

議決権行使ガイドライン

2015年6月作成

2017年5月改定

みさき投資株式会社

(以下、全ての文面の無断転載を禁ずる)

<はじめに … 日本の経営風土の中で投資家が「議決権を行使する」ということ>

- 日本の経営風土は「長期連帯主義」と形容しうるようです。長期にコミットする主体こそ（だけ）が、企業の経営方針を決める正統性を持つとされる風土と言ってもよいかもしれません。
- 一方、機関投資家という存在は、事業の性質上、一定の期間において「譲渡性」や「退出の自由」を確保せざるを得ない存在です。日本の経営風土の中ではそのような存在はそもそも異物感のあるものであり、そういった主体が年に一度議決権を行使するということへの違和感がいまだに存在することは私たちにも理解できます。
- 形式主義に則って、議決権を機械的に行使するのは簡単です。実際、多くの資産運用会社が「議決権行使ガイドライン」を出していて、その内容に沿った形で賛否を投じています。議決権行使助言会社もプロとして十分熟慮したガイドラインを出していますので、それらを参考に自分たちなりの形式要件を整理し、それに則って粛々と賛否を投じること自体は（特定利害関係者がいるわけではない独立系資産運用会社としては特に）それほど難しいことではありません。
- 一方、なにが正しい議決権行使なのかという本質的な問いに答えることは、それほど簡単なことではありません。普遍的・理論的・原理的には正しいとされるガバナンス規範を、日本固有の経営風土の中でどのような議決権行使行動として表現すべきか。短期に正しい経営施策と、長期に正しい経営施策をどう峻別すべきか。そもそも企業統治とは何か、株主の議決権行使の目的は何かという哲学的設問に考えさせられることもよくあります。ガバナンス原理主義的な行使は稚拙だと思いますが、あまりの実態容認主義も日本の自由主義経済・資本主義経済の発展に資さない可能性もあります。結局、形式主義ではなく会社の固有性を十分に配慮して総合判断していくしかないのだと思います。
- 以下に現時点での弊社の議決権行使ガイドラインを記しますが、年金資金を代表とする「一般大衆の大切な老後資金」を「受託者責任」という重い職業倫理に則って運用することが求められる私たちも、投資の現場ではかなり手探りで悩みながら議決権を行使していることを理解いただければと思います。

1、基本的な考え方

私たちはエンゲージメント投資を専門とする資産運用会社です。日本の上場企業の中から厳選された少数の企業に投資し、長期に亘って支える株主となり、経営陣と共に「働く」ことで企業の改革・成長を応援していきます。私たちが機関投資家として負う「スチュワードシップ責任」は、投資先企業と誠実に向き合い、その価値向上に向けて協働することにより、顧客の中長期的な投資リターンを拡大することだと考えています。

私たちは、議決権行使は中長期的な企業価値向上に向けて企業経営の進化を促すための「対話」の手段の一つであると考えています。従って、私たちの議決権行使の特徴は、以下の点にあります。

- ① 企業の固有性の重視（外形的・形式的基準に頼らない）
- ② 中長期の時間軸での経営進化の醸成（当該年度のみ議案の賛否を目的としない）

企業の固有性の重視とは、個々の企業が置かれた経営環境や、長年の歴史により形作られた組織特性の違いにより、望ましい企業経営、コーポレートガバナンスのあり様は異なるという考え方から来ているものです。

例えば商品のライフサイクルやユーザーの嗜好の変化速度は業界によって大きく異なるため、求められる経営の意思決定の速度や、経営の連続性の重要度は企業によって千差万別であると考えます。また、競争が完全にグローバル化している業界と、比較的ローカルな業界とでは求められるガバナンスの構造は大きく異なるでしょう。そして多くの日本企業は従業員の延長線が取締役という組織体で経営をしてきているわけですから、いきなり欧米型の機能分化した経営構造やインセンティブ構造を持ち込んでも上手く行かないケースも多いと考えています。

議決権行使はあくまでも個々の企業の状況と組織の個性を踏まえた上で、現在の姿からさらにあるべき姿に進化していくために何が必要かを考える、固有解にならざるを得ないと考えています。

