

受託財産運用における株式議決権行使

三菱UFJ信託銀行は、受託財産の運用に際して、日本版スチュワードシップ・コードを受入れており、議決権行使についてはスチュワードシップ責任を果たすための重要な活動の一つとして捉えています。

弊社では、受託財産運用における株式議決権行使の基準について毎年見直しを行っており、足許のコーポレートガバナンスに関する議論等を踏まえ、以下の通り改定を行いました。

なお、この基準をもって形式的に判断するのではなく、投資先企業との対話や状況を踏まえ、企業の持続的成長に資すると考える場合には基準と異なる判断を行うことがあります。

2025年4月1日改定

○今回の主な改定内容

1. 改定内容

今回は議決権行使基準に大きな変更はありませんが、基準と異なる判断例について、記載を拡充いたしました。

また、株主提案に関しては、具体的な議案毎に、弊社の考え方を記載しました。

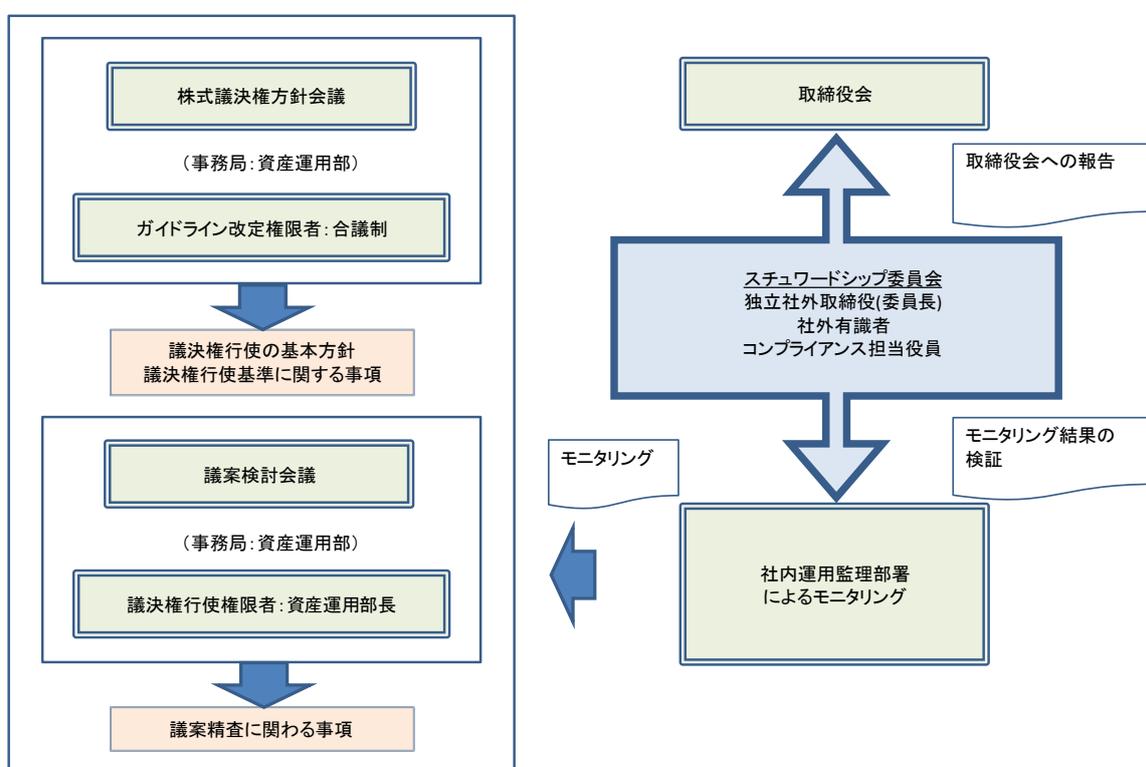
議決権行使の考え方

1. 基本方針

三菱UFJ信託銀行が受託者として議決権行使を行う目的は、受託者責任の観点から専ら受益者のために投資収益の増大を図ることです。それとは無関係に特定の社会的または政治的課題への取組み姿勢等について評価するものではありません。

議決権行使にあたっては、各議案について投資収益への影響度合いに応じて判断しますが、企業価値の毀損につながる、あるいは、コーポレートガバナンス上問題があると判断される場合には、原則として反対します。

