

【資料①】対話及び議決権行使の事例集

< 目 次 >

(1) 対話の事例	1
(I) 論点解消の事例 (ケース①)	2
(II) 改善策等を公表済の事例 (ケース②)	7
(III) 改善策／意思を確認した事例 (ケース③)	9
(IV) E S G 等に係る対話事例	11
(2) 議決権行使の判断事例	13
(I) 剰余金処分議案	14
(II) 取締役選任議案	15
(III) 監査役選任議案	18
(IV) 定款一部変更議案	19
(V) 退職慰労金支給議案	20
(VI) 役員報酬額改定議案	21
(VII) 新株予約権発行議案	22
(VIII) 組織再編関連議案	23
(IX) 買収防衛策議案	24
(X) その他会社提案議案	25

(1) 対話の事例

重要な論点がある企業等との対話について、下表 1 ～ 20 のとおり、具体的な対話の事例を掲載しております。

【重要な論点がある企業】

「重要な論点」 2017/7月～2018/6月		論点数	論点解消 (ケース①)	改善策等を公表済 (重点対話/日常Eリング*) (ケース②)	改善策/意思を確認 (改善策対外公表待ち) (ケース③)	改善が期待できない 中長期で改善が見られない (ケース④)
株主還元／配当性向		103件	1 18件	10 7件	13 59件	19件
収益性	低ROE かつ本業収益性劣後	132件	2 28件	11 43件	14 49件	12件
	赤字等	29件	3 15件	6件	6件	2件
ガバナンス等	買収防衛策	15件	4・5 3件	－	15 8件	4件
	社外役員の低出席率	41件	6 23件	－	16 11件	7件
	社外役員の独立性	46件	7 6件	－	17 24件	16件
	社外取締役不在	4件	8 1件	－	1件	2件
	その他(不祥事等)	18件	9 7件	12 9件	－	2件
計		388件	101件	65件	158件	64件

E S G等に係る対話事例	18・19・20
---------------	----------

(I) 論点解消の事例 (ケース①)

<事例1> 株主還元姿勢が改善した事例

- ・ 当該企業は、業績は安定的に推移しておりましたが、株主還元について明確な方針の開示がなく、かつ直近数年間の配当性向は平均 15%を下回る水準となっていたことから、株主還元について対話を行いました。
- ・ 当社からは、配当性向が近年 10~15%程度と、同業他社より低い水準であることから、株主還元方針について確認を行いました。当該企業からは「同業他社と比較して配当性向が低位である点は認識しているが、安定配当を方針としており、加えて、今後は設備の更新投資を控えていることから、一定の資金需要もある」との説明を受けました。そこで当社からは、安定配当自体は否定しないものの、現在の業績や自己資本等を勘案すると、更なる増配余地があるのではないかとの意見を伝え、合わせて、中期経営計画での株主還元方針等の開示も要望いたしました。
- ・ その後、決算発表にあわせて増配が発表され、配当性向は 15%を超える水準となりました。また、公表された中期経営計画では、株主還元が経営上の重要課題であるとされ、業績推移や見通しを反映した株主還元を実施するという新たな株主還元方針が示されました。

<事例2> ROEの改善事例

- ・ 当該企業はROEが 5%を下回って推移しておりましたが、かねてより対話の中で、海外事業を伸長させることで利益率の向上を図るという改善策を共有しておりました。
- ・ 直近の対話では、近年の粗利率が、過去にROEが 5%を超えていた時期と比べて改善しているにもかかわらず、それ以上に販管費率が上昇していることを指摘し、ROE改善に向けたより実効的な取組について議論しました。
- ・ 当該企業からは、「現在 35%の海外向け比率を 50%まで高めることにより、販管費の上昇を吸収できるまで粗利を確保していく」という納得的な方針が示されたことから、当面の進捗を見守ることとしておりました。
- ・ その後、直近の決算では、海外事業の売上が想定通りに伸長したこと、構造改革推進によるコスト削減効果などから、純利益で約 50%の大幅増益を確保することができ、ROEは 6%を超える水準まで改善しました。

＜事例3＞ 業績が改善（黒字転換）した事例

- ・ 当該企業は、主要取引先である大手企業向け売上が減少した結果、直近数年間は営業利益以下が赤字となっておりました。
- ・ 対話の中では、過去に赤字となった要因や黒字化に向けた取組について率直な意見交換を実施するとともに、公表済みの中期経営計画に記載された具体取組についても説明を受けました。更に、経営責任明確化のための役員報酬削減取組などを確認いたしました。
- ・ こうした対話を通じて、当社としては、今後の中期経営計画の進展により業績の改善が一定程度期待できると判断し、当面の推移を見守ることにいたしました。
- ・ その後、直近の決算では、各種原価低減策などの取組の結果、営業利益以下全て黒字化を達成いたしました。

＜事例4＞ 買収防衛策を廃止した事例

- ・ 当該企業は、買収防衛策を導入しておりましたが、有効期限が定められておらず、買収防衛策の継続が株主総会で諮られないため、当社では、株主意思が反映されないという点でスキームに見直すべき点があると考えておりました。
- ・ 対話の中では、当社から「株主総会や独立した委員会の設置等により、買収防衛策の継続の是非が議論されるべきでないか」という点に加え、「創業家グループが発行済株式の多くを保有していることを踏まえ、買収防衛策自体の必要性について改めて検討すべきではないか」という指摘を行いました。
- ・ これに対し、当該企業からは「敵対的買収事案があった時期に買収防衛策を導入したが、世の中の状況が変わってきているのも事実であり、改めて買収防衛策の要否を検討する」との前向きな回答がありました。
- ・ その後、当該企業より、買収防衛策の廃止が公表されました。