さらに、上記のような認識のもと、経営が進化していくためには必然的に中長期的な時間が必要だと私たちは考えています。

剰余金の処分や取締役会構成の内容、独立性をはじめとする社外取締役の人選、過去の資本生産性（具体的には ROE など）の実績を踏まえた代表取締役の選任等、世の中に画一的・形式的な基準は多々ありますが、私たちは株主総会で当該議案そのものに賛成（反対）するかどうかよりも、中長期的に企業が正しく経営を進化させる方向に向かっているかどうか、その観点から見てこの議案に賛成（反対）することが企業にとって資することかどうかを判断します。

こうした議決権の行使を可能とするためには、当然のことながら企業経営陣との深い対話が必要不可欠です。

私たちはエンゲージメント戦略を専門とする資産運用会社ですから、普段から経営陣と定期的に意見交換や議論を行っており、企業経営の課題や向かうべき方向性について視点を共有するようにしています。したがって株主総会議案に際しても、投資先企業と個別に深い対話を行い、議案が出てきた背景や意図をよく理解し、投資委員会において慎重に議案を審議した上で賛否を表明します。しかしながら、仮に経営陣と個別に対話を行えない投資先企業があった場合には、こうした深い理解に基づく議決権行使の行動を取ることができません。こうした場合には、私たちが比較的形式的基準に則った議決権行使を行わざるを得ない場合があります。

2、議決権行使基準

(1) 執行監督機関

① 取締役会構成

- ガバナンスの仕組みをきちんと機能させることは容易ではなく、形式から入ると、得てして形骸化しがちです。また、当該企業の置かれた経営環境によって求められるガバナンスの機能も個々の企業によって異なります。したがって一律にどの機構がベストであるとの基準を設けることは難しく、個別の企業ごとに対話を通じて判断します。
- しかしながら、独立性の担保された指名、報酬に関わる委員会の機能は、いかなるガバナンス機構を採用した場合においても有効ではないかと考えています。監査等委員会設置会社、および監査役会設置会社においても、これらの各種委員会の自主的な設置を推奨します。
- 各機構については絶対的な優劣があるわけではなく、企業規模や人材の厚みによって採用すべき機構は異なると考えています。以下に私たちの基本的考え方と各機構への評価を述べます。
 1. 指名委員会等設置会社は、体制整備・取締役人選など運用面で負荷の大きい機構ですが、経営の監督、経営者報酬、経営者指名という面からは最も優れた制度であると考えています。
 2. 監査等委員会設置会社は、比較的負荷が少なく、監査機能を持つ監査等委員が経営者の報酬、人事についても株主総会における陳述権も持つという点で監督機能が強化された制度であると考えています（もっとも任意の報酬委員会、指名委員会が置かれられない場合、十分な情報を持たないまま的外れの陳述がなされるリスクはありますから、前記のとおり両委員会の任意の設置を推奨しています）。しかしながら、監査役会設置会

社に比べて少ない社外役員の員数で構成可能であることから、コーポレートガバナンス・コードが求める社外取締役の「人数合わせ」のための措置として使われる可能性もあるため、移行の背景や意図を対話を通じて詳しく確認することといたします。

3. 監査役会設置会社は日本の企業が慣れ親しんできた制度ですが、監査役会に取締役会における議決権が無く、報酬・指名の決定への関与もない場合には、経営の監督という点では他の制度に比べて実効性は劣るとの評価になります。4年という期間に亘って安定的かつ独立的に監査機能を担えるという長所はあるものの、監督の実効性を強化するための手立てをなんらか検討する必要があると考えています。

② 取締役・執行役の選任

- 私たちはその経営手腕を信頼し、共に企業価値向上に向けて中長期的に協働できる経営陣が存在する企業にのみ投資を行っています。したがって、業務執行を行う取締役・執行役の選任議案については原則として賛成します。
- ROE等の経営指標による一律の選任基準は設けません。資本生産性水準が長期間に渡って低水準であった場合でも、今後どのように生産性を高め、企業価値向上を図っていくか、その戦略や事業計画の内容に納得できる場合には選任に賛成します。
- ただし、言うまでもありませんが反社会的行為もしくは社会的信用失墜行為を為した企業については、当該取締役・執行役の選任に反対します。

