

世界が進むチカラになる。



議決権行使に係る 議案判断事例 (国内株式)

2024年7月～2025年6月総会

人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行

目次

1. 議決権行使基準の改定と、 基準と異なる判断の状況	03
2. 対話と議決権の一体運用にかかる事例	04
3. 小林製薬(4967)の事例	05
4. フジ・メディア・ホールディングス(4676) の事例	06
5. 不祥事に関する事例	07

議決権行使基準の改定と、基準と異なる判断の状況

議決権行使基準の改定(2025年4月1日付)

- 本年度は、議決権行使基準の大きな変更は行っていない。
- 基準と異なる判断の考え方について、お問い合わせを頂くことが多いため、今回は、この点の記載を拡充した。
- また、株主提案に関して、具体的な議案の種類ごとに当社の考え方を記載した。

【基準と異なる判断を行う場合の判断例】

- 主な判断事例として、取締役選任議案における以下の基準において、異なる判断を行う場合について追記を行った。

- ✓ 業績基準
- ✓ キャッシュリッチ基準
- ✓ 政策保有株式基準

【株主提案】

- 株主提案については、企業価値増大やコーポレートガバナンス向上に寄与するか否かを基準として、個別に判断を行う。
- 判断にあたっては個別に当該企業の状況や考え方などを確認し、当該企業に問題があると考えられ、株主提案の内容がその問題点を改善し企業価値向上に資すると判断される場合には賛成する。
- 以下の種類の議案において、当社の考え方を記載・拡充した。
 - ✓ 定款の変更を求める提案
 - ✓ 調査委員会などの設置を求める提案
 - ✓ 役員の選解任を求める提案

基準と異なる判断の状況

- 当社は、中長期的な企業価値向上を目的に、上場企業に求める水準として、外部環境なども踏まえて、議決権行使基準を定めている。
- また、対話と議決権行使の一体運用を重視しており、企業の取組み状況などを踏まえ、現経営陣に託すことが企業価値向上に資すると判断した場合には、基準と異なる行使を行っている。
- 昨年は、ROE基準の引き上げや政策保有株基準の新設などを実施。
- 2025年4～6月に開催された総会において、主な議決権行使基準に抵触した企業のうち、基準と異なる判断を行った企業の比率は、以下の状況となっている。

- ✓ 業績基準:約30%
- ✓ 政策保有株式基準:約30%
- ✓ キャッシュリッチ基準:約10%

対話と議決権の一体運用にかかる事例

昨年、基準と異なる判断を行った銘柄における今年の判断事例

- 当社は対話と議決権の一体運用を重視している。企業との対話結果を踏まえ、基準と異なる判断を行った企業について、その後も対話を継続し、次の株主総会における議決権行使判断においては、改めて当該企業の取組み状況を踏まえて判断すべきものと考えている。
- 昨年に基準と異なる判断を行った企業について、その後の企業の取組みなどを踏まえ、今年の総会で当社が行った議決権行使について以下に記載する。

A社(銀行業)

【2024年6月総会】

- 同社はROE基準に抵触。ROE改善に向けた今後の方針として、2026年3月期のROE目標を6%と開示していた。当社は、資本コストGAPモデル(※)を活用し、当社が推定する株主資本コストを提示した上で、投資家の考える資本コストを意識する必要性について議論を行い、目標とするROE水準を見直すための働きかけを行った。
- その後、同社は、投資家の目線を反映した株主資本コストの開示を行い、中長期的にそれを上回る水準のROEを目指す旨を公表。
- ROE基準に抵触していたものの、資本コストを意識し収益性向上に向けた取組みを推進する現経営陣に託すことが合理的と判断し、取締役選任議案に賛成行使。

【2025年6月総会】

- 当社が掲げた収益性向上に向けた取組みを行った結果、金利上昇といった事業環境の変化もあり、2025年3月期のROEが5%を上回ったため、当社基準に則り、取締役選任議案に賛成行使。

B社(繊維製品)

【2024年6月総会】

- 同社はROE基準および政策保有株式基準に抵触。2023年に経営体制を変更し、中期経営計画の見直しを実施。成長戦略や構造改革の実現に向けた取組みを進めるとともに、自己株式取得を通じた資本効率の改善を組み合わせることで、ROEの改善を目指す方針としていた。
- 政策保有株式についても縮減の必要性を認識し、縮減目標を掲げて取り組む方針としていた。
- そのため、収益性向上に向けた取組みを推進する現経営陣に託すことが合理的と判断し、取締役選任議案に賛成行使。

