

Georgeson

共同出版
JSS

2023

定時株主総会

シーズンレビュー



目次

序章	> 3
投資家情報	> 4
日本における定時株主総会の動向	> 10
要旨	> 10
1. 日本における議決権行使	> 12
2. プロクシーアドバイザー	> 16
3. 株主提案	> 18
4. コーポレートガバナンスの動向	> 26
付属資料	> 28
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	> 30
Georgesonについて	> 32

序章

当社の「日本の定時株主総会シーズンレビュー (Japanese AGM Season Review)」の第2版をお届けします。本報告書は、2023年における日経225指数 (日経平均株価指数) の構成企業 (以下、「日経225構成企業」) の定時株主総会の動向を徹底分析したものであり、当社のパートナーである日本シェアホルダーサービス株式会社 (JSS) と共同で刊行しています。JSSには、本報告書に対して貴重な貢献をいただいていることを申し添えます。

当社は1935年に設立した世界で最も歴史ある議決権行使勧誘会社であり、戦略的株主コミュニケーションや、コーポレートガバナンス (企業統治) とESG (環境・社会・ガバナンス) のコンサルティングサービス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市場の専門知識と世界中の機関投資家との強固な関係を背景に、当社はすべてのクライアントに最高品質のサポートサービスを提供しています。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での議決権行使行動にどのように影響するかについての全体像を把握しています。本報告書では、当社が25年以上にわたって事業を展開してきた日本市場における動向に焦点を当てています。

日本における2023年の定時株主総会シーズンでは、前例のないレベルの決議が争われた株主提案が発生するなかで株主アクティビズムに注目が集まりました。株主提案の数は2020年の水準には及びませんでした。海外機関投資家が日本における株主提案の形式や仕組みに慣れてきたことから、株主提案が支持される度合いが高まっています。同様に、より多様な企業の定時株主総会で株主提案が提出される傾向が見られ始めており、一部のアクティビスト (物言う株主) は複数の企業にまたがる特定のテーマに焦点を当てています。

2023年における日経225構成企業の定時株主総会での環境・社会問題に対する関心は原子力発電から気候変動へと移っています。これまでの日経225構成企業の定時株主総会では、環境重視の株主提案の大半が電力会社へ原子力発電の段階的な廃止を要請するもので占められていました。しかし現在では、年次報告書において、気候変動対策に関する具体的な情報開示を含めるよう企業に要求することに重点が置かれる傾向が強まっています。歴史的に見て、気候変動対策に関する報告を企業に求める株主提案は、その他の株主提案よりも、投資家や議決権行使助言会社から強い支持を得てきました。

定時株主総会で議案が強い反対を受けるかどうかを示す最大の指標の一つとして、引き続き議決権行使助言会社からの反対の議決権行使の推奨があります。これは、大手投資家の多くが議決権行使助言会社の分析と推奨を、議決権行使を決定する際に使用しているためです。日経225構成企業の定時株主総会で10%超の反対があった議案の半数以上は、議決権行使助言会社のISS (インスティテューショナル・シェアホルダー・サービスーズ) またはGlass Lewis (グラス・ルイス) のいずれかから反対推奨がなされていました。このことは、エンゲージメントに関して各議決権行使助言会社が定めるさまざまな

モデルを尊重しつつ、議決権行使助言会社と投資家の両方とのエンゲージメントを慎重に進めるための先を見越した対策を企業が講じることの重要性を明確に示しています。

取締役の選任は、2023年に投資家の間で注目が高まっている領域です。欧州の大半の市場の企業では、取締役の選任に関する議案の決議が争われる割合は減少傾向にありますが、日本では全く逆の方向へ進んでおり、2023年に10%以上の反対票が投じられた取締役選任議案は13.6%であり、2022年の同12.5%から増加しています。この傾向は、投資家が取締役会のジェンダー・ダイバーシティ (性別多様性: 男女の区別のない人材登用) 推進に対して厳しい見方を強めていることや、株式持ち合い比率の高い企業について取締役にその責任を課すなど、日本市場に特有な要因によるものです。企業間の株式持ち合いに対する投資家の関心は強まっており、投資家は、株式持ち合いの解消に向けて十分な措置を講じていない企業には取締役選任議案に反対票を投じるという対応を取っています。

ここ数年の間に、日本のコーポレートガバナンス環境は一変しており、また日本市場の投資家の期待にも変化が起きています。従来型アクティビストと海外機関投資家の両方の主導で始まった株主アクティビズムは日本でも重要な位置を占めるに至っています。本報告書が洞察に満ちたものであり、こうした日本の定時株主総会を巡る動向についての的確な見解を提供していることを願っています。

本報告書では、同業他社よりも反対率が高かった企業の事例に焦点を当てています。当社は、クライアントがコーポレートガバナンスとESGのトレンドに遅れることなく、また進化する投資家の期待に常に応えられることを確実にするためにたゆまぬ努力を続けていきます。次回の株主総会の準備をされる際には、当社にお気軽にお問合せください。当社の市場インテリジェンスを活用して、貴社にとって最良の議決権行使結果が達成できるようお手伝いいたします。

最後に、当社のパートナーである日本シェアホルダーサービス株式会社 (JSS) の皆さまに感謝申し上げます。JSSの皆さまの市場専門知識と懸命な努力は、本報告書を取りまとめる上で不可欠でした。また、本報告書のために貴重な洞察をご提供いただいた、VanguardのKate Jalbert氏、UBS Asset ManagementのMatteo Passero氏、Legal & General Investment Managementの福田愛奈氏、Amundi Asset Managementの羽川 貴弘氏にも感謝の意を表します。最後に、当社のアジア太平洋 (APAC) 地域のESG責任者であるPaul Murphy氏、および本報告書に多くの時間を費やしてくれたKevin O'Neill、Hal Dewdneyの両氏に特別な感謝の意を表します。



Cas Sydorowicz
グローバルCEO
Georgeson

投資家情報



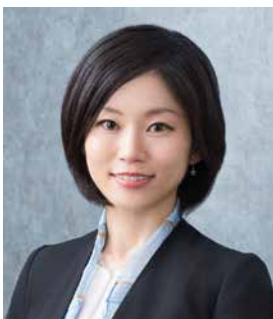
VANGUARD

Kate Jalbert
Investment Stewardship
Director - EMEA/APAC



**UBS
ASSET
MANAGEMENT**

Matteo Passero
Stewardship Analyst



**LEGAL & GENERAL
INVESTMENT
MANAGEMENT**

Aina Fukuda
Head of Japan
Investment Stewardship



**AMUNDI
ASSET
MANAGEMENT**

Takahiro Hagawa
ESG Analyst



GEORGESON
Kiran Vasantham
 Head of Investor
 Engagement
 UK/Europe

2014年の日本版スチュワードシップ・コードの導入は、日本における投資スチュワードシップの発展の重要なマイルストーンとなり、機関投資家に議決権行使や投資先企業とのエンゲージメントをより積極的に行うよう促す要因になっており、結局のところ、これらの機関投資家が本報告書で取り上げるトレンドをけん引しています。したがって、機関投資家がどのように意見・見解を構築し、議決権行使の責任に対処するのかを理解することが、定時株主総会シーズンを方向づける主要なトレンドや問題に取り組む上で不可欠となります。

日本の定時株主総会シーズンはわずか数週間の期間に集中していますが、スチュワードシップ・チームは年間を通じて投資先企業とのエンゲージメントをより積極的に実施しています。機関投資家による議決権行使の決定は、エンゲージメントを通じて投資先企業の長期的な株主価値向上を図るという彼らのスチュワードシップ責任の一側面に過ぎません。ここ数年、機関投資家は投資先企業とのエンゲージメントを行うにあたり、取締役会の多様性、株式持ち合い、さらにはプライム市場とスタンダード市場のガバナンス基準の改善などを一段と重視しています。機関投資家は、投資先企業によるこれらの領域における企業慣行についてのさらなる情報開示や、より「責任ある企業行動」を達成するための改善策の実施に対する要求を強めています。

当社と機関投資家との強固な関係は、当社がクライアントに高品質な調査と分析を提供する上で必要不可欠です。こうした基盤の上で、当社は主要な機関投資家へのインタビューを継続的に実施し、日本の定時株主総会シーズンを巡る主要な問題についての彼らの見解を把握しています。今年、機関投資家が検討しているテーマを順不同で以下に列挙します。

- ＞ 取締役会の構成、および、取締役会の多様性と独立性。
- ＞ 責任ある企業行動を強化するための体系的なガバナンスの枠組み。
- ＞ サステナビリティ関連のリスクと、それが株主提案に及ぼす影響。
- ＞ 日本の2023年定時株主総会シーズンについての際立った洞察。

これら機関投資家とのインタビューは、ここ数年における日本の投資スチュワードシップの進展と今後数年間の行方について貴重な洞察を提供しています。

洞察に満ちたご意見をお寄せいただいた、VanguardのKate Jalbert氏、UBS Asset ManagementのMatteo Passero氏、Legal & General Investment Managementの福田愛奈氏、Amundi Asset Managementの羽川 貴弘氏に感謝の意を表します。本稿が有益な情報となり、皆様方のお役に立つことを願っています。



VANGUARD
Kate Jalbert
Investment
Stewardship Director
- EMEA/APAC

ここ数年、日本企業の取締役会の構成への注目が高まっています。Vanguardは取締役会の多様性と独立性の問題にどのようにアプローチしていますか？また、この問題は今後どのように進展すると思いますか？

取締役会の構成と実効性は、Vanguardインベストメントスチュワードシップが掲げるコーポレートガバナンスの4本柱の1つです。そのために、Vanguardは、日本における取締役会の独立性と多様性への監視強化を注意深く見守り、日本版コーポレートガバナンス・コードの大枠に沿ってポートフォリオ企業に対する議決権行使方針と期待値を慎重に改善してきました。企業の取締役会の構造と市場セグメントの違いを考慮した上で、企業が日本版コーポレートガバナンス・コードで定められた取締役会の独立性基準を満たしていない場合、当該企業の上級経営陣が取締役を指名する責任を負う場合が多いことから、Vanguard助言ファンド¹は通常、当該上級経営陣の選任に反対する議決権を行使します。

エンゲージメントにおいてよく議論される最大の関心事の一つは、特定の関係、取引あるいは状況によって社外取締役の独立性に疑問が生じる可能性があるかどうかということです。Vanguardの「日本向け議決権行使方針」には、取締役の独立性を評価する際に検討する要素が列挙されています。このため、株主が議決権を行使する際に、取締役の独立性について十分な情報を得た上で意思決定ができることを確実にするために、企業が、以前の職務経歴、取引関係、株式持ち合いなどを含む取締役の経歴について包括的な情報を開示することが極めて重要です。さらに、我々は、取締役会が社外取締役の独立性をどのように評価したかについて、また社外取締役が独立性を有すると判断する理由について説明するよう企業に求めます。

我々は、取締役会のスキルマトリックスを開示する日本企業が増えていることを喜ばしく心強く思っています。取締役会のスキルマトリックスは、株主が取締役会全体の構成と、スキル、専門知識、特性などの取締役会の多様性を評価する上で役立つ情報となります。

日本における2023年の定時株主総会シーズンで一番驚いたことは何ですか？

2023年の定時株主総会シーズンでは、委任状争奪戦を中心に株主アクティビズムが活発化しています。ある程度予想はされましたが、定時株主総会で決議にかけられた株主提案の件数は前年比で約2倍に増加しています。我々は、2023年にも引き続きそれぞれの株主提案を一件一件評価し、また、可能な場合には、株主提案の対象となった企業の代表者や個々の企業とのエンゲージメントを行い、株主提案を巡る状況や経営陣の対応についてより深く理解する機会を持ちました。このような場合、取締役会の監督プロセスと構造をよりよく理解するためには、株主の利益を代表する独立社外取締役とのエンゲージメントを行うことが極めて重要です。一部の日本企業は、株主に独立社外取締役と面談する機会を与えることに対して相変わらず消極的な対応をとっています。日本市場においてコーポレートガバナンスと株主の権利をさらに強化するためにも、独立社外取締役と直接対話できることが重要であると我々は考えています。

株式持ち合いを行う企業に関する議決権行使方針はどのように定められていますか？

ここ数年、株式持ち合いというテーマに注目が集まっていますが、今後も引き続きこのテーマに焦点が当たると予想しています。Vanguard助言ファンドには株式持ち合いに関する明確な議決権行使方針はありませんが、我々はこのテーマに関して投資先企業とのエンゲージメントを行い、投資先企業が日本版コーポレートガバナンス・コードの提言にどのように適合しようとしているのかを理解しようと努めてきました。とはいえ、Vanguard助言ファンドの議決権行使方針には、株式持ち合いが取締役の独立性に関する評価の一要素として言及されています～ 一般的に、取締役が問題となっている企業と株式を持ち合う企業に勤務している場合、当該取締役は独立性を有しているとは見なされません。

