

BlackRock Investment Stewardship

議決権行使に関するガイドライン
(日本株式インデックス運用)

2025 年 4 月

本ガイドラインは、ブラックロック・インベストメント・スチュワードシップ(BIS)のベンチマーク・ポリシー¹の一部であるため、BIS グローバル・プリンシプルと併せて確認されたい。

はじめに

ブラックロック・インベストメント・スチュワードシップ(BIS)はブラックロック・ジャパン株式会社(以下、当社)を含むブラックロック・グループ(以下、「ブラックロック」という。)内で、株式インデックス運用戦略に係る顧客資産に関するスチュワードシップ活動を行う専任組織である。ブラックロックにおいて、スチュワードシップ活動は顧客と投資先企業の接点となり、資産運用会社としての受託者責任を果たす方法の一つであり、その目的は顧客の長期的な経済的利益を向上させることである。

2. 議決権行使ガイドラインの位置付け

議案はケース・バイ・ケースで検討される。日本株式インデックス運用の議決権行使に関するガイドライン(以下、「ガイドライン」という。)は、あくまでも原則であり、インベストメント・スチュワードシップ委員会(以下、「スチュワードシップ委員会」という。)において必要と考える場合には、ガイドラインと異なる議決権行使指図を行う場合もありうる。この場合には、スチュワードシップ委員会はその理由を書面もしくは電子媒体等により記録し、保存する。ガイドラインは市場変化やコーポレート・ガバナンス方針の変更等に応じ、スチュワードシップ委員会において随時見直され、改定される。

議決権行使の対象となる会社と当社との間に利益相反が生じる潜在的可能性が懸念される場合は、スチュワードシップ委員会はガイドラインにもとづいた行使判断を独立の第三者機関に委ね、その判断に従って行使指図を行う。具体的には、①ブラックロックの関係会社に対する議決権行使について、また②当社の役員・従業員、あるいはブラックロックに属する会社の役員・従業員が他社の取締役を兼務する場合、その会社に対する議決権行使についてなどは、第三者機関の行使判断に従う。独立した第三者の議決権行使サービスプロバイダーは、BIS グローバル・ポリシーおよび各地域の議決権行使ガイドライン、ならびに関連企業が公開している情報に基づいて行使推奨を行う。独立した第三者の議決権行使サービスプロバイダーが、自らの判断で企業に対して質問することや企業からの議決権行使に関するエンゲージメントの要請に応じることはあるが、ブラックロックに代わって企業との対話を実施することや見解を述べる権限はない。

¹ BIS のベンチマーク・ポリシーと、それに基づいて行われる議決権行使は、財務的マテリアリティを重要視したアプローチを取り、顧客利益の向上に焦点を当てている。BIS のベンチマーク・ポリシーは、BIS グローバル・プリンシプル、地域別の議決権行使ガイドライン、および優先対話項目(Engagement Priorities)で構成されており、顧客、企業、およびその他の関係者に対して、一般的な企業統治事項に関する BIS の立場を示す指針を提供するものである。BIS は、企業が活動する市場やセクターの特徴を踏まえながら、グローバルで一貫したアプローチを取っている。

3. 議決権行使に関するガイドライン

(1) 基本的な考え方

株主議決権行使は中長期的な株主利益をコーポレート・ガバナンスの在り方に反映させるための手段・方法の 1 つである。当社の考え方の特徴は次の 3 点に集約される。すなわち、1) 内部統治に関する内発性尊重アプローチ、2) インセンティブ報酬の重視、3) 投資家にとっての透明性の重視、である。なお、市場の効率性の見地から、議決権行使に当たっては市場に未公表の情報の利用を前提としない。

内部統治に関する内発性尊重アプローチは、個々の企業が置かれている状況によって望ましいコーポレート・ガバナンスの形態が異なる、という見方から来ている。実際、ビジネスモデルの特徴や置かれている競争環境によって企業を取り巻く状況は千差万別である。ある企業ではうまく機能するガバナンスの形態が他の企業でも同様に有効であるとは限らない。

ただし、これは現状をすべて認めることではない。例えば買収防衛策の導入により株主権限に制約が課せられ、現状の内部統治形態の下では一般株主利益が損なわれる懸念があると判断されれば、株主利益を擁護するために最も適切な内部統治形態を採用することを会社に求める。また、株主利益と一致した経営規律が働いていないと判断される会社においては、中長期的な株主価値を重視する内部統治上の施策を議決権行使の範囲内で会社に促す。さらに、法令違反など企業に経営上の不祥事が生じると、株主価値が毀損する。この場合も、経営者の責任を明確にして、適法性維持が図られるよう仕向ける。

経営者が中長期的な株主価値を共有することにより、株主重視のガバナンスの在り方がさらに経営に浸透することになる。インセンティブ報酬制度が重要だと考える。また、適正に運用された株価連動型報酬体系を肯定的に評価する。

企業価値が資本市場で正当に高く評価されるためには、財務・非財務情報の透明性が重要である。企業は投資家利益にかなう積極的な情報開示を行い、説明責任を遂行するよう努めなければならない。

企業は適切なリスク管理態勢、すなわち主要なリスクを特定・監督・管理するための適切なプロセスを有し、さらに独立した社外取締役並びに社外監査役が適切にリスク管理状況を監督できる体制(適切な情報へのアクセスや社外アドバイザーの活用等)を整備する必要があると考える。そして、リスク管理態勢は事業戦略や事業環境等の変化に応じて、常に最適なものであるかを見直されるべきである。また、投資家は、企業による適切な情報開示を通じて、企業のリスク管理態勢、さらには取締役会の実効性を把握することが可能となる。したがって、十分な情報開示や説明が行われていない場合には、主に取締役会にその責任があり、企業は実効的なリスク管理態勢を有していないと判断せざるを得ない。

