

# 2024 定時株主総会 シーズンレビュー

CERTAINTY | INGENUITY | ADVANTAGE

Georgeson

georgeson.com | a Computershare company

# 目次

序章 3

序章 4

1 | 日本における議決権行使 5

2 | 議決権行使助言会社 8

3 | 株主提案 11

4 | コーポレートガバナンス動向 15

投資家のインサイト 21

**Aina Fukuda** 21  
*Head of Japan Investment Stewardship,  
Legal & General Investment Management*

**Kazuyuki Mitsuhashi** 23  
*Senior Deputy General Manager and Fellow,  
Asset Management Division,  
Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation*

**Toru Terasawa** 25  
*Executive ESG Advisor, Investment Division  
Asset Management One*

**Jane Moir** 25  
*Head of Research,  
Asian Corporate Governance Association (ACGA)*

欧州におけるシーズンレビュー抜粋 28

米国におけるシーズンレビュー抜粋 31

GEORGESONおよびJSSについて 34



# 序章

2024年に開催された日経平均株価採用銘柄（日経225）の株主総会の動向を分析する、Georgeson「日本定時株主総会シーズンレビュー」第3版をお届けします。共同出版者である、日本シェアホルダーサービスの多大な貢献に感謝いたします。

1935年に設立されたGeorgesonは、世界で最も歴史あるプロクシー・アドバイザーであり、戦略的株主コミュニケーションおよびコーポレートガバナンス、ESGアドバイザーにおけるグローバルマーケットリーダーです。他の追随を許さない専門知識と投資家との強固な関係により、すべてのクライアントに最高品質のサポートを提供することができます。また、株主の優先事項がどのように変化し、それが定時株主総会の議決権行使にどのような影響を及ぼしているか、包括的な見解を得ることができます。本レポートは、当社が過去25年以上にわたり事業を展開してきた日本市場の株主総会の傾向を明らかにするものです。

2024年も定時株主総会の集中開催が続き、6月開催の株主総会は81.8%に達し、2023年の82.2%とほぼ同水準となりました。株主による会社提案への反対は、今や日本の定時株主総会シーズンにおいて繰り返される大きな特徴となっています。争点となった議案（10%以上の反対が投じられたもの）の数は年々徐々に増加し、2024年には半数以上の企業で争点となる議案があり、議案数では2023年を上回りました。取締役選任議案の11%以上が争われ、その背景には、政策保有株式やその他のガバナンス問題に対する市場の注目が続いていることがあげられます。

報酬についても、2023年と比較して争点となる議案が急増し、より大きな問題となりました。

議決権行使助言会社は引き続き、主に海外株主に対する影響力を発揮していますが、特殊ケースや利益相反に直面している一部の国内投資家に対しても影響力を及ぼしています。議決権行使助言会社による反対推奨は大幅に増加しており、ISSは2023年から66%増、Glass Lewisは17%増となっています。これは、日本市場向けにカスタマイズされた議決権行使助言基準がますます厳格化されているためです。

ここ数年、株主アクティビズムは著しく増加しており、日本は今や株主アクティビズムにおいて世界で最も重要な市場のひとつとなっています。株主提案に対する賛成率は、1%未満から35%に及び、議決権行使助言会社の賛成推奨を受けた議案は、一般的に目に見えて多くの支持を集める傾向が見られました。12～14ページに掲載したケーススタディでは、余剰なキャッシュの活用、非効率なバランスシートの改革、株価と純資産価値の差異の是正など、株主還元を目的とした株主提案が数多く出されていることを示しています。

財務状況への注目が高まった結果、2024年の定時株主総会では、ガバナンスやESG問題に焦点を当てた株主提案は例年に比べて減少しました。日経平均株価採用銘柄では気候変動に関する会社提案は出されませんでした。環境や気候変動に関する25件の株主提案が8社において出されました。

2024年には、ガバナンス改革とそれに対する企業の対応において、多くの進展が見られました。

まず、「資本コストや株価を意識した経営」の実現に向けた有識者会議の実施プロセスとして、東京証券取引所は、この問題への取り組みを公表している企業の月次リストの公表を開始しました。今後、取り組みをさらに強化する措置が講じられる見通しです。

2023年の有識者会議は、一部企業が株主との対話を避けていることを指摘し、東証がプライム市場の上場企業に対して、経営陣と投資家との対話の回数や内容の開示を義務付けるよう提案しました。投資先企業との何千件ものエンゲージメントを分析したファンドマネージャーおよび学術チームの調査によると、エンゲージメントは、時価総額や株主総利回り、社外取締役の人数など、さまざまな指標における企業価値向上につながっていることが分かりました。

近年、日本企業へ投資を行う海外機関投資家の増加に伴い、企業の情報開示を日本語と英語で同時に行う必要性が高まっています。2024年には、東証が上場規則を改正し、2025年3月より、プライム市場に上場するすべての企業に対して、重要情報の英語開示を義務付けました。上場企業は、当初は、投資判断に重大な影響を及ぼす可能性のある情報に加え、財務結果を日本語と英語で同時に開示しなければなりません。将来的に英語での開示の範囲を拡大するかどうかは、企業の進捗状況に応じて検討されます。

Cas Sydorowitz

Global CEO

[cas.sydorowitz@georgeson.com](mailto:cas.sydorowitz@georgeson.com)



取締役の質と能力の向上を促す取り組みの一環として、日本の規制当局は2024年に取締役向けの指針を示すとともに、企業が独立取締役や取締役会議長の役割を適切に理解しているかについて疑問を呈しました。規制当局は、取締役会はまだ十分に効果的に機能していないという見解を示し、このような独立取締役の質の実質的評価はなされていないと助言しました。しかし、日本企業の多くがコーポレートガバナンス・コードの要件を概ね順守しているため、今年度は独立取締役の人数を増やした企業はほとんど見られませんでした。

本分析は、主として日経平均株価採用銘柄を対象としています。それ以外の企業グループについて言及する際には、その都度、延べています。対象の225社について、以下の対応を講じています。

- ＞ 2023年10月1日の入れ替えにより指数から除外された3社を外し、代わりに追加された3社を含めました
- ＞ 2024年4月1日の入れ替えにより除外された3社を外し、代わりに追加された3社を含めました

# 日本 - 日経225

2024年の株主総会シーズンでは、争点となった(10%以上の反対)議案が1件以上の企業は**120社(53.3%)**だった

上程された**2,867件**の議案のうち、争点となった議案は**377件(13.1%)**だった

会社提案の議案で争点となった議案の合計は**305件(10.9%)**でしたが、これは2023年(12%)をわずかに下回った

株主提案は**72件**提出されたが、可決されたものはなく、30%以上の賛成率を得たものが**2件**、20%から29.99%の賛成率を得たものが**14件**、10%から19.99%の賛成率を得たものが**8件**、0%から9.99%の賛成率を得たものが**48件**だった

2024年の会社提案議案では、ISSとGlass Lewisの議決権行使助言会社の「反対」推奨割合が大幅に増加した。ISSの「反対」推奨は2023年から**66.0%**増加し、Glass Lewisの「反対」推奨は**17.0%**増加した。これは、両社が日本企業に対して議決権行使助言基準をより厳格に適用していることを反映している

役員報酬は依然として重要な問題であり、争点となった役員報酬に関する決議の割合は、2023年の1.4%から2024年には**10.9%**へと大幅に増加した

争点となった取締役選任決議は**262件(11.5%)**となり、2023年から**2.1%**ポイント減少した

日経平均株価採用銘柄では、2024年に取締役会が提案したすべての議案が可決され、賛成率が70%未満のものは**38件**、60%未満のものは**1件**のみだった

10%以上の支持率を得た株主提案は**24件**で、2023年の41件から大幅に減少した

例年通り、議決権行使助言会社の**推奨は議決権行使結果に大きな影響を与えており**、反対助言が行われた議案に対する賛成率は低くなる傾向が強い

取締役会が提案し、争点となった議案**305件**のうち、**150件(49.2%)**は、少なくとも1つの議決権行使助言会社から反対推奨を受けていた。これは、取締役会が提案した議案全体における議決権行使助言会社による反対推奨の割合**8.4%**を大幅に上回る

**10%以上の賛成率を獲得した24件**の株主提案のうち、**14件(58.3%)**は少なくとも1つの議決権行使助言会社による賛成推奨を受けていた

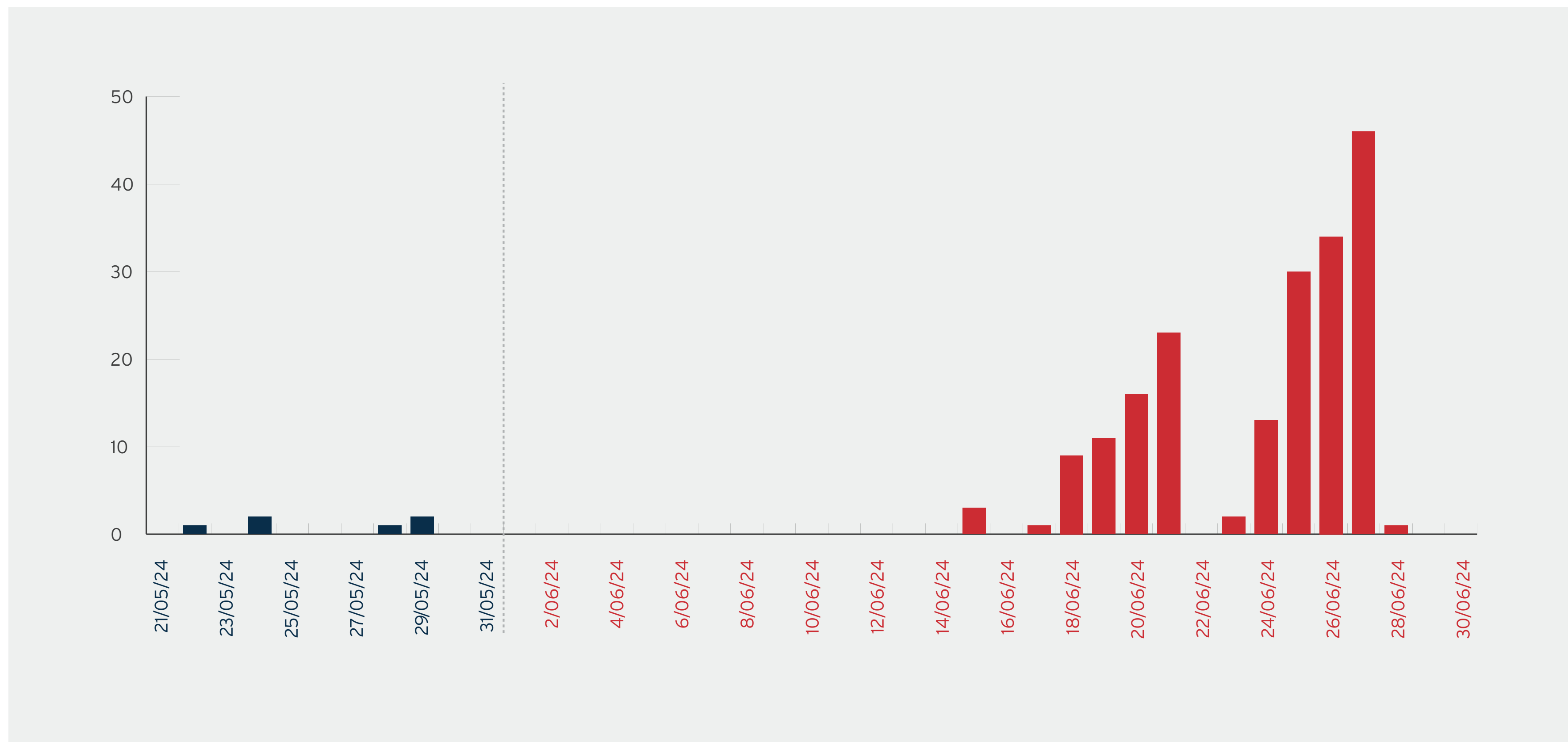
ISSは2023年の116件に対して、2024年は**66.4%**増となる**193件**の議案について反対を推奨した Glass Lewisは2023年の171件に対して2024年は**17.0%**増となる**200件**の議案について反対を推奨した

# 1.日本における議決権行使：2024年

## 1.1 概観

本稿では、2023年7月1日から2024年6月30日までに開催された日経平均株価採用銘柄<sup>1</sup>の定時株主総会における決議事項を分析しています。

日本の特徴としては、多くの企業が6月の限られた日にちに定時株主総会を開催していることが挙げられます。2024年では、日経平均株価採用銘柄の81.8%が6月に総会を開催しました。



グラフ 1: 日経平均株価採用銘柄の内、2024年5月および6月に株主総会を開催した社数

1 5月21日以前に定時株主総会を実施した36社を除く

## 1.2 争点となった議案

図が示す通り、定時株主総会において、会社提案議案の内、10%以上の株主の反対を受けた議案(争点となった議案)の割合は増加傾向にあります。

- ＞ 日経平均株価採用銘柄の内、争点となった議案が1件以上あった企業は**120社(53.3%)**だった
- ＞ 上程された議案**2,867件**の内、**377件(13.1%)**が争点となった議案であった
- ＞ 会社提案の議案で争点となった議案は**305件(10.9%)**と、2023年の水準(322件(12%))を僅かに下回った

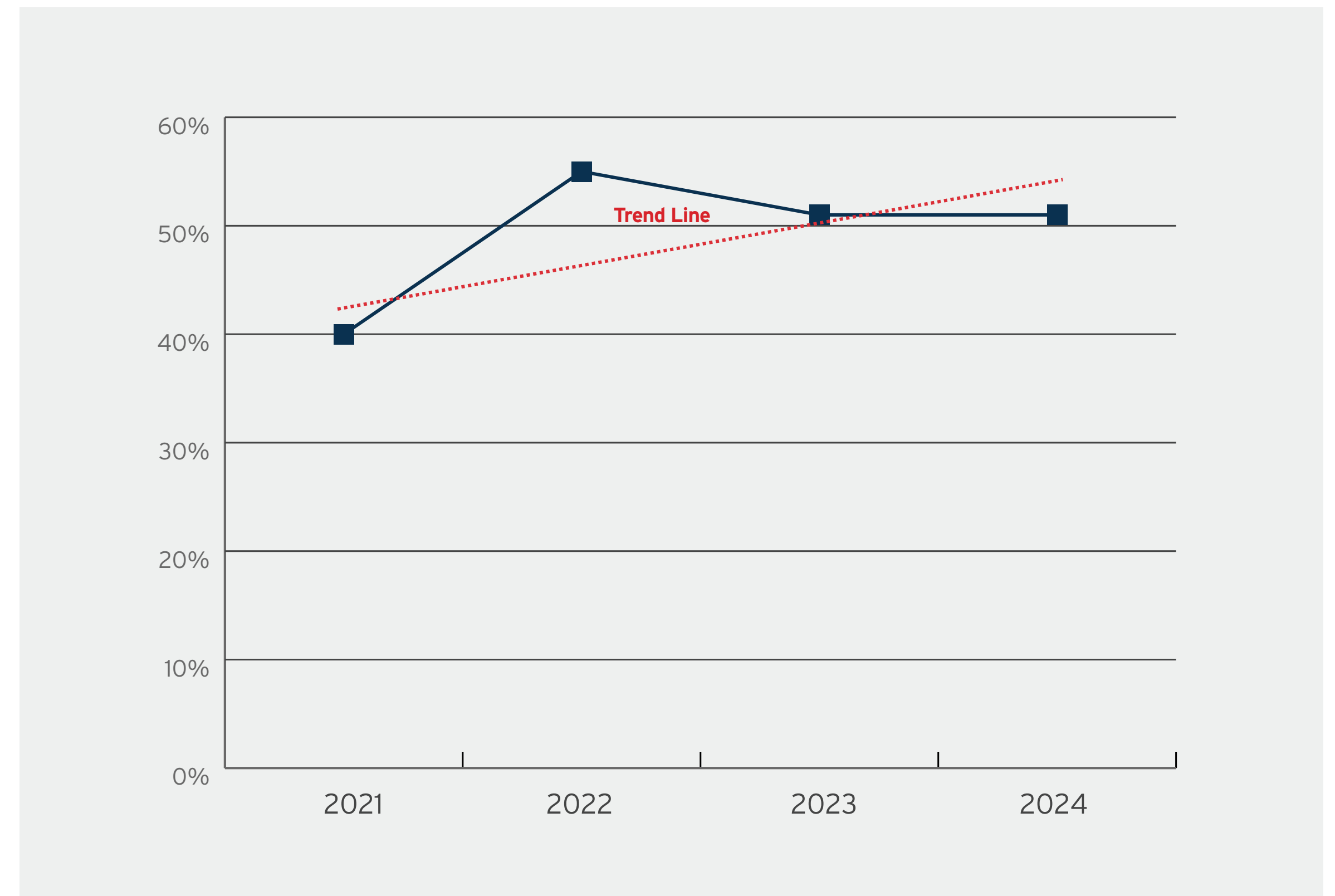
### 株主提案72件の決議の内訳:

- ＞ 承認:**0件**
- ＞ 30%以上の支持:**2件**
- ＞ 20%~29.99%の支持:**14件**
- ＞ 10%~19.99%の支持:**8件**
- ＞ 0%~9.99%の支持:**48件**

### 日経平均株価採用銘柄で多く上程された議案種別:

- ＞ 取締役選任(**225社**)
- ＞ 剰余金処分(**153社**)
- ＞ 監査役選任(**87社**)
- ＞ 報酬関連(**64社**)
- ＞ 定款変更(**39社**)

争点となった議案が最も多かったのは、取締役選任議案(262件)で、次に多かったのは監査役選任議案(24件)でした。



グラフ 2: 争議となった議案数の割合(2021年~2024年)

### 1.3.1 取締役の選任

2024年の定時株主総会シーズンでは、取締役選任議案の**2,276件**の内、**262件(11.5%)**が争点となった議案でした。これは2023年の**13.6%**を**2.1%**、2022年の**12.5%**を**1%**下回る水準でした。全体では、2024年に日経平均株価採用銘柄で争点となった**377件**の内、取締役選任の占める割合は**69.5%**と、2023年の**91.9%**、2022年の**85.4%**を大幅に下回りました。

2023年と2024年の取締役選任議案において、争点となった議案が高水準になった一因は、政策保有株式の持ち合いに関する監視の目が厳しくなったことが考えられます。日本では、株式持ち合いは、歴史的に企業が親密なビジネス関係を維持するための手段として捉えられてきました。しかしながら、近年、多くの投資家がそのような行為はコーポレートガバナンスの欠如であると捉え、政策保有株式縮減に向け圧力を強めています。

ISSの議決権行使助言基準では、いわゆる政策保有株式の過度な保有が認められる(純資産の20%以上)場合、原則として経営トップである取締役への反対を推奨するとの内容が盛り込まれています。

Glass Lewisも政策保有株式について懸念を表明しており、ガイドラインでは、前年度の有価証券報告書で開示された「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の「貸借対照表計上額の合計額」が、連結純資産と比較して10%以上の場合、取締役会議長に対し、原則として反対助言を行うと明記されています。

**2024年の議決権行使助言方針では、Glass Lewisは本ガイドラインの例外条件の厳格化を公表。2025年からは、以下に該当する場合には、反対助言を控える方針。**

- 政策保有株式の保有比率を、今後5年以内に対連結純資産の20%以下にするための明確な縮減目標値と期日を含む縮減計画が開示されている場合、または
- 政策保有株式の保有比率が対連結純資産の10%以上20%未満の場合には、当該企業の過去5事業年度の自己資本利益率(ROE)の平均値が8%以上、あるいは直近事業年度のROEが8%以上である場合

**今回の調査結果で、取締役選任に関する賛成率が最も低かった5社は以下の通りです。**

- シャープ株式会社(張 慶瑞 - 賛成率**60.1%**、呉 柏 勲 - 賛成率**61.4%**)
- SOMPOホールディングス(奥村 幹夫 - 賛成率**61.5%**)
- DIC株式会社(猪野 薫 - 賛成率**63.1%**)
- 株式会社ファーストリテイリング(新宅 正明 - 賛成率**63.5%**)
- 関西電力株式会社(園 潔 - 賛成率**63.9%**)

ISSは、張 慶瑞と新宅 正明を除く各候補者に反対を推奨しています。Glass Lewisは、呉 柏 勲と新宅 正明を含む上記の各候補者全てに反対を推奨しています。

### 1.3.1 役員報酬

日本では、役員報酬の総額(枠)の決議が義務付けられています。株主総会で決議された後、個々の取締役(執行役員、社外取締役とも)の報酬は、取締役会によって決定されます。

日経平均株価採用銘柄が、2024年の定時株主総会シーズンに提出した役員報酬議案119件の内、争議となったのは13件(10.9%)でした。これは、同議案の1.4%が10%以上の反対を受けた2023年から大幅に増加しました。

**今回の調査結果で、役員報酬に関する賛成率が最も低かった5社は以下の通りです。**

- ダイキン工業株式会社(賛成率**68.5%**)
- 武田薬品工業株式会社(賛成率**73.6%**)
- 株式会社アドバンテスト(賛成率**77.7%**)
- 中部電力株式会社(賛成率**80.7%**)
- 株式会社ネクソン(賛成率**81.1%**)

ISSはネクソンと武田薬品に反対を推奨し、その他**3社**については賛成を推奨しています。Glass Lewisは反対を推奨したダイキン以外の**4社**に賛成を推奨しています。

2 <https://www.frc.org.uk/investors/pre-emption-group>

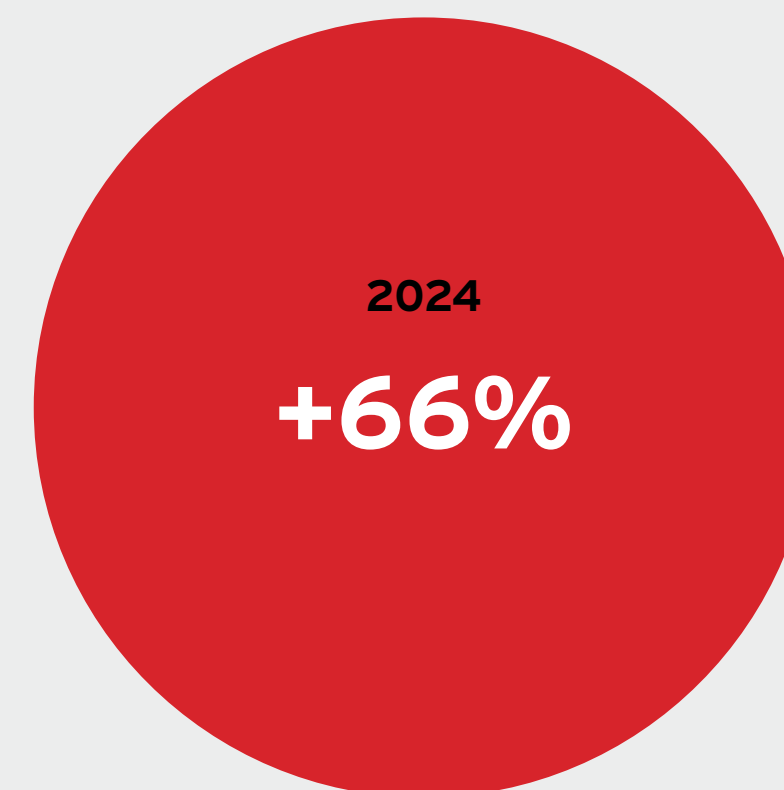
## 2. 議決権行使助言会社

日本以外の機関投資家の多くは、議決権行使の判断材料のため、議決権行使助言会社が提供する議案分析や議決権行使に関わる方針を活用しています。議決権行使助言会社による反対推奨は、特定の議案の結果に著しい影響を与えることがあります。議決権行使助言会社は、上場企業を対象としたガバナンス方針を定め、各企業の株主総会（年次株主総会および臨時株主総会）における議案が、その方針をどの程度満たしているかを評価します。これらの評価に基づき、議決権行使助言会社は、主にアセットオーナー、ヘッジファンド、資産運用会社などの顧客に対して、各議案についてどのように議決権を行使すべきかの助言を行います。

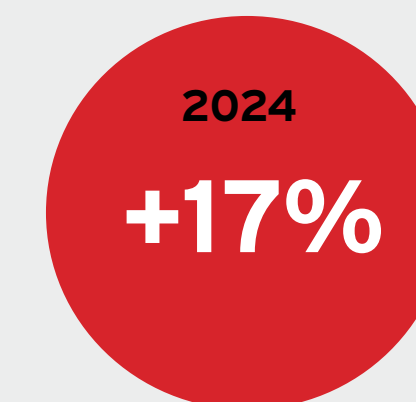
### 日本のプロクシー・アドバイザー

日本の機関投資家は、主に独自の方針に基づき株主総会で議決権を行使します。スチュワードシップ・コードへの準拠が求められる中、株主提案についても、方針に従い議決権を行使しています。ただし、特別なケースや利益相反などの場合には、ISSやGlass Lewisのような第三者アドバイザーに従うことがあります。日本にも議決権行使助言会社が存在していましたが、現在ではその影響力はほとんどありません。日本では、ISSとGlass Lewisが、国内外の投資家が最も利用している議決権行使助言会社です。

### グローバルの議決権行使助言会社は2024年に、2023年を大幅に上回る議案に反対を推奨



**ISSの反対推奨**  
ISSは2023年を66.0%上回る  
議案に反対を推奨



**Glass Lewisの反対推奨**  
Glass Lewisは2023年を17.0%上回る  
議案に反対を推奨

この結果は、2社のアドバイザーが日本の基準を他の先進国市場に準ずるように厳格化していることを示唆

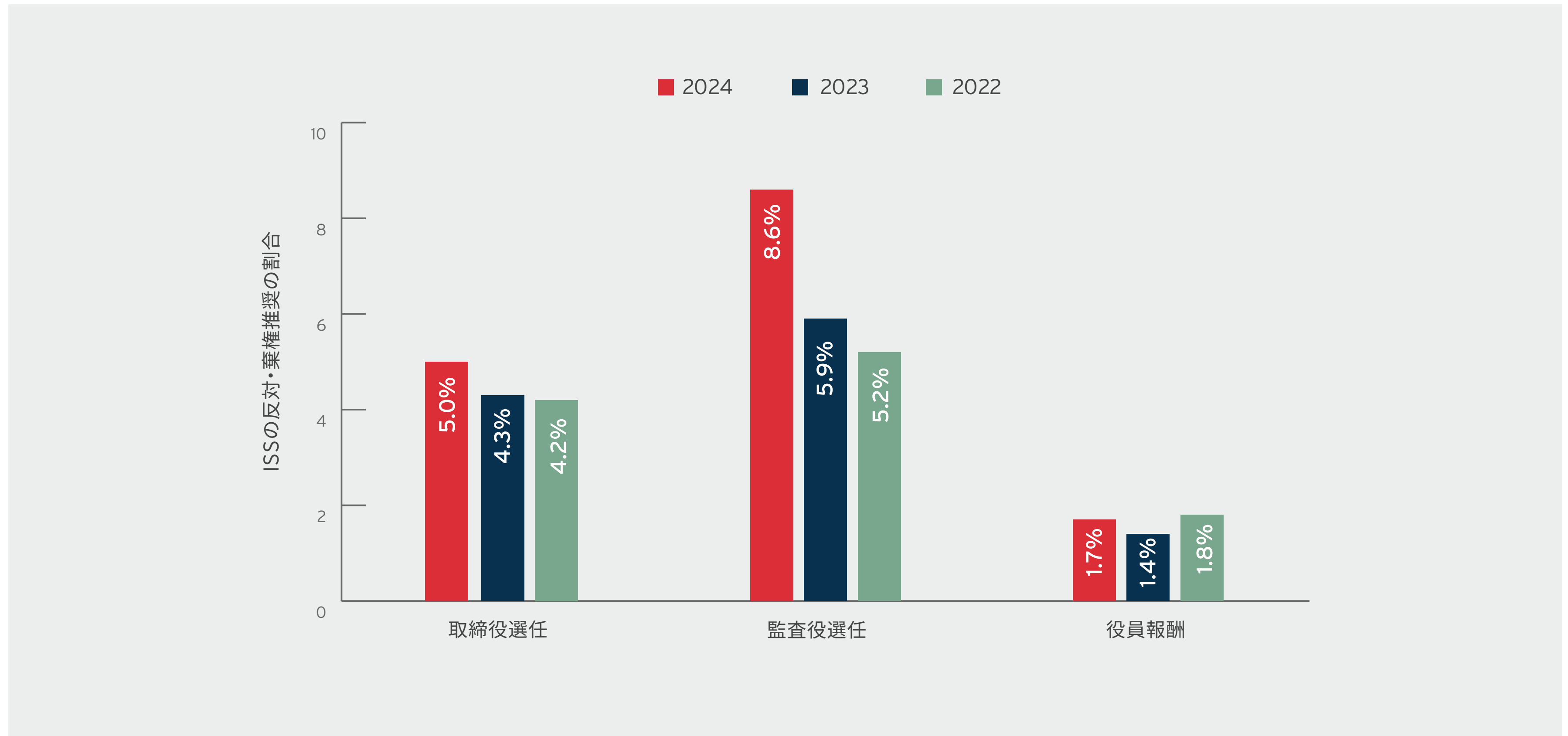


## 2.1 Institutional Shareholder Services (ISS)

2023年7月1日から2024年6月30日の間に、日経平均株価採用銘柄の内、会社提案議案に対してISSから1件以上の反対推奨を受けた企業は前年度の64社(28.4%)を上回る**78社(34.7%)**でした。また、株主提案を除いては、136件の議案(前年度:116件)が反対推奨を受けました。

**ISSは、2024年2月以降の株主総会について、2つの方針変更を行いました。**

- ▶ 新型コロナの感染拡大により一時的に停止していた、日本企業を対象としたROEポリシーの再開、および
- ▶ 買収防衛策の導入または更新を行おうとする企業に対して、過半数の独立社外取締役を要件とすることによる厳格化

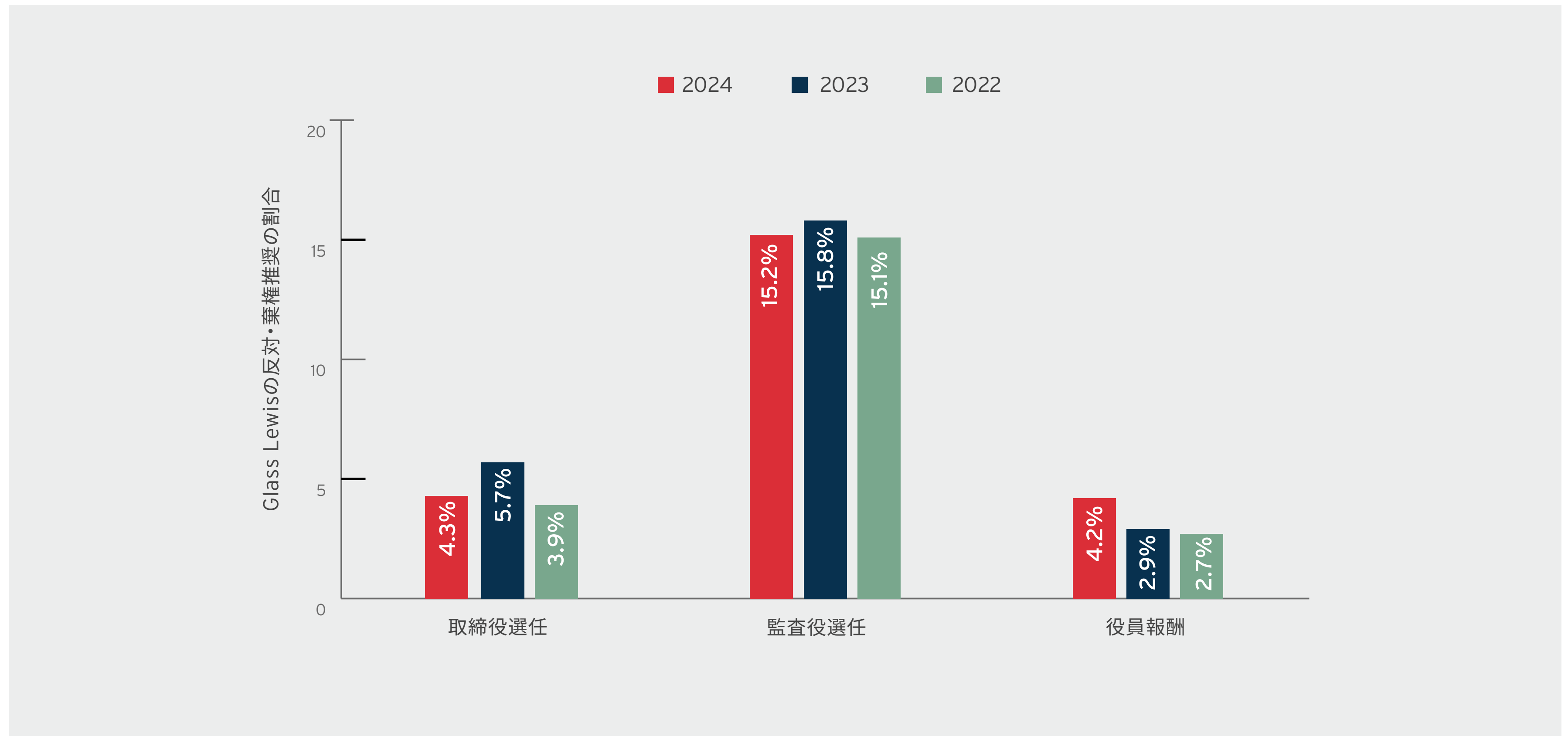


グラフ 3: ISSが反対推奨した取締役会による提案事項

3 <http://www.issgovernance.com/about/about-iss/>

## 2.2 Glass Lewis

2023年7月1日から2024年6月30日の間に、日経平均株価採用銘柄の内、Glass Lewisから1件以上の反対推奨を受けた企業は96社(42.7%)と、前年度の98社(43.6%)を僅かに下回りました。また、会社提案議案で反対推奨を受けた件数は、136件(前年度:171件)でした。