<事例5> 買収防衛策に関連するガバナンス体制が改善した事例

- ・ 当該企業は、買収防衛策を導入していましたが、発動是非の最終判断を行う取締役会において、独立社外取締役の人数が1名のみであることなどにより、企業の恣意的な運用の懸念がのこる状況でした。
- ・ 当社としては、買収防衛策を導入/継続する企業は、経営監督機能を高め、買収防衛策の恣意的な運用を排除する観点から、独立性のある社外取締役を複数名選任していることが望ましいと考えており、対話の中で、次の買収防衛策の更新期までには独立性のある社外取締役を複数名選任することなどで、ガバナンス体制を改善するよう要望しました。
- ・ それに対して、当該企業から「独立社外取締役の増員を前向きに考えていきたい」との回答があり、その後の株主総会において、社外取締役を増員する選任議案が上程され、ガバナンス体制の論点は解消いたしました。

<事例6> 社外監査役の出席率が改善した事例

- ・ 当該企業の社外監査役1名につき、取締役会への出席率が低位にとどまっていたことから対話を行いました。
- ・ 当該企業からは、当該社外監査役が他社役員も兼務しており、日程調整が困難であったとの説明を受けましたが、当社からは、社外役員が職責を果たしているかを判断する上で、出席率は一つの重要な要素である旨を改めて説明し、取締役会や監査役会の年間スケジュールを期初に策定し、社外監査役と早めにスケジュールを調整することで、出席率を改善させた他社事例等を紹介いたしました。
- ・ その後、当社よりヒアリングしたところ、当該社外監査役は直近1年間の全取締役会及び監査役会に出席したとの回答を得ました。

＜事例7＞ 独立社外取締役を導入した事例

- ・ 当該企業は、社外取締役として、10%以上の株式を保有する大株主企業の現職取締役1名が選任されているのみであったことから、当社としては取締役会の独立性に懸念があると考え対話を行いました。対話の中で、当社からは、更なるガバナンス向上の観点から当該社外取締役と別に独立社外取締役の選任を検討することを要望してまいりました。
- ・ 前回の取締役改選期である2017年6月の定時株主総会時点では、適任者が見つからなかったことから、選任議案は上程されませんでした。対話の中で「翌年の総会までに独立性がある候補者を探して、独立社外取締役として選任したい」という意向を確認しました。その後、日常的に対話を行う中で、候補者選定の進捗確認を行ってまいりましたが、2018年6月の株主総会において、初めて独立社外取締役が1名選任されました。

＜事例8＞ 社外取締役不在が解消した事例

- ・ 当該企業は、社外取締役が選任されていなかったことから対話を行いました。対話の中で、当社からは、取締役会の独立性確保など、更なるガバナンス向上の観点から新たに社外取締役の選任を検討することを要望してまいりました。
- ・ 昨年度時点では、ガバナンス向上の方策として新たに社外取締役を選任するか、または監査等委員会設置会社への移行を検討している旨の回答がありました。
- ・ 今年度、対話の中で進捗を確認したところ、当該企業からは、適任者を見つけることはできなかったが、監査等委員会設置会社への移行という選択肢も含めて検討を続けているという前向きな回答がありました。
- ・ その後、当該企業より監査等委員会設置会社への移行が公表され、社外取締役不在の状況が解消されました。
- ・ なお、移行の理由について改めて確認したところ、当社を含む複数機関投資家から同様の指摘を受けたことが検討の契機となったとの説明がありました。

＜事例 9＞ 少数株主利益の保護が表明された事例

- ・ 当該企業の大株主であり主要取引先のA社から複数の取締役の選任を要求する株主提案が提出されておりました。
- ・ 当社としては、大株主であるA社が選定した候補者が取締役会の過半を占めた場合、少数株主の利益が阻害される懸念やA社との間で利益相反が生じる可能性があることから、当該企業やA社とも、こうした論点について対話を行っておりました。
- ・ その後、当該企業側でA社からの株主提案の内容を取り込み、会社提案として一本化したため、当社としては引き続き上述した懸念が残ると判断し、継続して対話を行いました。
- ・ 当該企業の社長との対話の中では、当社として、
 - ① A社が選任を要求した取締役候補者は、A社と緊密な関係がない点
 - ② A社との取引については、契約・ルールに沿って行われており、利益相反がない点の2点を確認するとともに、こうした少数株主利益保護の考え方について株主総会の場で株主に表明していただきたいとの要望を行いました。
- ・ その後、株主総会において、上記のとおり少数株主利益保護に関する説明が行われました。
- ・ なお、本件については、当社スチュワードシップ諮問委員会に事前に付議しており、社外委員から「当該企業は「コーポレートガバナンスコード原則1-7. 関連当事者間の取引*」に沿って適切な枠組みを開示すべきであり、株主としては、少数株主利益の毀損や利益相反の可能性が無いことを確認すべき」との助言をいただいております。