③ 社外取締役選任

- コーポレートガバナンス・コードには取締役の受託者責任が明記されています。執行を行わない独立性のある社外取締役の役割は、まさにこの受託者責任を実効あらしめる体现者であるべきだと考えています。具体的な社外取締役の役割は、外部の視点から経営の意思決定に多様性をもたらすことと、「株主全体の共通利益代表」として企業価値向上の観点から経営を監督することであるとと考えています。私たちは、原則として独立性の担保された社外取締役の選任や員数の増加については好意的に判断します。
- 上場企業の社外取締役として受託者責任を全うするためには、一定の資質・見識を備えている必要があると考えています。具体的には以下の二点です。

1. 企業経営・財務会計・投資運用・企業法務などに関する知識と経験。

社外取締役の役割は経営者による企業経営を監督することです。したがって企業運営や経営の意思決定が適切に行われているかどうかを判断するには、企業経営そのものに関する見識を備えている必要があります。社外取締役自らが経営者である必要は必ずしもありませんが、経営に必要な知識、経験、センスを一定程度備えていることは必要条件であると

考えています。

2. 組織の「空気」に同調せずに異論・反論を述べられる胆力・人間力。
多くの企業では取締役は内部昇格者が大半ですから、取締役会は同じ価値観・判断基準を持った同質な空気で支配されていることが一般的です。しかし社外取締役の役割は、たとえそれがそれまでの社内常識や社内の大勢の意見に反することであっても、必要な場合は正々堂々と異論・反論を述べることができなければなりません。そうすることで意思決定に客観性・合理性・多様性をもたらすことですから、「あえて空気を読まない」行動を取れる人物であることが必要です。

私たちは、社外取締役候補者についてはこうした資質に該当する人物かどうか、株主にとっての代弁者として適切な人材かどうかを対話を通じて十分に確認した上で、判断します。これらに全く該当するものが無いと思われる社外取締役候補者については、選任の背景や意図を対話を通じて確認した上で判断します。

④ 監査役、社外監査役選任

- 監査役会設置会社における監査役、および社外監査役は、基本的に企業経営の監督を担う役割であると考えています。したがって、その人選については上記の社外取締役と同様の基準によって判断します。

(2) 報酬

① 役員報酬

- 私たちは、一般に日本の上場企業の役員報酬の課題は、業績や企業価値との連動性が低いこと、そして算定基準や算定方式の透明性が低いことにあると考えています。役員報酬においては、短期および中長期の業績・企業価値に連動する報酬制度を設計し、報酬の算定根拠や算定方式を具体的に開示することが必要と考えています。こうした業績連動性と透明性の高い制度設計を行った上での報酬水準の引き上げについては原則として賛成しますが、単なる報酬水準の増額については対話を通じてその背景や意図を確認した上で、是々非々で判断します。

② ストックオプション

- 経営陣と株主の利害一致を図る上でストックオプションは重要な取り組みであると考えています。希薄化のリスクや既存株主からの価値移転などの懸念もあるため個別に判断することが必要ですが、現在の日本企業一般におけるリアリティとしては、過大なインセンティブを付与することによるリスク・コストの懸念は少なく、むしろ株主と経営陣の利害一致を図ることの方が重要であると考えています。したがって、中長期の業績に連動する形でストッ

クオプションを付与することには原則として賛成します。

- 社外取締役へのストックオプション付与については、諸般の状況も勘案しつつ慎重に判断しますが、基本的には良いと考えます。社外取締役の役割を欧米型の経営牽制機能、「ブレーキ」役であると定義する場合にはインセンティブ付与は必ずしも適切ではありませんが、コーポレートガバナンス・コードにも明記されているとおり、日本企業においては、社外取締役の役割は、企業価値向上に向けて企業経営を進化させる「アクセル」としての役割が強調されており、その観点からは株主と利害一致を図り、企業価値向上の果実を享受することはむしろ望ましいと考えています。