グラフ 4: 取締役が提案した議案に対するGlass Lewisの反対推奨件数

4 <http://www.glasslewis.com/about-glass-lewis/>

# 3. 株主提案

## 3.1 背景

過去2～3年の間に、日本は株主アクティビズムにおいて最も重要な市場の1つになりました。主なトレンドは以下の通りです。

- ＞ **規制:**東京証券取引所や政府による、日本企業のコーポレートガバナンス体制に関する歴史的な課題、例えば過度に保守的な資本政策、大手上場企業間の広範な株式持合、取締役会の独立性および多様性の欠如などへの対処
- ＞ **外国資本:**外国資本の流入増に伴う、グローバルな資産運用会社や大手年金基金などの海外投資家による影響力の高まり
- ＞ **議決権行使助言会社:**ISSやGlass Lewisといった国際的な議決権行使助言会社の基準厳格化
- ＞ **アクティビズム:**日本の国内アクティビストの台頭や、市民社会組織によるアクティビズムの活発化に伴い、ESGに焦点を当てた共同株主提案等を通じ、アクティビズムを推進する動き

また、日本市場では、以下のような様々な種類のアクティビズム・キャンペーンが確認されています。

- ＞ **ヘッジファンド・アクティビズム:**株主還元の改善、非中核資産の売却、取締役の選任、政策保有株式の削減、買収防衛策の廃止など、企業戦略の変更による株主価値の向上に焦点を当てている
- ＞ **個人投資家による株主提案:**個人投資家による、電力会社に対する原発廃止の提案等が多くを占めている
- ＞ **海外機関投資家による共同株主提案:**興味深い新たな現象で、その多くが大手海外機関投資家やその他組織で、これまで株主提案を行うことは殆どなかったが、主な例としては、過去2シーズンで、日本のエネルギー業界と自動車業界において確認されている

- ＞ **ESG(環境・社会・ガバナンス)に関する提案:**主にACCR、マーケット・フォース、フレンズ・オブ・ジ・アースなどの国際NGOや、その日本の現地パートナー、またはグローバルパートナーによるもので、通常、TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)の枠組みに沿ったパリ協定に基づく気候変動に関する情報開示と移行計画、および2050年までにネット・ゼロの目標を正式に採択した日本に焦点を当てている。これらの気候変動関連の提案は、これまで主に日本のメガバンクやエネルギー企業を対象としてきたが、2024年には日本製鉄株式会社などの鉄鋼会社も含まれている(下記参照)。

2024年の定時株主総会シーズン中に確認されたアクティビスト・キャンペーンのケーススタディは、次の数ページをご参照ください。

## 3.2 2024年のアクティビスト・キャンペーン

2024年の定時株主総会シーズンにおいて、日経平均株価採用銘柄の内15社が株主提案を受けました。株主提案の件数は72件と、2023年の81件を下回りましたが、2022年の63件を上回りました。

### 72件の株主提案の内訳

- ＞ **42件(10社)**：ガバナンス、取締役、役員報酬等に関わる提案
- ＞ **25件(8社)**：気候変動や原子力発電を含む環境問題、および環境問題に関するガバナンスに関わる提案
- ＞ **2件(1社)**：社会問題に関わる提案

## 株主提案の結果

提案に対する賛成率は、1%未満から35%までと幅がありました。議決権行使助言会社から賛成推奨を受けた議案は、一般的により多くの賛成を集めました。

72件の株主提案の内、可決された議案はありませんでした。**11社**に対する**24件(33.3%)**の議案が、10%以上の賛成を得ました。これは2023年の14社に対する41件、2022年の8社に対する32件を下回る水準でした。

### 2024年に高い賛成率を得た上位5件の株主提案：

- ＞ 中部電力株式会社(役員報酬開示：**35.2%**の賛成)
- ＞ 株式会社クレディセゾン(役員報酬開示：**33.7%**の賛成)
- ＞ 京成電鉄株式会社(資本政策等：**29.9%**)
- ＞ 大日本印刷株式会社(楠木 建の選任：**27.7%**)
- ＞ 日本製鉄株式会社(温暖化ガス排出量削減目標に沿った気候変動対策とロビー活動に関する開示：**27.5%**)

## ケーススタディ

2024年には、以下を始めとする、ガバナンスや財務に焦点を当てた株主提案が複数確認されました。

### 1. 京成電鉄株式会社(9009) vs パリサー・キャピタル

京成電鉄は、東京都区部東部と千葉県北部で鉄道、物流、不動産・レジャーサービスを運営する企業で、東京ディズニーリゾートなどを運営するオリエンタルランド(4661)の設立時の出資者でした。過去10年間、京成電鉄の純利益に占めるオリエンタルランドの割合は平均50%近くで推移していました。さらに、京成電鉄が保有するオリエンタルランド株の価値は、京成電鉄全体の時価総額を大幅に上回っていることから、多くの投資家は、京成電鉄が大幅に過小評価されていると考えています。

2023年10月中旬、パリサーは京成電鉄に対し、投資・成長・株主還元のための資金を確保し、株価を同業他社と比較可能な水準まで引き上げるために、オリエンタルランド株式の持分割合を15%未満に引き下げよう提案・要求しました。パリサーの株主提案は、京成電鉄の定時株主総会に提出され、京成電鉄に対して2025年1月1日からの資本配分計画の策定と公表、およびオリエンタルランド株式の議決権保有割合を15%未満に引き下げようことを要求しました。京成電鉄は、この提案に反対しました。

### 結果

パリサーは、変更を求める声明を発表し、機関投資家に対してロビー活動を行った結果、主に海外の機関投資家から**29.9%**の賛成票を獲得しました。ISSとGlass Lewisはともに、投資家に対して賛成票を投じることを推奨しました。

### 2. 大日本印刷株式会社(7912) vs カタリスト投資顧問株式会社

カタリスト投資顧問は、同社が投資助言を行う国内投資信託のマネックス・アクティビスト・マザーファンド(MAMF)およびケイマン籍の会社型投資信託のJapan Catalyst Fund(JCF)を通じて大日本印刷にエンゲージメントを行っています。

大日本印刷は、有機ELディスプレイ用メタルマスク、ディスプレイ用光学フィルム、EV用バッテリー用パウチなど、技術的な優位性を持つ分野で高い市場シェアと利益率を誇る一方で、印刷やパッケージを中心とする成熟事業では、特に収益性の低下という課題に直面しており、構造改革の必要性を示唆されています。

2023年5月、大日本印刷は事業ポートフォリオの改革計画を公表しました。カタリスト投資顧問は、それだけでは不十分で、強みのある事業にさらに磨きをかけると同時に、成熟市場における独自の競争優位性を発揮して利益を確保することで、大日本印刷の企業価値を向上することを提案しました。カタリスト

投資顧問は、経営戦略と競争戦略を専門とし、取締役の経験もある経営学の専門家を社外取締役候補として推薦しました。これに対し、大日本印刷は、カタリスト投資顧問の候補者の専門性は同社が推薦する新任取締役3名のうちの1名と重複しており、付加価値はほとんどなく、候補者としての意義はほぼ認められない、と主張しました。

#### 結果

結果は以下の通りとなりました。

- カタリスト投資顧問が推薦した取締役を選出する議案については、賛成率が27.7%となった。ISSは賛成、Glass Lewisは反対を推奨した

### 3. 東洋水産株式会社 (2875) vs 日本グローバル・グロース・パートナーズ・マネジメント (NHGGP)

東洋水産は、ラーメン、即席麺、生麺、冷凍食品を消費者と外食産業双方に対して製造・販売しています(日経平均株価採用銘柄ではない)。同社は、この分野におけるグローバルリーダーであり、特に北米事業は2023年の連結税引前利益の65%を占めており、今後数年で70%を超えると予想されています。

同社の「マルちゃん」ブランドの即席麺のシェアは、米国では数量ベースで70%、販売金額ベースで45%、メキシコでは75%以上となっています。この分野は、2012年から2024年までに売上高が約10.9%、EBITが12.8%の年平均成長を遂げて

おり、EBITマージンも一貫して10%台半ばと健全な水準を維持しています。

**NHGGPは、東洋水産は同社の本源的な価値を大幅に下回っているように見えると主張し、その理由を以下のように説明しました。**

- 中核事業に対する戦略的なフォーカスの欠如
- 不適切な資本配分。非中核事業への低い投資収益率の投資や過剰資本
- 同業他社を下回る総還元性向など、株主総利益への関心の欠如、および正式な株主利益還元政策の欠如

NHGGPは、レガシー事業は過去10年間の累積EBITDA利益の17%を生み出してしているに過ぎない一方で、資産利益率は5%以下であるにもかかわらず、設備投資の51%を占めていると指摘しています。東洋水産にとって最適な計画は、レガシー事業および非中核事業を売却し、中核事業である麺事業の成長のために資本とリソースを集中させることです。東洋水産は、世界で最も収益性が高く成長の速い市場の1つである北米において、競合相手の日清食品を常に上回る業績を上げています。

しかし、NHGGPによると、日清食品は即席麺市場に特化しており、配当性向は40%と明確に定められており、自社株買いも実施しているため、株価収益率は東洋水産よりも高い水準で推移しています。一方、東洋水産は、NHGGPによると、この業界において、株主還元政策を定めておらず、自己資本利益率、純資産配当率、

配当性向、総還元性向に関する目標も公表していない、唯一の企業です。東洋水産は過去17年間、自社株買いも実施していません。

**NHGGPは東洋水産に対し、以下の4つの議案について株主提案を行いました。**

- 配当性向を40%へ引き上げる
- 200億円の自社株買いを行う
- 取締役の株式報酬制度を導入する
- 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応に関する開示

#### 結果

結果は以下の通りとなりました。

- 提案1は19.7%、提案2は14.0%、提案3は21.8%の賛成率を得た。ISSとGlass Lewisはともに反対を推奨した
- 提案4は、48.7%の支持率を得た。ISSとGlass Lewisはともに賛成を推奨した

## 気候変動に関するアクティビズム

2024年の定時株主総会シーズンでは、日経平均株価採用銘柄の内、環境問題に関する会社提案はありませんでしたが、複数の環境問題に関する株主提案が上程されました。環境問題に関しては、8社に対する25件の株主提案が確認されました。

- 3社(11件):原子力発電に関する提案
- 3社(3件):気候移行計画に関する提案
- 2社(5件):排出量、ネット・ゼロ、カーボンニュートラルに関する提案
- 3社(6件):ロビー活動、地球温暖化対策、再生可能エネルギーに関する提案

## ケーススタディ

2024年に確認された株主提案で環境問題に焦点を置いていたものとしては以下が挙げられます。

### 1. 日本製鉄株式会社(日本製鉄) (5401) vs コーポレート・アクション・ジャパン

グローバルな資産運用会社とアクティビストの非営利団体は、鉄鋼業界における脱炭素化と気候変動に関するロビー活動で主導的な役割を果たすよう日本製鉄に求める共同株主提案を提出しました。エネルギー関連以外の企業に対してこのような

提案が提出されたのは初めてのことでした。

ACCRは、コーポレート・アクション・ジャパン(CAJ)およびリーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント(LGIM)とともに、脱炭素化戦略の改善と気候変動関連のロビー活動に関する情報開示を通じて、株主の長期的利益を守るよう日本製鉄に対して3つの共同株主提案を提出しました。株主提案と結果は、以下の通りです。

- > 提案1(CAJとACCR)：日本製鉄に対して、パリ協定の目的に沿ったスコープ1、2、3の温暖化ガス排出量削減にかかる短期的および中期的目標を策定し公表するとともに、脱炭素化のための設備投資計画の開示を求めるもの。この議案は、21.48%の賛成率を得た
- > 提案2(CAJとACCR)：温暖化ガス排出量削減目標に応報する報酬体系の制定を求めるもの。この議案は23.01%の賛成率を得た
- > 提案3(LGIMとACCR)：気候関連のロビー活動に関し、開示の改善を求めるもの。この議案は27.98%の賛成率を得た
- > 株主提案者のプレスリリースによると、本提案は、総額4兆9880億米ドルの資産を運用する機関投資家グループが日本製鉄とのエンゲージメントを経て提出された。アムンディ、ノルデア・アセット・マネジメント、ストアブランド・アセット・マネジメントは3件の提案全てを支持した

提案1と提案2は、エンゲージメント活動に参加したグループの懸念を反映したもので、日本製鉄がパリ協定に整合した目標を設定しておらず、実現可能性が実証されていない技術に依存する脱炭素化戦略は、株主にとって、資産の座礁化を含む重大なリスクをもたらすというものでした。ACCRの調査によると、日本製鉄の競合他社は実証済みの電気アーク炉(EAF)技術への投資を増やしている一方で、日本製鉄は2050年までに最低でも50%の排出量削減を達成するために、実証されていない高コストの炭素回収・利用・貯留(CCUS)技術に依存しています。さらに、独立機関による評価では、気候変動対策への関与に関する情報開示において、日本製鉄は同業他社に遅れをとっていることが示されています。2022年にInfluence Mapは日本製鉄を、世界的な気候変動対策の実施を妨げる最も影響力のある企業の1つに選出しました。

#### 結果

- > 提案は**27.98%**の賛成率を得た

## 2. 気候関連の株主提案は3メガバンクを標的

2024年4月、複数の環境団体が、三菱UFJフィナンシャル・グループ(8306)、三井住友フィナンシャルグループ(8316)、みずほフィナンシャルグループ(8411)の日本の3メガバンクに対して、気候変動関連のリスクに対する取締役会の監督強化を求める株主提案を提出しました。

オーストラリアのマーケット・フォース、日本の気候ネットワーク、レインフォレスト・アクション・ネットワークの代表者による提案は、気候変動に関する貸し手への圧力として銀行の取締役会を標的にした環境団体による初の試みとなりました(2023年には、環境団体は、2050年のカーボンニュートラル目標を達成するための信頼性の高い移行計画の開示を銀行に義務付けることを目指しました)。

**3社に対する株主提案の結果は以下の通りです。**

### 三菱UFJフィナンシャル・グループ

2件の気候変動に関する提案が提出されました。

- > 取締役が気候変動に関する適切な能力を備えていることを確保する提案は、25.8%の賛成率を得た。ISSは賛成、Glass Lewisは反対を推奨した
- > 顧客の気候変動移行計画に関する評価についての提案は、18.4%の賛成率を得た。ISSとGlass Lewisはともに、この提案に反対を推奨した

### 三井住友フィナンシャルグループ

三菱UFJと同様の提案：

- > 取締役が気候変動に関する適切な能力を備えていることを確保する提案は、26.3%の賛成率を得た。ISSは賛成、Glass Lewisは反対を推奨した
- > 顧客の気候変動移行計画に関する評価についての提案は、24.2%の賛成率を得た。ISSとGlass Lewisはともに、反対を推奨した

### みずほフィナンシャルグループ

同じ2つの提案について：

- > 取締役が気候変動に関する適切な能力を備えていることを確保する提案は、25.0%の賛成率を得た。ISSは賛成、Glass Lewisは反対を推奨した
- > 顧客の気候変動移行計画に関する評価についての提案は、22.0%の賛成率を得た。ISSとGlass Lewisはともに、反対を推奨した

# 4. コーポレートガバナンス

## 4.1 有識者会議による意見書「アクション・プログラム2024」<sup>5</sup>

2024年6月7日、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」(以下、「有識者会議」という)(座長 神田秀樹 東京大学名誉教授)は、意見書(7)「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024」を公表しました。