2. 議決権行使体制



三菱UFJ信託銀行は、受託財産部門部署内に設けた株式議決権方針会議において、議決権行使の基本方針、議決権行使基準に関する事項を協議するものとし、複数委員による合議制により最終決定します。また、具体的な議案精査に関わる事項については、議案検討会議で審議し、資産運用部長が行使内容を決定します。

なお、弊社の親会社およびその連結子会社の株式については、利益相反管理の観点から、外部の第三者のガイドラインに基づく行使判断の助言に従い、行使を行います。

議決権行使の一連のプロセスに関し、受託財産部門内運用監理部署においてモニタリングを実施する他、受託財産部門外運用監理部署においてもモニタリングを実施します。

部門内外の部署によるモニタリングについては、構成員の過半を社外第三者とするスチュワードシップ委員会が検証し、結果については取締役会へ報告するとともに、スチュワードシップ委員会として改善が必要な場合は取締役会が是正を行います。

スチュワードシップ委員会は、受託財産運用における議決権行使やエンゲージメント活動が、顧客・受益者の利益最大化を確保するために十分かつ正当であることを検証するために設置した機関です。スチュワードシップ委員会は、独立性・中立性を確保するため、取締役会傘下の組織とし、委員は取締役会で選任、独立社外取締役を委員長、社外有識者、コンプライアンス統括部担当役員を委員とする3名で構成しています。

3. 個別議案の行使方針(国内株式)

長期的な企業価値増大のためには、株主資本を効率的に活用すること、適時的確な情報開示や法令の遵守等、株主をはじめ社会・環境・顧客その他のステークホルダーに対する社会的責任を果たすことが重要であると考えます。

上記諸点に鑑み、個別議案を判断する上での考え方は以下の通りです。

なお、この基準をもって形式的に判断するのではなく、投資先企業との対話や状況を踏まえ、企業の持続的成長に資すると考える場合には基準と異なる判断を行うことがあります。

(1) 取締役の選任

取締役会の構成員には、経営課題に適切かつ迅速な意思決定を下すとともに、業務執行を適切に監視・監督できる人材を求めます。また、取締役会の規模は、適切かつ迅速な意思決定を下すうえで、適正な人員であることを求めます。

① 取締役の選任

以下に該当する場合は、原則反対します。

問題があると判断する場合		反対対象
不祥事	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（※(1)-①-1）	代表取締役の再任
	更に当該不祥事行為に関与または責任があると判断する取締役がいる場合	当該取締役の再任
	内部管理体制に重大な不備がある等、不祥事行為が取締役会全体の問題であると判断する場合	全取締役の再任
社外取締役の選任状況	独立性のある社外取締役が複数かつ取締役総数の1/3以上選任されていない場合	取締役候補者全員の選任
	（親会社等を有する上場会社の場合） 独立性のある社外取締役が取締役総数の過半数選任されていない場合	取締役候補者全員の選任
女性取締役	女性取締役が選任されていない場合	代表取締役の再任
<p>「社外取締役の選任状況」基準「女性取締役」基準において、例えば以下のような場合には賛成する。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 抵触する状況がやむを得ない理由による場合 ・ 当該企業の状況を踏まえ、提案内容が適切であるとの明確かつ合理的な説明がある場合 		
業績	過去3期連続赤字決算（※(1)-①-2）であり、かつ今後改善が見込めず、経営責任があると判断する場合	代表取締役の再任
	過去3期連続で自己資本利益率(ROE)が一定水準(5%)を下回り、かつ今後改善が見込めず、経営責任があると判断する場合 *2027年4月より、3期連続ROE8%未満 かつ PBR1倍未満の場合、反対とする予定 （対象：TOPIX500から適用、以後順次適用対象を拡大） また、2027年以前であっても、対話で改善を求めたにもかかわらず資本コストを意識した経営方針が示されないと判断した場合等には、反対	代表取締役の再任
<p>「業績」基準において、例えば以下のような場合には賛成する。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 現経営陣の施策により、今後の改善が見込める場合 ・ 業績悪化の要因が大規模災害等、経営責任を問うものでないと判断する場合 		
政策保有株式	純投資目的以外の目的である投資株式（政策保有株式）が純資産比率で20%以上の場合	代表取締役の再任
<p>「政策保有株式」基準において、例えば以下のような場合には賛成する。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 現経営陣の縮減方針や縮減実績を踏まえ、現状の取組みが企業価値向上に資すると判断する場合 		
キャッシュリッチ	（現預金+長短期有価証券）/総資産が50%以上かつ自己資本利益率(ROE)の過去3年平均および直近が8%未満の場合	代表取締役の再任
<p>「キャッシュリッチ」基準において、例えば以下のような場合には賛成する。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 金融資産保有の現状や今後の方針について、明確かつ合理的な理由がある場合 		