¹ Vanguardの投資スチュワードシッププログラムは、Vanguardがアドバイスを与えるクオンツ株式ポートフォリオおよびインデックス株式ポートフォリオ（「Vanguardがアドバイスを与えるファンド」と総称）に代わって議決権行使とエンゲージメントを担当します。Vanguardの外部管理ポートフォリオは、無関係の第三者投資顧問によって管理されています。これらのポートフォリオに関する議決権行使とエンゲージメントはそれぞれの顧問が行います。本稿において、「私たち（当社）」と「ファンド」はそれぞれ、Vanguardの投資スチュワードシッププログラム、Vanguardが推奨するファンドを指します。



日本における取締役会の多様性と独立性の問題に現在どのようにアプローチしていますか？また、この問題は今後どのように進展すると思いますか？

ここ数年の定時株主総会シーズンで、日本がようやく先進国市場に期待される高度なガバナンス基準に向けての移行を加速させていることを示す明確な兆候が見られていると考えています。東京証券取引所（TSE）、議決権行使助言会社、アクティビスト投資家などからの圧力が、ガバナンスにおける日本の「例外主義」から国際標準に向けての移行を目指す明確な取組みへと日本企業を向かわせています。

この取組みの明確な出発点の一つは、取締役会のジェンダー・ダイバーシティです。ほんの数年前まで、日本では男性のみで構成される取締役会が一般的でしたが、現在では大半の企業の取締役会に少なくとも1名の女性取締役が含まれるようになってきました。今年に入り、日本を含むすべての先進国市場の大企業に対して我々が期待している30%のジェンダー・ダイバーシティ水準の実現に向けてかなり多数の日本企業が動いていることが見られ始めました。2022年から、我々UBS Asset Managementはこの点におけるファーストムーバー（先駆者）になることを決定しており、日本の「例外的な」状況の受け入れを拒否し、日本の大企業に対して他のすべての先進国市場で要求している取締役会のジェンダー・ダイバーシティ目標（30%）の達成を求めるとともに、この期待水準が満足されない場合には、指名委員会の委員長または取締役会の会長の再任に反対する議決権を行使する方針としています。これは、（時価総額100億米ドル超の）大多数の日経225構成企業の少なくとも1人の取締役の再任に反対する議決権を行使することになり、こうした機関投資家の圧力が、この重要なガバナンス問題に関して日本を正しい方向に進ませることになると考えています。さらに、ジェンダー・ダイバーシティを巡る議論によって、インターナショナル・ダイバーシティ（国際的な多様性）の重要な側面に関するより開かれた議論への道が切り開かれており、今後数年にわたりこの議論が活発化することも期待しています。

日本における2023年の定時株主総会シーズンで一番驚いたことは何ですか？

多様性は日本にとって依然として長期的な課題ですが、短期的に見ると、2023年の定時株主総会シーズンにおける意外にも決定的な特徴は株主アクティビズムであると考えています。アクティビスト・キャンペーンや株主提案の件数は、ここ2年間で劇的に増加しており、このことは、日本企業がガバナンス、収益性、より広範なE&S（環境・社会）のテーマなどの問題に無関心であり続けることができないことを明確に示しています。

東京証券取引所（TSE）が最近発表した要請では、プライム市場やスタンダード市場の上場企業の取締役会はROE（自己資本利益率）の改善に向けた方針を策定するよう促されていますが、貴社は投資先企業をどのようにモニタリングしていますか？

資本収益性と資本コストを意識した経営を奨励するTSEの取組みは、おそらくは株式持ち合い関係に下支えされた馴れ合い経営の手法がもはや容認されなくなっていることを経営陣に伝えるもう一つの明確なシグナルであり、アクティビストは明確にその趣旨を理解しています。UBS AMでは、あらゆる市場において経営の質が投資判断の基本的な要素となると考えており、日本も例外ではありません。ROEが8%未満、あるいはPBR（株価純資産倍率）が1倍未満で経営陣が満足しているような企業は、おそらく我々のアクティブポートフォリオへの組み入れ基準を満たしていると認められない可能性が高いでしょう。このことは、我々の主要な日本保有銘柄の実績によって証明されています。したがって、我々は、TSEの提言に対する改善の進捗状況のモニタリングに特化したアプローチを策定する必要性を感じていません。しかし、資本収益性と株主との対話の重視を推進するTSEの取り組みや、株式持ち合い構造の解消を求める機関投資家や議決権行使助言会社からの圧力によって、経営者の関心が再びビジネスの基本的なパフォーマンスに集まり、経営者の利益と株主の利益が完全に一致することが確実になるでしょう。要するに、日本市場の魅力は高まるばかりだということです。



LEGAL & GENERAL
INVESTMENT
MANAGEMENT

Aina Fukuda
Head of Japan
Investment Stewardship

日本における取締役会の多様性と独立性の問題に現在の ようにアプローチしていますか？また、この問題は今後どの ように進展すると思いますか？

日本における取締役会の独立性と多様性については漸進的な改善が見られているものの、いずれも依然LGIMの主たる優先事項です。LGIMは、日本企業の実効性のある取締役会の独立性については2010年から、取締役会の多様性については2020年からそれぞれ議決権行使方針を導入しています。LGIMは、独立性基準に基づいて特定の取締役候補者の選任に反対することに加えて、以下の条件*が満たされない場合には、取締役会の最上級メンバー（通常は会長）あるいは指名委員会の委員長の再任に反対する議決権を行使しています。

＞ 取締役会に少なくとも3分の1の独立社外取締役が含まれていること。親会社が支配株主である上場子会社の場合、取締役会の過半数が独立社外取締役でない限り、反対の議決権を行使します。

＞ TOPIX100の構成企業の場合、取締役会メンバーの少なくとも15%が女性であること。プライム市場の上場企業でTOPIX100の構成企業でない場合には、取締役会に少なくとも女性が1名含まれていなければ、反対の議決権を行使します。

LGIMは、今年の4月から6月の間に、日本企業の実効性のある取締役会における独立性の欠如を理由に707名の取締役の選任に対して、さらに取締役会の多様性への懸念を理由に83名の取締役の選任に対してそれぞれ反対する議決権を行使しました。LGIMは、日本市場固有の特徴（機関設計や上場子会社など）を考慮しつつ、取締役の指名・選任プロセスが実効性の向上に寄与すべく十分に検討されるよう留意したうえで取締役会の構成に関する議決権行使方針を引き続き強化していきます。

日本における2023年の定時株主総会シーズンで一番驚いた ことは何ですか？

取締役会の実効性や資本政策などに不支持を表明するために経営陣の再任に反対の議決権を行使する国内外の投資家の数が増えています。その一例がキャノン株式会社**であり、同社の代表取締役会長兼社長CEOの再任に対する賛成率は、2年前から40%近く低下し、今年は50.6%にとどまり

ました。LGIMは、取締役会の独立性と多様性への懸念を主な理由として、長年にわたり、キャノンの代表取締役会長兼社長CEOの再任に反対する議決権を行使してきました。経営トップの再任への賛成率が大きく低下したその他の事例には、株式会社フジ・メディア・ホールディングス**の代表取締役会長（賛成率56.6%）や京セラ株式会社**の代表取締役会長（賛成率66.0%）などがあります。LGIMは、取締役会の構成の問題や過剰な株式持ち合いなど、複数の理由でこれらの再任に対して反対の議決権を行使しました。

株主提案の件数も引き続き増加しています。また、時価総額上位500社のうち、11社で合計21件の気候変動関連の株主提案が提出されており、近年の定時株主総会における特徴になっています。例年同様、気候変動関連の株主提案が可決されることはなかったものの、同提案の3分の2が賛成率10%以上を獲得し、そのうち4件は賛成率が20%を超え、経営陣の関心を集めています。

歴史的にみて、投資家は、公益事業、エネルギー、金融の 各セクターの企業をターゲットにして気候変動関連の株主提案 を提出する傾向がありましたが、今年はトヨタ自動車株式会社 で同社の気候変動関連のロビー活動に疑問を投げかける株主 提案が提出されました。投資家は引き続きこれらのセクター 以外の企業（例えば、化学薬品会社など）もターゲットにし て気候変動関連の株主提案を提出すると思いますか？

はい、そのように考えます。これまでの株主提案は石炭へのエクスポージャーに主に焦点が当てられていましたが、实体经济に永続的かつ前向きな変化をもたらすためには、より広範囲なバリューチェーンにわたるさまざまなセクターでの行動が必要となります。したがって、間接排出量の多いセクター（不動産など）や炭素集約型製品の需給の主要なけん引役であるセクター（化学など）までターゲットが拡大される可能性があるのではないのでしょうか。また、秩序ある移行のためには適切な政策環境も極めて重要であり、LGIMが気候変動に関するロビー活動について議決権行使方針を導入したのはそのためです。企業による気候変動ロビー活動のレベルや立ち位置がさらに注視されるなかで、例えば米国で見られるように、類似の株主提案の提出が他のセクター（資本財・サービスセクターなど）でも実際に続く可能性があると考えます。

*監査役等を含む役員ではなく、取締役のみを対象としています。

**例示のみを目的としています。特定の銘柄への言及は過去の統計に基づくものであり、当該銘柄がLGIMのポートフォリオ内で現在保有されていることや、今後保有される予定であることを意味するものではありません。上記の情報は、証券の売買を推奨するものではありません。



AMUNDI ASSET
MANAGEMENT
Takahiro Hagawa
ESG Analyst

日本における取締役会の多様性と独立性の問題に現在どのようにアプローチしていますか？また、この問題は今後どのように進展すると思いますか？

伝統的に、日本企業の実業取締役会のチェック・アンド・バランス（抑制と均衡）機能は、大多数の先進国市場と比べて、相対的に弱い状況にあります。その理由の一つとして、日本版コーポレートガバナンス・コードでは、プライム市場の上場企業の場合、取締役会メンバーの3分の1のみを独立社外取締役とするよう求められていることがあります。さらに、現職経営陣や旧経営陣が取締役会を支配していることが依然として多く見られており、また指名委員会と報酬委員会は助言を与える役割を担うだけで、意思決定機関でない場合が多くあります。

さらに、日本の取締役会は男性に支配されているのが通例でした。この点に関しては、プライム市場の上場企業は2025年までに少なくとも1名の女性取締役を登用し、2030年までに「女性取締役比率30%以上」を達成しなければならないとする最近の日本政府の提言を我々は歓迎しています。ただし、企業はそれよりも早期に当該基準を達成すると見込んでおり、この方針はより野心的なものになる可能性があると考えます。日本企業にとっては、潜在的な取締役候補者になりうる女性管理職の数を増やすこと、つまり女性取締役候補者のパイプラインを拡充することが急務となっています。

したがって、日本の取締役会の独立性と多様性を高めることが、日本における我々の議決権行使アプローチの中心的な要素となります。多様性に関しては、我々は一般的に、取締役会に少なくとも1名の女性取締役が含まれていない場合には、代表取締役の選任に反対する議決権を行使します。我々の議決権行使方針は今後強化される予定であり、取締役会メンバーの少なくとも3分の1を女性にすることを目標として日本国内外の企業とのエンゲージメントを継続していきます。

日本におけるサステナビリティ関連の最大のリスクは何だと思いますか？2023年の定時株主総会シーズンに日本企業に対して提出された株主提案にこの点が反映されていましたか？

日本は現在2つの大きな問題に直面しています～つまり、労働力不足につながる高齢化社会の急速な進行と、気候変動問題に対処しながらエネルギー安全保障を維持する必要性です。その結果、日本当局は、企業に2023年から、気候変動と人的資本というテーマに特に重点を置いて、サステナビリティ情報のための新セクションを設け報告を改善するよう求めています。

現時点において、人的資本に関する株主提案の提出は日本ではまだ稀なことですが、その一方で、環境に重点を置いた株主提案の提出は活発化しています。日本政府は、再生可能エネルギー開発の可能性が限定的であると考えており、石炭火力発電の時期尚早な放棄は日本のエネルギー安全保障を脅かすことになるかと主張しています。これにより、石炭火力発電からの撤退の緊急性に関して投資家と企業の認識と期待にずれが生じています。2022年および2023年の電源開発株式会社（J-Power）の定時株主総会において当社（Amundi）と他の投資家が共同で提出した株主提案は、こうした状況を明確に示しています。当社はJ-Powerの脱炭素化戦略に懸念を抱き、同社とのエンゲージメントを行いました。同社の計画は、目標を欠いている上に、再生可能エネルギーの利用に関しても意欲が低く、未実証で拡張性もない技術に頼っていました。こうした状況を踏まえ、複数の欧州機関投資家が日本で初めて気候変動に関する株主提案を提出しました。