意見書では、コーポレートガバナンス改革の「実践」について提言しており、企業と投資家が具体的な施策を検討・共有し、コードの精神に立ち返ることを奨励しています。

### 東証が対策の進捗状況を報告:タイムライン

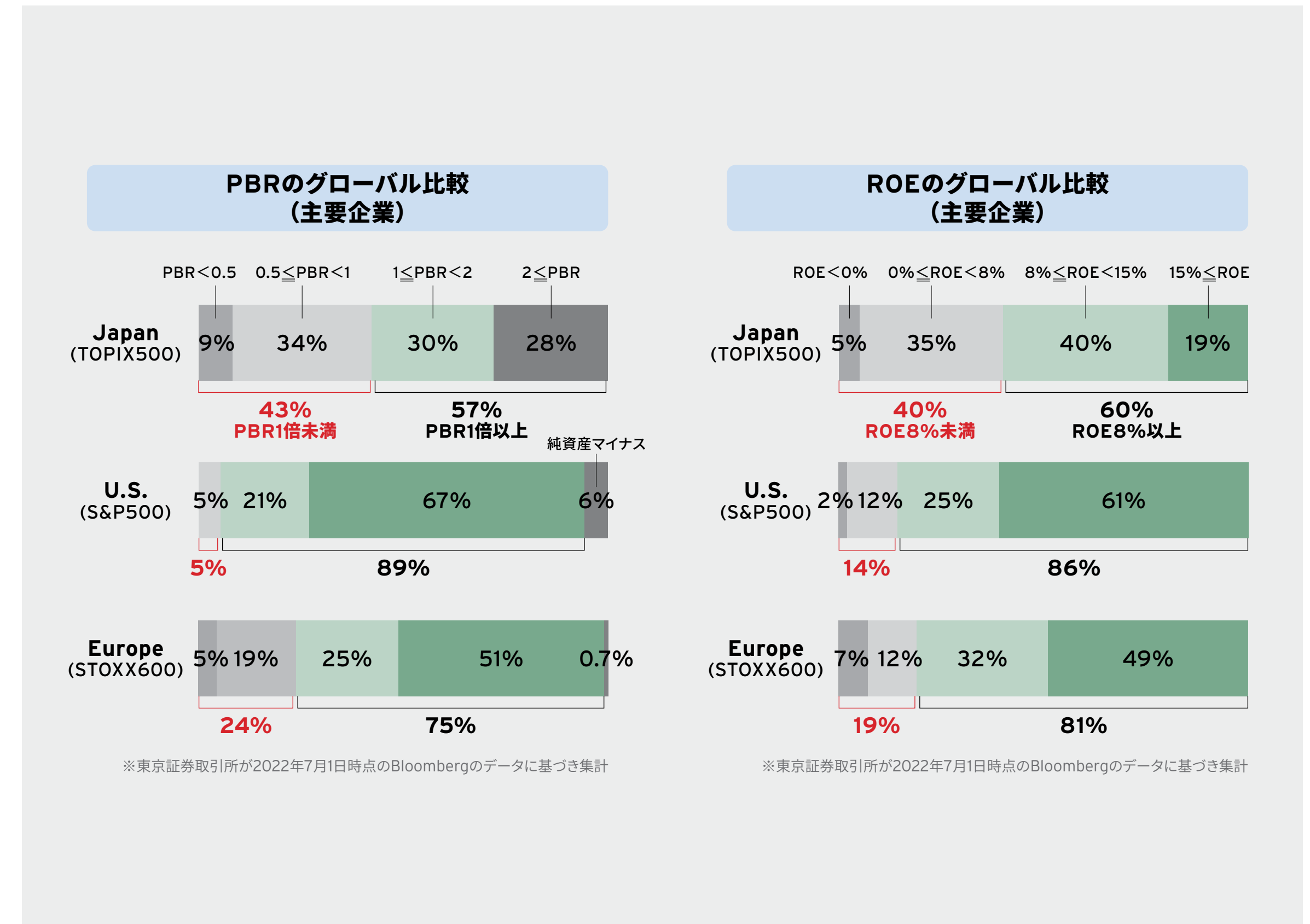
2024年4月、東証は「東京証券取引所における最近の取組み」を公表し、その進捗状況について詳しく説明しました。

- ＞ 資本コストや株価を意識した経営の推進
- ＞ 株主との対話の促進
- ＞ 英文開示の拡充

## 4.2 資本コストや株価を意識した経営の推進

Georgesonと日本シェアホルダーサービス株式会社(JSS)は「2023年日本定時株主総会シーズンレビュー」で、2023年3月に東証の「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」(以下、「同会議」という)が、「プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場会社がROE8%未満、PBR1倍割れと、資本収益性や成長性といった観点で課題がある状況」であると強調したことを報告しました。

以下の2つのグラフは、2022年7月のPBRとROEについて、日本企業と欧米企業との間に大きな開きがあることを示しています。



グラフ 5: 2022年7月のPBRとROEにおける日本企業と欧米企業の格差

<sup>5</sup> <https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/mklp770000007bcn.pdf>



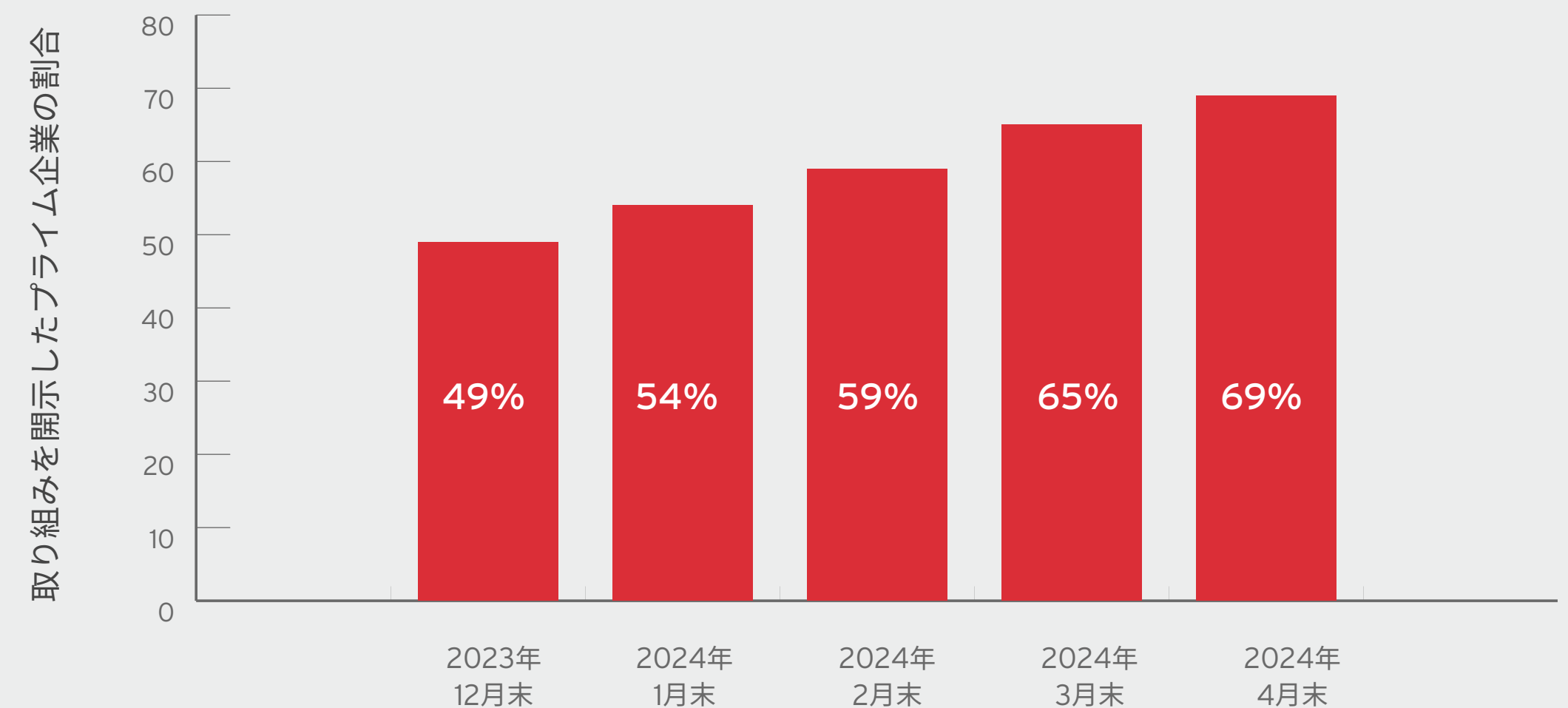
同会議は2023年、企業が単に売上や利益だけでなく、資本コストや収益性をさらに優先させるために検討すべき一連の行動や取り組みを提唱しました。これらの取り組みは、中長期的な企業価値の向上を目指すことを目的としています。

東証は、各社がこのような取り組みを進めていく上で、投資家はその進捗状況を判断できるよう、関連する方針や目標、具体的な内容などを分かりやすく提示し、投資家との積極的な対話を通じて、取り組みを段階的に改善していくことを期待しました。

**東証は各取り組みについて以下のようにフォローアップ：**

- > **2023年3月**、プライム市場及びスタンダード市場に上場する全ての企業に対し「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請
- > **2023年8月**、7月中旬時点でプライム市場上場企業の31%が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について開示したと発表
- > **2023年10月**、どの企業がどのような取り組みを開示したかを2024年1月以降、月次で公表すると発表

**東証が公表したプライム市場銘柄のうち、  
取り組みを開示した企業**



グラフ 6: 取り組みを開示しているプライム企業の割合<sup>6</sup>

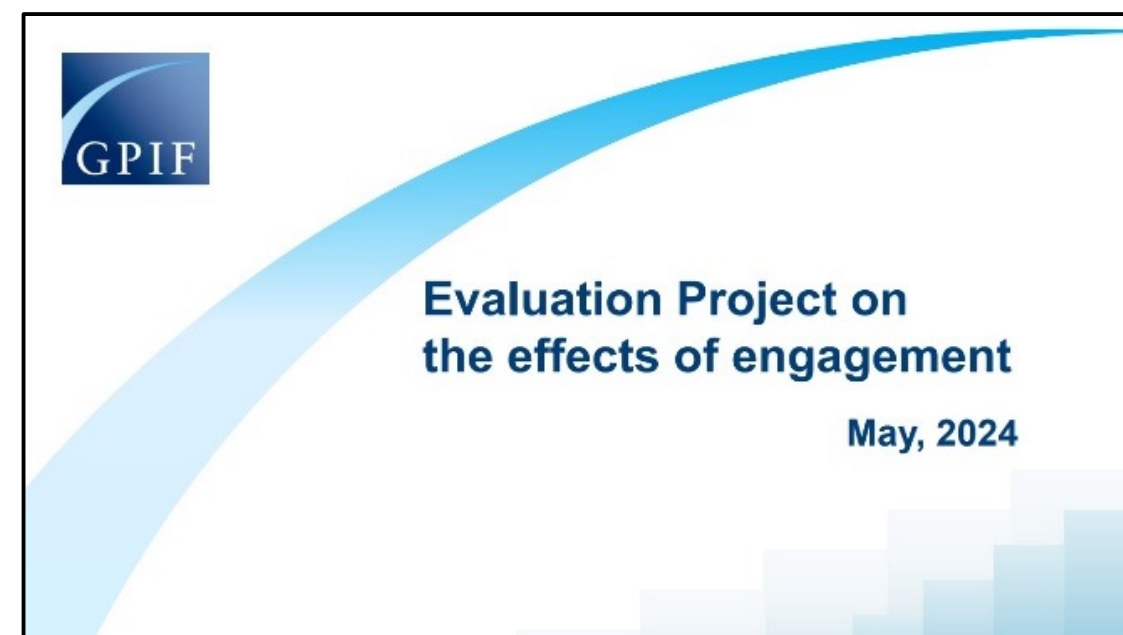
<sup>6</sup> <https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/mklp770000007bcn.pdf>





### 4.3 株主との対話の推進と開示

同会議は同じ文書の中で、一部の企業が株主との対話に消極的であり、持続可能な成長への道を妨げている可能性があるとして指摘しました。東証は、プライム市場に上場する企業に対し、「建設的な対話を中心に据えて企業価値向上に取り組むことが期待されていることも踏まえ、投資者との建設的な対話を促す観点から、経営陣と投資者の対話の実施状況やその内容を明らかにする」よう要請しました。同文書は、こうした企業が提供すべき情報開示の形態とレベルを概説しています。



#### エンゲージメントの効果検証プロジェクト

日本の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、東京大学エコノミック・コンサルティング社と学識者の協働により、GPIFの国内株式運用委託先による数年にわたる多数の企業とのエンゲージメントについて分析を行いました。その報告書は2024年5月に公表されました。

GPIFの国内株式の運用委託先21ファンドが、2017年度から2022年度に行った26,792回、延べ48,077テーマのエンゲージメントの記録を用いて、分析が行われました。GPIFは、このような網羅的にエンゲージメント分析した先行研究は存在しないと述べています。

報告書の要旨は、独立取締役人数の増加とともに、時価総額や配当込み収益率などの投資収益指標の改善がみられるなど、**日本におけるエンゲージメントがさまざまな指標にわたって企業価値を高めている**ということでした。

著者らは、日本の株式市場の上昇による影響を排除するために、エンゲージメントを実施していない企業を対照群とし、対照群と比較してエンゲージメントが企業業績にもたらした差異を直接推定することを可能にしました。

#### 分析によって明らかになったエンゲージメントの効果の例：

- > **気候変動：**気候変動に関する対話は、脱炭素化に向けた目標設定の増加、炭素強度のスコープ2排出量の減少、PBRや「トービンのq」などの企業価値指標の改善につながる
- > **取締役会の構成：**エンゲージメントにより、独立社外取締役の数が増加し、時価総額や配当込み収益率などの投資収益指標が改善

研究者らは統計分析を通じて、TOPIX上位1000社のうち、エンゲージメントを行った企業は、エンゲージメントを行わなかった企業と比べて、平均的に時価総額が6%増大したことが示唆された結論付けました。

#### 過去5年間における、エンゲージメントで取り上げられたトピックの変遷：

- > パッシブファンドに関しては、社外取締役との対話が増加
- > 企業規模別では、エンゲージメントは大企業で特に多い
- > 対話テーマは、「取締役構成・評価」と「経営戦略・事業戦略」が年度を問わず多い
- > 気候変動問題への取り組みは近年、特に排出量の多い業界で急速に増加

最後にGPIFは、企業規模別に見ると、小規模企業のKPIがエンゲージメントによって相対的に改善するケースが多く、エンゲージメントの結果、KPIが悪化するケースはほぼないことを明らかにしました。

GPIFの調査結果によると、GPIFの運用委託先と投資先企業との対話は、投資先の企業価値向上に加えて、脱炭素への取り組みやダイバーシティ向上など持続可能性向上にも貢献している可能性が高いことが示されました。

本報告書は、注7をクリックすると閲覧できます。<sup>7</sup>

<sup>7</sup> [https://www.gpif.go.jp/esg-stw/project\\_report/engagement.html](https://www.gpif.go.jp/esg-stw/project_report/engagement.html)

