

## 議決権（国内株式）の指図行使基準

楽天投信投資顧問

2022年2月改定

## 議決権の指図行使基準

日本株式に係る個別議案の議決権の行使にあたっては、原則として以下に定めた基準に基づき、賛否の判断を行います。

但し、投資先企業の状況や当該企業とのエンゲージメントの内容等を踏まえた上で、企業価値の向上や株主利益の拡大に資すると判断した場合には、原則と異なる判断を行うことがあります。

### 【本指図行使基準において使用する各種の基準】

#### (1) 業績(ROE)基準

ROE が TOPIX 構成銘柄全体の上位 75%タイル水準以上

#### (2) 配当基準

配当性向が 30%以上

#### (3) 株価基準

当該年度の株価パフォーマンスが TOPIX 構成銘柄全体の上位 75%タイル水準以上

#### (4) キャッシュリッチ基準

総資産に対するネットキャッシュ（現預金＋短期有価証券－借入金等）の比率が 30%以上

#### (5) 社外役員等に係る独立性基準

以下のいずれかに該当する場合、独立性基準に抵触するものとみなします。

- ① 取引所に対して独立役員として届出もしくは届出予定でないもの
- ② 主要な株主（10.0%以上の株主）の出身者
- ③ 在任期間が長期（12年以上在任）
- ④ その他、上記に関わらず、明らかに独立性に疑義がある場合

### 【独立性基準の補足規定】

- ・独立性基準を満たしているにもかかわらず独立役員届出を行わないことについて、エンゲージメント等を通じて合理的な説明が得られた場合は、独立性を認めます。
- ・主要な株主の出身者等に係るクーリングオフ期間（出身元からの独立性を認定する期間）を退職後 3 年と設定します。
- ・当該企業が経営再建等の状況下においては、経営基盤の建て直しを優先すべく、社外役員の独立性要件の適用は個別に判断します。
- ・在任期間が長期であることについて、エンゲージメント等を通じて合理的な説明が得られた場合は、独立性を認めます。
- ・社外役員の相互就任関係については独立性に疑義があるため、その合理性について明確な説明が必要と考えます。

#### (6) 不祥事基準

原則として以下の行為のうち、当該企業の組織的関与が認められる 場合を 不祥事とします。

- ・独占禁止法、贈収賄 等の法令違反
- ・不適切会計、決算遅延
- ・不正検査やデータ改ざん等の不適切行為により、経営上影響が発生している場合
- ・社会的に妥当性が認められない行為により会社の社会的信用が失墜している場合

- ・重大なガバナンス不全が認められる場合
- ・その他、社会や環境に深刻な影響をもたらす行為

## 1. 取締役会の構成、取締役の選任

### 【議案に対する考え方】

取締役会は、企業経営を司る機関として迅速かつ適切な経営判断が下せるメンバーで構成されるとともに、執行と監督の機能を分離し、経営監督機能を適切に果たしていくべきと考えます。

取締役会は、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、適切な知識、経験、能力を全体として備え、多様性を考慮した構成とされるとともに、適切な資質を有する独立社外取締役が一定比率以上の割合で選任されるべきであると考えます。社外取締役は、その役割を適切に執行するために、過度に兼務社数を増やすべきではないと考えます。また、取締役会の規模は、企業の経営戦略の遂行等に関する意思決定が効果的かつ効率的に行われる人数に維持されることが望ましいと考えます。

### 【行使の原則】

(1) 以下のいずれかに該当する場合、原則として反対します。

#### ① 取締役会の構成

- ・企業規模や事業範囲の観点から、取締役員数が適正性を欠くと判断される場合
- ・合理的な理由なく、取締役員数の大幅な変動がある場合
- ・一定比率以上の独立社外取締役<sup>\*1</sup>が置かれていない場合
- ・親会社等を有する企業<sup>\*2</sup>において、独立社外取締役が取締役総員数の過半数でない場合  
(\*1 取引所に独立役員として届出もしくは届出予定である取締役。本項において以下同様。)  
(\*2 コーポレートガバナンス報告書における、親会社または支配株主を有する企業。本項において以下同様。)