実効的なガバナンスを有する企業は、当該事業に影響する重要なサステナビリティ関連のリスクや機会についても、適切に対応できると考えている。ただし、当該課題に対する企業の対応についても、株主が適切に取り組みを評価するためには、企業による適切な情報開示が不可欠であるとする²。

ブラックロックは、権限が委任されている場合において、ファンドの代理人として貸株取引を行う。貸株取引は資本市場の効率性に寄与する規律ある慣行であり、ファンドの費用を低く抑えながら、追加的に収益を生み出すことを可能にする。

貸株取引と議決権行使の関係については、ブラックロックは貸し出された株式に関して議決権を行使することはできない。その上で、顧客の経済的利益の最大化という観点から議決権の行使を目的に貸し出し中の株式をリコール(返還請求)することがある。このような状況は限定的であるが、実際にブラックロックの貸株取引プログラムの一環として貸し出された株式を議決権行使のためにリコールする際には、貸株取引の収益の評価と、議決権行使の対象となる証券の顧客の潜在的な長期的財務価値の評価(リコール検討時に利用可能な情報に基づく)など、多角的に評価する。³ BIS は、セキュリティ・レンディングチームおよびリスク・クオンツ分析チームと協力して、貸し出された株式をリコールすることによる顧客へのコストと利益を評価する。ブラックロックは、ほぼ全ての場合において、議決権行使によるファンドへの潜在的な長期的財務価値が、貸付がファンドに提供する可能性のある収益を下回ると分析している。一方で、ブラックロックが受託者としての独立した判断において、議決権行使の価値が貸付の収益の損失を上回ると判断した場合には、議決権行使のために株式をリコールすることがある。ブラックロックは定期的に議決権の行使のためのリコールを決定するプロセスを見直し、必要に応じて変更している。

(2) 議案判断のプロセス

当社は本ガイドラインをもとに議案判断を行う。また、当社は効果的な議決権の指図行使に資するために必要と判断した場合には、以下の基準に従って抽出した銘柄を、ガイドラインに照らしたうえで、個別事情も十分に鑑み、判断を行う。当該基準には以下のような項目を考慮し、必要に応じて項目を追加する。

² 詳細は〈別紙〉重要なサステナビリティ関連のリスクおよび機会への対応を参照。

³ 貸株のリコールは基準日の影響を受ける可能性がある。例えば、米国では、株主総会の基準日は通常招集通知が開示される前に設定される。したがって、招集通知の評価をもとに議決権行使がファンドに重大な影響を与えると判断し、定時株主総会の基準日前に貸し出し中の株式をリコールすることは現実的ではない。よって、ファンドマネージャーは受託者として、基準日前に貸し出し中の株式をリコールすることによるファンドの株主への利益(すなわち、ファンドの株主のための潜在的な貸株収益を放棄すること)と、ファンドの収益を得る可能性のある貸し出した株式を残すこと(すなわち、議決権行使の機会を放棄すること)を独立した立場から比較衡量し判断をする必要がある。

- 1) 行政処分または刑事訴追を受けた会社
- 2) コーポレート・ガバナンスおよびサステナビリティに関する指標
- 3) 資本生産性指標(ROE 等)の傾向および水準

(3)対話方針（エンゲージメント）

BIS は、顧客から受託した議決権を情報に基づいて行使するべく、投資先の会社との対話を通して事業モデルや事業上の重要なリスクや機会に関する理解を深めている。対話は、投資先企業がブラックロックの顧客の長期的な経済的利益の創出のために重要なトピックや、それに対する考え方を共有できる場であると考えている。対話では、企業の取締役や経営陣から直接経営に係る内容を聞き、学びを深めるとともに、BIS から事業に関する質問をする。BIS では直接的なやり取りのみを対話と認識し、レター等は含まない。

(4)議決権行使基準

当社は以下に定める基準に従い、株主議決権を行使する。

A. 執行監督機関に関する議案

個々の企業が置かれている状況によって、企業は会社法上認められている各機関設計の特徴を踏まえて、最適な機関設計を選択することが望ましい。⁴その上で、取締役会の監督機能の強化を通じて、また任意の仕組みなども採用することで実効性のあるコーポレート・ガバナンスの実現に取り組むことを強く期待する。このような考えに基づき、投資先企業に対し次の共通事項および各機関設計に応じた基準を設置する。ただし、基準の適用にあたっては形式的に判断するのではなく、投資先企業との対話の状況も踏まえ、株主価値の観点から望ましいかどうかという観点から判断する。その際には、指名委員会およびそれに準ずる委員会の状況（委員長が社外取締役である等）や社外取締役による監督の実効性（取締役会議長が社外取締役、筆頭社外取締役の任命が公表されている等）などコーポレート・ガバナンスの充実を図るための取り組みについても十分に勘案する。

1) 取締役会の構成

（共通事項）

- ・ 指名委員会等設置会社および監査等委員会設置会社への移行は原則これに賛成する。
- ・ 指名委員会等設置会社から監査等委員会設置会社または監査役設置会社への移行は、それにより社外取締役の数が大きく減少するなど、経営陣への牽制機能が大きく後退するようであれば、反対する。
- ・ 会社の機関設計にかかわらず、独立した社外取締役が2名以上選任されていない場合は、取締役会構成に責任を有する取締役の選任に反対する。ただし、選任しない合理的な理由がある場合はその限りではない。
- ・ 株主価値の観点から適切と認められなければ、取締役の増員に反対することがある。
- ・ 一定規模を有する企業⁵において、取締役会の多様性確保の取り組みが著しく不十分な場合その理由に関して合理的な説明がなされなければ、取締役会構成に責任のある取締役の再任に反対する。なお、賛否判断にあたっては、国際性、年齢等、ジェンダー以外の取締役会構成の要素についても勘案する⁶。