③ 役員退職慰労金

- 法律論（だけ）に則るならば、「取締役の地位」というものは「委任契約」に基づくものですから、契約期間内の貢献への報酬は役員報酬で既に支払われているはずですが、形式的にはそれ以上の退職慰労金は必要ないということになります。
- しかしながら大宗の日本企業においては、取締役の地位は従業員の延長であるというリアリティがあることも理解しています。退職慰労金に報酬の後払い的要素が含まれていることも現実でしょう。だとすれば、慰労金を即座に廃止することは困難ですし、なんらかの形で過去の貢献に報いてあげたいという主張があることは理解しています。
- 上記二つの対立する論点の中で、私たちは、取締役の退職慰労金については、十分な対話を行った上で、以下の要件を満たす場合には賛成したいと思います。
 1. 定式化された退職金規程に基づいて算出されており、株主がその規程を見ようと思えば、見られる状態にある場合
 2. 過去から継続的に引当金として積み立てられており、支給に伴い特別損失など追加の費用負担が発生しない場合
 3. 同種同等の他企業と比較して、一般常識に照らし合わせて過度な金額ではない場合
- ただし、社外取締役、および監査役への退職慰労金は、その役割が執行ではなく経営の監督機能にあることが明確であると考えていますので、原則として反対します。

(3) 資本政策

① 剰余金の配当

- 私たちは、企業の役割は稼いだキャッシュを事業に再投資し、成長して行くことだと考えています。従って資本コストを上回るリターンが見込める投資機会が豊富にあり、持続的に資本コストを上回る投下資本利益率を維持向上

させつつ成長しつづけられるのであれば、剰余金を配当という形で株主に還元することなく、成長に向けて再投資を行うことが企業価値の向上に最も資する資本政策だと考えています。

- しかしながら、市場の成熟化によって投資機会に恵まれない企業や、過去の経営によって過度な内部留保・金融資産を持つ企業の場合には、適切な株主還元が必要だと考えています。
- 従って、剰余金の配当に際しては一律の基準を設けることはせず、個々の企業ごとに積極的な対話を行い、以下のような視点に基づいて個別に判断します。
 1. 企業の成長ステージ：積極的な再投資のための内部留保（場合によっては資金調達）が必要な高成長ステージか、そうではない安定成長ステージか。
 2. 資本生産性：過去の資本生産性の実績と今後の見通し。高い資本生産性を実現し、今後も内部留保を高い資本生産性で回していけるという自信のある会社は還元する必要はありません。逆にこれまで長期にわたって株主資本コストを上回れてこなかった会社の内部留保は厳しく判断することになります。
 3. 資本コストの認識：内部留保を再投資する上で、ハードルレートとなるべき自社の資本コストを認識・算定しているかどうか。資本コストが認識されていない企業における高い内部留保は、厳しく判断することとなります。
 4. 最適資本構成の認識：個々の企業・事業のリスクに応じた最適資本構成を認識しているかどうか。負債による過大なレバレッジは適切ではありませんが、単なる無借金経営も良しとは考えていません。自社の最適資本構成を認識し、それに応じた株主還元方針となっていれば賛成しますが、最適資本構成の概念そのものを認識していない企業の低い配当水準は厳しく判断することとなります。
 5. 最適現金水準の認識：個々の企業・事業のリスクに応じた適切な保有現金水準を認識しているかどうか。定常時、非常時においてどの程度の現金保有が適切なのかを分析、算定しており、それに基づく株主還元方針となっていれば賛成しますが、最適現金水準を認識していない企業では低い配当水準は厳しく判断することとなります。
- 企業には、これらを判断する前提として、中長期的に重視する経営指標（KPI）および資本コストの開示、資本政策の公表を行うことを推奨します。

② 自己株式取得

- 基本的な考え方は剰余金の配当と同様であり、企業との対話の結果、上記の諸条件を考慮した上で株主還元として適切であると判断した場合には賛成します。
- ただし、自己株式の取得は株価水準によって適切な手法かどうかが変わります。割安な株価で取得できれば企業価値にとってプラスですが、割高な株価の場合には却ってマイナスとなります。したがって自己株式の取得を行う企業は常に自社の適正株価（フェアバリュー）を算定し、現在の株価が適正株価よりも割安か割高かを判断した上で実施することが必要です。
- なお、特定の大株主から既存株主にとって不利な条件で自己株式を取得する場合は反対します。