#### ② 取締役の選任

- ・在任期間中に業績や資本効率、株価が中長期的に低迷している場合
- ・企業価値に影響を及ぼす不祥事が発生した企業において、当該不祥事に関与または監督責任があると判断される場合

#### ③ 社外取締役の選任

- ・独立性<sup>\*3</sup>が認められない場合  
(\*3 (5)社外役員等に係る独立性基準。本項において以下同様。)
- ・過去の出席状況から業務の遂行に懸念がある場合

(2) サステナビリティ、人材の多様性、企業統治などの ESG 諸問題に重大な課題を抱える企業について、エンゲージメント等を通じて合理的な説明がなされず、かつ状況に改善がみられない場合、反対することも検討します。

【行使判断基準】

議案内容	原則基準	例外基準
取締役会の構成	① 取締役の総員数が 20 名を超える場合、取締役選任に反対	・ 過去の業績推移、現在の事業規模・業務範囲及び今後の事業計画・ビジョン等から、適正だと判断される場合は、賛成
	② 取締役員数の増加が著しい(10 名未満から+50%超、もしくは 10 名以上から+30%超場合、取締役選任に反対	・ 合併、吸収等の合理的な理由がある場合は、賛成 ・ 指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社への移行に伴うものである場合は、賛成
	③ 独立社外取締役 <sup>*1</sup> が複数かつ取締役総員数の 1/3 以上でない場合、取締役選任に反対 (* <sup>1</sup> 【行使の原則】に記載のとおり)	・ 経過的措置として、複数の独立社外取締役を置いている企業について、業績(ROE)基準において、中長期的な企業価値向上に支障が出ていないと判断される場合は、賛成(2022 年 3 月総会まで適用) ・ プライム市場以外の市場に上場している場合、複数の独立社外取締役を置いている企業は、賛成(2022 年 4 月総会から適用)
	④ 親会社等 <sup>*2</sup> を有する企業において、独立社外取締役が取締役総員数の過半数でない場合、取締役選任に反対 (* <sup>2</sup> 【行使の原則】に記載のとおり)	・ 大株主の持株比率が 50%以下で親会社や支配株主に該当しないケースで、実質的な支配権により一般株主の利益保護が懸念される場合は、反対
取締役の選任	⑤ 3 期連続で営業赤字の場合、3 年以上在任の取締役選任に反対	・ 基準未達の要因が、経営者要因でない場合（不測の天災の発生など）、または将来の企業価値向上に向けた構造改革費用等の計上によるものと判断される場合は、賛成
	⑥ 3 期連続で業績(ROE)基準を満たさない場合、3 年以上在任の取締役選任に反対	・ 基準未達の要因が、経営者要因でない場合（不測の天災の発生など）、または将来の企業価値向上に向けた構造改革費用等の計上によるものと判断される場合は、賛成 ・ 過去の業績推移や今後の事業計画等から、基準達成の蓋然性が高いと判断される場合は、賛成

		・ エンゲージメント等を通じて、株主価値向上に向けた積極的な取り組みが確認できた場合は、賛成
	⑦ 3年度連続で株価基準を満たさない場合、3年以上在任の取締役選任に反対	・ 基準未達の要因が、経営者要因でない場合（不測の天災の発生など）は、賛成
	⑧ 不祥事に関与または監督責任等があると判断される取締役の選任に反対	
	⑨ 監査役総員数が8名超の場合、取締役選任に反対	
	⑩ 監査役選任議案において、監査役総員数が2名以上減員または社外監査役が2名以上減員となる場合、取締役選任に反対	・ 指名委員会等設置会社や監査等委員会設置会社への移行や、その他合理的な理由がある場合は、賛成
	⑪ 取締役会決議で決定された剰余金処分が本指図行使基準5（剰余金処分・株主還元）に定めた行使判断基準に抵触する場合、取締役再任に反対	
	⑫ 買収防衛策について、株主総会の決議によらず導入、更新が行われる場合、取締役選任に反対	
社外取締役選任	⑬ 独立性基準 <sup>*4</sup> を満たさない社外取締役の選任に反対 (*4 (5)社外役員等に係る独立性基準)	
	⑭ 取締役会、監査委員会、または監査等委員会への出席率が75%未満、または確認できない場合、当該社外取締役の再任に反対	・ 欠席の理由がやむを得ない事情によるものと判断される場合は、賛成

