外取締役の人数不足、低ROEなど。

実際、2023 年 4-6 月に開催された株主総会における取締役選任議案への反対率は 9.3%ですが、同議案のうち 1 名以上の候補者について反対した企業の割合は 47.3%であり、特に低い水準ではないと考えています。

議案の数が少ないため全体への影響は小さいのですが、役員報酬や資本政策に関する議案に対する当社の反対率は相対的に高いようです。特に M&A や資金調達に関する議案についてはコーポレートガバナンスの実効性が問われることから、否決された場合の影響も含めて慎重に審議し、少数株主の利益に資しないと判断される場合は反対しています。

なお、当社は議決権行使とエンゲージメントを組み合わせることで投資先企業に働きかけ、望ましいコーポレートガバナンスの実現と企業価値の向上を目指しています。議決権行使はそのための手段の 1 つと位置付けており、反対比率の水準が当社のスタンスを示すものとは考えていません。

Q. 実効的な環境・社会課題への取組みを実現するための基準はありますか？

A. 環境・社会課題への取組みに関連して以下 4 つの基準を設けています。②はエンゲージメントの延長線上で議決権を行使するものですが、①③④についても必要に応じてエンゲージメントを実施し、実効的な議決権行使につなげるとともに企業に対して実効的な取組みを働きかけています。

① ESG 課題への取組みの観点から問題がある行為が認められ、株主価値を大きく毀損する行為に

(別紙 2)

該当する判断した場合、責任を有する者の取締役選任議案に反対します。

- ② 当社は、投資先企業の望ましい経営のあり方において「環境・社会課題への適切な取組み」を定め、その実現に向けてエンゲージメントを行っています。その状況を踏まえて議決権行使へのエスカレーションが必要と判断する場合、会長・社長等の再任に反対します。
- ③ TOPIX100 を構成する企業には日本企業のロールモデルとなることを期待しており、2024 年 11 月以降、これらに企業において ESG に関する情報開示や気候変動について取組みが明らかに不十分と判断する場合には、会長・社長等の再任に反対します。
- ④ ESG に関する基本的な方針や気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の最終報告書に則った開示に関する定款変更を求める株主提案については、個別具体的な業務執行に関わる内容を含まない等の要件を満たせば賛成します。

Q. 社外取締役の実効性を反映する基準はありますか？

A. 議決権行使基準では以下 3 点を定めています。②はエンゲージメントの延長線上で議決権を行使するものですが、①③についても必要に応じてエンゲージメントを実施し、実効的な議決権行使につなげるとともに企業に対して実効的な取組みを働きかけています。

- ① 社外取締役が期待される役割を十分に果たさなかったことが明らかになった場合、その再任に反対します。過去に当該基準を適用した事例は以下の通りです。
 - ・ ネット金融資産を多く保有する上場子会社において、親会社に対して資金を貸付け。
 - ・ 特定の株主が保有する株式を取得する目的で、直近の株価を上回る価格で自己株式の公開買付けを実施。
 - ・ 経営陣に不適切な関連当事者取引が確認されたにもかかわらず、責任の追及が不十分。
- ② 当社は、投資先企業の望ましい経営のあり方において「コーポレートガバナンス機能の十分な発揮」を定め、その実現に向けてエンゲージメントを行っています。その状況を踏まえて議決権行使へのエスカレーションが必要と判断する場合、会長・社長等の取締役再任に反対します。
- ③ TOPIX100 を構成する企業には日本企業のロールモデルとなることを期待しており、2024 年 11 月以降、これらに企業において社外取締役のスキルが明らかに不十分と判断する場合には、会長・社長等の取締役再任に反対します。

Q. グループ関係会社に対する議決権行使は？

A. グループ関係会社に対しても、他の投資先企業同様、議決権行使基準に則って賛否を判断します。利益相反のある議案として、責任投資委員会において複数の議決権行使助言機関の意見を参考に審議します。同委員会には責任投資諮問会議のメンバーも参加して審議に加わるほか、同委員会終了後に責任投資諮問会議を開催し、利益相反の観点から検証します。

以上