*上場会社とその役員や主要株主等との取引（関連当事者間の取引）を行う場合には、そうした取引が会社や株主共同の利益を害することのないよう、また、そうした懸念を惹起することのないよう、取締役会はあらかじめ取引の重要性やその性質に応じた適切な手続きを定めてその枠組みを開示するとともに、その手続を踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うべきである。

(Ⅱ) 改善策等を公表済の事例 (ケース②)

<事例 10> 配当性向向上への改善策が示された事例

- ・ 当該企業は、業績は堅調に推移しておりましたが、明確な株主還元方針が公表されておらず、配当性向が10%を下回る水準で推移していたことから、対話を行っておりました。
- ・ 対話の中で、当該企業からは、「数年前に復配したばかりであり、安定的に増配をしていきたい。よって現在配当性向が低いのはやむを得ない」との説明がありました。そこで、当社からは、復配は一定評価しているが、内部留保や投資計画等が明示されていないことから中期的な計画を公表して欲しい旨を要望しました。そして、中期経営計画等を策定するのであれば、株主還元やROEの目標も開示して頂きたいと伝えました。
- ・ その後、当該企業は、2018/3期の配当性向を11%に引き上げると共に、新たに配当政策として、「2019/3期以降については、配当に関する指標を配当性向20%以上とする」という方針を公表しました。

<事例 11> 抜本的な業績改善策が示された事例

- ・ 当該企業は、売上の減少により業績が低迷していたことから対話を行っておりました。
- ・ 当該企業からは、公表済みの経営改善策（ブランド数削減および店舗削減、希望退職者募集、棚卸資産評価損計上、成長戦略等）に早期に取り組むとの説明がありました。当社としては公表済みの経営改善策は一定評価できると考え、これを着実に進めつつ、成長戦略にも力を入れて頂きたいと要望いたしました。しかしながら、結果として2017/2月決算は赤字かつ無配となりました。
- ・ そこで、改めて対話を実施し、当社から、「このままでは翌期も赤字が懸念されるため、さらなる対応策の検討など、スピード感をもって改善に取り組んで頂きたい」と伝えたところ、当該企業からは「社長にも伝え、重大性は十分理解しており、改めて抜本策の検討を進める」との連絡がありました。
- ・ その後、有利子負債の圧縮を図るため、当該企業本社ビルの土地・建物の売却と本社移転が合わせて公表されるなど、経営資源の有効活動に向けた抜本的な資産圧縮が公表されました。

＜事例１２＞ 不適切行為に対し、再発防止策等の適切な対策が示された事例

- ・ 当該企業より、不適切行為の事実と、事実関係を調査する社内調査委員会を設置する旨の公表があったことから、本事案について対話を行いました。
- ・ 対話の中で、当社からは「社内委員会では公正な調査とみなされない可能性があるため、第三者で構成される客観的な委員会を設置する必要があるのではないか」との指摘を行いました。
- ・ その後も断続的に新たな問題が発覚するなか、継続的に対話を行い、不適切行為の全体像について早期に十分な調査を実施し、公表することを要望してまいりました。
- ・ その後、当該企業より第三者委員会を新たに設置する旨の発表があり、調査報告の主体は第三者委員会に移行しました。
- ・ 更に、当該企業と半年以上対話を続けるなか、当社としては、一貫して不祥事案について、徹底した原因究明、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ることなどを要望してまいりました。
- ・ その後、第三者委員会の調査報告書の内容を踏まえた再発防止策等が公表されました。当該再発防止策等については、当社としても一定評価しており、今後は再発防止策等が着実に遂行されることを引き続き確認してまいります。

(Ⅲ) 改善策／意思を確認した事例（ケース③）

<事例 1 3> 配当性向の改善に向けた意思を確認した事例

- ・ 当該企業は、業績が好調に伸びており、最高益を更新しているにもかかわらず、直近5期平均の配当性向が9.7%と低位であり、かつ株主還元方針や内部留保の使途等の開示が無かったことから対話を行いました。
- ・ 対話の中で、当該企業からは、「過去の赤字決算で毀損した自己資本の回復」と「主力工場の老朽化した設備の更新投資の可能性がある」との理由から、増配には慎重との説明がありました。
- ・ 当社としては、この説明は一定程度評価できると考え、早期の計画策定と公表を要望していたところ、新工場建設計画の公表と併せて中期経営計画が公表されました。更にその後の対話で、数値目標が公表されていないことを指摘し、株主還元も含めた更なる情報開示について検討頂いております。

<事例 1 4> ROEの改善策を確認し、継続フォローしている事例

- ・ 当該企業はROEが5%を下回って推移しておりましたが、中期経営計画などで具体的な数値目標を開示していなかったことから対話を行いました。
- ・ 対話の中では、事業ポートフォリオの見直しや海外進出など、メインビジネスの縮小を補う方策を着実に進めることで、利益率の向上を図るという改善策を説明いただき、直近では、既存事業のトップラインを過度に追うのではなく、当該企業の強みである技術が活かせる成長分野への選択と集中を一層進めていくための具体的な取組について議論しました。
- ・ 当該企業からは、「事業構造改革を進め成長分野へ事業をシフトしていくこと」や、「国内外の工場設備の再編によるコスト削減も含めて、収益性を改善させていく」という納得的な方針が示されたことから、当面の進捗を見守ることとしました。
- ・ 今後も、事業構造改革や当該企業が成長分野に指定する事業の進捗状況を継続フォローしていくことで、ROEの改善取組をサポートしてまいります。