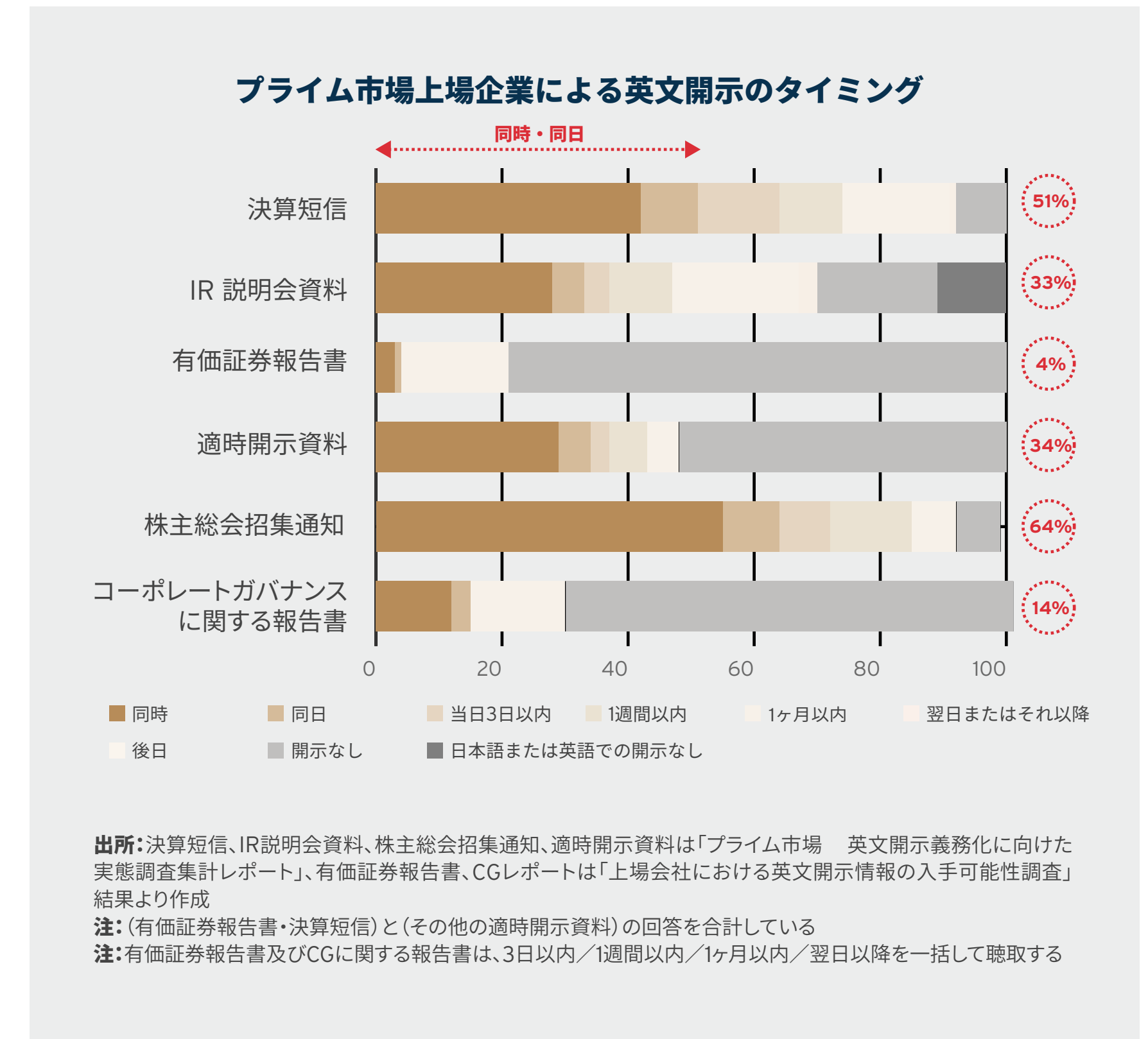
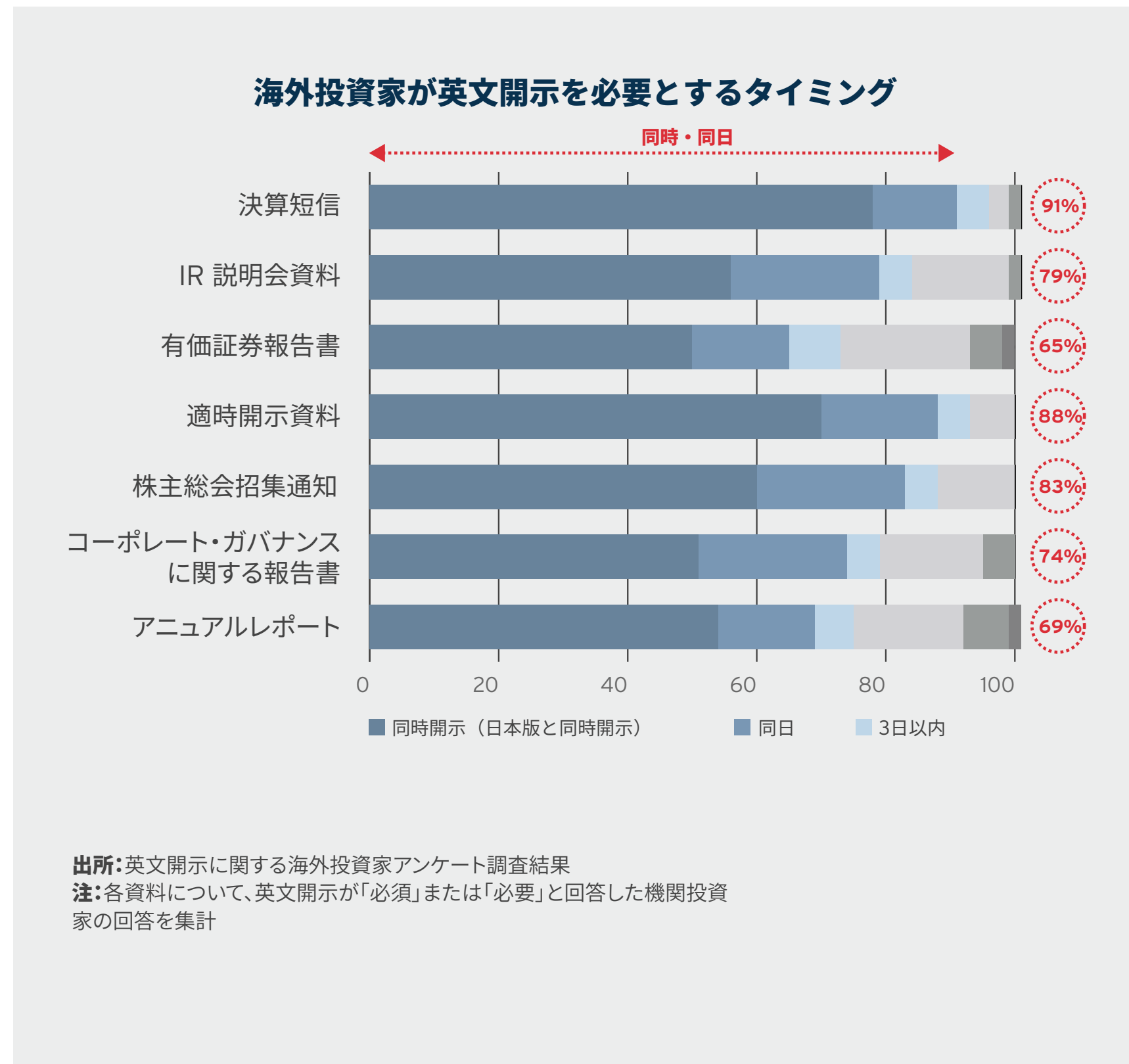
## 4.4 英文開示

### 日本企業および投資家にとっての重要性

- 多くの機関投資家にとって、日本は投資額において米国を除き最大の経済大国
- 近年、日本企業の株主構成に占める外国人投資家（特にグローバルな年金基金や投資信託）の割合が大幅に増加しており、外国資本への依存度、年金基金の成長、グローバルなポートフォリオの多様化が進んでいる
- 英文開示の義務化は、近年の市場構造改革やガバナンス改革の延長線上にある
- これにより、東証は他のアジア太平洋地域と競争できるようになる（例：韓国は、すでに2025年末までに英文開示することを義務付け）。

### 英文開示への期待と実践とのギャップ

東証によると、2023年8月時点で、プライム市場に上場している企業の97%がすでに何らかの文書を英文開示していますが、ほとんどが財務諸表に限られています。また、決算短信を日本語と英語で同時に発表している企業は、全体の4割程度にとどまっています。



グラフ 7: 英文開示に対する投資家の期待と上場会社の実施状況とのギャップ



**現行のさまざまな英文開示文書**

現在(2024年2月時点)、プライム企業が完全英語版の文書を公表している割合は、IR説明会資料で74%、有価証券報告書ではわずか8%となっています。一方、英語版の文書を公表していない企業の割合は、IR説明会資料の0%から有価証券報告書の75%にまで及んでいます。

**プライム市場における英文開示の義務化<sup>8</sup>**

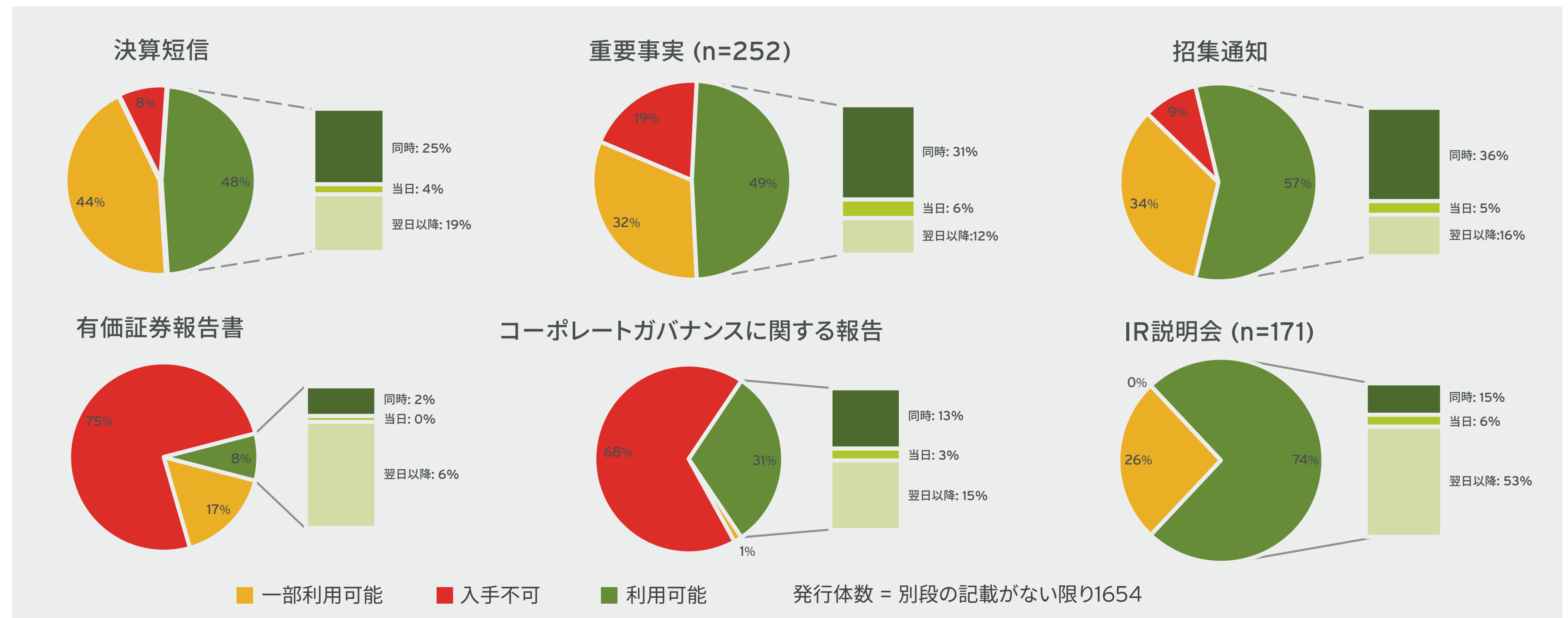
東証は、プライム市場に上場する企業による英文開示の義務化について検討し<sup>9</sup>、2024年5月に上場規程を改正しました。これにより2025年4月から、プライム市場に上場する全約1,600社に対して、主要な情報の英文開示が義務付けられることになりました。これは、国内トップの取引所である東証により多くの外国人投資家を呼び込むための最新動向です。

上場会社にはまず、決算情報について日本語と同時の英文開示が義務付けられます。また、業績予想の修正、M&A(合併・買収)、代表取締役の異動など、投資判断に重要な影響を与える適時開示情報の英文開示も求められます。

期限までにこれらの要件を満たせない企業は、具体的な開示開始時期を示す必要があります。

東証は、市場区分の見直しに関する有識者会議の議論を経て、上場規程を正式に改正します。各書類の英訳範囲などの詳細は今後決定することになっています。

企業の進捗状況に応じて、開示範囲を拡大するかどうかを検討します。



グラフ 8: 現在の英語による情報開示-入手可能性と適時性

出典: <https://www.jpex.co.jp/equities/listed-co/disclosure-gate/availability/>

<sup>8</sup> [https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements\\_7.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_7.pdf)  
<sup>9</sup> <https://asia.nikkei.com/Business/Markets/Tokyo-exchange-to-require-English-disclosures-by-Prime-market-firms#>



## 4.5 独立社外取締役

経済産業省は2024年1月、金融庁、東証と共同で「社外取締役のことはじめ」を公表し、社外取締役の質の担保・向上に取り組んでいます。また、国際的な団体を含む民間の主体においても、社外取締役を含む取締役等に対する研修の実施、提言の発信、表彰等の啓蒙活動が行われています。

2024年6月、有識者会議は、独立社外取締役と取締役会の各委員長が果たすべき役割についての認識が共有されていないこと、取締役会がまだ実効的には機能していないこと、社外取締役の質が実質的に評価されていないことを報告しました。同会議は、企業に対して以下のような提言を行いました。

- ＞ 社外取締役等を選定する透明性の高いプロセスを履践する
- ＞ 社外取締役と投資家との対話を通じて、社外取締役の役割や機能に関する認識を醸成する
- ＞ 個々の取締役を含め、取締役会の実効性を評価する
- ＞ 取締役会その他各委員会の事務局において、取締役会や各委員会における実質的な議論を促すための取組みを実践する

日本企業の独立社外取締役の数は近年増加してきましたが、ほとんどの企業がコーポレートガバナンス・コードの要求事項をほぼ遵守しているため、今年に入ってそれ以上の増加はほとんど見られません。2024年3月現在、ISSの対象企業の84%が、少なくとも3分の1以上の社外取締役による取締役会を構成しています。また、対象企業の24%で、取締役の半数以上が独立社外取締役(東証の分類に基づく)でした。

# 投資家のインサイト

Investor: Legal & General  
Investment Management

**Ms. Aina Fukuda**

(Head of Japan Investment  
Stewardship)



**近年、日本企業における取締役会の構成への注目が高まっています。現在、取締役会の多様性と独立性についてどのように取り組んでいますか？**

当社の日本企業に対する議決権行使方針には、2010年から取締役会の独立性が、2020年から取締役会の多様性が含まれています。

今年、私たちは独立基準を更新し、12年以上取締役を務めている個人を独立とみなさないようにしました。2023年には、取締役会の多様性に関する議決権行使方針を改定しました。2025年からは、TOPIX500銘柄のうち、取締役会の女性比率が15%未満の企業に対する議決権行使の範囲を拡大します。また、日本国内のすべての投資先企業に対し、少なくとも1名の女性を取締役に選任することを要請します。

当社は、取締役会の独立性に対する懸念から、日本では数百人の取締役の再選に反対票を投じ続けてきました。日本では4社に1社の割合で、独立取締役の数が3分の1未満であるからです。独立性の観点から特定の取締役候補に反対票を投じるだけでなく、取締役会の構成が最低基準（支配親会社を持つ上場子会社は、取締役会の過半数が独立社外取締役であること。それ以外の会社は、取締役会の少なくとも3分の1が独立社外取締役であること）を満たさない場合には、最高位の取締役または指名委員会委員長に対しても再選に反対票を投じることで説明責任を果たしています。

取締役会の多様性に基づく再選に対する反対票の数は、前年同期の83票から28票に減少しました。これは、東証の女性「役員」に関する上場規程に影響されたと思われるが、取締役会の多様性が進展していることを示唆しています。当社は、TOPIX100銘柄で取締役会における女性の割合が15%以上、TOPIX100銘柄以外のプライム市場銘柄で取締役会における女性の割合が1名以上という多様性の基準を満たさない場合、最上位の取締役または指名委員会委員長に対して反対票を投じます。

企業とのエンゲージメントにおいては、多様性のあるより良い取締役会の構築を目指し、ガバナンスと指名プロセスに重点を置きます。また、企業が組織のあらゆるレベルで、ダイバーシティとインクルージョン（包摂性）をどのように推進しているかについても議論します。これには、柔軟な勤務形態、さまざまな属性の従業員からの積極的な意見収集と対応、さまざまなレベルにおける社外からの人材採用（新卒者だけを採用するのではなく）、トップリーダーのコミットメント表明などのアプローチが含まれます。

**歴史的に、投資家は公益・エネルギー・金融（UE&F）セクターを気候変動関連の株主提案の対象としてきましたが、今年、日本製鉄への株主提案は、同社の脱炭素化や気候変動に関するロビー活動を問うものでした。投資家は、今後もUE&Fセクター以外の企業（セメント、化学、製造業など）を気候変動に関する株主提案の対象とすると思いますか？また、この傾向は時間の経過とともに加速すると思いますか？**

日本では、温室効果ガス（GHG）排出削減や化石燃料への融資が株主総会の決議テーマとして一般的でしたが、現在では、エネルギー需要分野の企業を対象としたテーマや決議が新たに登場しています。

今シーズン、大手500社において20%以上の支持を得た気候変動関連の株主提案は10件でした（昨年は4件）。特筆すべきは、これらの提案には、取締役会に気候変動に関連するビジネスリスクと機会を管理する能力を身につけることを求める、新しいタイプが含まれていたことです。

株主提案はまた、気候変動に関連する主要な政策に影響を与えようとする企業の取り組みを、精査することへも広がっています。昨年は、トヨタ自動車\*に対し、気候変動に関するロビー活動の開示強化を求める、初の株主決議が行われました。今年は、長年にわたる気候政策への関与に関する集中的な取り組みに続き、当社は日本製鉄\*に対し同様の決議案を共同提出しました。この提案は27.98%の投資家の支持を得ました(出典:ISSのデータに基づくLGIMの分析)。これは今シーズンの環境関連の提案に対する支持としては最高のものであり、取締役会に対して気候政策への関与における説明責任と透明性を高めるよう、株主が強く求めていることを示しています。

日本製鉄のグローバルな事業展開、GHG排出量の多さ、政策への影響力の大きさは、今後も注目され続けるものと思われます。同様に、このような特徴を持つ他の企業(特に重工業)も、将来的に監視の目が厳しくなる可能性があります。

### 株式の持ち合いをしている企業については、どのように議決権行使の方針を決めていますか？

株式持ち合いについては、コーポレートガバナンスの不備、資本の非効率的利用、潜在的な反競争的行動などの問題につながる可能性があるため、綿密に調査しています。

まず、社外取締役の独立性を評価する際に、企業の株式持ち合いを考慮します。対象企業の株式を保有する会社の関係者である、または過去に関係者であった取締役は、独立取締役とはみなされません。