最近の気候変動関連の株主提案は、炭素集約型セクターの企業をターゲットにしていたましたが、今年に入り気候変動ロビー活動を理由に、自動車セクターの企業がターゲットにされました。投資家は今後も引き続き、気候変動に関して排出量の多いセクター以外の企業（例えば、化学薬品会社など）をターゲットにすると思いますか？

日本では伝統的に、気候変動関連の株主提案は、エネルギー関連の二酸化炭素（CO2）排出量が国内で最も多いエネルギー変換セクターの企業に対して提出されていました。この論理に従えば、今後、日本でエネルギー関連のCO2排出量が多い「工業」セクターと「輸送」セクターの企業がターゲットとなり、機関投資家による株主提案の提出件数が増大する可能性があります。実際のところ、機関投資家による気候変動イニシアチブ「CA（クライメート・アクション）100+」は、すでに日本の資本財・サービスセクターと素材セクター（鉄鋼・化学）の企業とのエンゲージメント、さらに自動車メーカーとのエンゲージメントに着手しています。Amundiは同イニシアチブの加盟企業であり、こうした共同エンゲージメントの一部に参加しています。

この種の株主提案を受けたくない企業は、中・長期的な目標や投資目標を含む、2050年までに温室効果ガス（GHG）排出量をネットゼロまで削減するための有効な計画を策定していなければなりません。企業が株主の期待をより深く理解するためには、さらなる対話が必要です。

日本における定時株主総会の動向

要旨

日経225構成企業のうち、決議が争われた議案（本報告書では賛成率が90%未満の議案と定義）が1件以上あった企業の割合は51.6%に達しています。決議が争われた議案の総件数は、2021年の246件、2022年の321件から2023年は332件に増加しました。全体では、会社提案議案のうち、10%以上の反対があった議案件数は2022年の11.1%から12.0%に増加しています。

2023年の定時株主総会シーズンでは、日経225構成企業の全ての会社提案議案が可決されました。2021年、2022年の定時株主総会でも同様に会社提案議案はすべて可決されています。

2023年の定時株主総会シーズンでは、取締役選任議案の13.6%に反対票が投じられ、2022年から1.1%ポイント増加しています。

2023年に決議が争われた取締役報酬議案の割合は、2022年の7.2%から1.4%に減少しました。

10%以上の賛成を得た株主提案の件数は、2022年の32件から2023年は41件に増加しました。

議決権行使助言会社は引き続き株主提案の結果に大きな影響を与えており、議決権行使助言会社による反対推奨と賛成率の低さとの間には明らかな相関関係があります。

議決権行使助言会社のInstitutional Shareholder Services (ISS) が反対投票を推奨した議案の件数は、2022年の131件に対して2023年は116件となりました。

議決権行使助言会社のGlass Lewisが反対投票または棄権を推奨した議案の件数は、2022年の118件に対して2023年は171件となりました。

当社のグローバルCEOのCas Sydorowitzとともに、当社の「日本の定時株主総会シーズンレビュー」の第2版を皆さまにご紹介いたします。議決権行使勧誘サービスで86年の経験を持つ当社Georgesonは、世界で最も歴史ある議決権行使勧誘会社として、またグローバルマーケットリーダーとしての地位を確立しています。米国の総合情報サービス大手のBloombergによって当社は世界トップランクの議決権行使勧誘会社として再び認定されました。当社は、この荣誉ある評価に加えて、アジアと欧州の議決権行使勧誘サービス業界においてトップの座を確保しており、さらにBloombergの「アクティビズム・アドバイザリー・リーグテーブル (Activism Advisory League Tables)」のランキングでも主導的な地位を占めています。当社は引き続き大切な日本のクライアントに他の追随を許さない高品質なサービスをご提供できることを嬉しく思います。

日本市場において株主アクティビズムは引き続きマスコミに大きく取り上げられており、今年の定時株主総会シーズンを通じてのアクティビストによる株主提案件数は過去最多に達しています。日本市場に参入するアクティビスト投資家の数は増加しており、今後数年のうちに株主アクティビズムはさらに拡大すると考えています。

最近のコーポレートガバナンス・コードの改定と日本の資本市場の再編は、世界の投資家を呼び込むことへの日本のコミットメントを明確に示すものです。日本中の企業は、海外株主の変化する要求の対応に適応するなかで、世界的な期待に応える必要性を認識しつつあります。

当社の分析では、10%以上の反対があった取締役選任議案の割合は2023年に13.6%となり、2022年から1.1%ポイント増加しました。日本の資本市場は大幅な変貌を遂げつつあり、アクティビズムはもはや海外ファンドのみに限定されていません。現在では、任天堂創業家の資産運用会社「ヤマウチ・

ナンバーテン・ファミリー・オフィス (Yamauchi No.10 Family Office)」などの国内系ファンドからも株主提案が提出されています。こうした変化によって、日本企業の経営陣はいつの間にか次第に投資家と対立し関係が悪化する状況に陥っており、日本企業は困難な状況に立たされています。こうした状況を引き起こした要因の一つとして、議決権行使助言会社であるISSやGlass Lewisによる反対の議決権行使の推奨（反対推奨）の件数の増加があります。これらの議決権行使助言会社は、取締役会においてジェンダー・ダイバーシティが欠如している企業や株式持ち合いの程度が高い企業については取締役選任に対してより厳しい立場を取っています。

その一方で、2023年の定時株主総会シーズンでは、日経225構成企業全体で取締役報酬議案について決議が争われるケースははるかに少なくなっています。反対率が10%を超えた取締役報酬議案は2022年の8件から2023年にはわずか1件に減少しています。また、2020年から毎年3件のポイズンピル（買収防衛策）議案が提出されていましたが、2023年には年間を通じて日経225構成企業によるポイズンピル議案の発議はありませんでした。ここ数年、日本のコーポレートガバナンス環境は大きく変化しており、この状況は今後数年間続くことになるでしょう。日本ではこれらのコーポレートガバナンス改革が、株主アクティビズムの台頭と相まって、企業に特有の課題をもたらしています。2023年を通じて日本のクライアントの株主総会準備をサポートできたことを大変うれしく思います。また、次期の定時株主総会シーズンでも再びご協力できることを楽しみにしています。



Bryan Ko
市場責任者、アジア

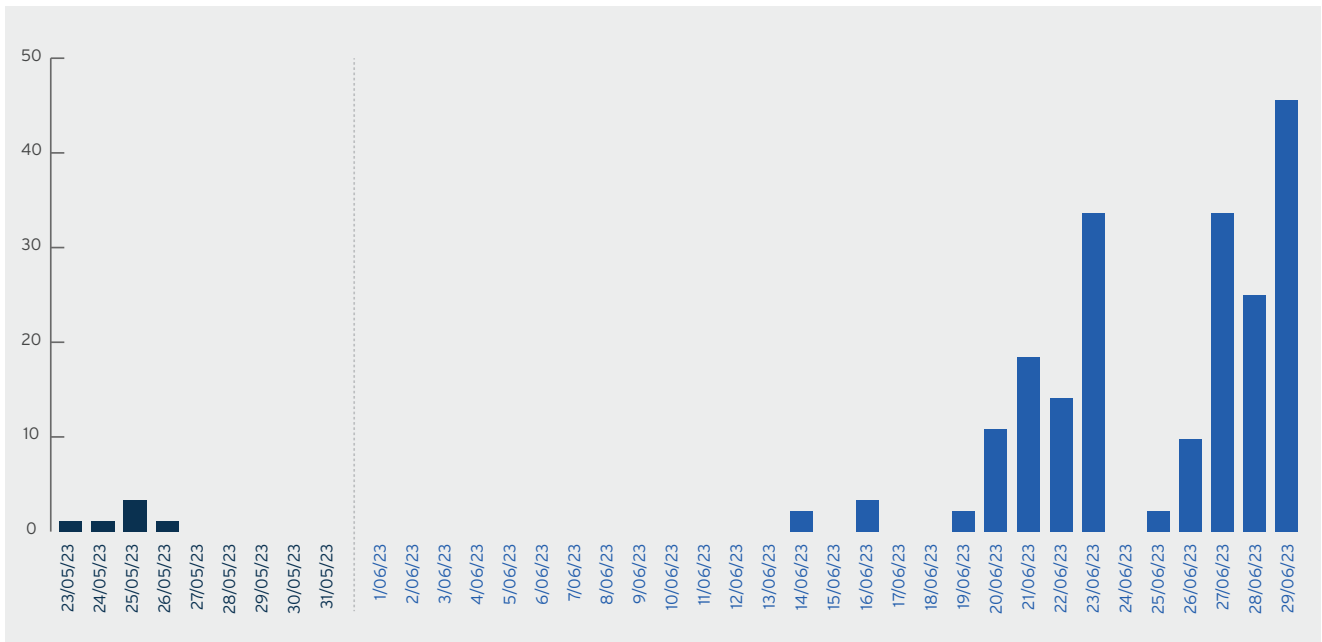
1 日本における議決権行使

1.1 概要

当社の分析は、2022年7月1日から2023年6月30日までに開催された定時株主総会（日経225構成企業）における議案を検討しています。日本市場の興味深い特徴は、大半の企業が

6月のごく短い期間に定時株主総会を開催していることです。2023年を例にとると、日経225構成企業の82.2%が6月に定時株主総会を開催しています。

グラフ1: 2023年5月および6月に定時株主総会を開催した日経225構成企業の数



1.2 決議が争われた議案

日経225構成企業のうち、2023年の定時株主総会シーズンで株主の反対票が10%を超えた会社提案の議案の件数が少なくとも1件あった企業の割合は51.6%でした（当該企業の割合は、2022年が53.8%、2021年は40.2%でした）。本報告書では、株主の賛成率が90%未満の議案¹を、決議が争われた議案と定義しています。2023年の定時株主総会シーズンで株主の反対率が10%を超えた議案²の総数は332件に達し、2022年の321件から3.4%増加しています。

日本では、株主総会での決議方法に普通決議か特別決議があります³。普通決議では出席株主の議決権の過半数の賛成票が必要であり、一方で特別決議では出席株主の議決権の3分の2以上の賛成票が必要となります。ある議案が特別

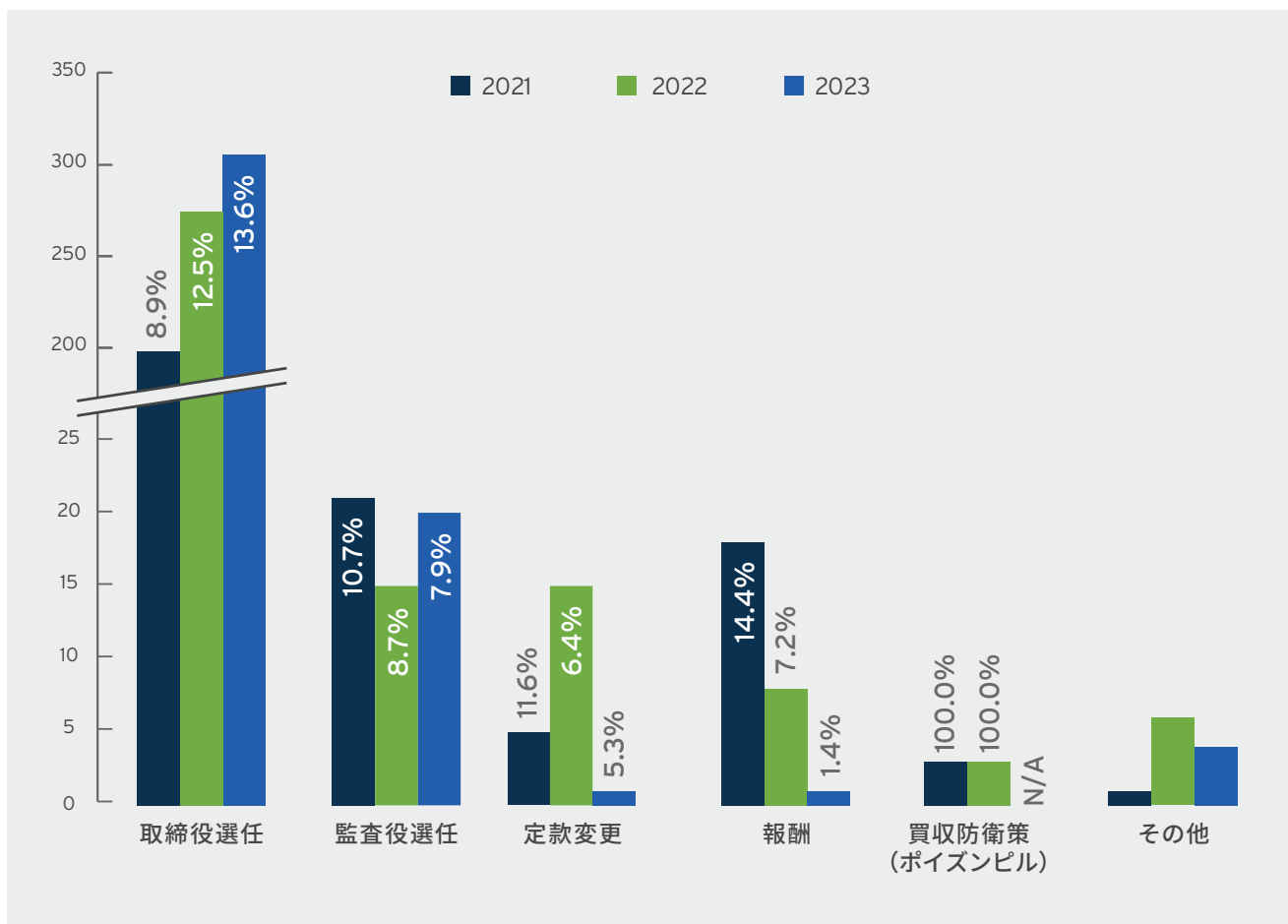
決議事項として株主総会に付議されるべきかどうかについては会社法に定められています。