＜事例15＞ 買収防衛策のスキームの改善意思を確認した事例

- ・ 当該企業は、買収防衛策を導入していましたが、買収防衛策の継続については取締役会で決議されており、かつ独立委員会構成員の詳細が開示されていないことから、株主意思の反映や情報開示の観点について、過去より対話を行ってまいりました。
- ・ 対話の中で、当社からは、「買収防衛策について株主総会に付議すること等で、株主意思が適切に反映される仕組みにすべきではないか」との要望を継続してまいりました。
- ・ 当該企業は、当社の指摘に対して一定の理解は示していたものの、株主総会の招集通知が出るタイミングでも、本件について当社が期待する変更は見られなかったことから、改善意思の有無を最終確認する為にも「買収防衛策に対する要望事項」として具体的なスキームの改善点を記した要望書を手交して対話を行いました。
- ・ この要望書は、対話担当者より当該企業の経営層に連携され、数日後、当該企業の担当役員より「今回の要望を十分理解し受け止めており、株主総会終了後の取締役会から具体的に見直しの議論を進めていく」との回答がありました。合わせて、「今日的に買収防衛策を廃止するところが増えているのは認識しているが、このような具体的な要望は、他の投資家から表明されたことがないので非常に参考になった。」とのコメントを頂きました。
- ・ 今後は、当該企業が本件見直しを着実に進めていくことを定期的に確認してまいります。

＜事例16＞ 社外取締役の出席率改善に向けた意思を確認した事例

- ・ 当該企業の社外取締役と社外監査役の一部について、取締役会への出席率が低位にとどまっていたことから、対話を行いました。
- ・ 当該企業からは、「それぞれ他社の役員を兼任していたため、スケジュールが重なったことが原因であり、今後については、テレビ会議システムを導入し、社外取締役が海外出張等であっても出張先で出席できるように対応するとともに、事前の日程調整を徹底する」との前向きな回答を得ました。
- ・ 当社としては、今後の出席率の改善が期待できると判断し、今後の改善状況を見守ってまいります。

＜事例17＞ 社外取締役の独立性について改善意思を確認した事例

- ・ 当該企業は、監査等委員である社外取締役の2名について、10%以上保有する大株主出身者と、主要取引先の役員であったことから、当社としては、社外取締役の独立性に懸念があり、当該企業と対話を行いました。
- ・ 当社より、既存の2名の社外取締役の機能発揮に問題はないが、ガバナンスの観点からは独立性のある社外取締役を1名追加するなどの対応を行って頂きたい旨の要望をし、当該企業からは、指摘頂いた点についてはしっかりと改善に向けた対応を行っていくつもりである旨の回答を得ました。

(IV) ESG等に係る対話事例

<事例18> ESGに関する情報開示が前進した事例①

- ・ 当該銀行とは、今後の収益向上取組に加え、地方創生や事業性評価、ESGなど幅広いテーマで対話を行いました。
- ・ 対話の中では、当社より「昨年度から他行でも決算説明会資料などでESG取組に関する開示が始まっているが、当該銀行でも情報開示充実の一環として開始してはどうか」と提案いたしました。
- ・ その後、2018年6月に開催された決算説明会資料の中では「ESGへの取組み」として当該銀行の具体的な取組事例などE、S、Gそれぞれについて説明が初めて追加されました。

<事例19> ESGに関する情報開示が前進した事例②

- ・ 当該企業とは、ガバナンス面の論点をきっかけに対話を開始し、当論点は解消しましたが、この訪問以降、社長自ら来社され、業績関連のみでなくESG関連の取組を含めた対話を継続してきました。(2年間で当社に4回来社、当社より2回訪問)
- ・ 当該企業はケミカル製品を取り扱っていることから、株主や取引先等のステークホルダーに対しE(環境)等への取組を含めた開示を強化したいと考えており、2018年5月の対話時に、当社から統合報告書の作成につき、他社事例等を交えつつ助言しました。
- ・ その後、当該企業は、社長の指揮のもと、統合報告書の作成を進めており、対話直後には「的確なアドバイスが非常に参考になった」とのコメントも頂いております。

＜事例20＞ 社外取締役と対話を行った事例

- ・ 当該企業は買収防衛策を導入しており、対話の中で、買収防衛策継続判断の仕組みなどについて確認していたところ、当該企業から、「買収防衛策継続の意思決定には社外取締役が大きく関わっていることから、社外取締役より直接説明を行いたい」との提案があり、社外取締役3名と、幅広いテーマで対話を行いました。
- ・ 社外取締役との対話の中では、買収防衛策の考え方・スキームに関する説明に加え、社外取締役として現在認識している経営課題、社外取締役の選定に関する方針や考え方を含むガバナンス体制全般など、対話のテーマは多岐に亘りました。
- ・ 当社としては、社外取締役と対話する機会は非常に貴重であると考えており、今後も機会を捉えて社外取締役との対話を実施してまいります。