また、明確な正当性なく純資産額の20%以上を株式持ち合いに充てている場合は、その企業のトップに反対票を投じます。今年4月から6月にかけて、69社がこのような投票の対象となりました。この基準値は一時的なもので、いずれはゼロになるものと思われる。

### 日本の2024年総会シーズンで最も驚いたことは？

近年、株主アクティビズムが盛んになってきていることから、日本の総会シーズンにはもはや、大きなサプライズはないように思われるかもしれません。

今年もまた、過去最多の株主総会決議が行われました。昨年は、低レベルの支持を受ける上級取締役が急増しましたが、この傾向は続いています。取締役会の構成や資本管理に関する根強い問題に加え、今年の反対票の多くは、不祥事やガバナンスの失敗に起因するものでした。前述の通り、気候変動に関連する株主決議への支持も高まっています。

今年の注目点のひとつは、総会の集中開催が復活したことでした。6月27日に開催された総会は、過去最多の650社で、うちプライム上場企業は280社でした(出所:東証)。これは3月決算企業の約3割に相当し、2020年以降で最も集中したことになります(2021年から2023年の平均は26.5%)。この週には1,600社以上が総会を開催しました。この変化は、企業がプレッシャーの高まりを感じ、株主による活動や議決権行使の傾向の高まりに対応していることを反映している可能性があります。

\*例示のみを目的としたものです。特定の証券への言及は過去のものであり、その証券がLGIMのポートフォリオで現在保有されていること、または今後保有されることを意味するものではありません。上記の情報は、いかなる証券の売買も推奨するものではありません。

Investor: Mitsubishi UFJ Trust  
and Banking Corporation

### Mr. Kazuyuki Mitsuhashi

(Senior Deputy General  
Manager and Head of ESG  
Development Department,  
Asset Management Division)



#### 2024年の株主総会で驚いた(印象に残った)ことはありますか？

本年は株主提案が大幅に増えたわけでもないですが、個別の提案内容をつぶさに見ていくと、提案が上手くなってきている(賛否を悩まず)議案が多かった印象です。弊社内で議案の精査を行い、社内で議決権行使判断を議論する時間は、例年以上に増えました。

また、不祥事や不適切事案が、それなりの大企業で発生したため、様々な論点が絡み合い議決権行使判断の際の議論がさらに複雑になってきました。不祥事については、企業文化に起因するものが多かったとの印象であり、取締役には責任があると考えて反対する先が複数ありました。株価・業績へのインパクトは少ないものの、社会的な責任を問う意味で、不祥事認定した先もありました。アセットオーナーによる不祥事に対する受け止め方や目線が、一段と厳しくなっている印象です。

日本固有の問題として、親子上場、政策保有株式、買収防衛策といったテーマがあるが、それぞれ減ってきています。当局や取引所がガバナンス改革に向けて旗を振っており、日本全体で取り組み、ガバナンスが全体的に向上していると感じています。例えば、親子上場というテーマは、あまりフォーカスされていない面もありますが、日本は課題に確り対応しています。

#### 「資本コストや株価を意識した経営」の開示が東証から要請されました。多くの日本企業と対話をされている中で、企業側の反応あるいは戸惑い、これに対する評価はいかがでしょうか？

東証要請を契機に、企業との対話は間違いなく増えました。新規に対話を実施する先を含め、対話を実施する企業は、東証要請に対する感度が高い先だと認識しています。

一方、資本コストに関する議論が深まるかどうかは、二極化している印象があります。基本的に、企業と対話する際、資本コストに関して、投資家の目線と発行会社の目線との乖離があることや、その原因がどこにあるかについて、議論をしていく必要があります。

東証要請を形式的に済ませようとするればそれまでですが、今回の要請は、本来の趣旨として、投資家と企業との認識ギャップを埋めていくために、対話をしていくことが狙いにあると考えます。一般的には、超大手企業を除いて、大手・中堅以下に関しては、まだ確り本質的な対話が出来ていないと感じています。

#### 資本政策(ROE、PBR、株価、政策保有株式等)に関するエンゲージメント方針や議決権行使基準の方向性を(可能な範囲で)お聞かせください。

弊社は本年、議決権行使においてROE基準を大きく見直ししました。これまで3年連続でROEが5%を下回った場合、業種状況等も勘案して反対していましたが、本年より業種状況考慮を廃止しました。さらに、2027年4月からは、3年連続ROE8%未満かつPBR1倍未満の場合は、反対するという基準をアナウンスしました。2027年4月から開始する趣旨は、基準適用開始までの3年間、我々は企業との対話を重ねて、基準クリアを促していく期間だと認識しています。弊社からも企業へ対話の中で取組みを促していくつもりです。

ROE基準の改定は、現在のROE水準を踏まえると、かなり踏み込んだ企業の施策が必要であり、基準適用までの時間を置いて導入していくものです。こうした導入を行う背景は、議決権行使基準とエンゲージメントがセットでないと、企業は変わらないだろうというのが、考え方のベースにあるためです。時間を掛ければ改善する可能性が企業にあるにも関わらず、基準改定した時に直ぐに反対するのはどうかと思います。日本企業の中には、ROE8%を超えるのはまだハードルが高いと感じている先も多いと思いますが、ROE8%達成に向け、事業ポートフォリオ改革等、様々な施策を講じるために必要な期間ということで、ROE基準改定について、3年先という時間軸で対応しました。

また、政策保有株式に関して本年基準を新設し、純資産の20%以上を保有する場合は反対する内容ですが、実際に直近の株主総会においても、反対行使した企業はあります。ただ、政策保有株式の縮減意思が明確に確認できる場合は、例外賛成したケースもあります。今年、政策保有株式の縮減意思は示したものの、実際に縮減をしていない場合も想定され得るため、今後は例外賛成したような先には、縮減状況をモニタリングし、企業への働きかけを継続していきます。

### **取締役会の多様性と独立性に関する問題意識や貴社の今後の取り組みの方向性をお聞かせください。(社外取締役比率、ジェンダーダイバーシティ等)**

社外取締役の基準を過半数にすべきかどうかという問題意識は持っており、本年の改定の時も社内で議論は行いました。ただ、現状の日本企業の状況を考えると、不祥事が発生した先においても特徴として見られますが、ガバナンス上の形式は整えたものの、実効性確保の面で上手く行っていないと思われる先があります。取締役会の独立性や多様性確保に向け、今後、対話による働きかけ方を変えるべきかどうか検討はしています。

### **EおよびSに関して、エンゲージメントや議決権行使で重視していることはありますか？**

EとSの領域において、どういう事象の時に反対するかといった線引きが非常に難しいと感じています。基本的に、企業価値毀損させたことに対して取締役責任があると判断した時に、我々は反対しますが、企業価値をあまり毀損しない事態においても社会的責任が会社やトップに問われるような場面において、どのように議決権行使判断をすべきかが悩ましいです。

弊社は、EおよびS領域におけるリサーチやエンゲージメントを専門的に行う組織(サステナブルインベストメント部)を立ち上げ、サステナブル投資の強化を図りました。同部からの情報も参考にして議決権行使基準の検討を行います。

### **日本でアクティビズムがますます活発化してきました。アクティビストに対する見方は変化していますか？アクティビストの提案に対して、どのように意思決定していますか？**

以前は、アクティビストは短期志向が中心であり、我々機関投資家は賛成が難しいスタンスでしたが、最近では中長期目線で、日本の投資家も意識した提案がなされていると感じています。このような傾向は不変も、一方でここ最近、金利上昇といった変化や、アクティビスト間の競争が増えてきたせいか、短期志向の提案も増えてきている印象があります。例えばキャッシュがさほど潤沢でもない先に、更なる株主還元を求めてくるようなケースも見られます。このような提案を行う株主は、本当に企業価値向上を目指しているのかといった疑問を抱かざるを得ません。提案者が誰かということは関係なしに、提案内容について検討・判断しています。原則は、企業価値やガバナンス向上に資する提案かどうかという点が軸となります。



Investor:  
Asset Management One

**Mr. Toru Terasawa**

(Executive ESG Advisor,  
Investment Division)



### 2024年の株主総会で驚いた(印象に残った)ことはありますか？

6月の株主総会シーズンを振り返ると、トヨタ自動車、MUFG、メガ損保といった日本を代表する大企業で不祥事が発生し、経営トップの賛成率が下がったことが特徴的でした。中には株主総会から近い時期に公表されたにも拘わらず多くの反対票が入ったケースもありましたが、限られた時間で各投資家が踏み込んで判断したものと思われまます。弊社においても相当な議論を重ねて結論を出しました。

行政処分などがあった先に対しては、ある程度機械的に反対票を入れるのが一番楽なやり方かもしれませんが、責任を有する大手投資家として、確りとした取組みが確認出来たような先には、賛成することも検討しないといけないと思います。会社として、どうやって出直すか、過去やったことへの責任を問うことが、不祥事発生先の検討ポイントだと考えます。

### 「資本コストや株価を意識した経営」の開示が東証から要請されました。多くの日本企業と対話をされている中で、企業側の反応あるいは戸惑い、これに対する評価はいかがでしょうか？

東証要請は、大きく世の中を動かしたと評価しています。これまでのガバナンス改革とは異なり、今回は東証が主導したことがポイントであり、これまで以上にポジティブな変化が起きていると受け止めています。ROEを上げていこうと真剣に取り組み始めた動きが見られる。日本企業は、同業やライバル企業を意識する傾向が強いので、この要請がうまく適合した面があります。中には東証に言われたから仕方なく受け身で対応している企業もありますが、全体としては積極的・自発的な動きが感じられます。

足下、日本企業全体で見れば、手元流動性を多めに持っている企業が多いので、自社株買いは総じて悪い動きではないと捉えています。今後は、株主還元が一巡したところで、本丸である中長期視点での経営、不採算事業の整理や、ポートフォリオ見直しを期待します。

### 資本政策(ROE、PBR、株価、政策保有株式等)に関するエンゲージメント方針や議決権行使基準の方向性を(可能な範囲で)お聞かせください。

弊社は、東証要請を後押しするような形で、議決権行使方針を大きく見直しました。取締役選任議案において、TSR基準導入(東証プライムの下位1/3分位未満先について、3年以上在籍した取締役再任には原則反対)、政策保有基準の厳格化(純資産比率50%から20%へ)等が挙げられます。今後、他の機関投資家のスタンス変化に着目しています。

弊社内では、議決権行使とエンゲージメント対応の一体運営を、より推進する方向に舵を切っています。今年4月に組織改正を行い、マクロリサーチチーム、株式アナリストのグループを統合。従来以上に、企業価値評価とESGアナリストによる非財務分析の融合を図っていくことを推進しています。例えば、不祥事が起きた先の議決権行使を判断する際に、単に事象や数字から機械的に判断するのではなく、チームのメンバーが「会社を立て直すには、あの社長に継続してもらう必要があるよね」といったような実質的な社内の議論がより増えてきたのは大きな変化です。

剰余金処分議案における総還元性向の目線も本年改定しました。従来の基準は、3年間のうち1回でもROE8%を超えていれば基準クリアでしたが、今回、特にROEが継続して5%を下回っているような先は、リターンが出てないと同義だと考え、総還元性向50%を求めています。株主還元に関係する株主提案が提出された場合も、この目線を意識して議案判断を行います。

**取締役会の多様性と独立性に関する問題意識や貴社の今後の取り組みの方向性をお聞かせください。(社外取締役比率、ジェンダーダイバーシティ等)**

中長期的に社外取過半数が望ましいという考えは変わりませんが、1/3以上にして、社外取締役が本当にワークしているのか、相応しい人材を適切に指名出来ているのか、という点に課題意識を持っています。過半数が望ましいという考え方はあるにせよ、本当に相応しい人が取締役会に入らないと、企業価値に繋がるのかという観点で疑問になります。社外取締役を含め、取締役人材の質的な向上は、重要な観点だという議論を進めています。

ジェンダーについて、大多数の企業は1人入れることは定着しました。議決権行使基準として複数名を採用するか等は、慎重に見極める必要があると感じています。企業にとって、女性取締役も重要であります。一方で、海外事業のウェイトが大きい先や、BtoCで若年層の顧客が多い先等については、ダイバーシティの観点は、ジェンダーだけではないと認識しています。ダイバーシティは、現時点では、エンゲージメントを通じて個社と対話していくことにより注力すべきテーマと思います。

**EおよびSに関して、エンゲージメントや議決権行使で重視していることはありますか？**

気候変動、人的資本、生物多様性の3つの柱で進めていますが、エンゲージメントの内容が、徐々に変化してきています。気候変動については、従来はTCFDによる開示に主眼を置いていましたが、これからはカーボンニュートラルに向けてビジネスをどう具体的に進めていくかといったように、開示から実践へとステージが変わってきたと認識しています。ただ、気候変動に関するエンゲージメント対象は、全ての企業ではなく、CO<sub>2</sub>を多く排出しているような企業がメインであり、そういったビジネスに取り組んで企業価値向上をしてもらうことを主眼としています。また、CO<sub>2</sub>を多く排出しているセクターにおいて、エンゲージメントを通じても開示があまり進んでいない企業に対しては、議決権行使において反対する等、エスカレーションを更に検討していく可能性もあります。

株主提案については、企業価値に結び付くかが着目点です。個別の業務執行を拘束するような提案に反対するスタンスは変わりませんが、提案内容が大きな方針としての情報開示の向上に係るものであれば賛成を検討します。企業の開示に対する取組状況も考慮します。

**日本でアクティビズムがますます活発化してきました。アクティビストに対する見方は変化していますか？アクティビストの提案に対して、どのように意思決定していますか？**

数年前に比べると、アクティビストの提案が中長期目線となっている内容が増えてきたと感じています。一方、アクティビストも様々なファンドがあり、依然として短期的な目線で動いていると思われる先も多く、そのようなアクティビズムを是とすることは無いです。提案側が、例えばスチュワードシップ・コードを受け入れているかどうかといった、組織の体制面も見ています。

我々としては、株主提案がなされた場合、会社側、提案者側の双方から、要請があれば可能な限りエンゲージメントに応じる体制で臨んで参ります。

Governance expert:  
Asian Corporate Governance  
Association (ACGA)

**Jane Moir**

(Head of Research)



**近年、日本企業における取締役会の構成への注目が高まっています。現在、取締役会の多様性と独立性について、どのように取り組んでいますか？**

取締役会の多様性は、ACGAとそのメンバーにとって重要な分野です。プライム市場に属する企業が、より多くの女性を取締役に誘致するための規制的な後押しを欠いているという懸念の下、2022年10月にこの問題に関する公開書簡を書くことを決断しました。政府や規制当局が企業に対し、より多くの女性取締役を任命し、ビジネスにおける権限を与えるよう働きかけているのは心強いことです。2023年4月に発表された、女性役員(上級管理職、取締役、監査役)の比率30%という目標は、2025年までにプライム企業に少なくとも1名の女性取締役を置くことを奨励する上場規程の改正と同様に、前向きな一歩でした。女性取締役の比率は着実に上昇しているとはいえ、上級管理職への女性の登用にはまだ長い道のりと険しい上り坂があります。

**2023年3月、東証は「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を公表し、プライム・スタンダード上場企業を取締役会に対し、ROE向上のための方針策定を促しました。これについて、投資先企業とはどのように関わっていますか？**

金融庁のアクション・プログラムに示された、資本コストに重点を置いたコーポレートガバナンス(CG)政策アジェンダにより、日本は2年に1度の「CGウォッチ2023」ランキングで5位から2位に順位を上げました(日本に関するレポートはこちら)。この問題は、日本ワーキング・グループのメンバーも含め、私たちのメンバーにとって長年の課題でした。東証の資本コストに関する取り組みは、市場の最大の足かせのひとつに対処するための、タイムリーに必要な措置であるとの見方が大勢を占めています。しかし、効果的なアクションプランを実施するための十分な専門知識を企業が有しているかどうか、つまり取締役が十分な金融リテラシーを有しているかどうかという点が、ひとつの疑問点となっています。また、独立社外取締役が経営陣に異議を唱え、機関投資家がより積極的に関与することも必要です。それでも、資本管理の改善要請を遵守または検討している企業のリストを公表するという東証の決定は、この問題にスポットライトを当て続けるものであり、取締役の研修に一層注力するきっかけになることを期待しています。

**株式の持ち合いをしている企業について、どのように議決権行使の方針を決めていますか？**

株式持ち合い問題は、2008年に発表した「日本のコーポレートガバナンス白書」以来、ACGAが取り組んできた課題であり、2024年4月に31のメンバー企業が連名で発表した公開書簡でも、改めて焦点が当てられています。この書簡では、政策保有株式を削減し、理想的にはゼロにするために、より緊急の行動が必要であるという私たちの考えが強調されています。ACGAは、政策保有株式が企業の資本効率に悪影響を及ぼし、場合によっては反競争的な行動を引き起こすと見ています。私たちは企業に対し、政策保有株式を削減するための明確な目標を実施すること、取締役会および監査役会メンバーの役割を強化すること、既存の株式持ち合いとその必要性の理由に関する情報開示を改善することを奨励しました。私たちは、日本の大手上場企業による株式持ち合い削減のための新たな取り組みを前向きにとらえており、持ち合い削減のための計画とスケジュールに関する、より詳細な情報開示を歓迎します。