（監査役設置会社）⁷

- ・ 一般株主の利益が損なわれる懸念が大きいと考えられる、以下に示す状況に該当する場合

⁴ 会社法第二編第四章

⁵ TOPIX100を構成する企業については、女性の取締役もしくは監査役2名以上、TOPIX Mid400を構成する企業については、女性の取締役もしくは監査役1名以上の選任を求める。なお、上場規程の改正を踏まえ、2026年よりTOPIX100を構成する企業について、女性の取締役もしくは監査役2名以上、その他のプライム市場の上場会社については女性の取締役もしくは監査役1名以上の選任を求める基準を適用する。これは、プライム市場の上場会社を対象とした、東京証券取引所の上場規程等の一部改正踏まえての対応である。詳しくは「女性活躍・男女共同参画の重点方針 2023（女性版骨太の方針 2023）に係る上場制度の整備等」に係る有価証券上場規程等の一部改正について」（東京証券取引所、2023年10月4日）を参照。

⁶ 詳細は〈別紙〉重要なサステナビリティ関連のリスクおよび機会への対応を参照。

⁷ 東京証券取引所の市場再編に伴い、プライム市場に該当する企業にも同様の条件を適用する。

には、独立と認められない社外取締役の選任に反対し、かつ独立した社外取締役が 3 分の 1 に満たない場合、取締役会構成に責任を有する取締役の選任に反対する。

- 買収防衛策を新規に導入するか、あるいは既に導入している場合。
- 大株主が会社に対する支配力を有すると認められる場合。

(監査等委員会設置会社)

- ・ 独立した社外取締役の数が 3 分の 1 に満たない場合、取締役会構成に責任を有する取締役の選任に反対する。

社外取締役の選任については、監査等委員であるかどうかにかかわらず、独立と認められない候補者の選任に反対する。

(指名委員会等設置会社)

- ・ 指名委員会等設置会社においては、執行に対する監督機能の強化という観点から、独立と認められる社外取締役が取締役全体の半数以上を占めることが望ましい。したがって、独立した社外取締役の数が取締役総数の半数に満たなければ、取締役会構成に責任を有する取締役の選任に反対する。社外取締役の選任については、独立と認められない候補者の選任に反対する。

2) 取締役選任

- ・ 法令違反、刑事訴追、不正会計、公序良俗に反する行為など重大な社会的な不祥事が発生し、社会的信用が失墜して経営上影響が生じている場合は、責任があると考えられる取締役の再任に反対する。ただし、速やかかつ適切な社内対応や処分が公表され、社会的信用の回復が図られている場合は、必ずしもこの限りでない。
- ・ 一定期間資本生産性指標が低水準に留まっており、株主価値が毀損していると考えられる場合、過去の経営実績に加えて将来の事業計画、資本政策(株式持ち合いを含む)、業種特性等⁸を勘案し、責任があると考えられる取締役の再任に反対する⁹。
- ・ また、適切な資金使途に関する合理的な説明がなされずに必要以上の余剰資金を有している場合や、過度な持ち合い株式および政策保有株式を有していると考えられる場合で、かつ直近の資本生産性が低位である場合、責任があると考えられる取締役の再任に反対する¹⁰。
- ・ さらに、例えば長期にわたる業績不振や株主承認を得ない大規模増資の実行、多数の株主

⁸ 銀行セクターについては、資本生産性の水準に加え、収益性・効率性に係る定量的指標も総合的に勘案する。

⁹ 自己資本当期純利益率が過去 3 期連続して 5%未満である場合

¹⁰ 当該企業のバランスシートにおける現金および預金、有価証券および投資その他の有価証券の合計が総資産対比で 50%以上に該当し、かつ自己資本当期純利益率が 5%未満の場合。ただし金融・保険業の企業に関しては、有価証券の保有および運用は事業上の必要性が高いと考えられるため、本基準の適用外とする。

の支持を得た株主提案の未実行など、在任取締役の決定が株主の利益を明確に損なっていたと判断されるときには、取締役の再任に反対することがある。何れの場合も将来へ向け株主全体の利益最大化を実現する能力が再任取締役にあるかを検討する。

- ・ 剰余金配当の処分が議案として提出されない場合、取締役会が決議した配当水準に賛成できなければ、責任があると考えられる取締役の再任に反対することを考慮する。
- ・ 買収防衛策を株主総会の承認を得ずに導入した場合、導入を決議した取締役の全てないし一部の再任へ反対する。
- ・ 事業への影響が大きいと考えられるサステナビリティ課題についての情報開示の重要性がより明確となっている状況を鑑みて、事業への影響が大きいと考えられるサステナビリティ課題についてのリスクと機会に関する情報開示が不十分であると考えられる場合、責任があると考えられる取締役に反対する¹¹。

3) 社外取締役選任

- ・ 取締役会または法定の委員会への出席率が 75%に満たない場合、納得できる説明がなければ、そのような社外取締役の再任に反対する。
- ・ 社外取締役の在任年数が著しく長期にわたり経営陣からの独立性に疑念が生じる場合、継続的な任命について株主価値の観点からの明確な説明がなければ、そのような社外取締役の再任に反対する。¹²
- ・ 独立社外取締役とは当該会社または役員との関係やつながりが一切なく、一般株主の利益を代表しうる者をいう。当該会社に対する経営監督機能を阻害する利害関係が認められる者は該当しない。具体的には、一定期間にわたり当該会社の親会社ないし子会社の役員・従業員であった者、主要取引先（証券会社等を含む）の役員・従業員、その他大株主会社の役員・従業員、社外役員が相互就任している会社の役員・元役員、当該会社の監査を行う会計監査法人の役員・従業員、そして当該会社に外部サービス（法務、監査・税務、コンサルティングを含む）を提供する個人は独立取締役と認められない。なお、主要取引先や大株主会社、あるいは当該会社の監査を行う会計監査法人において過去に役員・従業員であった者については、経歴や出身母体に照らして、一般株主利益の代表者としての適格性を判断する¹³。