日経225構成企業のうち、224社が取締役の選任に関する議案を、153社が剰余金処分に関する議案を提出しています。このほか一般的な議案タイプとしては、監査役の選任に関する議案（118社）、取締役の報酬に関する議案（52社）、定款変更に関する議案（38社）などが挙げられます。

日経225構成企業の中では、最も多く決議が争われた議案は取締役選任に関するもの（305件）でした。2番目に多く決議が争われた議案は監査役の選任に関するもの（20件）でした。

グラフ2：日経225構成企業で反対率が10%を超えた議案の件数（議案タイプ別）。

パーセンテージは、議案タイプ別に反対率が10%を超えた議案の割合を示しています。



1 日本では、企業による株主総会の議決権行使結果の開示には、議案の可決に十分な賛成が得られている場合、株主総会当日でのすべての投票数がカウントされているわけではありません。さらに、棄権は通常、実質的に反対としてカウントされます。
 2 会社の投票結果の開示に際しては、棄権票を反対票として計算されます。
 3 <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-029-9180>

1.2.1 取締役の選任

2023年の定時株主総会シーズンでは、取締役の選任に関する議案の13.6% (305件) に対して10%以上の反対票が投じられており、2021年の8.9%、2022年の12.5%から増加しています。全体では、日経225構成企業での取締役の選任に関する議案が、決議が争われた議案に占める割合は2023年には91.9%となっており、2021年の80.5%、2022年の85.4%から増加しています。

2022年と2023年に取締役の選任に関する議案に対して決議が争われる件数が増えたのは、株式持ち合いに対する監視レベルが強化されたことが一因になっていると考えられます。ISSは2022年にガイドライン⁴を改訂し、日本市場に関して「純資産の相当部分(20%以上)を株式持ち合いに割り当てている企業の経営幹部」の選任に賛成票を投じることを差し控えることを推奨する助言を新たに盛り込みました。日本では、株式持ち合いネットワークは、歴史的に企業が緊密な取引関係を維持するための方法だと考えられてきました。しかし、ここ数年、多くの投資家が株式持ち合いをコーポレートガバナンスの弱さの表れだと見なすようになるなかで、株式持ち合いに対する圧力が強まっています。

Glass Lewisも株式持ち合いに対する懸念を表明しており、同社の2023年のガイドライン⁵に、「原則として、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、取締役会議長に反対助言を行う」と記載しています。2023年のガイドラインには、2023年2月1日以降に定時株主総会を開催する企業については、「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年間の自己資本利益率(ROE)の平均値が5%以上である場合」、反対助言を控えると変更されています。

株式持ち合いの問題以外で、取締役の選任に関する議案に対して反対票を投じる理由としては、ジェンダー・ダイバーシティや、現職の取締役の在任期間が長期にわたる場合などが挙げられます。

ここ数年、日本企業の実務取締役会におけるジェンダー・ダイバーシティに対して海外投資家の注目が一段と高まっています。現在、ISSの日本におけるベンチマークポリシーには、取締役会に少なくとも1名の女性取締役が含まれていない場合には、当該企業の経営陣の選任に関する議案に対して反対票を投じることを推奨する旨が盛り込まれています。一方、Glass Lewisの新ガイドラインでは、取締役会の女性取締役比率が10%未満の場合には、取締役会会長の選任に関する議案に対して反対票を投じることが推奨されています。

日経225構成企業の中で、取締役選任議案に対する賛成率が最も低かった5社は次のとおりです。

- ▶ キヤノン株式会社(御手洗富士夫~賛成率:50.6%) (3月総会)
- ▶ 日本ガイシ株式会社(蒲野宏之~賛成率:56.3%)
- ▶ 株式会社三井住友フィナンシャルグループ(川崎 靖之~賛成率:57.1%)
- ▶ 住友大阪セメント株式会社(諸橋央典~賛成率:60.3%)
- ▶ 関西電力株式会社(沖原隆宗~賛成率:60.8%)

ISSが蒲野氏を除く上記取締役全員の選任に対して反対票を投じるよう推奨している点が注目されます。Glass Lewisは川崎、沖原両氏の選任に対して反対するよう推奨しています。

賛成率が最も低かった5件の取締役選任議案のうち、3件は取締役会の構成(独立社外取締役の選任状況またはジェンダー・ダイバーシティ)に関連して反対推奨されています。また1件は株式持ち合いを理由に、もう1件は過去の不祥事を理由に反対推奨されました。

4 <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/asiapacific/Japan-Voting-Guidelines.pdf>

5 <https://www.glasslewis.com/voting-policies-current/>

1.22 取締役の報酬

日本企業は、自社の取締役の報酬限度額を記載した拘束力のある議案を提出しなければなりません。株主の承認を得た上で、業務執行取締役および社外取締役を含む各取締役の報酬が取締役会により決定されます。

2023年の定時株主総会シーズンで日経225構成企業により提出された70件の取締役の報酬に関する議案のうち、決議が争われた議案は1件のみでした（1.4%）。決議が争われた（株主の反対率が10%以上となった）取締役報酬議案の割合は、2022年の7.2%から大幅に減少しています。

日経225構成企業のうち、2023年に取締役報酬議案で賛成率が最も低かった5社は以下のとおりです。

- ＞ 株式会社ネクソン（賛成率：76.2%）
- ＞ 楽天グループ株式会社（賛成率：90.3%）
- ＞ しずおかフィナンシャルグループ（賛成率：92.5%）
- ＞ ソニーグループ株式会社（賛成率：93.0%）
- ＞ 丸紅株式会社（賛成率：93.1%）

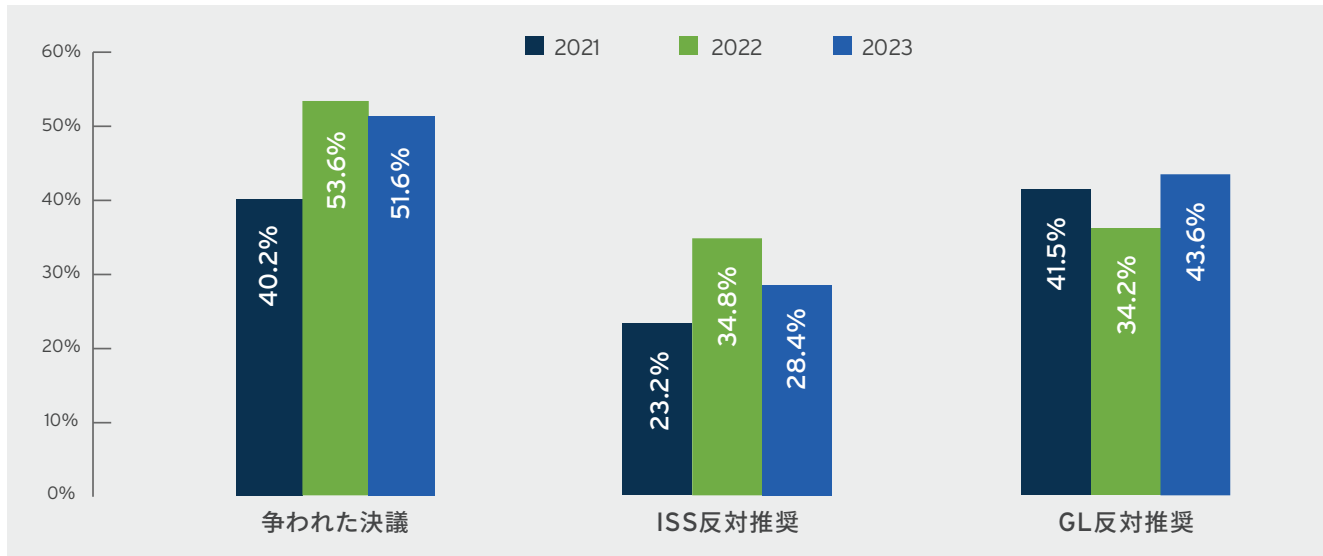
ISSから反対推奨を受けた株式会社ネクソンの取締役報酬議案を除き、上記企業の取締役報酬議案はすべてISSとGlass Lewisの両社から賛成推奨を受けていることが注目されます。

2 議決権行使助言会社

日本国外の多くの機関投資家は、議決権行使の意思決定の判断材料とするために、株主総会の議案分析や議決権行使の推奨に関してISSやGlass Lewisなどの議決権行使助言会社

に依存しています。議決権行使助言会社からの反対推奨が特定の議案の議決権行使結果に悪影響を及ぼすことがしばしばあります。

グラフ3：直近3回の定時株主総会で決議が争われた議案がある日経255構成企業の割合、ISSによる反対推奨、Glass Lewisによる反対推奨

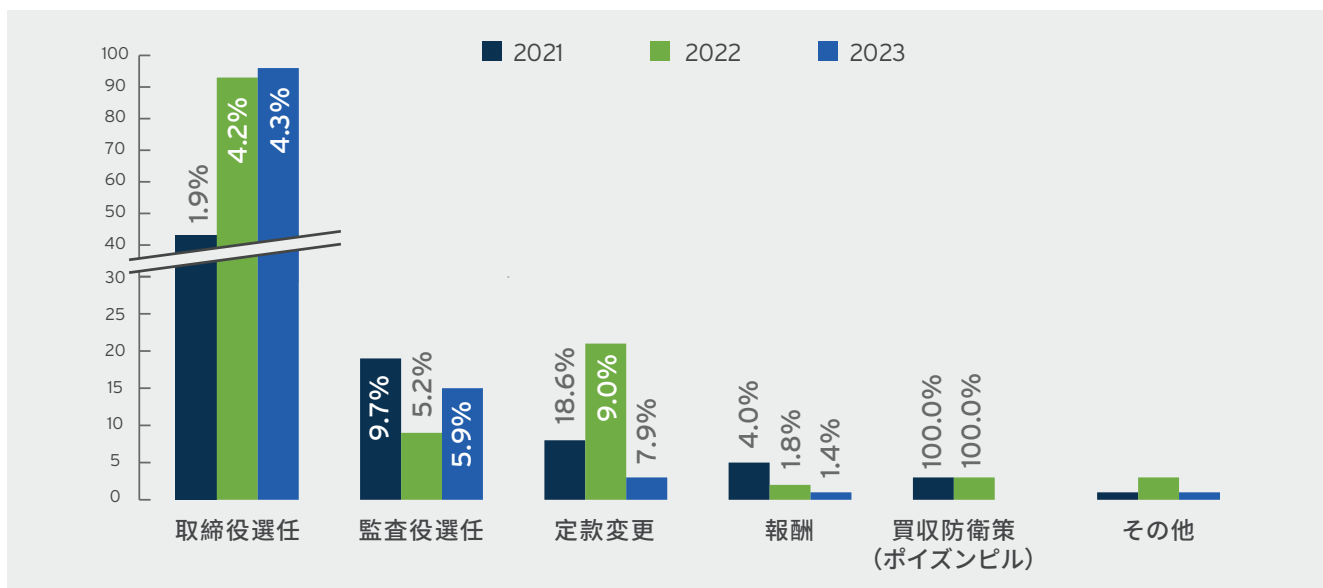


2.1 ISS

ISS⁶は、アセットオーナー、ヘッジファンド、アセットサービスプロバイダー向けにコーポレートガバナンス・ソリューションを提供する大手プロバイダーです。

日経225構成企業のうち、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）にISSから1件以上の反対推奨または棄権推奨を受けた企業は64社（2022年の定時株主総会シーズンの78社から減少）、議案数は合計116件（2022年の定時株主総会シーズンは131件）でした。