(2) 議決権行使の判断事例

重要な論点がある議案（会社提案）について、下表 1 ~ 24 のとおり、具体的な議決権行使の判断事例を次ページ以降で説明いたします。

【議決権行使結果】 議案数ベース（会社提案）

	重要な論点がある議案数		
		賛成	反対
剰余金処分	74	56	18
うち配当性向	67	1	2
取締役選任 (*1)	199	155	44
うち業績低迷・配当性向	138	3	4・5
うち社外役員（独立性・低出席等）	34	6	7
うち不祥事等	20	8	9
監査役選任 (*1)	22	11	11
うち社外役員（独立性・低出席）	14	10	11
定款一部変更	11	5	6
うち剰余金処分の取締役会授權	2	0	12
退職慰労金支給	40	30	10
うち業績低迷・配当性向	39	13	14
役員報酬額改定	30	29	1
うち業績低迷・配当性向	27	15	16
新株予約権発行	2	17	0
会計監査人選任	0	0	0
組織再編関連 (*2)	2	18	19
買収防衛策	13	3	10
うち業績低迷・配当性向	6	20	21
うち企業価値を毀損するスキーム	6	0	22
その他会社提案 (*3)	8	23	24
合計	401	297	104

*1 親議案ベース

*2 合併、営業譲渡・譲受、株式移転、会社分割等

*3 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

(I) 剰余金処分議案

<事例1> 配当性向（賛成）

- ・ 当該企業は、近年、業績が堅調に推移し、徐々に増配してきましたが、配当性向は長期にわたり当社の最低限の基準である15%を下回る水準で推移しておりました。このため、当社は、毎期複数回の対話を実施し、株主還元の充実と共に還元の考え方を明示するよう要望してまいりました。
- ・ こうしたなか、当該企業は、長期ビジョンと新中期経営計画を公表しました。この計画の中では、今後3年間のキャッシュフロー及び投資金額の見通しが示され、配当金額と総還元性向の引き上げも明記されておりました。更に、この計画に沿って、十分な水準の自社株買戻しを公表しました。
- ・ 結果的に2018/3期の配当性向は15%に達しませんでした。投資計画が明確であり、自社株買戻しも含めて、株主還元水準を引き上げていることを総合的に勘案し、剰余金処分議案に賛成いたしました。

<事例2> 配当性向（反対）

- ・ 当該企業は、安定配当を基本方針としており、長年にわたり配当金額を据え置いてきたことから、配当性向は長期にわたり一桁台の低水準にとどまっておりました。一方、利益の内部留保が進んでおり自己資本比率は同業他社に遜色のない水準であることから、当社からは、増配の検討を含め株主還元の考え方を明らかにするよう求めてまいりました。
- ・ しかし、当該企業には増配の意向が見られず、大型プロジェクトの可能性があり将来的に資金が必要との説明があったのみで、その金額や時期についての公表がありませんでした。そのため、当社からは、今後のキャッシュフローの見通しや投資金額等の具体的な数値を公表し、現状の配当水準を引き上げることが困難であることの合理的な説明を行うよう要望いたしました。
- ・ しかしながら、上記の要望に沿った説明はなされず、配当金額にも変更はなく、配当性向は引き続き一桁台にとどまりました。そのため、剰余金処分議案に反対いたしました。

（Ⅱ）取締役選任議案

＜事例 3＞ 業績低迷（賛成）

- ・ 当該企業は、継続してROEが5%を下回っており、2016/3期からは2期連続赤字と業績が低迷していたことから、対話の中で、業績低迷の要因を確認し、具体的な改善計画の公表を要望していたところ、当該企業から中期経営計画が公表されました。
- ・ 当社としては、中期経営計画の説明姿勢に経営陣の強い覚悟が感じられ、内容についても業績改善に向け一定評価できると判断したことから、取組を見守ることといたしました。
- ・ 2018/3期は、引き続きROEは5%を下回る水準にとどまっているものの、計画通り黒字転換を果たしており、その後の対話の中で、次の成長に向けた新たな取組も確認できていることから、当社としては、現経営陣の下で計画が着実に実行されると判断し、取締役選任議案に賛成いたしました。

＜事例 4＞ 配当性向（反対）

- ・ 当該企業は、バブル崩壊後の主力製品に対する需要低迷等から巨額の損失計上が続き、自己資本比率は一時10%を下回るまで低下し、無配が継続しておりました。近年は経費削減や需要の回復、M&A等の経営努力で黒字決算となり、自己資本比率も25%近くまで改善してまいりましたが、設備の老朽化に伴う更新投資など、資金需要が旺盛なことから、復配の目処や株主還元目標は公表されておりました。
- ・ 当社は対話を通じて、早期復配と株主還元等も含めた今後の計画の公表を以前より要望しておりましたが、2018/3期配当実績及び翌期配当予想とも無配であり、株主還元等も含めた計画の公表はありませんでした。
- ・ よって、対話を通じても課題認識の共有ができていないと判断し、代表取締役社長の再任議案に反対*いたしました。

＜事例 5＞ 業績低迷（反対）

- ・ 当該企業は、5期連続でROEが5%未満であることに加え、直近では不採算事業の影響で最終赤字となるなど業績が低迷しておりましたが、改善に向けた中期経営計画等は公表されておりました。
- ・ こうしたなか、当該企業から不採算事業の売却が公表され、改めて対話を行いました。
- ・ 対話の中では、事業売却の効果や不採算事業の大半を売却した後の戦略等についての説明・公表を要望しましたが、今後の経営戦略を確認できる具体的な説明・計画等は示されませんでした。よって当社は、不採算事業の売却自体は評価しているものの、対話を通じて今後の収益改善見通し等が示されず、当該企業と課題認識の共有ができていないと判断したことから、社長を含む現取締役の再任議案に反対いたしました。