# 欧州におけるシーズンレビュー抜粋

## 2024年の欧州動向

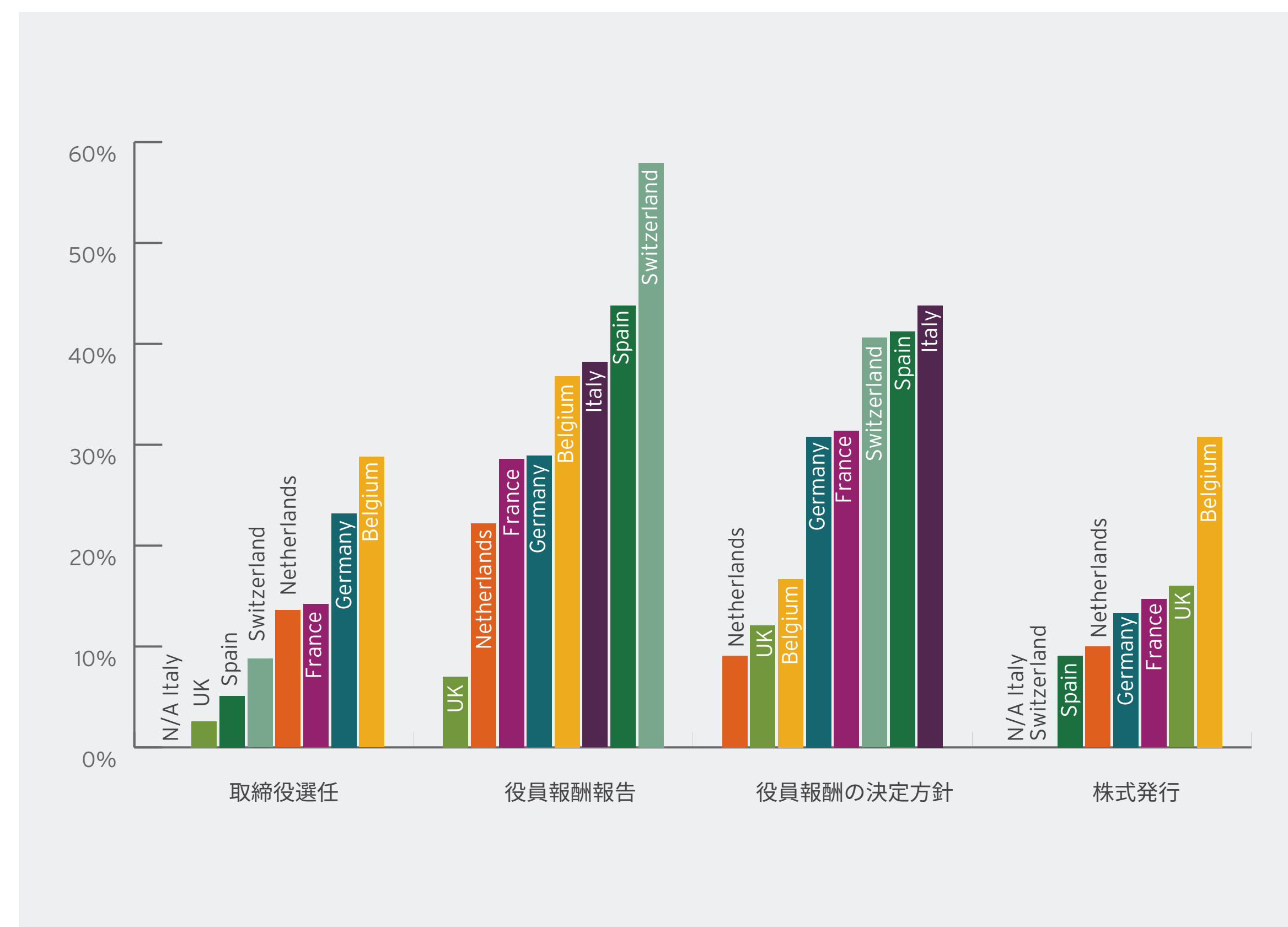
### 1.1 反対議案の概要

本セクションでは、本レポートの対象となる8つの市場における定時株主総会の議決権行使結果の重要な傾向について見ていきます。

- ▶ 執行取締役の報酬に関する議案は、欧州では引き続き最も争議の多い議案タイプ。8地域全体で、役員報酬関連議案が争点となった(すなわち、少なくとも10%の反対を受けた)割合は、2023年の31.7%から2024年には25.7%に減少した
- ▶ 英国は、役員報酬報告書に争点がある割合が最も低い市場(7.0%)に、スイスは最も高い市場(57.9%)となった
- ▶ 役員報酬方針に関する議決権行使が争われた割合は、オランダが最も低く(9.1%)、イタリアが最も高い(43.8%)という結果になった

- ▶ 取締役選任が争われる割合は、2023年の15.4%から2024年には13.8%に減少した。取締役選任が争われた割合は、英国が最も低く(2.6%)、ベルギーが最も高い(28.8%)となった
- ▶ グラフ1は、欧州の主要市場で一般的な4つの主要カテゴリにおける議案(10%以上の反対票)の割合を示している。これには、取締役選任、役員報酬報告書、役員報酬方針、株式発行が含まれる

平均して、取締役選任の13.8%、役員報酬報告書の32.9%、役員報酬方針の28.2%、株式発行の13.4%が争われた



グラフ 1: Contested resolutions in 2024 per category (%).

## 1.1.1 2024年の役員報酬

役員報酬は、引き続き投資家にとって重要な焦点となっています。

- 英国 (FTSE100) では、2024年に10%以上の反対を受けた役員報酬報告の割合は65.3%減の7.0%となった。異議を唱えられた役員報酬方針の割合は12.1%と、15.4%減少した
- ドイツ (DAX) では、争われた役員報酬報告の割合は35.3%から28.9%に減少した。しかし、DAXの役員報酬方針の30.8%が争われ、2023年から177.5%増加した
- フランス (CAC40) では、2024年に役員報酬報告が争われたケースは28.6%で、28.5%減少した。2024年に争われた役員報酬方針に関する議決の割合は、31.3%から31.4%に減少した
- スイス (SMI) では、役員報酬報告に関する議決が争われたケースは57.9%で、2023年から15.4%減少した。それにもかかわらず、2024年には40.6%の役員報酬方針が争われ、年間62.4%の増加となった
- オランダ (AEXとAMX) では、2024年に役員報酬報告が争われたケースは減少した。10%以上の反対を受けた決議は22.2%にとどまり、8.6%減少した。争点となった役員報酬方針の割合も、42.4%減の9.1%となった

- イタリア (FTSE MIB) では、争われた役員報酬報告の割合は23.6%減の38.2%となった。さらに、2024年には役員報酬方針の43.8%が争われ、3.1%減少した
- スペイン (IBEX35) では、2024年に役員報酬報告の43.8%が争われ、2023年からは17.2%減少した。報酬方針が争われたケースは41.2%で、昨年より13.1%減少した
- ベルギー (BEL20) では、役員報酬報告が争われたケースは36.8%で、2023年から26.4%減少した。2024年に役員報酬方針が争われたケースは16.7%で、66.6%減少した

## 1.1.2 2024年の取締役選任

取締役選任は、引き続き投資家の注目分野です。

- 英国 (FTSE100) では、2023年以降、取締役選任が争われた (10%以上の反対) 割合が3.1%から2.6%へと、16.1%減少した
- ドイツ (DAX) では、取締役選任 (監査役選任) の23.2%が争われ、2023年 (18.7%) から24.1%増加した
- フランス (CAC40) では、2024年に取締役選任が争われたケースは14.2%で、2023年 (13.7%) から3.6%増加した
- スイス (SMI) では、取締役選任が争われた割合が34.8%減少し、2023年の13.5%に対し、2024年に10%以上の反対があったのは8.8%にとどまった
- オランダ (AEX+AMX) では、取締役選任が争われたケースは、2023年の6.5%から2024年は13.6%へと、109.2%増加した
- イタリア (FTSE MIB) では、2023年に取締役選任が争われたのが4件だったのに対し、2024年には2件となった。イタリアでは、多くの場合スレート投票方式が採用されている
- スペイン (IBEX35) では、取締役選任において5.1%が10%以上の反対票を獲得し、2023年 (16.0%) から68.1%減少した
- ベルギー (BEL20) では、2024年に取締役選任が争われた割合は28.8%で、2023年 (28.8%) から20.0%減少した

今年の株主総会シーズンは、スイスでの株式凍結や、非公開総会やレガシー株主の複数議決権などを盛り込んだイタリアの資本市場の改革法案など、欧州全域で株主の権利を縮小する動きが見られました。これらは、ステークホルダーとの建設的な対話と協力的なエンゲージメントの重要性を明確にしたものです。

Pippa O'Riley,  
Corporate Governance Analyst, Schroders

# E&S 決議

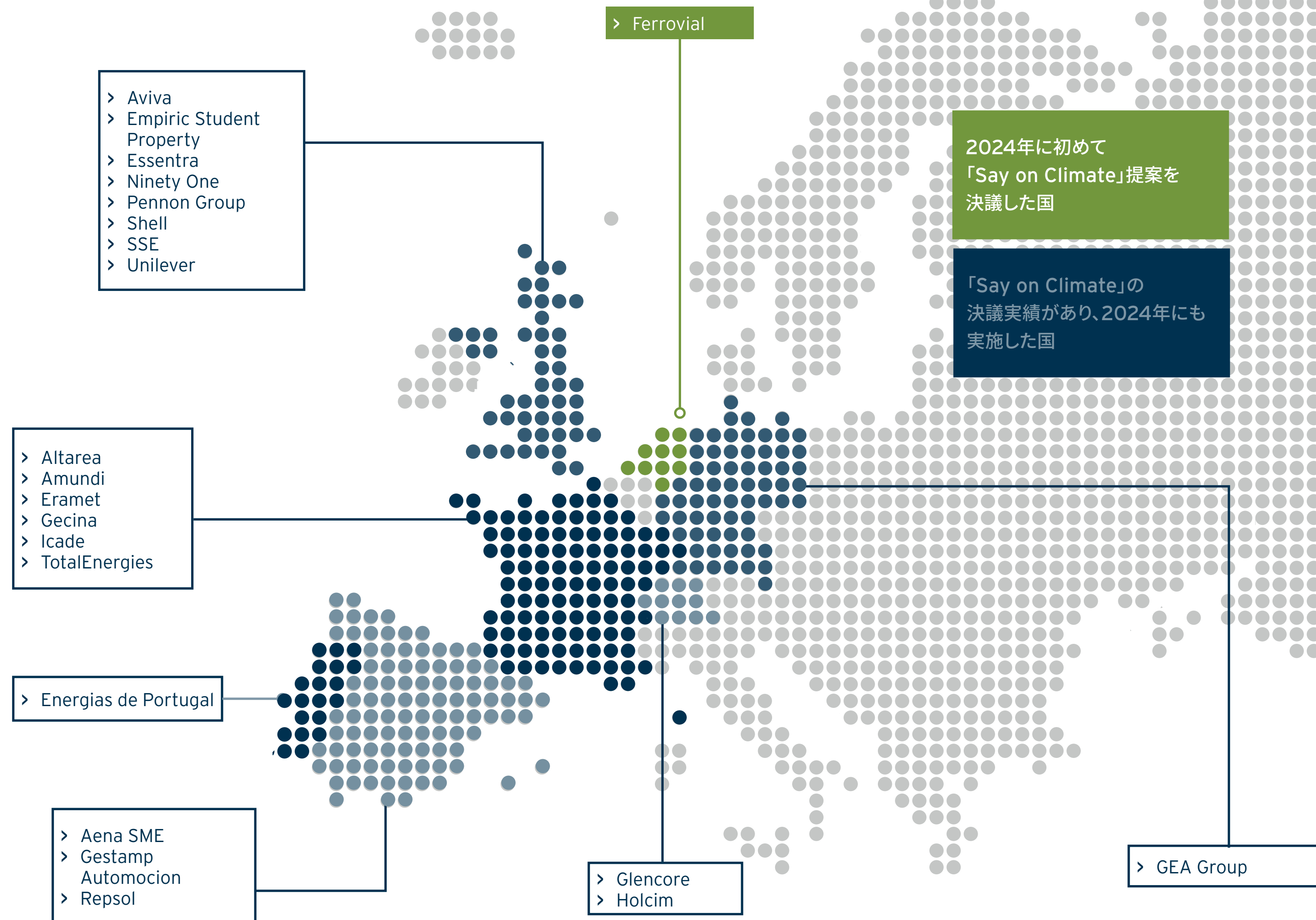
## 1. 「Say on Climate (気候変動)」に係わる提案について

2024年の定時株主総会シーズンは、企業がいわゆる「Say on Climate (気候変動) 議案」を自主的に提案した4年目でした。この1年間(2023年7月1日～2024年6月30日)、欧州では22社が、株主総会において気候変動の開示と行動計画に関する取締役会による諮問議案を提出しました。

これは、欧州企業が提出した「Say on Climate (気候変動)」に関する議案数が、2023年の定時株主総会シーズン(2022年7月1日～2023年6月30日)の24件、2022年(2021年7月1日～2022年6月30日)の36件から2年連続で減少しています。

気候変動に関する議案の大多数は、依然として英国およびフランス企業によって提案されております。

一方、2024年の定時株主総会シーズンでは、フランス企業(6社)による気候変動に関する議案は、2023年の定時株主総会シーズン(9社)と比較して減少しました。また、Ferrovialがオランダに本社を置く企業としては初めて気候変動に関する議案を提出しました。



# 米国におけるシーズンレビュー抜粋

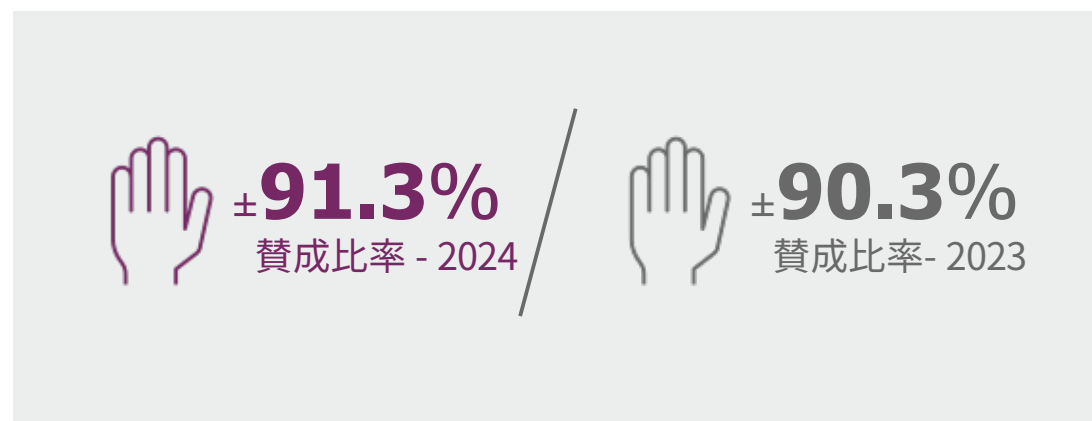
Georgesonでは、毎年、収集したデータに基づき、米国市場の株主総会シーズンにおける議決権行使の結果を注意深く観察し、お客様の株主総会に影響を与える重要な傾向を見極めていきます。2024年は、米国の定時株主総会における議決権行使の動向という観点でも、また別な意味で重要な年となりました。

株主提案、取締役選任、役員報酬に関する株主の意見表明など、機関投資家の議決権行使の進化が、環境、社会、ガバナンス(ESG)の進展に関連して、直接的な影響を与えていることが見て取れます。

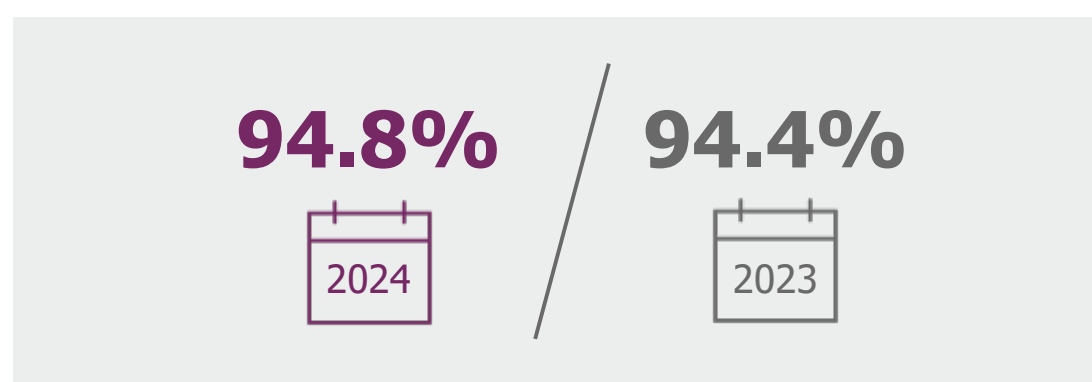
本レポートの抜粋は、Russell 3000銘柄に含まれる企業を対象に、2023年7月1日から2024年6月30日までの定時株主総会の結果(YTD)を使用しています。2024年のYTDの結果を過去のシーズンと比較する際、特に記載のない限り、2023年と2022年の通年データを使用しました。