グラフ4：日経225構成企業の直近3年間の定時株主総会におけるISSの反対推奨と棄権推奨の件数の概要。パーセンテージは、議案タイプ別にISSから反対推奨を受けた議案数の割合を示しています。



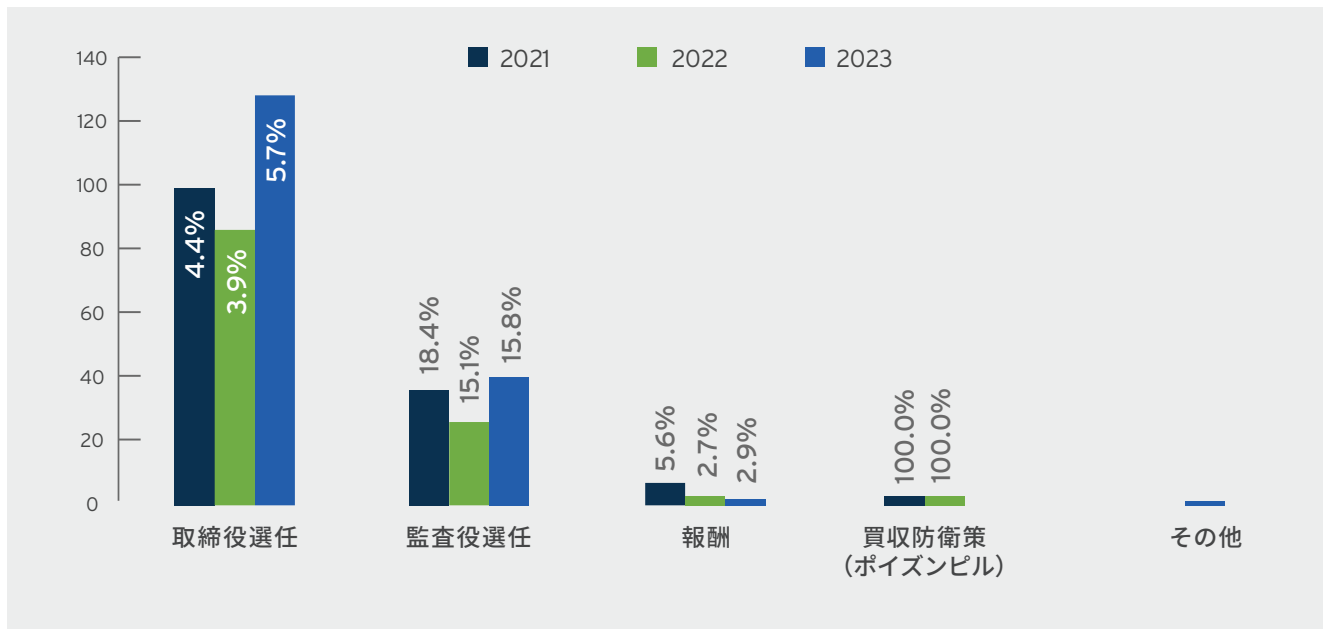
6 <http://www.issgovernance.com/about/about-iss/>

2.2 Glass Lewis

Glass Lewis⁷は、リサーチ、議決権行使の管理およびテクノロジープラットフォームを通じて機関投資家と企業とのエンゲージメントをサポートするガバナンスサービスの大手プロバイダーです。

日経225構成企業のうち、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）にGlass Lewisから1件以上の反対推奨または棄権推奨を受けた企業は98社（2022年の定時株主総会シーズンは81社）であり、議案数は合計171件（2022年の定時株主総会シーズンは118件）でした。

グラフ5：直近3年間の日経225構成企業の定時株主総会におけるGlass Lewisによる反対推奨・棄権推奨の件数の概要。
パーセンテージは、議案タイプ別にGlass Lewisから反対推奨を受けた議案の割合を示しています。



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

3 株主提案使

3.1 ヘッジファンド・アクティビズム

本項で後述するE&S（環境・社会）に重点を置く団体からの株主提案の増加に加えて、過度に対立的あるいは無関心な取締役会や経営陣を持つと判断される特定の企業をターゲットにしたヘッジファンドによるアクティビスト活動も著しく増加しています。これらのキャンペーンで使用された戦略には、現職の取締役を解任するための特別株主総会の開催要求、機関投資家からの支援を積極的に募ること、個人投資家を対象とした公共性の高いメディアを活用したキャンペーンやマーケティングキャンペーンなどが含まれます。

3.2 決議が争われた株主提案ム

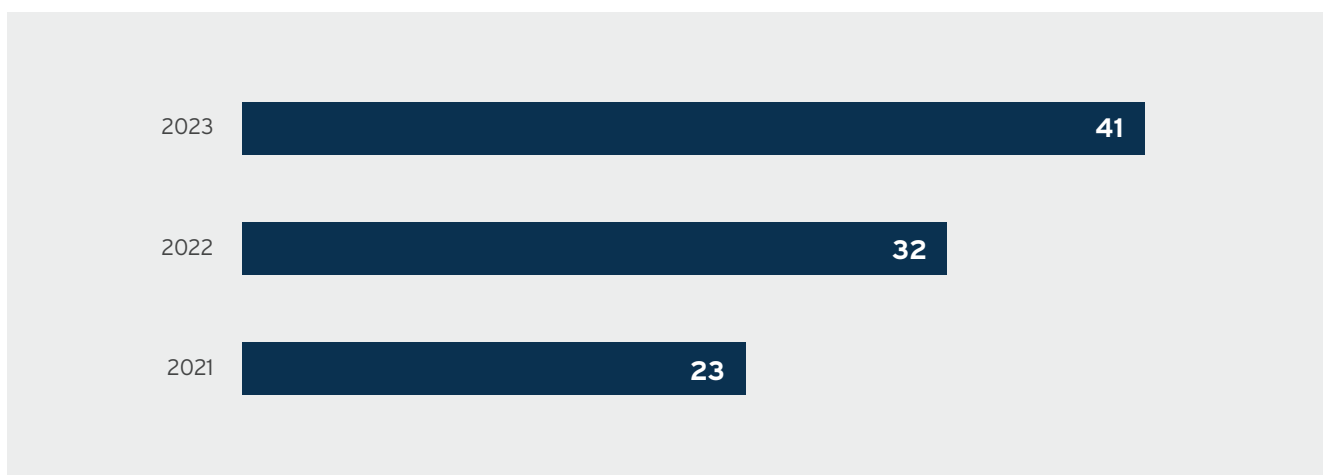
日本企業の定時株主総会では、かなりの数の株主提案が提出されています。2023年の定時株主総会シーズンでは、日経255構成企業の定時株主総会で合計81件の株主提案が採決されました。2023年に採決された株主提案の件数は、2022年の63件、2021年の51件からは増加していますが、2020年の82件からは減少しています。10%以上の反対を受けた取締役会発議の議案を注視するのと同じように、10%以上の賛成を得た株主提案の件数についてよく考えてみることも興味深いことです。2023年に株主から10%以上の賛成を得た株主提案は日経225構成会社の14社で合計41件ありました（ちなみに、2022年は8社で32件、2021年は5社で23件でした）。2023年に株主から最も多くの賛成を得た上位5件の株主提案は次のとおりです。

（気候変動や多様性などの問題に焦点を当てたE&S志向型のアクティビズムとは対照的に）この種の財務志向型のアクティビズムがメディアの大きな注目を集めており、一部のレポートでは、日本におけるアクティビズムの台頭により、アジアが欧州に代わり米国に次いで世界で2番目にこの種の混乱（財務志向型のアクティビズム）に大きく晒されている市場になっていると示唆されています。

- ＞ 関西電力株式会社（パリ協定の目標に沿った気候変動移行計画を開示する旨の定款一部変更～36.5%）
- ＞ 株式会社セブン&アイ・ホールディングス（取締役候補者の選任、名取勝也～34.1%）
- ＞ シチズン時計株式会社（取締役報酬の個別開示を義務付ける旨の定款一部変更～33.7%）
- ＞ 株式会社セブン&アイ・ホールディングス（取締役候補者の選任、ディーン・ロジャース～33.5%）
- ＞ 株式会社セブン&アイ・ホールディングス（取締役候補者の選任、ロナルド・ギル～33.1%）

Glass Lewisから反対推奨を受けた関西電力株式会社の株主提案を除き、上記の各株主提案はISSとGlass Lewisの両方から賛成推奨を受けました。

グラフ1：2021年、2022年および2023年における日経225構成企業の定時株主総会において株主から10%以上の賛成を得た株主提案の件数



3.3 E&S（環境・社会）関連の株主提案

2023年の定時株主総会シーズンでは、E&S関連の株主提案に注目する動きが引き続き強まりました。日経225構成企業の定時株主総会では、オーストラリアの環境NGO（非政府組織）のMarket Forcesが5社で合計6件の株主提案を共同提出し、

日本市場での存在感を示し続けました。また、ここ1年の間に気候変動以外のE&S関連の株主提案でいくつかの興味深い進展が見られました。

3.3.1 株主提案の件数案

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）には、日経225構成企業で合計30件の株主提案が提出されました。2023年に提出された株主提案の数は、2022年の定時株主総会シーズンと同数でしたが、2021年と2022年の定時株主総会シーズンに株主提案が提出された企業数は5社に限定されていましたが、2023年には9社に増えています。

2021年、2022年と同様に、2023年にも環境NGOが気候変動関連の株主提案を提出しています。2023年に日経225構成企業の中で環境NGOのターゲットになった企業は、中部電力株式会社（CEPCO）、三菱商事株式会社、株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ（MUFG）、三井金属鉱業株式会社、株式会社みずほフィナンシャルグループ（MHFG）、関西電力株式会社（KEPCO）、株式会社三井住友フィナンシャルグループ（SMFG）、東京電力ホールディングス株式会社（TEPCO）、トヨタ自動車株式会社（TMC）でした。

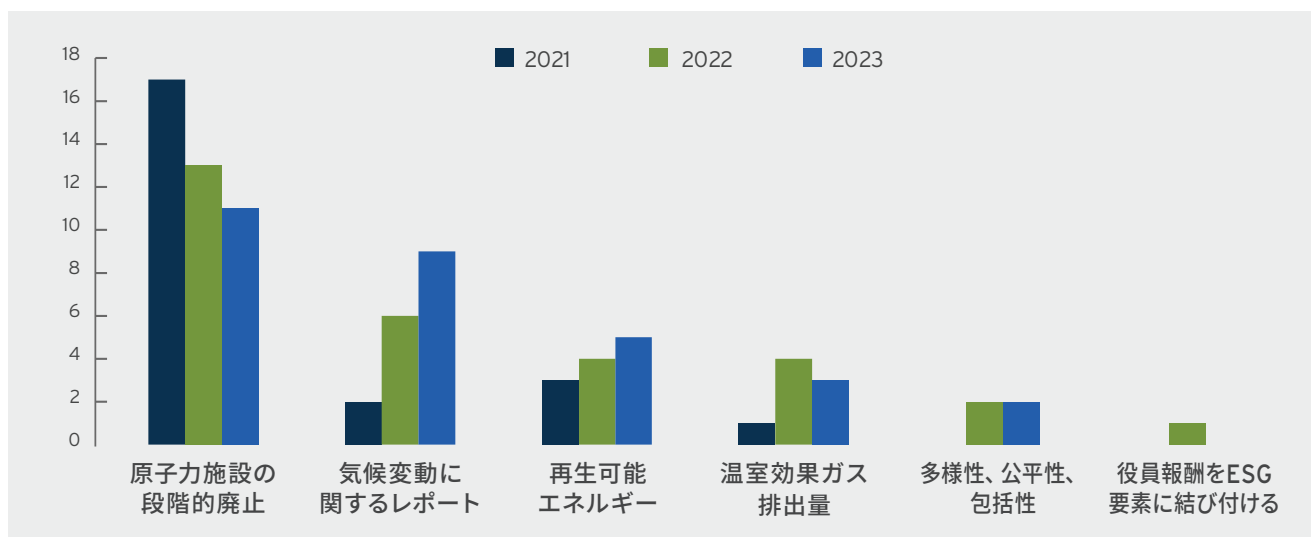
注目すべきことは、日経225構成会社以外に、機関投資家3社（APPC、Amundi、HSBC Asset Management）が英国の大手資産運用会社Man Groupの支援を受けて、電源開発株式会社（通称：J-POWER）に対して2年連続で気候