¹¹ 詳細は〈別紙〉重要なサステナビリティ関連のリスクおよび機会への対応を参照。

¹² 目安として 12 年以上を長期在任と判断する

¹³ 以下の基準に抵触する場合、当社の独立性基準を満たさないと判断する可能性が高い。

- 主要株主（持株比率 10%以上）の出身者
- 一定規模の取引を有する企業の出身者

- ・ 大株主が会社に対する支配力を有すると認められる場合において、大株主から派遣された社外取締役が企業価値の向上に資する場合は非独立である社外取締役に賛成する場合がある。
- ・ 利害関係者となりうる重要な関係先から退任後、当該企業への関与まで 5 年を経過している候補者については、上述の独立性に係る利害関係については原則として考慮しない(クーリングオフ期間)。
- ・ 4 社を超える上場会社役員を兼務する社外取締役候補者については、合理的な説明がなければ、そのような社外取締役の選任に反対する。

4) 監査役選任

- ・ 法令違反、刑事訴追、不正会計、公序良俗に反する行為など重大な社会的不祥事が発生し、社会的信用が失墜して経営上影響が生じている場合は、責任があると認められる監査役の再任に反対する。ただ、不正摘発における在任者の大きな貢献が認められる場合は、この限りでない。
- ・ また、会社に重大な社会的不祥事が発生している場合には、新任候補者に関しても監査役としての適任性の観点から個別に検討して反対することがある。
- ・ 監査役の減員は明確な理由がなければ反対することがある。

5) 社外監査役選任

- ・ 独立と認められない候補者は反対する。
- ・ 監査役会や取締役会への出席率が 75%に満たない場合、納得できる説明がなければ、そのような社外監査役の再任に反対する。
- ・ 社外監査役の在任年数が著しく長期にわたり経営陣からの独立性に疑念が生じる場合、継続的な任命について株主価値の観点からの明確な説明がなければ、そのような社外監査役の再任に反対する。
- ・ 独立社外監査役とは当該会社または役員との関係やつながりが一切なく、一般株主の利

-
- 役員を相互派遣している企業の出身者
 - 当該企業の会計監査人である監査法人代表社員(もしくはパートナー)出身者
 - 当該企業の主幹事証券会社出身者
 - 当該企業から役員報酬以外に、個人として年間約 1,000 万円を超える金銭その他の財産を得ている弁護士、公認会計士、税理士、コンサルタント等
 - 当該企業から年間約 1,000 万円を超える寄付を受領する団体等の出身者
 - 在任期間が著しく長期(12 年以上)の候補者
 - 当該企業の役職員の親族である候補者

益を代表しうる者をいう。当該会社に対する経営監督機能を阻害する利害関係が認められる者は該当しない。具体的には、一定期間にわたり当該会社の親会社ないし子会社の役員・従業員であった者、主要取引先（証券会社等を含む）の役員・従業員、その他大株主会社の役員・従業員、社外役員が相互就任している会社の役員・元役員、当該会社に対して監査を行う会計監査法人の役員・従業員、そして当該会社に外部サービス（法務、監査・税務、コンサルティングを含む）を提供する個人は独立監査役と認められない。なお、主要取引先や大株主会社、あるいは当該会社の監査を行う会計監査法人において過去に役員・従業員であった者については、経歴や出身母体に照らして、一般株主利益の代表者としての適格性を判断する¹⁴。

- ・ ただし、利害関係者となりうる重要な関係先から退任後、当該企業への関与まで5年を経過している候補者については、上述の独立性に係る利害関係については原則として考慮しない（クーリングオフ期間）。
- ・ 4社を超える上場会社役員を兼務する社外監査役候補者については、合理的な説明がなければ、そのような社外監査役の選任に反対する。

6) 会計監査人選任

- ・ 独立性に疑念をもつ場合は反対する。
- ・ 会社が前任の会計監査人と意見を異にするため監査人を変更すると考えられる場合は、新任の監査人のもとで監査の客観性が担保され得るか否かを慎重に検討する。

B. 報酬に関する議案

1) 役員報酬

- ・ 業務執行を担当する取締役の報酬は、業績連動であることが理想的である。ただし、取締役の報酬の大幅な増額が提案されている場合、理由が明確でない、あるいは業績との連動性が明確に説明されていない場合反対する。また、監査役については、報酬の大幅な増額が提案されている場合、理由が明確でない場合反対する。
- ・ 一方、当期を含む過去数期連続して資本生産性指標が低迷し、株主価値が毀損していると考えられる場合、取締役や監査役の報酬を増額する提案には反対する。
- ・ さらに報酬額の水準が既に過大であると判断される場合に増額に反対する。

¹⁴ 社外取締役と同様の独立性基準を適用する。

2) 役員賞与

- ・ 業績不振等の理由により株主配当が見送られている場合や重大な社会的不祥事が発生し著しく株式価値が毀損したにもかかわらず、役員賞与が支給されている場合は反対する。

3) 役員退職慰労金

- ・ 社外取締役および監査役への退職慰労金贈呈に反対する。ただし賛否判断に当たって制度の改廃等の個別事情を加味する場合もある。
- ・ 贈呈の対象者が在任2年未満である場合は原則として支持できない。
- ・ 支給総額あるいは個別の支給額が開示されない場合は反対する。
- ・ 法令違反、刑事訴追、不正会計、公序良俗に反する行為など重大な反社会的な不祥事が発生し、贈呈の対象者に責任があると認められる場合は、退職慰労金贈呈に反対する。
- ・ 資本効率性が低位であるなど株主価値が毀損している場合、退任取締役への退職慰労金贈呈に反対する。ただその際、適切と考えられれば、賛否判断に当たって産業動向や業種動向等の個別事情を加味する場合もある。