*剰余金処分議案が付議されない場合は経営トップに反対する運営としています

＜事例6＞ 社外取締役の独立性（賛成）

- ・ 当該企業は社外取締役が1名のみで、当該社外取締役は社長の三親等以内の親族であったことから、取締役会の独立性に懸念があると考え対話を行いました。
- ・ 対話の中で、当該社外取締役の就任経緯や機能発揮状況を確認したところ、当該社外取締役は、弁護士として、M&Aやファイナンスなど企業法務を中心に活躍しており、取締役会でも毎回貴重な意見を述べられているとのことでした。当社としては、当該社外取締役の機能発揮状況は評価するものの、取締役会のガバナンス強化の観点からは、独立社外取締役の選任が必要との考えを伝えました。
- ・ 当該企業からは、独立性にも十分配慮した上で、ダイバーシティの観点から女性の社外取締役候補を探しているが、候補者探しに時間が欲しいとの説明があったことから、今回は当該社外取締役選任議案に賛成いたしました。

＜事例7＞ 社外取締役の独立性（反対）

- ・ 当該企業は、社外取締役全員が大株主である企業の出身者で構成されていたことから、取締役会の独立性に懸念があると考え対話を行いました。
- ・ 対話の中で、当該社外取締役の就任経緯や機能発揮状況を確認するとともに、独立性のある社外取締役の追加選任の意向を確認しました。
- ・ 当該企業からは、コスト圧縮を進めている中、役員報酬の支払い等でコストのかかる増員はすぐには難しいとの説明がありました。
- ・ 当社としては、コスト面の課題は一定理解できるものの、一定のコストをかけてでも取締役会のガバナンス強化は必要と考えており、現状、当該企業と課題認識の共有ができていないことから、当該社外取締役選任議案に反対いたしました。

＜事例 8＞ 不祥事等（賛成）

- ・ 当該企業の生産する一部製品の製造工程に不備があることが発覚いたしました。
- ・ そこで、当該企業は、原因究明と再発防止策策定のため、社外有識者を含む第三者委員会を設置して対応を進めるとともに、当該事象の責任を明確にするため、代表取締役社長及び関連部門の担当取締役の役員報酬を一部返納したほか、担当取締役の退任を発表しました。
- ・ また、当該事案の発生以降、当該企業より、当社に対して公表情報をもとに、対応状況および今後の方針などの丁寧な説明がありました。そして、当該企業が公表した業績見通しでは、業績への影響は軽微であることも確認できました。
- ・ 議決権行使時点では再発防止策は公表されておりましたが、業績および企業価値への影響、情報開示姿勢、責任の明確化姿勢などを踏まえると、現経営陣による今後の対応を見守ることが妥当と判断して、当該取締役選任議案に賛成いたしました。

＜事例 9＞ 不祥事等（反対）

- ・ 当該企業は、危機管理委員会による調査の結果、不動産関連融資において、不動産業者等により、お客さまの自己資金確認資料の偽造、改ざんが多数行われていたこと、より多額の融資を受けるために実際の売買契約書とは別に売買代金額を水増しした「銀行提出用」の売買契約書が作られていたこと、またこれらの事実につき相当数の当該企業社員が偽造の可能性を認識していたこと等が判明しておりました。
- ・ 加えて、本件関連融資の与信費用増加により当該企業の業績への影響も甚大であり先行き不透明な状況が継続しておりました。
- ・ 議決権行使時点においては、当該企業は第三者委員会を設置し詳細につき調査中であったものの、危機管理委員会の調査や当該企業の社内調査の結果から、ガバナンス体制全般に対する不備の可能性が極めて高いものと判断いたしました。
- ・ よって、これらの点を総合的に判断し、当事案に関連した担当取締役、経営トップの再任議案に反対いたしました。

(Ⅲ) 監査役選任議案

<事例10> 社外監査役の低出席率（賛成）

- ・ 当該企業では、社外監査役1名の取締役会への出席が低位にとどまっておりました。
- ・ 当該社外監査役は株主総会終結の時をもって退任するものの、後任となる新任候補者についても取締役会等の出席率確保に向けた取組について確認する必要があると考え対話を行いました。
- ・ 対話の中で、当該企業に対して、出席率確保に向けた取組を確認したところ、今後は、スケジュールの事前確認を徹底し、取締役会、監査役会の日程を早期に決定するとともに、遠方からの出席に備えてテレビ会議システムを活用することで高い出席率を確保するとの説明がありました。
- ・ このような出席率確保に向けた取組は効果的であると評価し、新任社外監査役候補者の出席率は高い水準となることが見込まれることから、当該社外監査役選任議案に賛成いたしました。

<事例11> 社外監査役の独立性（反対）

- ・ 当該企業は、社外監査役全員が大株主である企業の出身者で構成されており、社外監査役の独立性が懸念される状況が継続しておりました。
- ・ 当社からは、独立性のある社外監査役を選任するよう要望しており、当該企業からも一定の理解を示す回答を得ておりました。
- ・ しかしながら、今回の株主総会においても、これまで通り、大株主である企業出身者のみで構成される社外監査役選任議案が上程されたため、改めて対話を行いましたが、特段、独立性のある社外監査役を選任しない理由が明確にされなかったことから、当該社外監査役選任議案に反対いたしました。