変動関連の株主提案を共同で提出したことがあります。

以下のグラフでは、2021年、2022年、2023年の各議決権行使シーズンにおける議案タイプ別のE&S関連の株主提案の件数を示しています。原子力発電所の段階的な廃止が引き続き最も一般的なE&S関連の株主提案となっていますが、株主提案件数は2021年以降、毎年減少し続けています。その一方で、企業に気候変動に関する報告（つまり、パリ協定の目標に沿った2050年の温室効果ガス（GHG）排出削減目標を含む気候変動移行計画の策定）を求める株主提案件数は、2021年以降、毎年増加し続けています。また、企業に再生可能エネルギーに重点を置いたビジネスモデルに移行するよう求める株主提案の件数も増加しています。

2023年には日経225構成企業に対して新しいタイプの株主提案が提出されています。ダイバーシティ（多様性）、エクイティ（公平／公正性）、インクルージョン（包摂性）に関しては、MUFGに対して男性中心企業との取引に慎重な対応を求める株主提案が提出されています。男性中心企業とは、取締役が10人以上の企業で取締役全員が男性である企業と定義されています。

グラフ2：2021年の議決権行使シーズンから2023年の議決権行使シーズンまでに、日経225構成企業に対して提出されたE&S関連の株主提案の件数



3.3.2 株主提案の賛成率案

2023年の定時株主総会シーズン中に日経225構成企業に対して提出された株主提案で可決されたものはありませんでした。定時株主総会で株主提案が提出された企業は、大きく銀行、資本財・サービスと素材、公益事業の各セクターに分類されます。2023年の定時株主総会シーズンにおけるE&S関連の株主提案全体の平均賛成率は11.3%であり、2022年の定時株主総会シーズンの12.0%から0.7%ポイント低下しています。

銀行セクター

4月初旬、国際環境NGOであるMarket Forces、Friends of the Earth (FoE) Japan、Rainforest Action Network (RAN) は、日本の3大銀行グループであるMUFG (株主提案1)、みずほ、SMFGに対して株主提案を提出しました。提出された株主提案は互いに同一であり、上記3行に対して次のことをコミットする条項を定款に盛り込むよう求めています。

つまり、「投融資ポートフォリオを、2050年までにCO2排出量を正味ゼロ (カーボンニュートラル) にすることを求めるパリ協定の1.5度目標と整合させるための移行計画を発行し、開示すること」です。

さらに、当該株主提案には以下の要求事項が盛り込まれています。

1. 投融資ポートフォリオにおいて2050年までにCO2排出量の正味ゼロを達成するというコミットメントを果たすために、

短期的、中期的さらに長期的に投融資ポートフォリオを、2050年またはそれより早期にCO2排出量の正味ゼロを達成するための信頼できる道筋を整合させる移行計画を設定し、開示すること。当該移行計画には、バリューチェーン全体 (スコープ3) の排出量を考慮し、ポートフォリオ内の重要な温室効果ガス (GHG) 集約型セクターに対する戦略的政策コミットメントと目標が含まれていること。

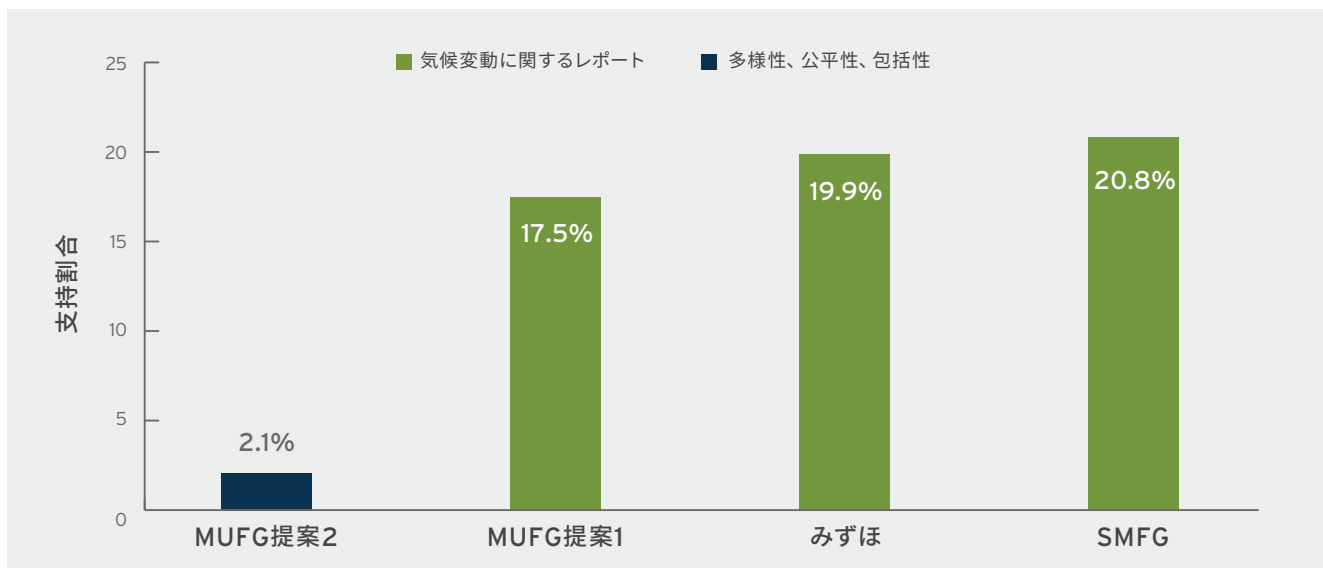
2. 当該移行計画と目標に対する進捗状況を年次報告書で報告すること。

上記のアクティビスト・キャンペーンの一環として、4月10日に共同の投資家向け説明書が株主に送付され、5月16日にウェビナー (オンラインセミナー) が開催され、最後に2回目の投資家向け説明書が5月31日に送付されました。以下に示すように、MUFG、MHFG、SMFGにおける当該株主提案に対する株主の賛成率は、それぞれ17.5%、19.9%、20.8%でした。

注目すべきは、Market Forces、350.orgジャパン、気候ネットワークの国際環境NGO 3団体は、2022年にSMFGに対して同様の株主提案を提出し、当該株主提案に対する株主の賛成率は27.1%であり、また2021年にはMUFGに対して同様の株主提案を提出し、22.7%の株主の賛成率を得ています。

前述したように、MUFG (株主提案2) も男性中心企業との取引に慎重な対応を求める株主提案を受け取っています。男性中心企業とは、取締役が10人以上の企業で取締役全員が男性である企業と定義されています。しかし、この株主提案に対する株主の賛成率はわずか2.1%にとどまりました。

グラフ3：株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ (MUFG)、株式会社みずほフィナンシャルグループ (MHFG) および株式会社三井住友フィナンシャルグループ (SMFG) におけるE&S関連の株主提案の賛成率



資本財・サービスセクターと素材セクター

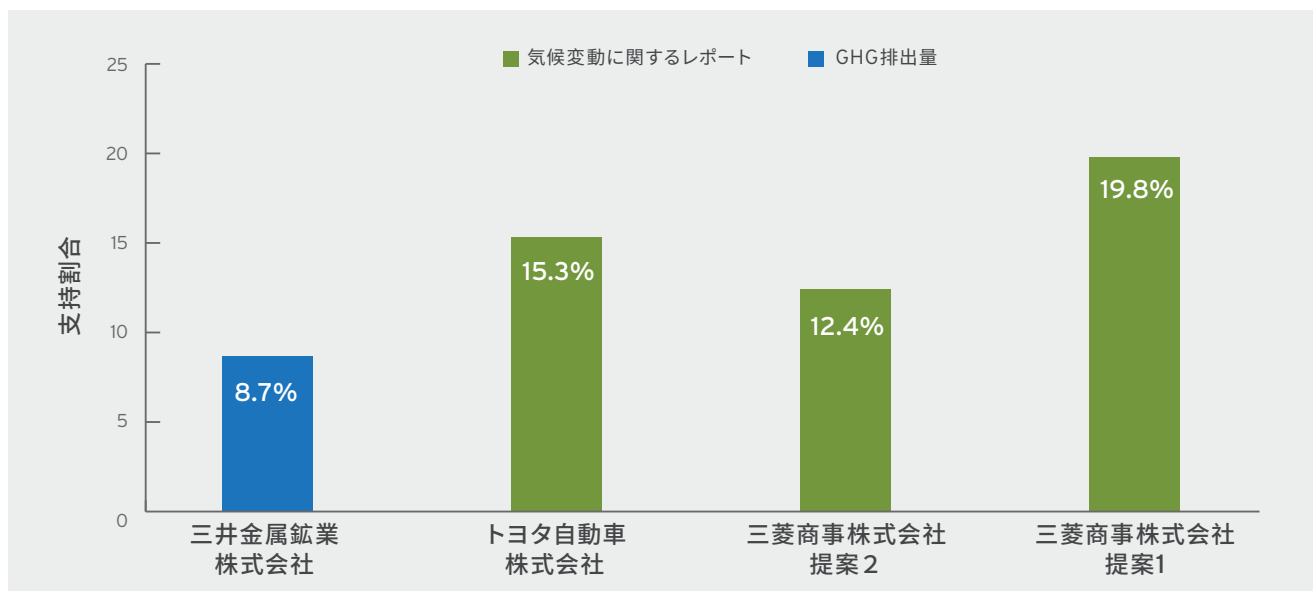
三菱商事株式会社に対しても、Market ForcesとFoE Japanによって2年連続で同じ2件の株主提案が提出されており、当該株主提案はいずれも気候変動関連情報の報告に関連したものでした。株主提案1は、パリ協定の目標と整合のとれた短期および中期のGHG排出量削減目標の設定と開示に係わる定款の一部変更を要求するものでした。一方、株主提案2は、新規の重要な資本的支出と2050年までにGHG排出量の正味ゼロを達成するコミットメントとの整合性を評価する方法の開示に係わる定款の一部変更を要求するものでした。株主提案1の賛成率は、2023年に19.8%となり2022年から0.4%ポイント低下した一方で、株主提案2の賛成率は2023年に12.4%となり2022年から3.8%ポイント低下しています。

三井金属鉱業株式会社は同一の機関投資家から2年連続で多くの株主提案を受け取っています。アクティビスト株主の株式会社ヒデショウ (Hideshou Company Ltd) は、三井金属鉱業の2023年の定時株主総会で5件の株主提案を提出しており、2022年の7件から減少しています。しかし、株式会社ヒデショウは2023年になって初めて環境のテーマに焦点を当てた株主提案を提出しています。株式会社ヒデショウの株主提案は、「当社は長期的な成功のため、気候変動に伴う

リスクと事業機会に鑑み、当社が気候変動におけるパリ協定に沿った取り組みを表明し真摯に実行する」という旨の条項を定款に盛り込むよう三井金属鉱業に対して求めています。この株主提案は8.7%の株主から賛成を得ました。

APG Asset Management、Akademiker Pension、Storebrand Asset Managementがトヨタ自動車株式会社に対して定款の一部変更を求める株主提案を共同で提出したことは注目に値します。この定款の一部変更によって、1) (直接および業界団体を通じて行う) 同社の気候変動関連のロビー活動が、気候変動による同社へのリスクの軽減にどのように役立っているかについて、また2) パリ協定の目標および2050年にカーボンニュートラルを実現するという同社の目標とどのように整合しているかについて、年次レビューを実施し報告することが同社に義務付けられることになります。この株主提案は、日本企業の定時株主総会で提出された気候変動ロビー活動に焦点を当てた初めての株主提案であり、トヨタ自動車の定時株主総会で株主提案が上程されたのは18年ぶりのことでした。ISSは投資家にこの株主提案への賛成を推奨し、一方でトヨタ自動車は定時株主総会の前日に最新のEV (電気自動車) 戦略を発表しました。こうした中で、この株主提案は株主の15.3%から賛成を得ました。

