

2024年2月28日

三菱UFJ信託銀行株式会社

## 株式議決権行使の基準改定 および「資本コスト GAP モデル」を活用した対話の実践について

三菱UFJ信託銀行株式会社（取締役社長 <sup>ながしま いわお</sup>長島 巖、以下 弊社）は、三菱UFJフィナンシャルグループ傘下運用会社共通の議決権行使に係る考え方<sup>[1]</sup>に基づき、受託財産運用における国内株式議決権行使基準<sup>[2]</sup>を、2024年4月1日に改定し、新たな基準は2024年4月以降に開催される株主総会より適用を開始します。

また、株式会社三菱UFJトラスト投資工学研究所（取締役社長 <sup>いほり えいじ</sup>庵 栄治、以下 MTEC）と共同で開発した「資本コスト GAP モデル（以下 本モデル）<sup>[3]</sup>」を用いた対話を2023年度より本格的に実施し、企業が取り組むべき経営課題について議論して参ります。

### ■ 基準改定の背景と目的

政府の掲げる「資産運用立国実現プラン」でスチュワードシップ活動の実質化が求められています。弊社としても「責任ある機関投資家」として、議決権行使の効果検証や対話の実効性向上に取り組んでいます。弊社が議決権行使を行う目的は、専ら受益者のために中長期的な投資収益の増大を図ることです。議決権行使に際しては、行使基準を策定しており、企業を取り巻く環境変化やコーポレートガバナンスに関する議論等を踏まえ、その基準を毎年見直しております。本年は、日本企業における収益性や株価の更なる改善を図り、基準を改定しました。

### ■ 基準改定の主な内容

以下に該当する場合には、原則、代表取締役の再任に反対します。

その他、詳細な内容はリンク先<sup>[2]</sup>をご覧ください。

内容	新基準（2024年4月より基準が変わる個所を下線表示）	旧基準
女性取締役	<u>女性取締役が選任されていない場合</u>	（新設）
業績	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には、反対	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。 <u>なお、判断にあたっては業種状況等も勘案する</u>
政策保有株式	<u>政策保有株式を過剰に（純資産の20%以上）保有している場合</u>	（新設）
キャッシュリッチ	<u>（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</u>	（新設） 「剰余金の処分」に関する基準を取締役選任に適用

※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場合があります。

## ■ 「資本コスト GAP モデル」を活用した対話の実践について

弊社はスチュワードシップ活動の実質化に向け、投資家の企業価値向上に向けた考え方や活動の結果を企業に開示すべきと考え、議決権行使基準・行使結果・効果検証等を積極的に公表して参りました。その中で議決権行使基準は、投資家として企業に対応を求める目線を示したものであり、基準を公表することは、企業に向けたメッセージであると考えています。また、その基準を広く浸透させ、企業変革の実効性を高めるためには、企業と投資家の対話が重要であると弊社では分析しています。

例えば、業績基準（ROE）については、企業価値向上の観点から、株主資本コストを上回る ROE を達成・維持して頂く必要があると考え、まずは TOPIX500 の企業を対象に 2027 年 4 月より「3 期連続 ROE8%未滿かつ PBR1 倍未滿」の場合に、代表取締役の再任に反対とする方針を公表しました。また、企業の状況によっては財務数値の改善までに時間を要するケースがあることや、企業価値の向上には株主資本コストを引き下げる取り組みも有効である等、対応方針は複数あると考えられることから、企業との対話の中で議論をしていく方針です。

株主資本コストについては、その算出方法が複数あるため、企業と投資家が認識する株主資本コストにギャップがあるケースが発生しています。企業が取り組むべき課題が複数ある場合もあり、ギャップも含めてこれらの認識を企業と投資家で共有する必要があると考えています。そこで弊社は「資本コスト GAP モデル」を開発し、本モデルを用いた対話を 2023 年度より本格的に実施いたします。本モデルでは、現在および将来の期待値の情報に基づき、株価から逆算して株主資本コスト（インプライド株主資本コスト）を算出しています。また、その株主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議論いたします。

弊社ではスチュワードシップ活動の更なる実質化に向けた取り組みを進め、企業価値向上を通じたお客さまの投資リターン向上に貢献して参ります。

## ◆ 「資本コスト GAP モデル」について

三菱 UFJ 信託銀行と MTEC が共同で 2022 年度に開発。これまで投資家と企業との間で認識する株主資本コストの水準にギャップがあり、目標とする ROE 水準も投資家と企業の間で認識の差が生まれていたことから、PBR が 1 倍割れの状態が恒常化していました。本モデルでは、投資家の立場として認識する株主資本コストを残余利益モデルに基づき足許の株価や財務情報、将来利益の予想値を入力情報として推定いたします。更に、企業固有の財務要因・非財務要因の要素毎に資本コストの押し上げ（株価の押し下げ）要因になっているかを定量的に提示することが可能であるため、企業の取り組むべき経営課題が特定されます。例えば、株主還元が業種や市場平均に比べ低いことが、どの程度資本コストの押し上げ要因となっているかが定量的に示され、その結果をもって株主還元について議論することが可能となります。

[1] 「MUFG アセットマネジメントにおける議決権行使に係る考え方」

[https://www.tr.mufig.jp/mufgam-su/pdf/20240228\\_01.pdf](https://www.tr.mufig.jp/mufgam-su/pdf/20240228_01.pdf)

[2] 「受託財産運用における株式議決権行使」

[https://www.tr.mufig.jp/houjin/jutaku/pdf/nyouyou\\_kabu\\_10\\_pdf.pdf](https://www.tr.mufig.jp/houjin/jutaku/pdf/nyouyou_kabu_10_pdf.pdf)

[3] 「スチュワードシップ活動報告書 2023 資本コストモデルの分析（MTEC）P.42-44」

[https://www.tr.mufig.jp/houjin/jutaku/pdf/stewardship\\_2023.pdf](https://www.tr.mufig.jp/houjin/jutaku/pdf/stewardship_2023.pdf)

以上