4) 株式報酬

- ・ 以下の条件が満たされれば原則として賛成する。
 - 潜在希薄率が既割当分を含めて5%以下。ただし、ハイテク等、成長企業は10%以下。なお、会社の情報開示が不十分で、その結果、株式希薄化の影響を評価できない場合は、会社提案を支持することは出来ない。
 - 行使価格が適正市場価格を上回る。
- ・ 行使価格の引き下げは反対する。
- ・ 行使の据え置き期間が不十分であるなど、株主価値の観点から制度設計に問題が認められる場合にも反対する。
- ・ さらに、買収防衛の手段として用いる意図があると判断される場合に反対する。
- ・ 付与対象が当該会社および子会社の役員・従業員の場合は賛成する。しかし当該会社の監査役への付与は反対する。また、取引先の役員・従業員への付与も反対する。外部サービスの提供者、例えば顧問弁護士、会計監査人、コンサルタントへの付与も反対する。

5) 役員報酬にかかわるガバナンスと情報開示

- ・ 独立性の高い報酬委員会が設置されるなど役員報酬制度に関する適切な監督体制が構築され、事業報告等の中で同制度に関する情報開示が十分になされることを期待する。役員インセンティブと一般株主の利益に乖離が潜在的に生じやすい状況になっている企業¹⁵⁾について、監督体制や情報開示が不適切と判断される場合、役員報酬に関する責任を有する取締役の再任への反対を検討する。

C. 資本政策に関する議案

1) 剰余金の配当

- ・ 業績動向やバランスシートの状態、会社の成長見通し、自己株式取得の状況などを勘案し、また同業他社とも比較して、配当水準が過小でないと判断されれば賛成する。
- ・ 一方で、適切な資金使途に関する合理的な説明がなされずに必要以上の余剰資金を有している場合や、過度な持ち合い株式および政策保有株式を有していると考えられる場合¹⁶⁾、株主還元状況や投資計画等の財務戦略を勘案し、配当水準が過少である場合は反対する。また、配当額が純利益の100%を超える場合は、会社の財務状況を勘案して判断する。
- ・ 会社が損失を計上した場合（一過性の特別損失計上を除く）、中長期的な財務の健全性の観点から、資金の過大な社外流出が懸念される増配や配当据え置き提案に反対することがある。

2) 自己株式取得

- ・ 過大でなく理由が明確であれば賛成する。
- ・ ただし、自己株式取得が適切でないと判断される場合には反対する。例えば、キャッシュフローが十分でないと判断される場合、買い戻し株数および浮動株数を考慮すると流動性の面で既存株主に不利益がもたらされると懸念される場合、有力株主による段階的な株式公開買い付けにつながると考えられる場合、自己資本比率が著しく低い場合などが該当する。
- ・ また特定の株主からの有利な条件での取得に反対する。
- ・ 一方、会社に適切な事業計画がなく、内部留保を積み増している場合には、積極的な自己株式を促す株主提案に賛成することがある。

3) 資本準備金・利益準備金減少

¹⁵⁾ 事業規模や競合企業の報酬水準等を踏まえると著しく高額な報酬が支給されている場合や役員報酬の増減と株価の変化の連動性が著しく低い場合等が考えられる。

¹⁶⁾ 当該企業のバランスシートにおける現金および預金、有価証券および投資其他有価証券の合計が総資産対比で50%以上に該当する場合

- ・ 目的が明確であれば原則賛成する。

4) 減資

- ・ 企業再建計画との関連で提案されている場合や、倒産の危機が切迫していると考えられる場合には、株主価値の観点から賛成する。

5) 第三者割当増資および第三者割当による自己株式の処分

- ・ 買収防衛策としてではなく、事業再編の一環として実施する場合は、時価に比べて割当価格や権利行使価格が割当先に著しく有利になっていないか、株式の大幅な希薄化が生じていないか、不適切な割当先に発行されていないか、といった要因を考慮し、個別に検討する。
- ・ 持ち合いを形成する意図から行われる場合は、株主価値毀損につながる可能性等を勘案して個別に判断する。
- ・ 財団等に対する自己株式の第三者割当処分に関しては肯定的に評価できない。ただし、割当先の活動が企業価値の向上に資することが明確に説明された上で、第三者割当に伴う希薄化の影響に対する対処がなされ、かつ割当される株式にかかわる議決権が一般株主の利益に反しない形で適切に取り扱われることが開示されている場合、個別に判断する。

6) 合併契約、営業譲渡・譲受、会社分割

- ・ 会社の競争力向上が期待される、あるいは、主力事業への一層の注力が期待されると判断されるのであれば、取引プロセスが全株主にとって公平である限り賛成する。しかし、以下の場合は支持できない。
 - 幹事金融機関に利益相反の懸念があり株主利益の最大化を妨げると考えられる。
 - 明らかに存続会社の株主にとって利益にならず、対象企業を救済するために親会社、取引金融機関または監督機関などから圧力がかかっていると判断される。
 - 合併比率等について中立的な第三者による算定に従って決定が行われていない。ただし、完全子会社の合併など合併比率等が既存株主の経済的利益や法的権利を左右しない場合を除く。