問題があると判断する場合		反対対象
取締役会決議	株主価値を毀損するような取締役会決議が行なわれたと判断する場合（※(1)-①-3）	代表取締役の再任
取締役会規模	取締役総数が21名以上の場合	代表取締役の再任
<p>「取締役会規模」において、例えば以下のような場合には賛成する。 ・21名以上の体制が自社に適していることについて、明確かつ合理的な理由がある場合</p>		

※(1)-①-1 「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」

- (ア)業績影響：営業停止、課徴金支払いなどの影響により、業績に大きな影響が生じている場合
- (イ)取締役（会）の直接的な関与・責任：役員が関与していた場合や認識していながら放置していた場合など組織的関与があると判断される場合、適切な対処を怠るなど対応に大きな問題が認められる場合
- (ウ)悪質性・社会的影響：法人として刑事告発された場合や業務改善命令を受けた場合など、悪質であると判断される場合や社会的な影響が大きいと判断される場合
- (エ)繰り返し(再発防止策の不徹底)：不祥事が繰り返し発生している場合

なお、社会的に問題があると判断される行為を行うなど、役員としての職務に適性を欠くと判断される場合には、その候補者の選任に原則反対する。

※(1)-①-2 経常利益または当期利益が3期連続赤字

※(1)-①-3 「株主価値を毀損するような取締役会決議」

- ・不適切と判断する買収防衛策の導入及び対抗策の発動
- ・配当の取締役会授権の場合における不適切と判断する剰余金処分
- ・その他株主価値を毀損すると判断されるもの

②社外取締役の選任

候補者が社外取締役である場合、独立性に問題がないか、取締役会（監査委員会、監査等委員会）への出席は十分か、等の観点から検討し、以下に該当する場合、当該候補者に原則反対します。

独立性について問題があると判断する場合
金融商品取引所への独立役員としての届出がない、もしくは届出の予定がない場合（※(1)-②-1）
持株比率10%以上の大株主出身者（過去5年間に所属していた者）
在任期間が12年以上場合

- ※(1)-②-1 金融商品取引所への独立役員の届出、もしくは届出の予定については、補欠の候補者も含め、株主総会招集通知への記載を求めます。なお、株主総会招集通知に記載がない場合は、独立性を確認できないものとして原則反対します。

出席率について問題があると判断する場合
取締役会、監査委員会、監査等委員会への出席率が3/4未満である場合 なお、例えば以下のような場合には賛成する。 ・欠席の理由がやむを得ないものであり、今後の出席に問題ないと判断される場合 ・欠席が1回のみの場合

(2) 監査役を選任

監査役会等の構成員は、経営の意思決定や業務執行を適切に監視あるいは監督できる人材であることを求めます。

① 監査役を選任

以下に該当する場合は、原則反対します。

問題があると判断する場合	反対対象
不祥事の発生により経営に重大な影響が出ており、監査役に当該行為への責任があると判断する場合 (「(1)取締役の選任 ①取締役の選任 ※(1)-①-1」参照)	有責と判断する監査役候補者
監査役または社外監査役の減員については、その理由が明確かつ合理的でない場合 なお、例えば以下のような場合には賛成する ・全員が社外監査役である状態から、1名を社内監査役へ交替することにより、社外監査役が減少する場合	監査役 (含む補欠監査役) 候補者全員

② 社外監査役を選任

候補者が社外監査役である場合、独立性に問題がないか、取締役会及び監査役会への出席は十分か、等の観点から検討し、以下に該当する場合は、当該候補者に原則反対します。

独立性について問題があると判断する場合
社外取締役と同基準 (「(1)取締役の選任 ②社外取締役の選任」参照)

出席率について問題があると判断する場合	
取締役会、監査役会への出席率が3/4未満である場合	
<p>なお、例えば以下のような場合には賛成する。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・欠席の理由がやむを得ないものであり、今後の出席に問題ないと判断される場合 ・欠席が1回のみの場合 	