(IV) 定款一部変更議案

<事例 1 2> 剰余金処分の取締役会授権（反対）

- ・ 当該企業は、過去の赤字による欠損が原因で配当ができない状況が続いておりましたが、2018/12期は、配当原資が確保される見通しであり、復配を計画していました。
- ・ こうしたなか、復配にあわせて、剰余金の配当決定権限を取締役会とする定款変更議案が株主総会に上程されました。
- ・ 対話の中では、剰余金処分に関する決定を取締役会が行うことにより機動的な資本政策を行うため定款変更を行いたいとの回答を得ました。
- ・ 当社としては、こうした理由は一定理解できるものの、今後の株主還元の方針が確認できない状況で、剰余金の処分を取締役会に授権することは望ましくないと判断し、定款変更議案に反対いたしました。

(V) 退職慰労金支給議案

<事例13> 配当性向（賛成）

- ・ 当該企業は、経営改革により業績は回復したものの、直近期の配当性向は低位にとどまっておりました。こうしたなか、当該企業より退任取締役に対して、退職慰労金の支給を諮る議案が上程されました。
- ・ 当社としては、当該企業の業績は回復基調にあるため、支給対象者が企業価値向上に一定貢献してきたと判断しており、配当性向についても直近低位ではあるものの、当該企業との対話の中で課題認識は共有できており、決算説明資料において早期に配当性向目標値を定めると公表していること、今期増配を実施していることなどから、株主還元姿勢に大きな問題が無いと判断し、退職慰労金支給議案に賛成いたしました。

<事例14> 業績低迷（反対）

- ・ 当該企業は長期にわたってROEが5%未満で推移し、直近期は黒字化したものの、その前2期は連続赤字となるなど業績が低迷しておりました。こうしたなか、当該企業より退任取締役に対して、退職慰労金の支給を諮る議案が上程されました。
- ・ 支給対象者である取締役は、業績が低迷していた間、6年半に亘って営業本部長の職にあり、うち5年間は取締役に就任していたことに加え、これまでの対話の中で、業績低迷を招いた原因は、市場変化に対応した機動的な新商品投入が出来なかったことが一因であるとの説明も受けていたことから、支給対象者には一定の経営責任があると判断し、退職慰労金支給議案に反対いたしました。

(VI) 役員報酬額改定議案

<事例15> 配当性向（賛成）

- ・ 当該企業は、配当性向が低位で推移していたことから、株主還元強化や設備投資計画等の公表を求める対話を行ってまいりました。こうしたなか、当該企業より役員報酬額の改定を諮る議案が上程されました。
- ・ 当社としては、株主還元姿勢に問題がある中で役員報酬額を拡大することについては慎重な判断が必要であると考えておりますが、対話の中で、設備投資計画などの具体的な資金ニーズが確認できており、直近、増配を継続している実績もあることから、株主還元姿勢は一定評価できるものと考えております。
- ・ また、今回の役員報酬額の増額は軽微であり現状水準と比べて過大なものではないと判断できることから、役員報酬額改定議案に賛成いたしました。

<事例16> 配当性向（反対）

- ・ 当該企業は、一定の財務健全性の下での安定配当の実施を基本方針としており、配当性向が長期間低位にとどまっていたことから、当該企業とは、数年にわたり株主還元について対話を行い株主還元の改善を要望してまいりましたが、現時点においては株主還元の改善がみられない状況でした。
- ・ こうしたなか、当該企業より、取締役報酬総額を現状の水準から大幅に引き上げる議案が上程されました。
- ・ 当社としては、株主還元姿勢に問題があり、今後の株主還元の方針が確認できない状況で取締役報酬を大幅に引き上げることは賛同できないと考え、役員報酬額改定議案に反対いたしました。

(Ⅶ) 新株予約権発行議案

<事例 17> 業績低迷（賛成）

- ・ 当該企業は、直近 5 期連続でROE5%を下回っており、かつROEが低下傾向にあるなど長期間にわたり業績が低迷しておりました。こうしたなか、直近期の株主総会において、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株主総会に上程されました。
- ・ 当社では、業績低迷先企業によるストック・オプション割当議案については慎重な判断が必要と考え対話を行いました。対話の中で、当ストック・オプションは、実質的な報酬増額には該当せず、また報酬額自体も当該企業の利益水準と比べれば極めて僅少であることが確認できたため、新株予約権発行議案に賛成いたしました。

(Ⅷ) 組織再編関連議案

<事例18> 組織再編関係（賛成）

- ・ 当該企業は、過去に多額の損失を計上した結果、債務超過に陥るなど財務体質が大幅に悪化しておりました。こうしたなか、当該企業は、利害関係者の信頼回復に向けて財務基盤の早期回復と強化に取り組んでおり、具体策として、当該企業の主力事業を営む子会社を外部の企業集団に売却する議案を株主総会に上程いたしました。
- ・ 当社としては、当該企業が売却予定の子会社事業は、当該企業グループの利益の大半を占め、かつ今後も高い成長性が見込まれていたことから、売却によるデメリットも予想されたものの、借入金等の返済原資確保や債務超過の解消が当該企業にとって急務でありトータルとしては企業価値にプラスになると評価できること、取締役会の過半数を社外取締役が占めており、株式譲渡価額の妥当性や売却後の経営戦略の信頼性などにつき、一定の客観性が担保されていることなどを確認しました。
- ・ よって、株式譲渡承認議案に賛成いたしました。