D. 買収防衛策に関する議案

- ・ 経済の活性化につながる支配権移動取引をむしろ阻害すると考えられる買収防衛策は、肯定的に評価できない。

- ・ 特に、株主平等原則を侵害する恐れがある措置は原則として支持できない。具体的には、株主総会での拒否権など特別な権利を一部の株主に与える種類株式や複数議決権を付与する種類株式に原則として反対する。
- ・ 買収防衛策は、株式公開買付への法的規制が十分整っていないとの理由から導入される。こうした防衛策の個別検討に当たっては、以下の条件を精査する。
- ・ 発動条件に幅広い解釈の余地があり、取締役会の独立性や独立委員会の構成に鑑みて恣意的な運用の懸念が残る買収防衛策は、支持できない。
- ・ 独立と認められる複数の社外取締役が選任され、さらに取締役の任期が 1 年に短縮されることで、取締役会の経営監督機能が十分高められていなければ、買収防衛策の導入は支持できない。
- ・ 防衛策の発動を検討する独立委員会は会社から独立した社外取締役あるいは社外監査役で構成されていることが望ましい。
- ・ 株主総会での承認を一切得ずに導入する場合は否定的に評価する。
- ・ 支配権市場を取り巻く情勢は変化していくので、防衛策は有効期間が限定されていなければならない。また 3 年以内に維持の適否について再検討することが求められる。
- ・ 既に導入されている他の防衛的措置（追加選任の余地なく取締役の数の上限を設定する等）や株主構成（大株主、安定株主の存在）も勘案し、過剰防衛と判断されれば反対する。
- ・ 以上に定めた条件を満たす場合は、次に掲げる観点などを踏まえて個別判断する。とりわけ重大な社会的不祥事の発生や長期にわたる業績不振などにより著しく株式価値が毀損している企業において、買収防衛策を導入・継続することがさらに株式価値を毀損しないことが合理的に説明されていなければ、肯定的に評価できない。
- ・ なお、いわゆる有事導入型買収防衛策の導入および発動については、当該企業の取締役会、発動対象者双方が開示する情報や説明等も総合的に勘案し、長期的な企業価値への影響に鑑みて個別に判断する。

E. 定款の変更等

定款変更の内容は様々であり、以下に項目を設けるものはその一部である。項目を設けていないものに関しては個別に判断する。その際、株主の権利を必要以上に制約することはないか、株主価値の増大あるいは毀損防止の観点から懸念はないか、という基準に照らして判断する。

1) 取締役の定員

- ・ 会社の営業規模の拡大に伴って取締役の員数の上限を適度に引き上げることや、社外取締役を新規に選任して取締役会を拡大することに関しては原則として賛成する。取締役会

の役割の見直しにより取締役の員数の削減を図り、それに伴って員数の上限を引き下げる提案も原則として賛成する。

2) 監査役の定員

- ・ 監査役の員数の上限引き下げに関しては、理由が明確に説明されていず、しかも株主利益増進に貢献すると判断されなければ、反対する。

3) 取締役の任期

- ・ 任期年数の引き上げに原則として反対する。

4) 取締役解任の決議要件

- ・ 株主総会における取締役解任の決議要件を過半数以上に引き上げる提案に原則として反対する。

5) 取締役の期差選任制の導入

- ・ 株主価値毀損につながる可能性があると認められれば反対することがある。

6) 取締役・監査役の責任減免

- ・ 取締役・監査役については、株主価値の観点から問題が認められなければ、原則として賛成する。

7) 会計監査人の責任減免

- ・ 会計監査の規律が緩み、監査の質が低下する恐れがあるので、導入の理由が明確に説明されていなければ、原則として反対する。

8) 特別決議に関する定足数緩和

- ・ オーナー一族、親会社、企業グループ会社、主要取引先金融機関等、主要株主ですでに議決権数の3分の1を占める場合は反対する。
- ・ 3分の1に満たなくとも、この水準に近く、該当大株主が取締役を送り込む等、会社に対す

る支配力を有する場合も反対する。

9) 剰余金配当の取締役会授権

- ・ 剰余金の配当について株主総会での決議を定款により排除することに原則として反対する。ただし、配当に関する株主提案権が確保されており、その上で配当を含む資本政策や取締役会の実効性等、その他のコーポレート・ガバナンスに係る事項等に特段の懸念が認められなければ、賛成する。

10) 取締役会決議による自己株式取得

- ・ 自己株式取得が適切でないと判断される場合には反対する。例えば、キャッシュフローが十分でないと判断される場合、買い戻し株数および浮動株数を考慮すると流動性の面で既存株主に不利益がもたらされると懸念される場合、有力株主による段階的な株式公開買い付けにつながると考えられる場合、自己資本比率が著しく低い場合などが該当する。

11) 授権株式数増加

- ・ 発行株式数が授権株式数の 3 分の 2 を超えていること、および現在の授権株式数の 100% 以内の増加であることを支持の原則とする。これらの条件が満たされ、授権株式数の増加が長期的な株主利益に適う旨の十分な説明がなされ、かつ株主価値毀損を懸念する特段の事情が認められなければ、賛成する。
- ・ 既存株主利益を希薄化するような第三者割当増資を会社が過去に実施している場合や、授権株式数の増加の意図と株主利益が相反する懸念がもたれる場合は、個別検討する。
- ・ 深刻な財務状況にある会社が、第三者割当を行う目的で授権株式数の増加を図る場合は、割当実施により見込まれる株主価値の希薄化と、実施しなかった場合の影響を比較検討し判断する。

12) 種類株式の新設および発行

- ・ 優先株式を含む種類株式を新設・発行する提案については、目的、付帯する権利や期間、普通株式への転換可能性を考慮して判断する。その際、購入者の条件、既存株主の権利に及ぼす影響、過去の濫用の有無なども勘案する。
- ・ 普通株式に転換可能な優先株式の場合、転換比率が発行時に明記されていなければならない。

13) 組織再編決議等の決議要件

- ・ 合併等企業再編に関する株主承認の要件を厳しくする等の目的から株主総会における特別決議の要件を加重することについては、株主価値に資する旨の明確な説明がなければ原則として反対する。

14) 事業目的

- ・ 営業目的の拡大は、会社の専門領域より大きく外れるものでない限り賛成する。

15) 決算期変更

- ・ 正当な理由なく決算期を3月に移す提案には反対する。

16) 場所の定めのない株主総会

- ・ 場所の定めのない株主総会（バーチャルオンリー総会）の開催を可能にする定款の変更は、当該企業に深刻なコーポレート・ガバナンス上の懸念があると判断されない限り、賛成する。