(3) 定款変更

定款変更が株主価値を毀損すると判断する場合には、原則として反対します。

問題があると判断する場合	
配当授権	剰余金の配当等の決定権限を取締役会に授権する定款変更について、株主総会による決議を排除するよう定める場合
発行可能株式数	買収防衛目的のもの、また特段の理由のない過大な発行可能株式総数の拡大（既存株を3割以上拡大し、かつ拡大後の株に対する発行済み株数の使用率が1/3以下の場合）
取締役任期	取締役の任期を長期化する場合
決議要件加重	取締役解任、合併・買収等の決議要件について、会社法で定められた以上に加重する場合

問題がないと判断する場合	
機関設計	指名委員会等設置会社制度または監査等委員会設置会社制度の導入の場合
責任限定契約	役員等の責任の一部免除、取締役（業務執行取締役等であるものを除く）、会計参与、監査役又は会計監査人の責任限定契約

(4) 剰余金の処分

剰余金の処分に当たっては、株主利益を損なうものであってはならず、内部留保とのバランスを保ちつつ将来的な企業価値増大に寄与するものであることが重要と考えます。なお、配当等については、当該企業の財務状況等を考慮し判断します。

このような観点から以下に該当する場合は、原則反対します。

問題があると判断する場合	
過剰配当	以下のいずれかの場合 ・過去3期連続赤字かつ有配 ・当期利益赤字かつ増配 ・配当性向200%超かつ増配 ただし、財務体質が強固であり配当を実施しても問題がないと判断する場合は賛成する
過少配当	自己資本利益率(ROE)の過去3年平均および直近が8%未満で、内部留保の必要性が低く(自己資本比率50%以上)、総還元性向が30%未満の場合 以下の場合には内部留保の必要性があると判断する ・投資計画等、内部留保の用途について、明確に説明がなされている場合 ・過去3期間に当期利益赤字がある場合

剰余金処分に反対であるが、配当等の決定権限を取締役に授権しており株主総会の議案として提案されない場合は、代表取締役の再任に反対します。

(5) 役員報酬等

① 役員報酬等

役員報酬等については、業績とのバランス、企業価値向上を図るインセンティブとしての効果、不祥事の発生有無等を勘案し判断します。

イ. 役員報酬枠の増額、役員賞与の支払い

以下に該当する場合は、原則反対します。

問題があると判断する場合	
不祥事	不祥事の発生により経営に重大な影響が出ていると判断する場合
業績	過去3期連続赤字決算または過去3期連続で自己資本利益率（ROE）が一定水準（5%）を下回る場合
対象者	賞与支払い対象者に社外取締役・監査等委員である取締役、監査役が含まれる場合

ロ. 退職慰労金の贈呈

退職慰労金の贈呈議案については、原則反対します。

② 株式報酬制度ストックオプション等

株式報酬制度やストックオプション等の導入に係る議案については、将来的な企業価値増大への寄与等を勘案し判断します。

以下に該当する場合は、原則反対します。

問題があると判断する場合	
希薄化	株式価値が大幅に希薄化（潜在的希薄化比率が発行済株式総数の5%を超える場合、役員報酬枠として上程される場合は年間の希薄化率が1%を超える場合）し、株主利益の減少となることが懸念される場合
対象者	監査役、社外者（子会社の役職員は対象者として妥当）などに付与する場合
行使条件	<p>行使条件がインセンティブ効果を高める設計となっていない場合</p> <ul style="list-style-type: none"> ・行使や売却可能期間が退任後に限定されている ・付与後2年以上据置期間がある ・特定の業績達成を条件としている ・ストックオプションの場合、行使価格が時価以上である <p>上記のいずれかの条件を満たせば、インセンティブ効果を高める設計と判断する</p> <p>また、ストックオプションに関し、未行使分の行使価格を引き下げる場合</p>

(6) 企業の財務戦略・事業内容の変更

以下に該当する場合は、原則反対します。

問題があると判断する場合	
株式発行	株式発行の目的・理由が不明確な場合
合併等	合併、事業譲渡・譲受、会社分割等の議案において、合併比率、譲渡・譲受価格、分割による新株の割当比率等につき、第三者による算定根拠が示されていない場合

(7) 買収防衛策

事前警告型買収防衛策（ライツプラン）について、以下に該当する場合は原則反対します。

なお、問題があると判断される買収防衛策が株主総会の議案として提案されずに、導入・継続される場合は、代表取締役の再任に反対します。

問題があると判断する場合	
取締役会の構成	独立性のある社外取締役が取締役総数の過半数を占めていない場合
導入の必要性	導入・継続について合理的な説明がない場合

いわゆる有事において導入される買収防衛策については、上記の基準に依らず、個別に検討の上判断します。

(8) 株主提案

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に個別に判断します。

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します。

(定款の変更を求める提案)

