



議決権行使におけるいちごの誓約

2018年4月2日

わが国のガバナンス改革は、日本企業の生産性向上と産業競争力強化において、非常に重要な役割を果たしており、数多くの上場企業が、自社の持つ「価値と可能性」を再考し、真の価値創造経営に向けて、力強く改革を推進しておられます。そして本年は、6月の実施を目途に「コーポレートガバナンス・コード」の改訂が予定されています。2017年に改訂された「スチュワードシップ・コード」との2つのコードにより、わが国のコーポレート・ガバナンスがより実質へと深化を果たし、日本の価値創造を支え、未来へつなぐ、更なる好循環がもたらされるものと期待しております。

我々は、企業理念である「いちごの三方よし」の下、インベストメント・チェーンの一端を担う機関投資家として「投資先企業のために 顧客のために 日本のために」これからも力を尽くして参ります。そして、スチュワードシップ・コードの精神に心より賛同し、投資先企業の企業価値創造と持続的成長に資するよう、株主としての責務を果たし、日本社会へ貢献すべく、以下の三点をお約束いたします。

1：建設的な対話

私どもは長期的視点から企業価値を考え、エンゲージメントを行う投資家として、これからも我が国の歴史や文化に根差した企業と機関投資家の関係を尊重し、日本らしいエクセレンスを備えたコーポレート・ガバナンスの推進に力を尽くして参ります。創業よりの企業理念である「一期一会」の精神に基づき、投資先企業の皆様に対する深い理解と、建設的かつ高質な対話を可能にする実力を備えることに努め、エンゲージメントを通じて投資先企業の皆様との相互理解を深め、強い「絆」を築いていけるよう最大限の努力を払って参ります。

2：全ステークホルダーに資する価値創造のための議決権行使

企業の存在意義は社会貢献であり、私どもの存在意義は「社会貢献投資家」として日本の発展と国民の皆様のご幸福に寄与することです。上場企業は、正当な利益の創出とともに社会的責任も有しています。ESG（環境・社会・ガバナンス）の重要性は急速に浸透しつつありますが、企業が持続的成長を果たすには、将来の事業リスクを低減するとともに持続可能性（サステナビリティ）と成長力を支える ESG への積極的な取り組みが不可欠です。企業のステークホルダーの中で議決権行使の権利を有しているのは株主のみです。我々は、すべてのステークホルダーとの Win-Win の関係を重視するとともに、ESG の各要素にも最大限の配慮を払い、「すべてのステークホルダーのための価値創造」と「日本全体の成長への貢献」の観点から議決権行使を行うことで株主責任を果たしてまいります。

3：中長期的な持続的成長を支援

私どもの使命は、投資先企業の皆様との「対話」を何よりも大切にし、Open Mind と Open Heart で企業理解と関係構築に努め、前向きな改革を全面的にサポートすることです。スチュワードシップ・コードの原則 5 では「機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。」と示されています。我々はこの趣旨に則り、議決権行使は基本的に個別判断とし、すべての議案は投資先企業の皆様とのご相談の上で権利行使をさせていただきます。投資先企業の皆様からの各議案に対する事前のご説明は随時承るとともに、議決権行使に際しては可能な限りのディスカッションを重ね、相互理解に努めた上で判断させていただくことをお約束いたします。



いちごの議決権行使重点項目：2018年

【1. 価値創造経営の実行①：株価純資産倍率（PBR）の向上】

株価純資産倍率（以下 PBR）は企業の資産価値（解散価値）に対する株価評価指標の一つですが、企業の本来の価値は、純資産価値に加え、企業価値創造の源泉である事業価値と人財価値からも創出されます。

$$\text{企業価値} = \text{資産価値} + \text{事業価値} + \text{人財価値}$$

国際統合報告評議会（IIRC）¹では、企業の成功は多様な「資本」に支えられているとして、「財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本」の6つの資本が具体的に示されています。財務資本を「資産価値」とすれば、それ以外の5つの資本は非財務資本であり、この財務資本と非財務資本の合計が企業価値であると言えます。そしてこの非財務資本とは、上記における「事業価値」と「人財価値」と言い換えることもできると考えます。

本来 PBR は、この財務資本（資産価値）に非財務資本（事業価値+人財価値）である市場付加価値を加算した数値に中長期的に収斂していくべきですが、一定期間に亘り PBR が1倍を下回るということは、何らかの理由でそれらの価値が割り引かれて株価に反映されていることを意味します。確固たる事業基盤や優れた競争優位性を有しながらも、長年に亘って PBR が1倍を下回る状況は、資産価値だけでなく、これまで培ってきた事業力と長年企業に勤めてきた従業員の皆様の価値をも株式市場から十分に評価されていないと捉えることもできます。