F. 株主提案

- ・ 株主提案を評価する際は提案内容が企業の長期的な価値創造に寄与するかどうかに着目し、提案内容を評価する。その際、提案された課題の重要性および緊急性に加えて、事業上および経済上の関連性を考慮し、長期的価値創造に寄与すると考えられるかどうか、過度に経営を制約するものではないかどうかを精査する。
- ・ 株主提案が対処すべき問題に焦点を当て、且つ提案の履行が投資先企業の長期的な価値創造に寄与すると考える場合、投資先企業が当該提案の趣旨に合致した対応を実施しているか、当該企業の取締役会および経営陣を精査する。
- ・ 当社による精査および当該企業との対話を通じて、企業の当該問題に対する対応に改善の余地があると判断される場合、長期的な価値創造に寄与する株主提案を支持する。

〈別紙〉重要なサステナビリティ関連のリスクおよび機会への対応

ブラックロック・グループ(以下、「当グループ」という)は、実効的なガバナンスを有する企業は、長期的な企業価値に重大な影響を及ぼすサステナビリティ関連のリスクおよび機会についても、適切に対応できると考えている¹⁷。企業のビジネスモデルにおけるリスクと機会と同様、重要なサステナビリティに関連する事項を適切に監督することは、長期的な財務的価値の創造を支える効果的なガバナンス体制の中核的な要素であると考えます。

同時に企業のこれらサステナビリティ関連のリスクおよび機会への対応に対する戦略や活動内容を投資家が適切に評価するためには、透明性のある情報開示が重要であると考えています。企業が、ガバナンス、戦略、リスク管理、そして指標と目標に関する開示を通じて、自社が持続可能なビジネスモデルを保持できていることを説明することは、有益であると考えます。開示の準備にあたり、IFRS財団傘下の International Sustainability Standards Board (ISSB) が策定した S1、S2¹⁸は企業にとって有用な指針を提供しうる。同開示基準は、現在は ISSB に統合された、気候変動関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) によって作成されたフレームワークや、米国サステナビリティ会計基準審議会 (SASB) 等 が開発した指標を土台としている。なお、当グループは一部企業において規制や業界標準等を背景に、それぞれ異なった基準に基づいて開示を行うことがあることを認識している。そういった場合においては、自社ないし業界に特有のものであることが明示されていることが望ましい。

重要なサステナビリティ関連のリスクおよび機会への対応に関する情報開示を行うためには社内外からの情報収集が必要であり、それらを含めた情報開示を行うためには従来の財務報告や決算のための情報収集・分析に加えて時間を要するものであると認識している。一方で当グループとして具体的な情報開示の時間軸を定めることはないものの、投資家が情報を分析し、それに基づき適切な意思決定ができるよう、定時株主総会に先立って実務上可能な範囲で当該情報の開示が行われることが望ましい。

これら対応にあたって国連や OECD 等の国際的な組織が提示するガイダンス等を活用すること、あるいは業種特有のリスクを管理するために、業界団体に参画することも有益である。その際に、活用している国際的な枠組み、参画している業界団体等の名称、競合他社とのベンチマーキング手法などに関する情報開示がなされることも、投資家が当該企業の取り組みを正しく理解するために有益であると考えます。

(気候変動および自然関連リスク)

¹⁷ 「重要なサステナビリティ関連のリスクおよび機会」は、企業のビジネスモデル上のリスクと企業価値創造のドライバーであり、環境や社会に依存あるいは影響を与えるものを指す。環境課題の例としては、水使用、土地の活用、廃棄物管理、気候変動関連リスクなどが挙げられる。社会課題については、例えば、人的資本管理、バリューチェーン上のコミュニティへの影響、顧客のロイヤリティ、規制当局との関係性などが挙げられる。

¹⁸ IFRS S1(サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的な要求事項)の目的は、企業へのリソース投入に関する意思決定を担う一次利用者にとって有益なサステナビリティ関連のリスクと機会の情報開示を企業に求めることである。S2(気候関連開示)の目的は、企業へのリソース投入に関する意思決定をする一次利用者にとって有益な気候関連のリスクと機会の情報開示を企業に求めることである。

当グループは、低炭素経済への移行は市場環境を変容させるメガフォースのうちのひとつであると認識している¹⁹。当グループのリサーチでも、低炭素経済への移行は政府の政策、技術、消費者および投資家の嗜好の変化によって形作られるグローバル経済の構造的変化であり、多くの企業によって重要なものとなる可能性があることが示された²⁰。しかし、低炭素経済への道のりは不確実で不均一であり、経済のあらゆるところで異なるスピードで進んでいることから、気候関連のリスクと機会が事業や運営環境に与える影響を企業が予測することは難しいものと認識している。

多くの企業が、投資家に長期的な財務価値を提供しながら低炭素経済への移行をどのように進めるかを検討している。その中で、気候関連リスクが特に重要である企業においては、低炭素経済への移行の中でどのように長期的な財務パフォーマンスを提供していくのかを、それが適切な場合は移行計画も含めて、事業モデルやセクターに応じて開示されることが有益であると考え²¹。

これまでの経験から、ISSB 基準や TCFD フレームワークに沿った開示は、投資家が企業固有の気候関連リスクと機会を評価し、投資判断を行うのに有益であると認識している²²。また、企業が自社の炭素排出量や排出原単位を財務上可能な範囲でモニタリングを行い、それらの情報をもとにどのように気候変動に関連するリスクが管理されているのかについても、開示された情報から理解することができる。こういった開示の価値は幅広く認識されており、イギリスなどの地域では大企業に対して気候関連の財務情報の開示が義務付けられているほか、それ以外の地域においても市場のベストプラクティスと見なされている。