## 2. 監査役の選任

### 【議案に対する考え方】

監査役会は、取締役の職務執行を監視・監督する機関として十分機能するよう構成・運営されるべきであると考えます。

社外監査役は、真に経営の監督機能が高められるよう、企業から独立しているべきであると考えます。社外監査役には一定率以上の取締役会及び監査役会への出席を通じた適正な職務遂行を求めます。

また、監査役会の規模は、意思決定が効果的かつ効率的に行われる人数に維持されることが望ましいと考えます。

### 【行使の原則】

以下のいずれかに該当する場合、原則として反対します。

#### ① 監査役会の構成

- ・企業規模や業務範囲の観点から、監査役員数が適正性を欠く場合（取締役の選任に反対）
- ・合理的な理由なく監査役が大幅に減員された場合（取締役の選任に反対）

#### ② 監査役の選任

- ・企業価値に影響を及ぼす不祥事が発生した企業において、当該不祥事に関与または監督責任があると判断される場合

#### ③ 社外監査役の選任

- ・独立性が認められない場合
- ・過去の出席状況から業務の遂行に懸念がある場合

### 【行使判断基準】

議案内容	原則基準	例外基準
監査役選任	① 不祥事に関与または監督責任等があると判断される監査役の選任に反対	
社外監査役選任	② 独立性基準*を満たさない社外監査役の選任に反対 (* (5)独立性基準は別途記載の通り)	
	③ 取締役会または監査役会への出席率が75%未満、または確認できない場合、当該社外監査役の再任に反対	・ 欠席の理由がやむを得ない事情によるものと判断される場合は、賛成

## 3. 役員報酬・役員賞与・退職慰労金

### 【議案に対する考え方】

役員報酬等については、企業業績や株主価値の最大化という目標と整合性があり、また、インセンティブとしての効果等の観点から適正な水準・内容とするべきであると考えます。

### 【行使の原則】

以下のいずれかに該当する場合、原則として反対します。

#### ① 役員報酬・賞与

- ・役員報酬額が当該企業の業績や社会的常識から判断して明らかに妥当でないと判断される場合
- ・会社業績や資本効率、株価が中長期にわたり低迷している企業において、明確な理由のない役員賞与の支給や役員報酬額の増枠を行う場合
- ・社外取締役、監査等委員である取締役、監査役、または社外監査役に賞与支給を行う場合
- ・不祥事が発生した企業において、合理的な理由なく役員賞与の支給や役員報酬の増枠を行う場合

#### ② 退職慰労金

- ・退職慰労金については、年功的な性格が強く、中長期的な企業価値の向上や株主利益の最大化という目標と整合的でないため、原則として反対します。なお、功労金や弔慰金についても同様の基準に基づき判断します。

【行使判断基準】

議案内容	原則基準	例外基準
役員報酬・役員賞与	① 3期連続営業赤字の場合、役員報酬増額および賞与支給に反対	・社外役員の増員等、明確な理由がある場合は、賛成
	② 3期連続で業績(ROE)基準を満たさない場合、役員報酬増額および賞与支給に反対	
	③ 3期連続で株価基準を満たさない場合、役員報酬増額および賞与支給に反対	
	④ 役員賞与の支給対象者に、社外取締役、監査等委員である取締役、監査役、または社外監査役が含まれる場合、反対	
	⑤ 不祥事に関与または監督責任等があると判断される役員が含まれる場合、役員報酬増額および賞与支給に反対	
退職慰労金	⑥ 退職慰労金を支給する場合、反対	