私どもは、株主価値の視点から価値創造経営の指標の一つとして「PBR1倍以上」を議決権行使基準として重視し、以下に挙げるいずれの基準も満たされていない場合は、心苦しい限りではございますが、原則として代表権を有する取締役の選任に対して反対票を投じます。ただし、外部環境における特殊要因や突発的事象に起因する PBR の低下には十分配慮させていただくとともに、事前に投資先企業の皆様とご相談を重ねさせていただいた上で行使判断をさせていただきます。

PBR 基準の達成もしくは改善基準

1. 株主総会開催月の前月末から遡って過去3年間の月次平均 PBR²が1倍以上
2. 株主総会開催月の前月末から遡って過去3か月間において、いずれか1ヶ月間の日次平均 PBR が1倍以上
3. 株主総会開催月の前月末株価を基準とした PBR が、前年同月末比 0.05 以上向上³
4. 単年度で 0.05 以上の PBR 向上の実現に向けた、合理的かつ説得性のある経営方針の策定

¹ 英国拠点の民間非営利法人「国際統合報告評議会（IIRC）」による「国際統合報告フレームワーク」

² 1株当たり純資産は各月末の直近四半期数値を使用

³ 損失等の資本減少の場合を除く



【1. 価値創造経営の実行②：株主資本利益率（ROE）の向上】

上場企業には、株主から信託された大切な資産を守り育てていく責務があり、その実現には価値創造経営が必要不可欠です。「株主資本利益率（以下 ROE）」はその言葉が示す通り、株主が経営者の方々に託した資本に対しての収益性（資本生産性）を表す指標です。

経済産業省が 2014 年 8 月に公表した「伊藤レポート：持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」では、持続的な企業価値は企業と投資家による「協創」によって実現されるとし、資本主義の根幹を成す株式会社が持続的に事業活動を行い、企業価値を生み出すための大原則は、中期的に資本コストを上回る ROE を上げ続けることであるとした上で、「価値創造企業」として最低限 8% を上回る ROE の必要性について提言しています。

個々の企業の資本コストの水準は異なるが、グローバルな投資家から認められるにはまずは第一ステップとして、最低限 8% を上回る ROE を達成することに各企業はコミットすべきである。もちろん、それはあくまでも「最低限」であり、8% を上回ったら、また上回っている企業は、より高い水準を目指すべきである。

(伊藤レポート、最終報告書、6 ページより抜粋)

私どもは、株主価値の視点から価値創造経営の指標の一つとして ROE を採用するとともに、本レポートの提言に準じ、我々の議決権行使においても「**ROE8%以上**」を議決権行使基準として重視とさせていただきます。以下に挙げるいずれの基準も満たされていない場合は、心苦しい限りではございますが、原則として代表権を有する取締役の選任に対して反対票を投じます。ただし、外部環境における特殊要因や突発的事象に起因する ROE の低下には十分配慮させていただくとともに、事前に投資先企業の皆様とご相談を重ねさせていただいた上で行使判断をさせていただきます。

ROE 基準の達成もしくは改善基準

1. 直近終了事業年度を含む過去 3 年間の平均 ROE が 8% 以上
2. 直近終了事業年度の ROE が 8% 以上
3. 直近終了事業年度の ROE が前年比で 0.5%¹ 以上向上
4. 単年度で 0.5%¹ 以上の ROE 向上の実現に向けた、合理的かつ説得性のある経営方針の策定

¹ 数値で 0.5% 以上の向上



【2. 株主との意識の共有と経営の透明性の確保：独立社外取締役の複数選任】

「コーポレートガバナンス・コード」で示されている通り、独立社外取締役の責務の一つは、「経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること」です。これは、独立社外取締役が株主の代表であることを意味しています。

コーポレートガバナンス・コードの原則 4-8 では、「独立社外取締役を少なくとも 2 名以上選任すべきである」と明示されるとともに、業種・規模・事業特性・機関設計・会社を取り巻く環境等を総合的に勘案した 3 分の 1 以上の独立社外取締役の選任についても言及されています。また、2017 年 6 月総会以後、2 名以上の独立社外取締役を選任している一部上場企業は 88.0% となり¹、もはや複数名の独立社外取締役の選任は日本の上場企業のスタンダードであると言っても過言ではありません。

私どもも、独立社外取締役が本来の役割を十分に果たすには、取締役会において複数名の独立社外取締役が必須であると考え、我々の議決権行使基準においても、「2 名以上の独立社外取締役の導入」を議決権行使基準とさせていただきます²。

尚、独立社外取締役の複数選任に関しましても PBR および ROE 基準と同様、特殊要因や突発的事象などの個別要因は十分に配慮させていただきます。

また、取締役会の実効性と透明性確保を目的として、以下の事項についても推奨させていただきます。

独立取締役と投資家・株主との対話の推進：独立社外取締役は、株主の代表として株主総会で承認され、透明・公正なコーポレート・ガバナンスの実践と中長期的企業価値向上に貢献することが期待されています。株主との意識の共有を目的として、投資家・株主からの対話の場の設定依頼には合理的な範囲で定期的に対応することも重要と考えております。