③ 第三者割当増資

- 増資は既存の投資家にとって、希薄化を伴うというデメリットが明確な一方、調達資金の投資によるリターンは不確定です。したがって、大規模な希薄化を伴う第三者割当増資については、調達資金の使途、投資によりどのようにリターンを上げるかの事業計画の前提、最適資本構成を意識した上での調達手段の妥当性、発行株価の適切性など、ファイナンスの妥当性を判断する上での透明性が担保されていることを最低限の条件とし、その上で企業との対話に基づいてその背景や意図を深く理解した上で個別に判断いたします。

④ 合併契約、営業譲渡・譲受、会社分割、MBO

- これらは全て既存株主にとって、短期間にきわめて大きな価値の変動を伴い内容です。特に MBO は、自ら経営の詳細を把握し圧倒的に情報優位にある経営陣が、情報劣位にある一般株主から株式を買い取るという重大な利益相反が起きやすい構造となっている取引です。私たちは、経営陣がこうした意思決定に至った背景や、意思決定のプロセスの合理性と透明性を企業との対話に基づき詳細に事実関係を確認した上で個別に判断いたします。

(4) 買収防衛策

- 買収防衛策は様々な主張・姿勢が対立しがちな論点です。例えば
 - (ア) 経営サイドにとっては「不測の事態に対するお守り」であり
 - (イ) 短期株主にとっては株価には影響しないため無関心
 - (ウ) ガバナンス原理的には、経営者の保身姿勢の最たるもの
 といった議論です。私たちが出会った主張の中で、最もユニークだったものは「買収防衛策とは、株主からすれば売却妨害策である」というコメントでした。
- それぞれの主張には一定の理が含まれていると思いますが、いずれにしても

このように様々な主張が行き交う論点で経営者がどのような判断を下すか、ということ自体、上場企業経営者としての見識が如実に現れるテーマのようです。

- このような認識を踏まえたうえで、私たちは買収防衛策については原則として反対します。
 1. (経営者の保身目的ではないとしても) 買収防衛策は原理原則として株式の売却という私権の制限を伴うものであること
 2. 法律論的には、買収防衛策が導入され始めた初期とは異なり、金融商品取引法改正によって濫用的買収者に対抗するための法的手続きは整備されていること
 3. 実績として、買収防衛策を廃止する企業の数が大きく増えていること。そもそも以前から導入していない企業の方が大多数であること
 4. そもそも過去に敵対的買収が成功した事案がほとんど存在しないこと。日本の経済社会には敵対的買収者を排除する「風土」があり、敵対的買収者が登場した際には、(たとえそれが正統な事業会社による正々堂々の買収提案を行った場合でも) 従業員や金融機関、メディアや当局、裁判所等全ての社会的存在が経営者の側に立ち、買収者を退けてきた複数の事例や歴史があります。

- 上記のように私たちは買収防衛策には原則反対ですが、買収防衛策を導入・更新する企業においては、外形的に反対するのではなく、対話を通じてその意図や背景を十分に確認したいと思います。その際、株主に向けた経営の歴史や、資本生産性改善に対する意識、また「社会の公器性」に関する意識を確認したうえで、十分に納得できる理由が認められる場合は賛成することがあり得ます。

(5) 定款一部変更

定款一部変更議案の内容は多岐に渡るため、重要なもののみ一部記載します。その他は中長期的な企業価値向上に資するののかという観点から個別に判断します。

① 監査役会設置会社における剰余金配当の取締役会授権

- 株主の権利を一部制限することにつながるため、合理的な理由がない場合には原則として反対します。

② 取締役会決議による自己株式取得

- 私たちは株主還元の手段としての機動的な自己株式取得を推奨しています。したがって機動性に欠ける株主総会を経ず、取締役会決議のみで自己株式取得を可能とすることは原則として賛成します。しかしながら、前述のとおり

自己株式取得は株価水準次第では既存株主にとって有利にも不利にもなりうる手法ですから、本議案にあたっては企業に対して自社の適正株価（フェアバリュー）を算定する機能とプロセスが組み込まれていることを必要条件とします。

③ 事業目的

- 一般に日本企業には様々な理由によって、事業の多角化への誘引要素が多いように見受けられます。したがって、新たに追加される事業目的の意図、背景を企業との対話によって確認した上で個別に判断します。

(6) 株主提案

株主提案については個別に内容を精査し、中長期的な企業価値向上に資するものかどうかを判断します。

以上

(更新履歴)

2015年9月 初版

2017年5月 一部改定