4. 業績連動報酬、株式報酬、ストックオプション

【議案に対する考え方】

役員報酬等については、企業業績や株主に対する利益配分と整合性があり、また、インセンティブとしての効果等の観点から適正な水準・内容とするべきであると考えます。なお、業績連動報酬制度や株式報酬制度については、中長期的な株主価値向上のインセンティブとして適切な制度であることを求めます。

【行使の原則】

以下のいずれかに該当する場合、原則として反対します。

- ・付与対象者に、社外取締役、監査等委員である取締役、監査役、社外監査役、または業績向上との関連性が認められない者が含まれる場合
- ・中長期的な企業価値向上のインセンティブにならない制度設計である場合
  - ・株主価値の大幅な希薄化をまねくものである場合

【行使判断基準】

議案内容	原則基準	例外基準
業績連動型報酬制度 (金銭報酬・株式報酬 ・ストックオプション)	① 付与対象者に、社外取締役、監査等委員である取締役、監査役、社外監査役、または業績向上との直接的な関連性が認められない者が含まれる場合、反対	
	② 株式売却可能時期が、割当日等から3年以上の期間経過後、または役員退任後でない場合、反対	
	③ 株式報酬制度やストックオプション制度において、累積希薄化割合が5%以上、または年間希薄化割合が1%以上である場合、反対	
通常型ストックオプション	④ 付与対象者に、社外取締役、監査等委員である取締役、監査役、社外監査役、または業績向上との直接的な関連性が認められない者が含まれる場合、反対	
	⑤ 累積希薄化割合が5%以上の場合、反対	
	⑥ 行使価格が市場価格を下回る場合、反対	
	⑦ 行使価格の引下げが行われる場合、反対	
株式報酬制度・株式報酬型ストックオプション (業績連動型でないもの)	⑧ 付与対象者に、社外取締役、監査等委員である取締役、監査役、社外監査役、または業績向上との直接的な関連性が認められない者が含まれる場合、反対	・社外取締役への付与については、エンゲージメント等を通して必要性が確認され、かつ、制度設計及びガバナンスに問題がないと判断される場合、賛成
	⑨ 株式売却可能時期もしくは権利行使可能期間が、割当日もしくは付与日から3年以上の期間経過後、または役員退任後でない場合、反対	
	⑩ 累積希薄化割合が5%以上、または年間希薄化割合が1%以上である場合、反対	

5. 剰余金処分・株主還元

【議案に対する考え方】

株式に対する配当は、株主への利益還元と当該企業の財務状況や事業計画に基づく内部留保と成長投資とのバランスに留意し、企業の成長過程に応じた適切な利益配分がなされるべきであると考えます。



## 【行使の原則】

以下のいずれかに該当する場合、原則として反対します。

- ・当該企業の資本効率性や財務状況を考慮した上で、配当性向が妥当な水準を下回っており、そのことについて合理的な理由がない場合
- ・中長期的な株主価値を損ねるおそれがある配当政策と判断される場合
- ・株主還元水準の妥当性が判断できない場合