上場企業経営の経験者の独立社外取締役への選任：上場企業の経営には、すべてのステークホルダーのための価値向上経営を実践する責任が伴います。同じ職責を背負い長年経営に携わってこられた上場企業の経営経験者の知見を活用することは、企業にとって大変有益であり、また、日本の人的ストックの有効活用という観点からも重要だと考えます³。

1 東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び委員会設置状況」（2017 年 7 月 26 日公表）

2 独立社外取締役の独立性基準は、東京証券取引所が定める基準に準じますが、コーポレートガバナンス・コードの原則 4-9 に示されているように、「独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準」の策定・開示と、「取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できる人物を独立社外取締役の候補者として選定する」ことが望まれます

3 経済産業省が 2017 年 3 月 31 日に公表したコーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGS ガイドライン）では、「3.2. 社外取締役の活用に向けて」において、「社外取締役のうち 1 名は、経営経験を有する社外取締役を選任することを検討すべきである。」と明記



【その他のいちごよりのお願い】

我々の株主総会における議決権賛否に直接的な影響はないものの、以下の事項についてもご検討をいただけますと幸いです。

相談役・顧問制度：株主によって選任されることのない相談役・顧問による現経営陣への、不当な影響力の行使が懸念されています。相談役・顧問制度に関する具体的な方針の策定と、人数、役割、処遇（報酬等）などについての積極的な開示は、経営の透明性の向上に繋がります¹。

アセット・オーナーとしての企業年金基金のステュワードシップ・コードへの賛同：日本経済の持続的成長には、企業の稼ぐ力の向上と、投資家の中長期視点による投資活動の相乗作用がもたらす好循環が必要不可欠です。そのためには、企業年金基金の皆様インベストメント・チェーンの最上位に位置するアセット・オーナーとしての立場を再認識していただくこと、そして、アセット・オーナーとしての高い倫理観に基づいた、年金加入者・受給者の皆様に資する適切な運用方針とガバナンスが必要であると考えます。我々は、従業員の皆様の未来を守り、フィデューシャリー・デューティーを果たすための、企業年金基金のステュワードシップ・コードへの賛同を期待いたします。

指名委員会・報酬委員会の設置と、独立性を担保するための同委員会の独立社外取締役の過半数選任：経営トップを含む取締役の「指名」と「報酬」の透明性と公正性の確保はガバナンスの要諦です。コーポレートガバナンス・コード補充原則 4-10①には、「独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会の設置により、指名・報酬など重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべき」と示されています。加えて、改訂「コーポレートガバナンス・コード」では、任意諮問委員会の「独立性」がさらに明記される予定です。現在、東証一部上場企業のうち、690社（約33%）²が指名もしくは報酬に関わる諮問委員会の任意設置を行っていますが、その構成員は必ずしも独立社外取締役が過半を占めるには至っていません。ガバナンスの実効性が注視される中、独立性と客観性を担保するための指名委員会・報酬委員会の設置、および同委員会への独立社外取締役の過半数選任が重要と考えます。

政策保有株式の縮減と、招集通知の事業報告書類での当該年度末時点の政策保有株式保有状況の開示：政策保有株式の最大の問題は、①資本効率の低下と株価変動による財務不安定化、②議決権行使を通じた監視機能の形骸化と利害関係者株主（いわゆる安定株主）による少数株主の権利の侵害です。政策保有株式の個社および社会的な弊害についてご考慮いただくとともに、段階的な縮減を強く希望いたします。

また上記の観点から、政策保有株式の保有状況は取締役選任の検討材料となるため、株主総会招集通知の添付書類である計算書類及び事業報告において、当該会計期末の保有状況を開示することが望ましいと考えます。政策保有株式はコーポレート・ガバナンス上の大きな論点であり、有価証券報告書での開示を待たずに株主総会関連報告の一部として保有状況を開示することは、透明性高くガバナンスの効いた上場企業としての真摯なご姿勢を示すことに繋がります。

¹ 2018年1月1日以降、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」では「代表取締役等を退任した者の状況」の記載が義務付けられました。これは、経済産業省の『コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）』、および『未来投資戦略2017』を踏まえての流れですが、義務付けられた記載内容のみならず、「相談役・顧問に関する具体的な方針」の策定・開示、および相談役・顧問に類似した役職についても同様の開示が望まれます

² 2018年3月30日までに提出された各社のコーポレート・ガバナンス報告書に基づく。法定委員会を設置する指名委員会等設置会社60社を加えると、東証一部では750社（約36%）が委員会を設置