<事例19> 組織再編関連（反対）

- ・ 当該企業は、新たな企業成長に向け、グループ全体の経営資源の最適配分を図る目的で、主力事業を営む子会社の株式譲渡案を株主総会に付議いたしました。
- ・ 当社としては、譲渡の対象となっている子会社の行う事業が、これまでの主力事業であり今後の収益性や成長性に大きな影響を与えると考えました。
- ・ そこで、株式譲渡後の当該企業における売却資金の具体的な資金使途や事業戦略等について確認しましたが、一定の方向は示されたものの、今後、具体的な取組は検討していくとの説明で、現状、本件が企業価値向上に資すると判断できませんでした。
- ・ よって、株式譲渡承認議案に反対いたしました。

(Ⅸ) 買収防衛策議案

<事例 20> 業績低迷（賛成）

- ・ 当該企業は、5 期連続でROEが 5%を下回っており、かつ売上高営業利益率も業界平均を下回っておりました。こうしたなか、当該企業では買収防衛策の更新期をむかえており、当社としては、業績低迷下における買収防衛策の継続は経営陣の保身に繋がる懸念があることから当該企業と対話を行いました。
- ・ 当社では、買収防衛策の導入/継続議案については、主にスキームと業績の両面から賛否を判断しておりますが、スキームには特段問題点は無く、対話の中で、ROE 低迷の要因は店舗等の減損による特別損失が継続していることが主因であり、中期経営計画を着実に達成すれば、ROE向上が期待できることが確認できたことから、買収防衛策の更新議案に賛成いたしました。

<事例 21> 業績低迷（反対）

- ・ 当該企業は、5 期連続でROEが 5%を下回っており、かつ売上高営業利益率も業界平均を下回っておりました。こうしたなか、当該企業では買収防衛策の更新期をむかえており、当社としては、業績低迷下における買収防衛策の継続は経営陣の保身に繋がる懸念があることから当該企業と対話を行いました。
- ・ 対話の中で、事業分野の見直しなどの取組内容や中期経営計画の進捗について確認したものの、現時点では業績回復の蓋然性が高いとまでは判断できないことから、買収防衛策の更新議案に反対いたしました。

<事例 22> 恣意的な運用の可能性があるスキーム・体制（反対）

- ・ 当該企業が導入している買収防衛策は、取締役会の決議で発動可能であり、株主総会に発動決議が付議されないスキームを採用しておりました。買収防衛策発動の是非について、取締役会は、社外取締役等から構成される独立委員会に諮問することとなっており、取締役会は独立委員会からの勧告を最大限尊重こととなっているものの、拘束力はなく、企業による恣意的な運用の可能性が残るスキームでした。
- ・ 当社は、当該企業と継続的に対話を行い、当社の懸念点を伝え、買収防衛策の内容修正を要望してまいりました。加えて、社外取締役が 1 名しか選任されておらず、経営の透明性・客観性確保に向けた取組が遅れていること、買収防衛策を導入/継続する場合に、株主総会ではなく取締役会で決議するのであれば、株主意思を反映する観点から取締役の任期は 1 年とすることを要望しておりますが、当該企業は任期が 2 年であり株主意思の表明機会が限定されていることについても対話の中で是正を促してまいりました。
- ・ 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から変更はなく、体制面でも改善が見られなかったことから、買収防衛策の更新議案に反対いたしました。

(X) その他会社提案議案

<事例 2 3> 優先株式の発行（賛成）

- ・ 当該企業は、深刻な業績低迷に陥っており財務基盤が非常に脆弱な状況にありました。
- ・ こうしたなか、当該企業は財務基盤強化、新中期経営計画の中で掲げた組織改革に向けた資金確保などを目的に優先株式を発行して資金調達することを決定いたしました。
- ・ 優先株式発行により、当社を含む既存株主が不利益を被る可能性があるため慎重に検討を行いました。が、優先配当や取得請求権などの各種条件面については著しく株式価値を毀損するものではないことを確認するとともに、今回の優先株式発行の目的が明確で、当該企業の今後の経営戦略上必要不可欠なものと判断し、優先株式発行議案に賛成いたしました。

<事例 2 4> 一般財団法人への有利価格での自己株式抛出（反対）

- ・ 当該企業は、取締役会で設立が決議された一般財団法人（以下、「本財団」という）の社会貢献活動を支援する目的で、当該企業が保有している自己株式を本財団に1株1円で割り当てるという議案を、株主総会に上程しました。
- ・ 当社は、中長期的な企業価値の向上に向けて、適切な資本政策が実施されることを期待しており、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、本財団が当該企業の株主となることにより当該企業のガバナンスへの影響が無い、特に議決権が適切に行使される体制となっているか、などの観点から慎重に賛否判断を実施することとしております。
- ・ 当該企業からは、本取組は地域密着型経営の実現に資するものであり、また社会貢献活動の観点からも企業価値向上に繋がるとの説明がなされ、その点は一定理解できるものでしたが、譲渡された当該企業株式の議決権行使については、体制面や行使基準が不明確であることから、ガバナンスの観点からは疑義が残る内容と考えており、有利価格での自己株式抛出議案に反対いたしました。

以 上