グラフ4：三菱商事株式会社、三井金属鉱業株式会社、トヨタ自動車株式会社でのE&S (環境・社会) 関連の株主提案に対する賛成率



公益事業セクター

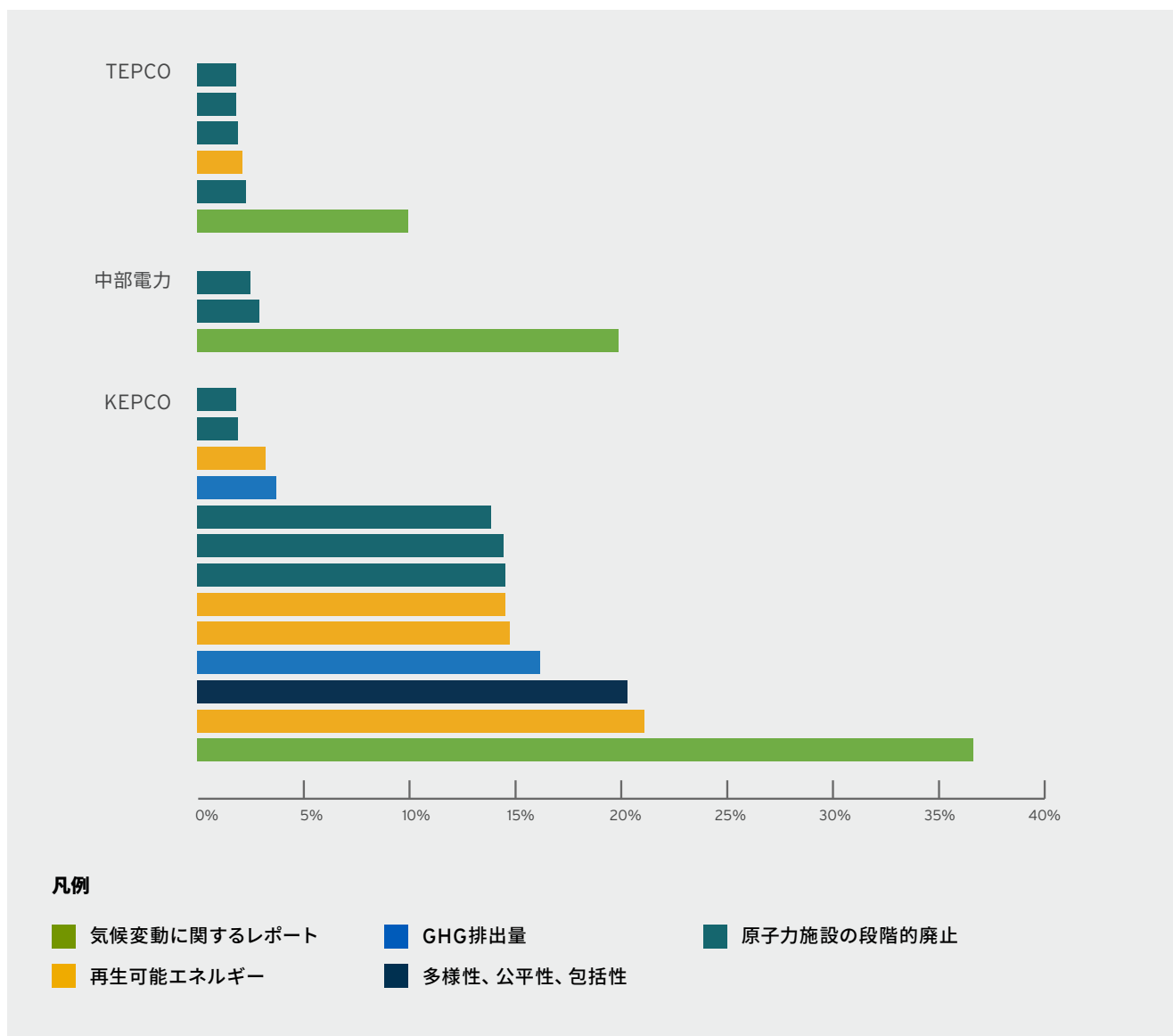
2022年と同様に、中部電力株式会社（CEPCO）は2023年に3件のE&S関連の株主提案を受領しており、そのうち2件は原子力発電関連であり、残り1件は気候変動報告に関連するものでした。株主の賛成率が最も高かった株主提案（19.8%）は、気候ネットワークとMarket Forcesが共同提出したものであり、2050年までにGHG排出量の正味ゼロを達成するための道筋に沿った資本配分の開示を含めるよう定款の一部変更を求めています。当該株主提案が支持された論拠は、CEPCOの事業が化石燃料に関連していることを踏まえて、2050年までにカーボンニュートラル（CO2排出量の正味ゼロ）を達成するシナリオに対する同社資産のレジリエンス（強靱性）を株主が見極めるため、必要な情報を開示すべきであるというものでした。当該株主提案に対する賛成率（2023年）は、2022年に気候ネットワークとMarket Forcesが共同提出した非常に類似した株主提案に対する賛成率の19.9%から0.1%ポイント低下しています。

東京電力ホールディングス株式会社（TEPCO）は6件のE&S関連の株主提案を受領しており、そのうち4件は原子力発電所の段階的な廃止に関連するもので、いずれも株主の賛成率は2.3%以下にとどまりました。TEPCOが受領した気候変動報告

に関する株主提案は、CEPCOに対して提出された気候変動報告関連の株主提案と同じものでしたが、TEPCOの定時株主総会での賛成率は9.9%と低水準にとどまりました。とはいえ、TEPCOの2022年の定時株主総会での当該株主提案の賛成率9.7%は小幅に上回っています。

日経225構成会社の中では、関西電力株式会社（KEPCO）が最も多くのE&S関連の株主提案（13件）を受領しており、そのうちの5件は原子力発電所の段階的な廃止に関連したものでした。KEPCOが2023年に受領したE&S関連の株主提案件数は、2022年のE&S関連の株主提案件数（15件）より2件減少しています。株主からの賛成率が最も高かった株主提案（36.5%）は、2050年までのシナリオ分析を実施し、その結果を開示することを通じて気候変動関連のリスクと機会を開示する旨の定款の一部変更を求めるものでした。KEPCOの2023年の定時株主総会における同株主提案に対する賛成率36.5%は、2022年の35.7%を小幅に上回っています。2番目に賛成率が高かったE&S関連の株主提案（21.0%）は、再生可能エネルギーを主要な動力源とする発電システムの導入など、ビジネスモデル全体を通じてカーボンニュートラルを実現するための定款の一部変更を求めるものでした。

グラフ3：株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ (MUFG)、株式会社みずほフィナンシャルグループ (MHFG) および株式会社三井住友フィナンシャルグループ (SMFG) におけるE&S関連の株主提案の賛成率



3.3.3 議決権行使助言会社の推奨案

ISS

ISSの現在の株主提案に関するガイドラインには以下のように定められています。「個別判断する。合理的なコストの範囲内で、コーポレートガバナンスの改善が期待できる株主提案については、原則として賛成を推奨する。事業活動や範囲を制約するような提案や、実行に多大なコストを伴う株主提案については、原則として反対を推奨する。」。

ISSは、E&S関連の株主提案6件に対して賛成の議決権行使を推奨しており、そのすべてが気候変動報告関連に分類されるものでした。賛成推奨の論拠は、不完全なスコープ3排出量の報告から、投資先企業がどのようにして長期的に存続し続けようとしているのかについて投資家に十分詳細な情報を提供する必要性まで、多岐にわたっていました。ISSは、企業の存続の可能性は、日本政府の目標でもある「2050年までにGHG排出量正味ゼロ」を達成する道のりの成功にかかっていると考えています。したがって、ISSは、2023年に提出された気候変動報告関連の株主提案8件のうち5件を支持しています。ISSが支持しなかった気候変動関連の株主提案3件は、株式会社三菱UFJファイナンシャル・グループ (MUFG)、株式会社みずほファイナンシャルグループ (MHFG) および株式会社三井住友ファイナンシャルグループ (SMFG) の各定時株主総会で国際環境NGOであるFoE JapanとRANによって提出されたものでした。当該3件の株主提案は、スコープ3排出量に対してより野心的な目標の設定を求めており、過度に規範的になり過ぎていると見なされたことが不支持の理由でした。

Glass Lewis (グラスルイス)

Glass Lewisの現在の株主提案に関する方針ガイドラインにはこう定められています。「環境・社会問題という形で企業にもたらされるリスクを分析する上で、最も重要な要素のひとつは、そのような問題に対する監督のレベルと質であると考えます。経営陣や取締役会が環境リスクを軽視している、悪質または違法な行為に関与している、あるいは株主価値を脅かす現状または差し迫った環境リスクに適切に対応できていない場合、株主は、取締役の責任追及を検討すべきです。(中略) 関連する株主提案に賛成助言を行うこと (中略) がある」。

Glass Lewisは、2023年の定時株主総会シーズン中に日経225構成企業に提出されたすべてのE&S関連の株主提案に対して反対の議決権行使を推奨しました。Glass Lewisが2022年の定時株主総会シーズン中にアクティビストの株主提案に対して賛成の議決権行使を推奨したのは2回だけだったことを考慮すると、Glass Lewisのアプローチに大きな変化はありません。このようにGlass Lewisが支持するE&S関連の株主提案件数の減少は、当該株主提案が過度に規範的になり過ぎているとGlass Lewisが判断したか、あるいは対象となった投資先企業の慣行や情報開示がすでに適切かつ十分であるとGlass Lewisが判断したためと考えられます。とはいえ、Glass Lewisは2023年の議決権行使シーズンに先立って次のように述べています。「海外の機関投資家が日本の株主提案の仕組みに慣れてくるにしたがって、これらの株主提案の文言がより洗練されてくる可能性がある。さらに、日本の投資家が定時株主総会で株主提案が提出されることに慣れてくるにしたがい、株主提案に対する支持が今後拡大する可能性がある」。

3.3.4 機関投資家案

2022年に、英ヘッジファンドMan Group、仏運用大手Amundi、英銀系の運用大手HSBC Asset Managementの欧州の機関投資家3社は、日本で初めてとなる機関投資家グループ主導による気候変動関連の株主提案の共同提出に参加し、日本最大の石炭火力発電運営会社である電源開発株式会社（J-Power）に対して温室効果ガス（GHG）排出量の削減目標に関する3件の株主提案を共同提出し、そのうち1件は25.8%の賛成を得ました。HSBC Asset ManagementとAmundiは、MAN Groupの支援を受けて、J-Powerに対して2年連続で2件の株主提案を共同提出しています。J-Powerへの株主提案は、欧州の機関投資家3社とオーストラリアのNGOのAustralasian Centre for Corporate Responsibility（ACCR）により共同提出され、J-Powerに対して、信頼できるGHG排出量の削減目標を設定し、その達成計画を開示するよう求めています。J-Powerの2023年の定時株主総会に提出された株主提案2件の内容は次のとおりです。

1. パリ協定の目標に沿う信頼できる短期・中期のGHG排出量の削減目標を設定し、開示すること。この株主提案は21.3%の株主から賛成を得ましたが、2022年の定時株主総会での同株主提案に対する賛成率の25.8%を下回りました。
2. 取締役の報酬方針では、GHG排出量の削減目標に対する進捗に応じてインセンティブがどのように付与されるようになっているのかについて開示すること。この株主提案は15.0%の株主から賛成を得ましたが、2022年の定時株主総会での同株主提案に対する賛成率の18.9%を下回りました。

Amundiのエンゲージメント、議決権行使方針、ESGリサーチの担当責任者であるCaroline le Meaux氏は、「AmundiはJ-Powerの「Blue Mission 2050（電力安定供給を維持しながら2050年のカーボンニュートラルと水素社会への移行を目指すトランジション戦略）」を懸念しており、特にJ-Powerの石炭火力発電事業からのGHG排出量の高さ、および同社の計画に詳述されているテクノロジーの経済的、技術的な実現可能性の低さに対して懸念している」と主張しています。また、Amundiが「J-Powerの気候変動対応戦略はAmundiの最低限の要件を満たしていない」ため、今後も「Amundiの議決権行使方針に従ってJ-Powerの取締役会メンバーの選任、再任に反対する議決権を行使し続ける」と決定していることは注目に値します。

さらに、HSBC Asset Managementのシニアスチュワードシップスペシャリストである鈴木 祥氏は、「HSBC AMは、前回の定時株主総会の結果を受け、投資家の期待に沿って、J-Powerが既存の高コストな石炭ベースの戦略から、より信頼性の高い脱炭素化戦略への転換を推進することを期待している」と述べていました。しかし、J-Powerでかかる戦略の転換が起こっている証拠が見られないことから、HSBC AMは今年再び当該株主提案を共同提出すること決定した。

2022年の定時株主総会と同様に、ISSは上記2件の株主提案の両方に対して賛成の議決権行使を推奨しました。その一方で、Glass Lewisはパリ協定に沿ったGHG排出量の削減目標に基づく株主提案に対しては賛成の議決権行使を推奨しましたが、取締役の報酬方針に基づく株主提案は賛成推奨しませんでした。

4 コーポレートガバナンスの動向使

4.1 市場区分の見直しに関するフォローアップ会議

東京証券取引所（TSE）は2022年4月に市場区分の再編を発表しました。この市場区分の再編によって、株式市場はプライム市場、スタンダード市場、グロース市場の3つの市場セグメントで構成されることになります。また、東京証券取引所は「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」⁸（以下、「同会議」という）を設置しました。同会議の役割は、施策の進捗状況を監視し、投資家の意見を踏まえ、「上場企業の企業価値向上に向けた取り組み、経過措置の取扱い、スタート