【2025年6月総会】

- 引き続きROE基準および政策保有株式基準に抵触。一方で、昨年に示していたROE改善方針に沿って、ビジネスモデルの変革や保有資産の売却といった具体的な取組みを進めている旨を確認。政策保有株式についても、売却の合意ができた企業の株式を順次売却するなど、目標の達成に向けた縮減を進めていた。
- これらの取組みを踏まえ、改善に向けた実行力を有する現経営陣に引き続き託すことが、企業価値向上に資するものと判断し、取締役選任議案に賛成行使。

※ 資本コストGAPモデルの概要は、スチュワードシップ活動報告書の51～53ページをご参照ください。

https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/stewardship_2025.pdf

小林製薬(4967) 臨時株主総会における判断事例

議案概要

- 2024年3月、小林製薬は、紅麹関連製品を摂取した消費者が健康被害を訴えている旨を開示。大阪市より、食品衛生法に違反するとして、行政処分を受けた。
- オアシス(※)は、本事案の発生を受けて同社が行った調査について、独立性や客観性に疑義があると指摘。品質管理体制・内部統制システムの抜本的改革のためには監督・牽制機能を強化する必要があると主張し、2024年12月に臨時株主総会の開催を請求、株主提案を行った。

No.	議案分類	提案者	判断
1	会社法316条2項に定める調査者選任	株主	賛成
2	取締役選任	株主	反対

【第1号議案】会社法316条2項に定める調査者選任（株主提案）

<会社側の対応・主張>

- 2024年4月、事後対応の検証を目的として事実検証委員会を設置し、約3か月間にわたり調査を実施。
- 調査報告では、品質管理体制や情報共有体制の不備など、内部管理体制の課題が指摘された。同社はこれを受けて、再発防止策の骨子を策定済み。
- 行政当局などによる多面的な調査も進められている中、調査者を選任することは、業務に支障をきたし、信頼回復に向けた取組みを停滞させるものと主張。

<オアシスの主張>

- 委員会の調査スコープが調査主体により異なっている点、調査の独立性や客観性に疑義があることから、根本的な原因解明には別途調査が必要と主張し、調査者の選任を提案。

<行使判断>

- 会社側は、同委員会が実施した調査は適切に実施されていると主張しているが、オアシスが指摘する独立性の疑義について、一定の合理性が認められるものと判断。
- したがって、再調査を行う必要があるものと考え、賛成。

【第2号議案】取締役選任（株主提案）

<会社側の対応・主張>

- 不祥事の発生を受け、監督機能強化の必要性を認識。本臨時総会の翌月に開催予定の定時株主総会では、スキルセットを拡充・強化し、社外取締役を増員する旨を開示。
- 上程予定の取締役候補者は、独立社外取締役を委員長とし、独立社外取締役が構成員の過半数を占める人事指名委員会における審議を経て決定している。

<オアシスの主張>

- 現任の社外取締役は、不祥事の発生および拡大阻止に向けた監督・牽制機能を発揮できていなかったため、オアシスが推薦する社外取締役による、執行取締役に対する監督が必要と主張。

<行使判断>

- 会社側が取締役の刷新に向けた取組みを進めている中、オアシスが提案する候補者は、会社側候補者と専門性が重複しているものと考えられる。
- 会社提案の取締役候補者で特段問題なく、選任の必要性が乏しいと考えることから、反対。

※ OASIS JAPAN STRATEGIC FUND LTD.

出所：企業の開示情報、株主提案者リリース、各種報道などをもとに三菱UFJ信託銀行作成

フジ・メディア・ホールディングス(4676) 取締役選任議案における判断事例

議案概要

- ・ダルトン関連ファンド(※)からの取締役選任に関する株主提案。フジ・メディア・ホールディングスについて、①ガバナンス改革、②不動産事業のスピノフ、③政策保有株式の解消、④フジテレビの放送・メディア事業の大改革、の4点で課題があると主張し、監査等委員でない社外取締役12名の選任議案を上程。
- ・なお、当社の議決権行使基準では、不祥事基準及び政策保有株式基準に抵触しており、代表取締役の再任に反対となるが、代表取締役は退任予定である。

No.	議案分類	提案者	判断
3	取締役選任 (監査等委員である 取締役を除く)	会社	賛成
4	監査等委員である 取締役選任	会社	賛成
6	監査等委員でない 取締役選任	株主	反対

論点

当社が検討時に考慮した主要素は以下の通り。

(1)株主提案を支持する要素

- ・不祥事が発生しており、ガバナンス改革は必須。また、政策保有株式が多く、縮減に向けた取組みが必要。
- ・長期にわたりPBRが1倍を割れており、資本収益性の改善が課題。不動産やメディア事業を含めたバランスシートマネージメントや稼ぐ力の改善が必要。