- ・ **会社裁量に関わる事項の定款への記載を求める議案は、定款への記載が機動的かつ迅速な業務執行や方針変更の重大な支障となり企業価値を毀損する虞が生じることから適切でないと考えますが、会社の重要な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は賛成します。**
- ・ サステナビリティに関する情報開示の充実を促す株主提案については、その考え方に原則賛同しますが、上記のとおり議案判断にあたっては、提案内容、および企業の取組状況等を考

慮します。

- ・役員報酬に関する開示を求める議案の場合、会社側の対応として独立社外取締役が過半数を占める報酬委員会が報酬の決定に関与しているかを考慮します。
- ・相談役・顧問制度の廃止を求める議案の場合、会社側の対応として独立社外取締役が過半数を占める指名委員会がその選任プロセスに関与しているかを考慮します。

(役員を選解任を求める提案)

- ・当社の選任基準を満たさない役員を選解任を求める提案には、原則賛成します。
- ・役員を選任や交代を求める提案については、当該企業のコーポレートガバナンス等を踏まえ、選任や交代が株主価値向上に資すると判断される場合には原則賛成します。
- ・株主提案の候補者が社外役員である場合、独立性の判断においては役員届の提出有無に関わらず実質的に判断を行います。

(株主還元を求める提案)

- ・株主還元を求める提案については、過剰な資本を有し、株主提案の配当や自己株式取得を実施しても財務の健全性上問題なく、資本効率性が向上することで企業価値向上に資すると考えられる場合、原則賛成します。

(調査委員会等の設置を求める提案)

- ・調査委員会等の設置を求める提案については肯定的に判断しますが、調査の必要性和会社の取組状況、株主提案の内容が業務執行に与える影響等を考慮し判断します。

(9) その他

以下に該当する場合は、原則反対します。

問題があると判断する場合	
会計監査人	会計監査人の変更が、正当な理由ではないと判断する場合
財団法人等への 自己株式抛却	安定株主対策として利用される懸念がある場合や大幅な希薄化が生じる場合等、不適切と判断する場合。具体的には、以下の基準で判断する
	・<希薄化> 自己株式の処分による希薄化率が発行済株式総数に対し1%超の場合
	・<財務・業績> 当該スキームにより財務体質が著しく悪化する場合。処分を決議した日が属する決算期または処分予定日が属する決算期の経常利益もしくは当期利益が赤字の場合
	・<議決権> 原則、抛却される自己株式の議決権行使が不行使でない場合
情報開示	株主総会で諮られる議案について、議案判断に必要な情報開示が不十分であると認められた場合

また、以下に該当する場合は、取締役選任議案に反対することも検討します。

問題があると判断する場合	
企業との対話	企業の課題と考えられるテーマについて対話等で継続して改善を求めたにも関わらず、特段の理由もなく改善の動きが見られない場合 例 ・取締役の選任の「業績基準」に関して、対話の結果、資本コストの意識した経営に対する取組みが不十分と判断した場合 ・気候変動・人権/ダイバーシティなどサステナビリティに関する企業にとって課題と考えられる事項、特に気候変動について、対話で改善を求めたにも関わらず、企業の取組みが不十分と判断した場合

その他の議案については、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に判断します。

4. 議決権行使に係る今後の取り組み

弊社は、中長期的な企業価値向上の観点から以下の認識を持っており、企業との対話等を通じて認識の共有を図って参ります。

- ・ 上場企業において PBR1 倍割れが常態化しているケースも見受けられます。

PBR1 倍割れは、株主資本コストを上回る ROE を達成できていない、あるいは成長性が株式市場から評価されていない目安となっています。PBR は、理論上は、 $PBR = ROE \times PER = ROE / (\text{株主資本コスト} - \text{期待収益率})$ であるため、PBR を高めるためには、ROE を高めることや株主資本コストを下げる必要があります。言い換えれば、ROE が改善したとしても、それが短期的なものに留まり持続性が伴わなければ、将来の不確実性の高まりに対する懸念から株主の要求利回りは上昇（資本コストが上昇、PER が低下）し、PBR は改善しません。弊社では「取締役の選任」の基準の一つとして業績（ROE）基準を設けるとともに、併せて株主資本コストについても対話させていただきたいと考えています。