なお、下記行使判断基準を満たす場合であっても、資本政策と株主還元の考え方について合理的な説明が得られない場合には、反対することがあります。

また、配当以外の自社株買い等の株主還元策についても、エンゲージメント等を通じて考慮することがあります。

剰余金処分が取締役会の決議で行われる場合には、取締役選任議案への賛否を通じて、意思表示を行います。

## 【行使判断基準】

議案内容	原則基準	例外基準
剰余金処分	① 当期業績(ROE)基準を満たさず、かつ配当基準を満たさない場合、反対	<ul style="list-style-type: none"> <li>・基準未達の要因が、経営者要因でない場合（不測の天災の発生など）、または将来の企業価値向上に向けた構造改革費用等の計上によるものと判断される場合は、賛成</li> <li>・決算期変更により会計期間が12ヶ月未満である場合や上場後の経過月数が短い場合は、賛成</li> <li>・当該企業が成長過程にあり、株主還元よりも成長に向けた投資を優先させることが望ましいと判断される場合は、賛成</li> <li>・財務基盤が著しく脆弱と判断される場合は、賛成</li> </ul>
	② キャッシュリッチ基準に該当する企業において、当期ROEがTOPIX構成銘柄の下位50%タイル水準未満であり、かつ配当基準を満たさない場合、反対	<ul style="list-style-type: none"> <li>・基準未達の要因が、経営者要因でない場合（不測の天災の発生など）、または将来の企業価値向上に向けた構造改革費用等の計上によるものと判断される場合は、賛成</li> <li>・決算期変更により会計期間が12ヶ月未満である場合や上場後の経過月数が短い場合は、賛成</li> </ul>
	③ キャッシュリッチ基準に該当する企業において、当期業績(ROE)基準を満たさず、かつ配当性向50%未満の場合、反対	<ul style="list-style-type: none"> <li>・当該企業が成長過程にあり、株主還元よりも成長に向けた投資を優先させることが望ましいと判断される場合は、賛成</li> <li>・利益剰余金が乏しい場合は、賛成</li> </ul>

	④ 3期連続営業赤字であるにもかかわらず、剰余金の配当を行う場合、反対	・財務基盤が強固と判断される場合は、賛成
--	-------------------------------------	----------------------

## 6. 買収防衛策

### 【議案に対する考え方】

買収防衛策は、取締役会の保身を目的とするものであってはならず、中長期的な株主価値の向上に資するものであるべきと考えます。

買収防衛策を導入する企業は、導入の目的や内容を開示し、十分な説明責任を果たさなければならず、当該防衛策は、買収者・被買収者の双方にとって中立で公平な制度となるように設計され、その発動時における意思決定の透明性・妥当性が確保されるとともに、株主の同意に基づき導入・更新されるべきと考えます。

### 【行使の原則】

以下のいずれかに該当する場合、原則として反対します。

但し、有事において導入される買収防衛策については、形式要件を充足するか否かに拘らず、将来見通しを含めた実質的な株主価値判断に基づき、買収防衛策の発動是非と一体で行使判断を行います。

なお、買収防衛策の導入や更新が株主総会の決議によらない場合は、取締役選任議案への賛否を通じて意思表示を行います。

- ・買収防衛策の内容が、買収者、被買収者の双方にとって中立で公平な制度設計となっていない場合
- ・取締役会の構成において、高いコーポレートガバナンス体制が確立されていない場合
- ・資本の効率性が中期的に継続して低迷している場合
- ・買収防衛策の発動に際して、独立委員会による事前検討がなされる仕組み、もしくは株主総会付議により株主意思が確認される仕組みとなっていない場合
- ・制度に期限の定めがない場合

### 【行使判断基準】

議案内容	原則基準	例外基準
買収防衛策	① 取締役会の構成において、独立性 <sup>*1</sup> が認められる社外取締役の占める割合が50%以下の場合、反対 (*1 (5)社外役員等に係る独立性基準)	・新株予約権発行等の対抗策が規定されていない場合は、賛成（買収防衛策とはみなさない）
	② 3期連続で業績(ROE)基準を満たさない場合、反対	
	③ 買収防衛策の制度設計において、以下の条件のいずれかに抵触する場合、反対 a) 独立性 <sup>*1</sup> が認められる委員で構成される独立委員会が設置されていない場合、もしくは防衛策の発動に際して株主総会決議を要する株主意思確認型でない場合、反対 (*1 (5)社外役員等に係る独立性基準)	

	b) 買収防衛策の制度設計において、有効期間が概ね 3年以内に設定されていない場合、反対 c) 取締役会または独立委員会における買収提案の評 価・検討期間が無期限に延長できる場合、反対	
--	---	--

## 7. 買収、合併、第三者割当増資

### 【議案に対する考え方】

資本の新規調達等の企業財務構造の変更や、合併、事業譲渡・譲受あるいは会社分割等による事業規模・内容の見直しについては、株主利益や企業の将来的な事業展開を阻害するものであってはならないと考えます。