(2)会社提案を支持する要素

- ・今般、独立社外取締役が過半を占める取締役会体制への変更に加え、過半数が独立社外取締役で構成される指名・報酬委員会の設置、さらに相談役・顧問制度の廃止など、意思決定の独立性および客観性を高める体制・プロセスを導入。
- ・政策保有株式は具体的な縮減方針を打ち出している。
- ・事業戦略に関しては戦略的投資や「コンテンツカンパニー」への進化を目指す方針。
- ・なお、会社提案の候補者は「経営諮問委員会」「経営刷新小委員会」による審議・検討を経て取締役会にて最終決定しており、指名プロセスに特段問題は見受けられない。

行使判断

- ・監督機能が強化された新体制において、ガバナンス強化及び政策保有株式の縮減を含む企業価値向上に向けた改革に取り組む方針が示された点を評価し、会社提案に賛成。
- ・一方で、会社提案の候補者に加えて、更に株主提案の候補者を追加することは、知見・経験で重複などがみられる中、取締役会の実効性や意思決定の迅速性に対する懸念が生じることから、選任の必要性が乏しいと判断し、反対。

※ Nippon Active Value Fund plc

出所：企業の開示情報、株主提案者リリース、各種報道などをもとに三菱UFJ信託銀行作成

不祥事に関する判断事例

- 当社の議決権行使基準では、不祥事の発生により経営上重大な影響が出ていると判断する場合、代表取締役及び必要に応じて責任があると考えられる候補者の再任に反対としている。
- なお、議決権行使で反対した企業のみならず、議決権では反対には至っていないものの、問題があると考えられる企業については、継続的なモニタリングや必要に応じて対話を実施している。

損害保険会社における不適切事案

- 金融庁は、損害保険大手4社において不適切事案が継続的に発覚したことを受けて、2年連続で業務改善命令を発出した。

<2024年6月総会>

- 損害保険会社大手4社は、2023年12月に不適切な保険料調整行為を理由として業務改善命令を受けた。当社は不祥事の発生を理由に、各社の上場親会社における取締役選任議案において、代表取締役及び責任があると考えられる候補者に反対行使。

<2025年6月総会>

- 2024年5月に情報漏えい事案が発覚し、2025年3月に再度、金融庁から業務改善命令が発出された。
- 今回、各社は1度目の業務改善命令において提出した業務改善計画の見直しや、第三者によるレビューを要請されている。
- 当社では2年連続で業務改善命令を受けたことを重く受け止めている。一方で、各社が改めて策定した改善計画は実効性があるものと捉えており、当該計画に沿った継続的な取組みが企業価値の向上に資するものと考えている。
- したがって、不祥事の発生により経営上重大な影響が出ているものの、取組みを進める各社の現経営陣に託すべきものと判断し、各社の上場親会社における取締役選任議案において、賛成行使。

自動車会社における認証不正

- 2024年6月、複数の大手自動車会社において「型式指定」を巡る認証不正問題が発覚。

<2024年6月総会>

- その時点で収集できる情報では、いずれも法規で定められた基準は満たしており、安全性に問題がある事案は見受けられなかった。
- また、判断時点においては、国土交通省による立ち入り検査を実施している最中であり、不祥事認定には及ばないと判断。国土交通省の立ち入り検査結果や行政処分の有無など、今後の追加情報が出た際に、改めて認定要否について判断することとした。

<2025年6月総会>

- 国土交通省は検査の結果、1社に対しては是正命令を発出し、その他の会社に対する行政処分は見送った。
- 是正命令が発出された1社について、当社では、業績や社会的影響に鑑み、経営上重大な影響が出ているものではないと判断。
- そのため、本事案に関して、いずれの会社も経営上重大な影響が出ている不祥事とは考えられず、反対行使の対象としなかった。

出所：企業の開示情報、各種報道などをもとに三菱UFJ信託銀行作成

ご留意事項

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、当社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- 本資料に掲載している当社の見解等につきましては資料作成時におけるものであり、経済環境の変化、相場の変動、年金制度もしくは税制等の変更等により、予告することなく内容を変更することがございますので、予めご了承ください。
- 本資料に記載されている数値は過去のデータや一定の前提値等に基づく分析及びシミュレーションであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。また、分析手法、モデル及びシミュレーション手法についても必ずしも完全なものではなく前提値に大きく左右される可能性があり、その内容も情報のご提供時から予告することなく変わる可能性がありますので、ご注意ください。（前提値には当該資料に記載した内容のほか、分析手法、モデル、シミュレーションの内容も含まれます。）
- 当社は、いかなる場合がありましても、本資料の提供先ならびに提供先から本資料を受領した第三者に対して、直接的、または間接的なあらゆる損害等について、賠償責任を負うものではありません。また、本資料の提供先ならびに提供先から本資料を受領した第三者の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、目的を問わず無断で引用または複製することを禁じております。

三菱UFJ信託銀行
資産運用部
〒105-7322
東京都港区東新橋1-9-1

www.mufg.jp