2024シーズンにおける全体的なテーマ別傾向に関するより詳細な分析は、‘A Look at the 2024 Proxy Season’を参照下さい(<https://www.georgeson.com/us/insights/2024-proxy-season-review/>)。本レポートでは、2023年シーズン中盤以降、変遷する株主提案、役員報酬、取締役選任に関する課題・トピックス等に係わる背景説明、追加情報を提供しています。

## Say-on-Pay と取締役選任



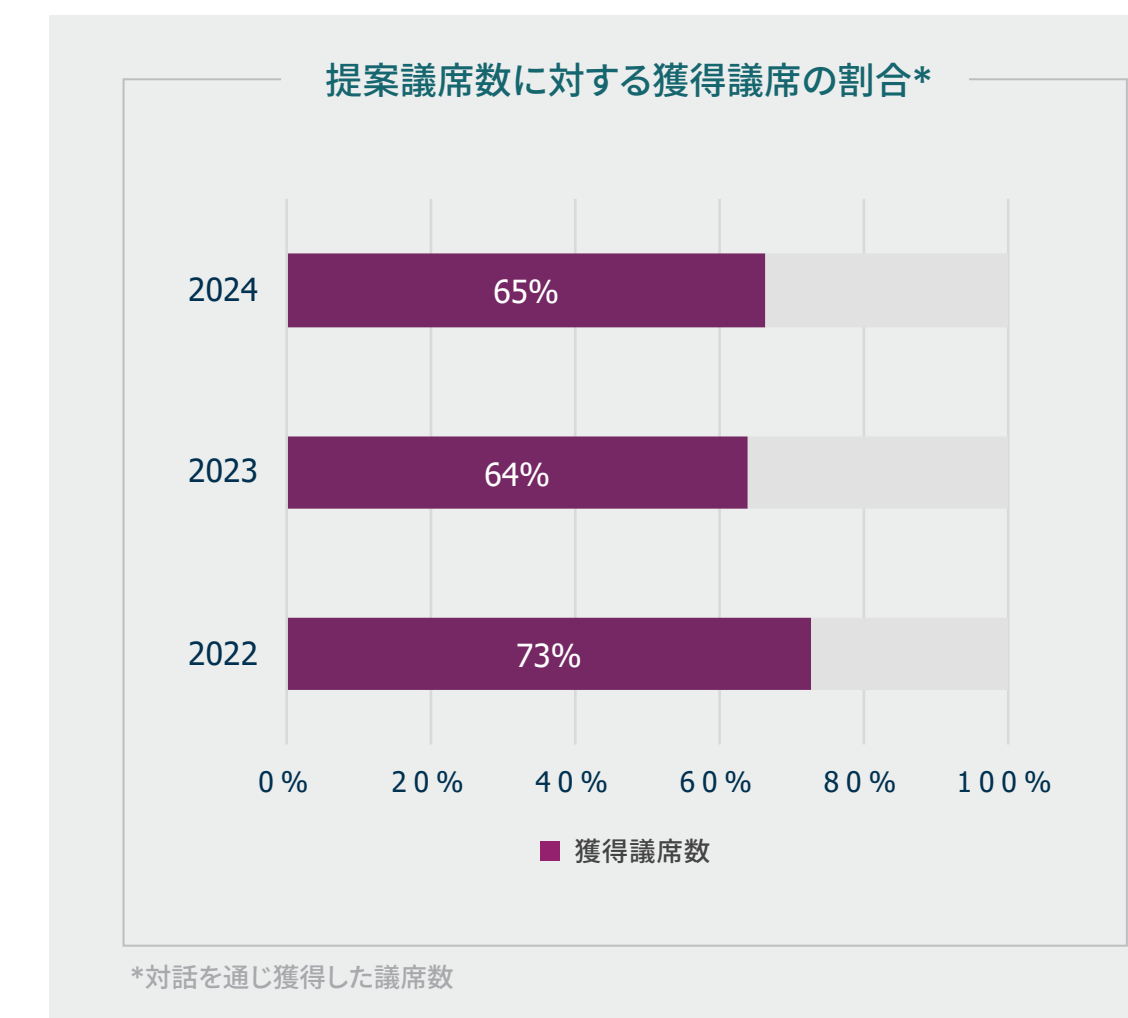
2024年の株主総会シーズンの企業経営者に支払われる役員報酬は、Russell3000銘柄の平均賛成率は約91.3% (棄権を除く)と、2023年の90.3%賛成から上昇しました。



Russell3000銘柄の取締役会選任に対する株主の賛成率は引き続き高く、2024年のプロクシー・シーズンの平均賛成率は95.2%と2023年の94.4%を僅かに上回りました。

## 争点となった議案の状況

2024年は、UPC (ユニバーサル・プログラム・カード) ルールが本格的に適用された2年目のシーズンでした。UPC導入による予期せぬ課題の一つとして、企業がアクティビストとどのように対話し決着していくかが挙げられます。2022年、2023年、2024年の株主総会シーズンを比較した場合、UPCの導入により、アクティビストは企業との対話を通じ、より多くの議席を獲得しています。一方、2022年以降、争議毎の獲得議席の割合は減少しています。



## 株主提案

2024年は、株主提案の提出数が過去最高となり、1,000議案が上程、そのうち64% (1,000件中635件) が決議されました。過半数の支持を得た議案はさらに多く(2024年は53件、2023年は33件)、可決された議案の3件を除くすべてがガバナンス関連でした。

今シーズンは、棄権された議案が昨年(23%)に比べ減少しました(15%)。これは、SECがノーアクション・レリーフをこれまで以上に認めたことによるもので、2023年シーズンでは棄権された議案が9%(947件中87件)だったのが14%(1,000件中138件)に増加しました。認められたノーアクション・レリーフのうち、19件は取締役の辞任方針に関する議案に関連するものです。

### ガバナンスおよび反ESG提案の件数が増加に最も貢献

	2022	2023	2024 YTD	増減率
環境	176	180	173	▼ 4%
社会	363	354	336	▼ 5%
ガバナンス	345	319	377	▲ 18%
反ESG	57	94	114	▲ 21%

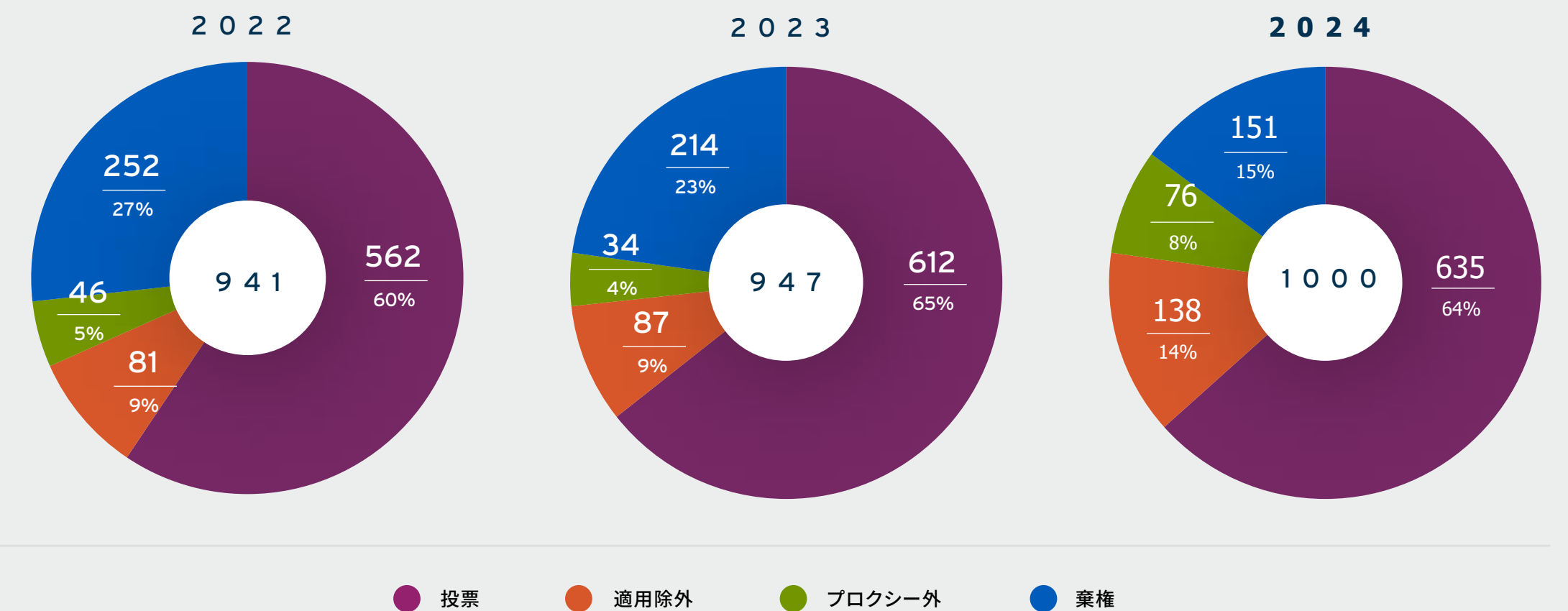
2024年は、株主提案の提出数が過去最高となり、

## これまでに1,000議案が提出されました

これは、2023年シーズン(947件)と2022年シーズン(941件)の提出記録を更新する数です。



### 株主提案件数は前年の記録を更新





## 平均賛成率の変化

議決権行使されたEおよびS議案の平均賛成率は、2023年から一貫して低位推移しています。

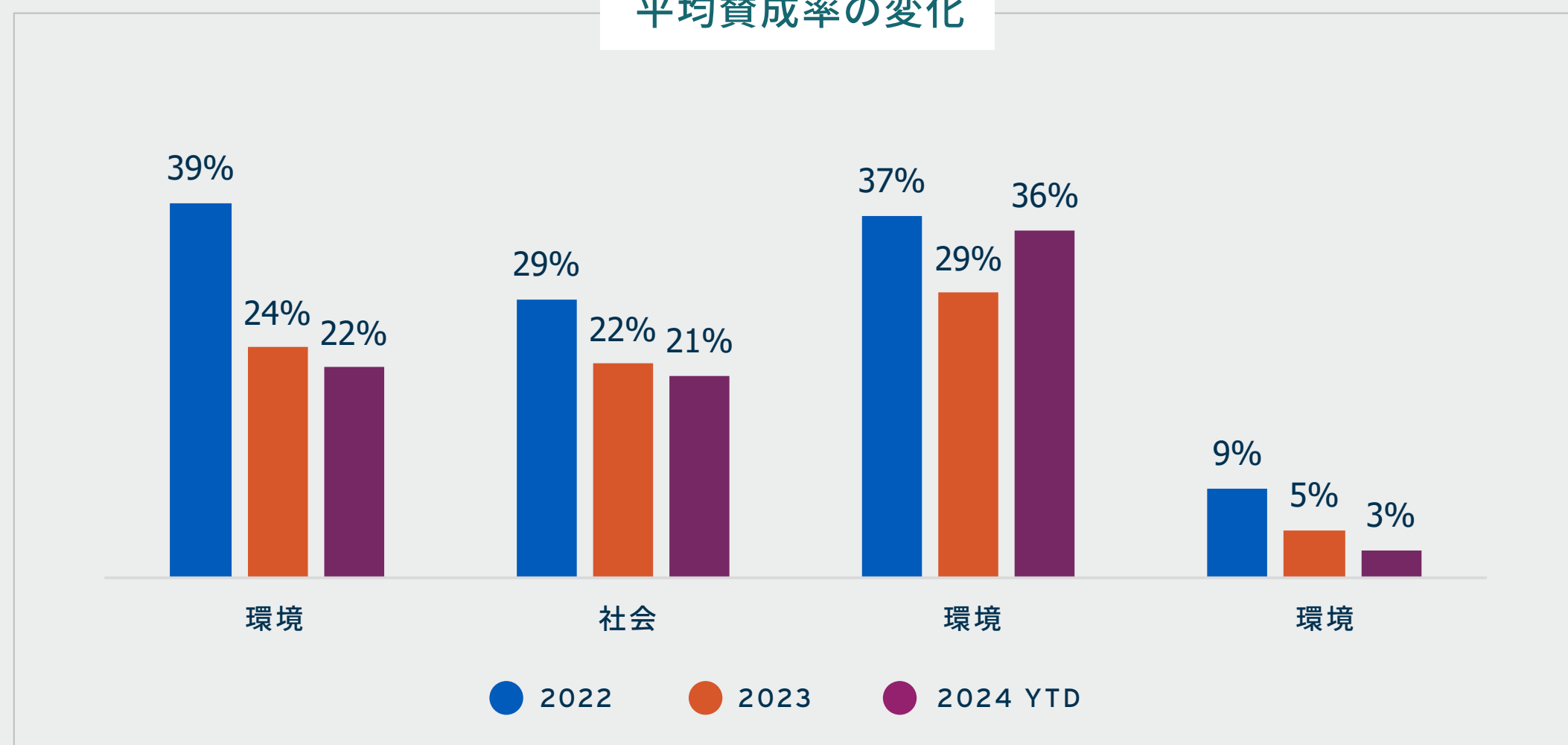
一方、ガバナンス関連議案の賛成・可決率は、2023年シーズンの際立った低賛成率から回復しました。また、反ESG提案の支持率は一貫して一桁台前半にとどまり、年々低下しております。

## ESG関連議案の議決権行使率

2024年シーズンのESG関連に関する議決権行使率は、2023年の環境に関する4件、社会問題に関する提案5件に対し、それぞれ2件、1件引き続き減少しています。

一方、ガバナンスに関する提案は、2023年シーズン通期で可決された24件を上回る50件が2024年に可決されました。

平均賛成率の変化



ESG関連議案の議決権行使率



\* 2023年のアーリーシーズンレポートでは、2022年7月1日から2023年5月12日までのプロクシー・シーズンに関する提案が含まれていた

## GEORGESONについて

1935年に設立されたGeorgesonは、企業戦略に影響を与えるべく取り組んでいる企業や投資家に戦略的サービスを提供する世界初の大手プロバイダーです。当社は、年次総会、合併・買収、委任状争奪戦、その他の特別な取引に関して比類のないアドバイスを提供し代理を務めます。当社の中核である議決権に関する専門知識は、委任状勧誘戦略、投資家の特定、コーポレートガバナンス分析、議決権行使予測、投資家の保有状況と議決権行使プロフィールに関する洞察などの当社の戦略的コンサルティングサービスによって強化および補完されています。当社は、地域的な存在感と世界的な拠点により、世界中のさまざまな企業活動に関連するオペレーショナルリスクを分析し、軽減することができます。詳細については、<https://www.georgeson.com/jp>をご覧ください。

## JSSについて

日本シェアホルダーサービス株式会社(JSS)は、日本最大の証券代行機関である三菱UFJ信託銀行株式会社と、世界中に事業を展開する世界最大の証券代行機関であるComputershare Limited(オーストラリア)との合併会社として2005年秋に設立されました。JSSは、資本市場とコーポレートガバナンスに関する専門性と知見を活用して、数百社の日本企業の株主・機関投資家との対話をサポートしており、機関投資家と日本企業との長期にわたる「Win Winの関係」の構築を支援することを目指しています。詳細については、<https://www.jss-ltd.jp/>をご覧ください。

## GEORGESON

### Cas Sydorowitz

Global CEO  
[cas.sydorowitz@georgeson.com](mailto:cas.sydorowitz@georgeson.com)

### Domenic Brancati

Global COO  
[domenic.brancati@georgeson.com](mailto:domenic.brancati@georgeson.com)

### Paul Murphy

Head of ESG, APAC  
[paul.murphy@georgeson.com](mailto:paul.murphy@georgeson.com)

### Chris Brookes

ESG Advisor, APAC  
[christopher.brookes@georgeson.com](mailto:christopher.brookes@georgeson.com)

### Savoy Lee

Director, Head of Corporate Advisory, Asia  
[savoy.lee@georgeson.com](mailto:savoy.lee@georgeson.com)

## JSS

### Keisuke Nagahama

Executive Advisor, Research and Advisory Division

### Yuichi Takanashi

Consultant, Research and Advisory Division

### General contact

[info@jss-ltd.jp](mailto:info@jss-ltd.jp)

**Georgeson**