株主資本コストについては、その推計手法が複数あるため、投資家と企業で認識する資本コストの水準に相違があり、その結果、目標とする ROE 水準も投資家と企業の間で差が生まれている場合もあります。例えば代表的な手法である CAPM は、勿論、理論的には正しいのですが、過去のデータを用いるため、投資家の目線と異なっている場合があります。そこで弊社では、三菱 UFJ トラスト投資工学研究所（MTEC）と協働で残余利益モデルをベースに「資本コスト GAP モデル*」を開発し、株主資本コストを推定しています。この「資本コスト GAP モデル」では、可能な限り過去データに依存せず、現在及び将来の期待値の情報に基づき、「株価」から逆算されるインプライド株主資本コストを株主資本コストとして算出しています。また、その資本コストを様々なプレミアムまたはディスカウント要因に分解しており、これらに基づき、企業が取り組むべき経営課題について継続的に対話をさせていただきたいと考えております。業種によっては構造的な要因が考えられるケースもありますが、そのような場合であっても、ビジネスモデルの変革や事業ポートフォリオの入替も含めた経営の取組みを進めていただきたいと考えています。当モデルを活用した対話により投資家が求める資本コストの水準感に関しては共有が図られてきたと感じていますが、今後は企業が取り組むべき課題の議論など、より企業価値向上に資する対話を行わせていただきたいと考えております。まずは、ROE8%や PBR1 倍以上を求めますが、それで十分というのではなく、継続的に株主価値向上を目指していただきたいと考えています。

(*「資本コスト GAP モデル」の詳細は、弊社「スチュワードシップ活動報告書 2023」の 42~44 ページをご覧ください https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/stewardship_2023.pdf)

- ・ 弊社では、経営資源の配分や事業ポートフォリオに関する戦略の実行を含めて、企業の持続的成長のため、取締役会の経営執行の監督機能を従来以上に強化していただきたいと考えますが、実効性の高い監督のためには独立した客観的な立場から多様な議論を行うことが必要と考えます。そのためには独立社外取締役の果たす役割は重要であり、独立社外取締役が少なくとも取締役会の 1/3 以上占めることが必要と考えています。これは、プライム市場に上

場する企業だけでなく、全ての上場企業にとって必要なことと考えています。

独立社外取締役が 1/3 以上存在すれば、それで十分というのではなく、経営戦略を実行するために必要な知見や能力を備えた多様な人材で構成されることが重要です。取締役会は他社での経営経験を有する人材を含むとともに、ジェンダーや国際性、職歴、年齢などの観点から多様な人材で構成されることが望ましいと考え、弊社では今般ジェンダーの観点から議決権行使基準で女性取締役の選任を求めています。ただし、女性取締役を 1 名選任すれば十分というのではなく、今後はガバナンス体制の高度化に向けた取締役会の構成について議論をさせていただきたいと考えています。

なお、ジェンダーについては、女性活躍推進などの観点から取締役会構成だけの問題ではなく、従業員各層における活躍がより重要であると考えられます。この取り組みについても対話をさせていただきたいと考えています。

また、親会社を持つ上場子会社においては、特に親会社との利益相反が懸念されるため、他の会社以上にガバナンス体制の強化が必要と考え、独立社外取締役が取締役会の過半数を占めることが必要と考えています。

- ・ 社長、CEO 経験者の相談役・顧問については、その存在の有無を含め、詳細に開示することを求めます。また、その選任や報酬の決定にあたっては、独立社外取締役を中心とした委員会を活用することなどが望ましいと考えます。
- ・ 株式の政策保有は、非効率な資本管理、経営に対する規律の低下に繋がる懸念があり、縮減を進めるべきと考え、政策保有株式に関して議決権行使基準を導入しています。政策保有株式の純投資への区分変更に関しては、今後、有価証券報告書における純投資目的に関する開示が強化されることから、従来以上に保有目的や縮減に向けた取組みを確認させていただきたいと考えています。なお、株式の政策保有については保有している側だけでなく、保有を求めている側にも問題があると考えます。
- ・ 取締役の役員報酬については、中長期的な企業価値向上に対するインセンティブが働く体系であることが望ましく、取締役の役割に応じた「固定報酬」、「短期業績連動報酬」、「中長期的な企業価値向上に連動する報酬」の適切なバランスが重要と考えます。このバランスに対する考え方、および各々の目標となる指標についての開示を求めます。

以 上