### 【行使の原則】

以下のいずれかに該当する場合、原則として反対します。

#### ① 株式発行による資金調達に関する議案

- ・株式発行に関する議案について、資本政策上の合理的な理由が認められない場合
- ・第三者割当てによる新株の発行等で、株主価値の大幅な希薄化をまねくものである場合

#### ② 合併、営業譲渡・譲受、会社分割等に関する議案

- ・当該コーポレートアクションの必要性について十分な説明がなされていない場合
- ・当該コーポレートアクションにおける対価や交換比率などについて、中立的な外部機関による算定根拠等の公平性を担保する措置が示されていない場合、利益相反がある場合のその回避措置等が示されていない場合、またはその相当性について合理性がないと判断される場合
- ・収益構造の悪化により株主利益が毀損されるなど、明らかに株主に不利益となると判断される場合

## 8. 自己株式取得

### 【議案に対する考え方】

自己株式取得については、企業価値・株主価値を高める上で有効な手段であると考えます。

### 【行使の原則】

以下に該当する場合、原則として反対します。

- ・自己株式取得において、合理的な理由がなく、取得規模が資産規模や事業計画を踏まえ適切でないなど、株主価値を毀損するものと判断される場合

## 9. 定款変更、その他の議案

### 【議案に対する考え方】

定款変更を含むその他の各種施策についても、中長期的な株主価値の向上については顧客（受益者）の利益増大に寄与するものでなければならず、その実施にあたっては、十分な説明責任を果たさなければならないと考えます。

#### 【行使の原則】

以下のいずれかに該当する場合、原則として反対します。

##### ① 定款変更

下記の具体的判断基準に沿って判断します。

##### ② 財団法人への自己株式の拠出

- ・財団の目的が、企業価値向上に資すると判断できない場合
- ・財団運営資金が寄付金ではなく株式配当であるべき適切な理由がない場合
- ・株主価値の大幅な希薄化をまねくものである場合
- ・拠出された株式に係る議決権について、不適切な行使が行われるおそれがある場合

#### 【行使判断基準】

議案内容	原則基準	例外基準
定款変更	① 取締役の定員枠を大幅に拡大(10名未満から+50%超、もしくは10名以上から+30%超)する場合、反対	・指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社への移行に伴う増加である場合は、賛成
	② 取締役解任決議要件の加重には、反対	
	③ 剰余金の配当等の決議に係る取締役会への授権について、株主総会決議を排除する場合、反対	
	④ 剰余金の配当等の決議に係る取締役会への授権について、剰余金処分に係る基準を満たさない場合、反対	
	⑤ 発行可能株式総数の引上げについて、発行済株式数が授權株式数の50%未満または発行可能株式総数の増加率が+50%以上である場合、反対	・事業計画等の資本政策に基づくもの、または企業統合等の合理的な理由に基づくものである場合は、賛成 ・経営再建状況下等における財務基盤強化を目的とする場合は、賛成 ・基準を満たす買収防衛策の導入に伴うものである場合は、賛成
	⑥ 買収防衛を目的とする、取締役の期差選任、権利確定基準日の柔軟化、取締役定員枠の削減については、反対	
	⑦ 相談役制度の新設については、反対	
	⑧ 会計監査人の選任について、独立性に疑義がある場合、反対	

	⑨ 取締役任期を短縮化する場合、賛成	
財団への自己 株式抛却	⑩ 希薄化割合が1%以上の場合、反対	
	⑪ 抛却された株式の議決権が不行使でない場合、 反対	

## 10. 株主提案議案

### 【行使の原則】

株主提案議案については、中長期的な株主価値の最大化に繋がるかどうかの観点から、会社提案議案と同等に議案判断を行います。

但し、以下のいずれかに該当する場合、原則として反対します。

- ・当該企業の経営方針ならびに施策と整合性を持たない
- ・特定の社会的、政治的問題の解決を目的としている
- ・提案理由に合理性が認められない
- ・具体的な業務執行にかかわる定款変更

以上