当グループは、ISSB 基準および TCFD フレームワークの趣旨と同様に、企業の気候関連のさまざまなシナリオにおける重要なリスクと機会に対応するための戦略についての理解を、企業の開示およびエンゲージメントの中で深めることを期待している。これには 2024 年の G20 首脳宣言の一部として再確認された、世界の平均気温を産業革命以前に比べて 2°C より十分低く保ち、1.5°C に抑える努力をするという目標も考慮されている²³。

また、これらのフレームワークは、企業が短期、中期、長期の目標をどのように設定しているか、そのセクターで応用可能である場合においては科学的根拠に基づく目標であることなどを考慮し、スコープ 1 および 2 の温室効果ガス (GHG) 排出削減のための目標を設定し、それらの目標が投資家の長期的な財務利益と一致していることを示す開示も含まれている。

¹⁹ BlackRock Investment Institute, “Mega forces: An investment opportunity”, 2023.

²⁰ BlackRock Investment Institute, “Evolving energy transition, evolving opportunities”, February 2025.

²¹ より多くの企業がこのような計画の策定を進めていると見受けおり、オーストラリア、ブラジル、欧州連合など、多くの市場の政策立案者がこれらの計画を義務付ける意向を示しているか、すでに義務付けている。当グループは移行計画について、長期的な戦略、目標、目的、および低炭素経済への移行を通じた企業価値の創出を促すための行動を、企業が内部で分析し、外部に対して伝えるための手段であると認識している。移行計画は国際的に勢いを増しており、EU、英国、G7、G20、金融業界を含む政策立案者や監督者からの関心が高まっている。各法域の多くのイニシアチブが移行計画の枠組みを発表しているが、これらの計画に含まれるべき主要な要素についてのコンセンサスはできていない。当グループの考える有用な開示は、企業が、長期的な財務パフォーマンスを提供するために、財務に重要な影響を及ぼし得るビジネス上のリスクと機会（気候関連リスクを含む）をどのように管理するかのアプローチを伝えるものであり、これにより投資家がより情報に基づいた意思決定を行えるようになると思われる。なお、当グループのステewardシップ活動においては移行計画の策定と開示を議決権行使には反映せず、移行計画を開示した企業と必要に応じてエンゲージメントを実施し、計画された行動とリソースへの影響において理解を深めるために活用する。

²² BlackRock, “Global perspectives on investing in the low-carbon transition”, June 2023. 当グループは、企業が地域別の要件に応じて、ISSB 基準に沿った報告を数年にわたって段階的に導入するものと理解している。また、一部の企業が規制によって要求される基準、または複数の任意基準のいずれかを使用して報告することも認識し、尊重している。そのような場合には、企業が選択した特定の開示フレームワークに沿って報告する理由を開示し、業界固有または企業固有の指標が示されることを期待する。

²³ 2024 年 11 月、G20 のメンバーは首脳宣言の一環としてパリ協定の温度目標を再確認した。G20 メンバーには、世界の主要経済国（19 か国および 2 つの地域機関、欧州連合とアフリカ連合）が含まれており、世界の国内総生産の 85%、国際貿易の 75% 以上、そして世界人口の約 3 分の 2 を占める。

なお、スコープ 3 の排出量に関しては、一部市場の規制当局において開示の義務化に向けた動きがあることも理解しているが、算定方法の複雑性や規制の不確実性、二重計上に対する懸念、企業による直接的なコントロールの難しさといった観点から、スコープ 1 やスコープ 2 とは異なる性質のものであると認識している。こうした過渡期においても、積極的かつ誠実に重要なスコープ 3 に関する目標や情報開示を行う姿勢を歓迎する。

気候関連のリスクと機会に加えて、自然関連のリスクや機会に関する適切な対応は、とりわけ企業の戦略が自然資源の存在に大きく依存している場合や、サプライチェーンが自然関連のリスクにさらされている場合などにおいて、株主に持続的かつ長期的な財務的利益を生み出すための重要な要素の一つとなりつつある。当グループはこうした企業がどのように自然関連のリスクと機会を戦略に統合しているかを理解するために、自然資本への依存状況、自然資本に及ぼす影響、また自然資本の活用をどのように管理し、リスク監督や指標と目標の設定を実施しているかについての情報開示を期待する。当グループは、このような情報開示を踏まえて、企業の自然資本への対応状況を評価するとともに、自然資本関連の株主提案を精査する。²⁴

(取締役会構成)

当グループは、多様な考え方に基づく議論を促進し、「集団思考」を避けるため、取締役会における経験、視点やスキルの多様性の推進を重要視している。

当社は、取締役会の構成の評価をする際に、取締役会の規模、ビジネスモデル、戦略、時価総額などの多角的な要素を総合的に考慮する。その上で企業には、選択した取締役会の構成がどのようにガバナンスの実効性向上に資するのかについての説明を期待する。

以 上

2025 年 4 月 改定

²⁴ これらの問題の重要性に対する認識が高まっていることから、企業の自然資本依存度と影響に関する報告を強化することは、投資家の理解の促進に有益であると考えます。当グループは、自然関連財務情報開示タスクフォース(TNFD)の最終提言は、一部の企業にとって有用になりうると認識している。一方で、規制によって要求される基準や、他の民間セクターの基準のいずれかを使用して報告する企業があることを認識している。なお、TNFD に準拠した報告を、議決権行使基準としては用いない。

Want to know more?

blackrock.com/stewardship | contactstewardship@blackrock.com

This document is provided for information and educational purposes only. Investing involves risk, including the loss of principal.

Prepared by BlackRock, Inc.

©2025 BlackRock, Inc. All rights reserved. **BLACKROCK** is a trademark of BlackRock, Inc., or its subsidiaries in the United States and elsewhere. All other trademarks are those of their respective owners.

BlackRock®