アップ企業への資金供給等」に関する追加的対応について東京証券取引所に助言することです⁹。同会議は2023年3月に、持続的な成長と中長期的な企業価値向上の実現に向けて重要な事項をまとめた3つの文書を公表しました。これらの文書は強制的なルールを定めたものではありませんが、東京証券取引所は上場企業に対し「投資家の期待を踏まえ、当該文書に記載された事項を積極的に実施する」よう求めています。

4.11 資本コストや株価を意識した経営に向けた取り組み

日本版コーポレートガバナンス・コードの原則5-2¹⁰では、「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示」すべきであると定められています。しかし同会議は、「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ROE 8%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」であると強調しています。そこで、同会議は、企業が単に売上や利益だけではなく、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取り組みを提案しています。その目的は、これらの取り組みを通じて中長期的な企業価値を向上させることです。

同会議が要求する取り組みは、プライム市場とスタンダード市場のすべての上場企業に適用されます。推奨される取り組みには次のものが含まれます。

- ＞ 会社の資本コスト、資本収益性、市場評価などを分析・評価する。
 - ＞ 取締役会に会社の資本コストと資本収益性に対処するための方針、計画、目標を策定させる。
 - ＞ 上記の計画を実施し、これらの課題について株主とのエンゲージメントを積極的に実施する。また、毎年（年1回以上）、進捗状況に関する分析を行い、開示をアップデートする。
- 当該取り組み案では、経営陣が資本コストと資本収益性を十分に考慮した上で経営資源配分に主導的な役割を果たすことが期待されています。これは、持続的な成長に寄与する知的財産や無形資産の創出につながる人的資本や研究開発への投資、設備投資や事業ポートフォリオの再構築などの取り組みを通じて行われることになるでしょう。この提案では、資本収益性を押し上げるために自社株買いや増配に依存することに對して警告が寄せられています。

4.12 株主との対話と関連情報の開示の改善

同会議は、一部の投資先企業が株主とのエンゲージメントに消極的であり、それが同社の持続可能な成長への道を妨げる可能性があるとして指摘しています。東京証券取引所がプライム市場の上場企業に対して「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」よう求めていくことが必要と同会議は提案しています¹¹。この提案文書では、当該企業が公表すべき情報の開示の形式とレベルの概要が記載されています。

4.13 建設的な対話に資する「エクスプレイン」

コーポレートガバナンス・コードの原則の重要な要件は、「コンプライ・オア・エクスプレイン（comply or explain）」であり、これは、企業が順守する必要があるコーポレートガバナンス・コードの原則を順守するか、あるいは順守できない場合には、株主やステークホルダーなどに対してその理由を

説明しなければならないという決まりです。同会議は、一部の企業が徹底した「エクスプレイン」を行っていないと指摘しており、この文書では企業が日本版コーポレートガバナンス・コードの特定の規定を順守できない理由を説明する際に考慮すべき事項が定められています。

8 <https://www.jpx.co.jp/english/equities/improvements/follow-up/index.html>

9 <https://www.jpx.co.jp/english/equities/improvements/follow-up/b5b4pj000004yqcc-att/b5b4pj0000051c57.pdf>

10 <https://www.jpx.co.jp/english/news/1020/20210611-01.html>

11 <https://www.jpx.co.jp/english/equities/improvements/follow-up/b5b4pj000004yqcc-att/dreu250000004sp1.pdf>

4.1.4 コーポレートガバナンス改革の加速のための行動計画

同会議は2023年4月に、日本における最近のコーポレートガバナンス改革との関連で解決すべき課題を特定する意見書¹²を発表しました。提起された主要な課題は次の3点です。

- › 資本コストを踏まえた収益性と成長性を意識した経営の推進、人的資本への投資を含むサステナビリティに関する取り組みの推進などの経営課題
- › 取締役会や指名委員会、報酬委員会の実効性の向上、独立社外取締役の質の向上など、独立社外取締役の実効性に関する課題

- › 情報開示の充実、法的問題への対応、市場環境問題など、企業と投資家間の対話に関する課題

その後、同会議はこれらの課題に対処するため一連の施策を提案しています。

4.2 経済産業省、企業買収に関するガイドラインの改訂版を公表

経済産業省（METI）は2023年6月8日に、主要なコーポレートガバナンスと株式公開買付による企業買収における行動指針の第一回改訂版の草案を約20年ぶりに公表しました¹³。2023年のガイドライン改訂版では、敵対的な買収提案への対応のベストプラクティスに焦点を当て企業買収への対処が定められています。

草案では、企業は「株主の合理的な意思」に従って株式公開買付け（TOB）への対応方針を採用し、対抗策を実施すべきであると強調しています。株主は買収提案を評価するために必要な機会、時間、情報を持つべきです。草案では、敵対的な買収提案の場合、企業は、例えば買収者に経営陣との交渉や株主への追加情報の提供を促す方法として、株主の承認なしに、具体的な対抗策を検討する買収対応方針を採用できると定められています。

4.3 2023年におけるGlass Lewisの議決権行使方針の変更

Glass Lewisは、取締役会のジェンダー・ダイバーシティや独立性に関してより厳格な基準の適用を開始しており、それに伴い日本での議決権行使方針を変更しています¹⁴。日本におけるGlass Lewisの議決権行使方針の主な変更は以下に関連するものです。

- › ガバナンスに関する説明責任：取締役会会長が取締役会の独立性の欠如やジェンダー・ダイバーシティに関する進展の欠如などのガバナンス問題に対して説明責任を負うこと（反対助言の対象者）になっています。
- › 取締役会の独立性：プライム市場の上場企業の実効性のある取締役会が少なくとも3分の1以上の独立社外取締役から構成されていない場合、Glass Lewisは現在では、原則当該企業の実効性のある取締役会会長の選任（指名委員会等設置会社では指名委員会委員長）に反対助言します。

- › 取締役会のジェンダー・ダイバーシティ：2023年2月から、プライム市場の上場企業の実効性のある取締役会のジェンダー・ダイバーシティに関する方針は、固定数値方式から割合方式に変更されています。したがって、原則、取締役会に占める多様な性別の実効性のある取締役が10%未満である場合、監査役会設置会社または監査等委員会設置会社では取締役会議長、指名委員会等設置会社では指名委員会委員長に対して、反対助言を行います。
- › 気候変動関連の問題に対する取締役会の説明責任：気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の勧告に沿って気候変動関連の情報開示を徹底的に行うことや、気候変動関連の問題に対する監督責任を明示的かつ明確に定義することが取締役会に期待されています。
- › 過剰な政策保有株式：政策保有株式は、例外規定が制定されているが、連結純資産の10%以上を超えていけないことになっています。

12 <https://www.fsa.go.jp/en/news/2023/20230426.html>

13 <https://www.jdsupra.com/legalnews/a-new-era-for-japanese-m-a-fresh-3099000/>

14 <https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2022/12/Japan-Voting-Guidelines-GL-2023.pdf>

欧州における2023年の定時株主総会シーズンレビューの抜粋

日本市場は、欧州や米国で最初に見られたコーポレートガバナンスや株主期待に関する傾向の多くを経験しています。欧州や米国でのこのような傾向を理解することで、日本で間もなく起こる可能性のある変化について貴重な洞察が得られます。Georgesonは毎年、欧州の定時株主総会シーズンレビューに関する年次報告書を発行しており、これには欧州の

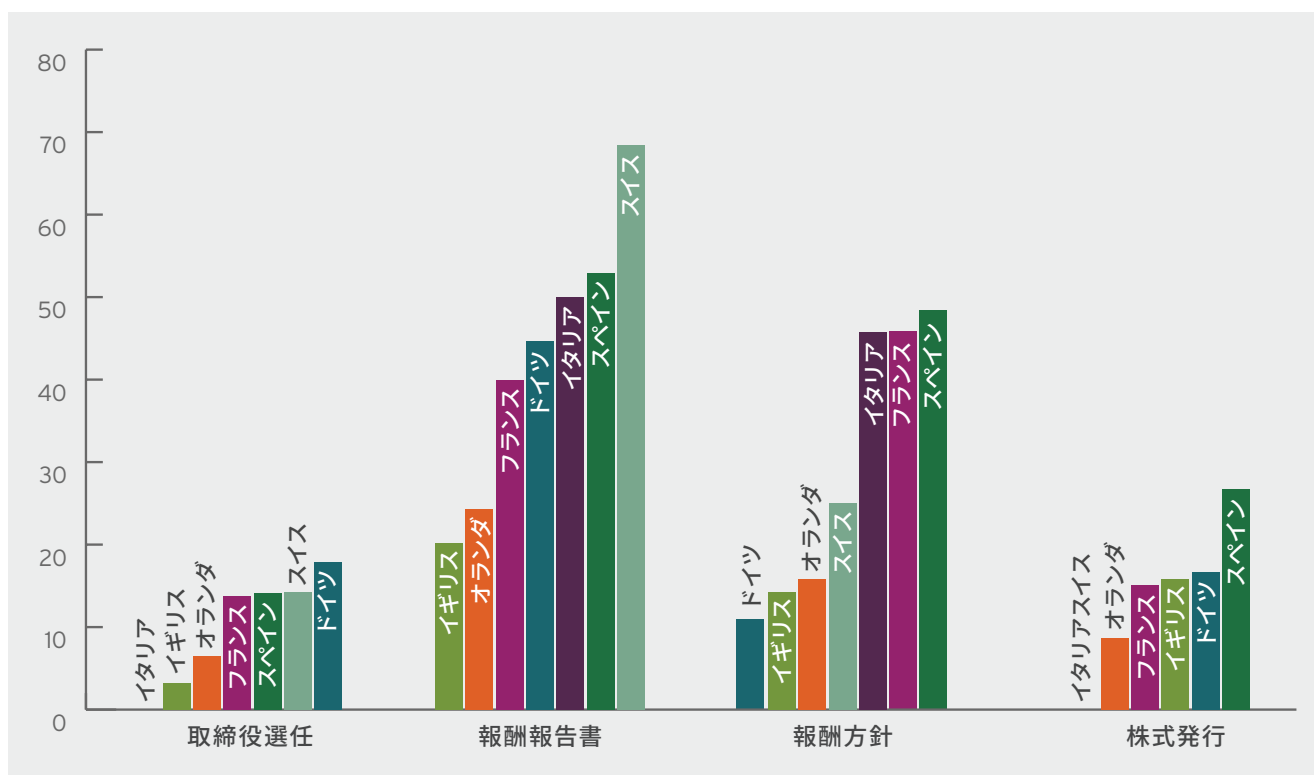
7市場での最も重要な教訓や進展、2023年に株主の優先事項や期待がどのように変化するかについての予測などが含まれています。また、企業が同業他社よりも多くの株主の反対を受けた事例や、一部の投資家がこれらの議案を支持しないことを選択した理由なども取り上げています。

主要な傾向

- › 欧州においては、役員報酬に関する議案が引き続き最も決議が争われた議案タイプとなっています。2022年の報告書に含まれていた7地域¹⁵全体で決議が争われた（つまり、反対率が少なくとも10%以上であった）役員報酬関連の議案の割合は2022年の37.1%から2023年は36.1%に減少しています。
- › これら7市場のうち、英国が昨年と同様に、決議が争われた役員報酬報告書の議案の割合が最も低かった（20.2%）一方で、スイスが、決議が争われた役員報酬関連の議案の割合が最も高くなりました（68.4%）。
- › ドイツは2023年に決議が争われた役員報酬方針関連の議案は1件のみでしたが、その一方で、スペインは決議が争われた役員報酬方針関連の議案の割合が当該7市場全体で最も高くなりました（47.4%）。
- › ドイツでは、企業がバーチャルオンリー株主総会を開催できるようにする定款の一部変更に関する議案が2023年に初めて提出されましたが、同議案は一部の株主から著しく反対されました。スイスは2023年に同様な定款の一部変更に関する議案の採決を行った2番目の国となりました。

以下のグラフは、欧州の主要市場に共通する4つの主要な議案タイプ別（取締役の選任、役員報酬報告書、役員報酬方針、株式の発行）に反対の度合いを示しています～反対の度合いは、議案タイプ別に決議が争われた（反対率：10%以上と定義）議案件数の割合（パーセンテージ）で表示されています。

反対の度合いは、平均すると、取締役の選任に関する議案で11.7%、役員報酬報告書に関する議案で42.9%、役員報酬の方針に関する議案で29.2%、株式発行に関する議案で13.8%となっています。



15 欧州における2023年の定時株主総会シーズンレビューに含まれている全市場（ただし、デンマークとベルギーを除く）が含まれます。

取締役会提案の「Say on Climate (セイ・オン・クライメート)」議案

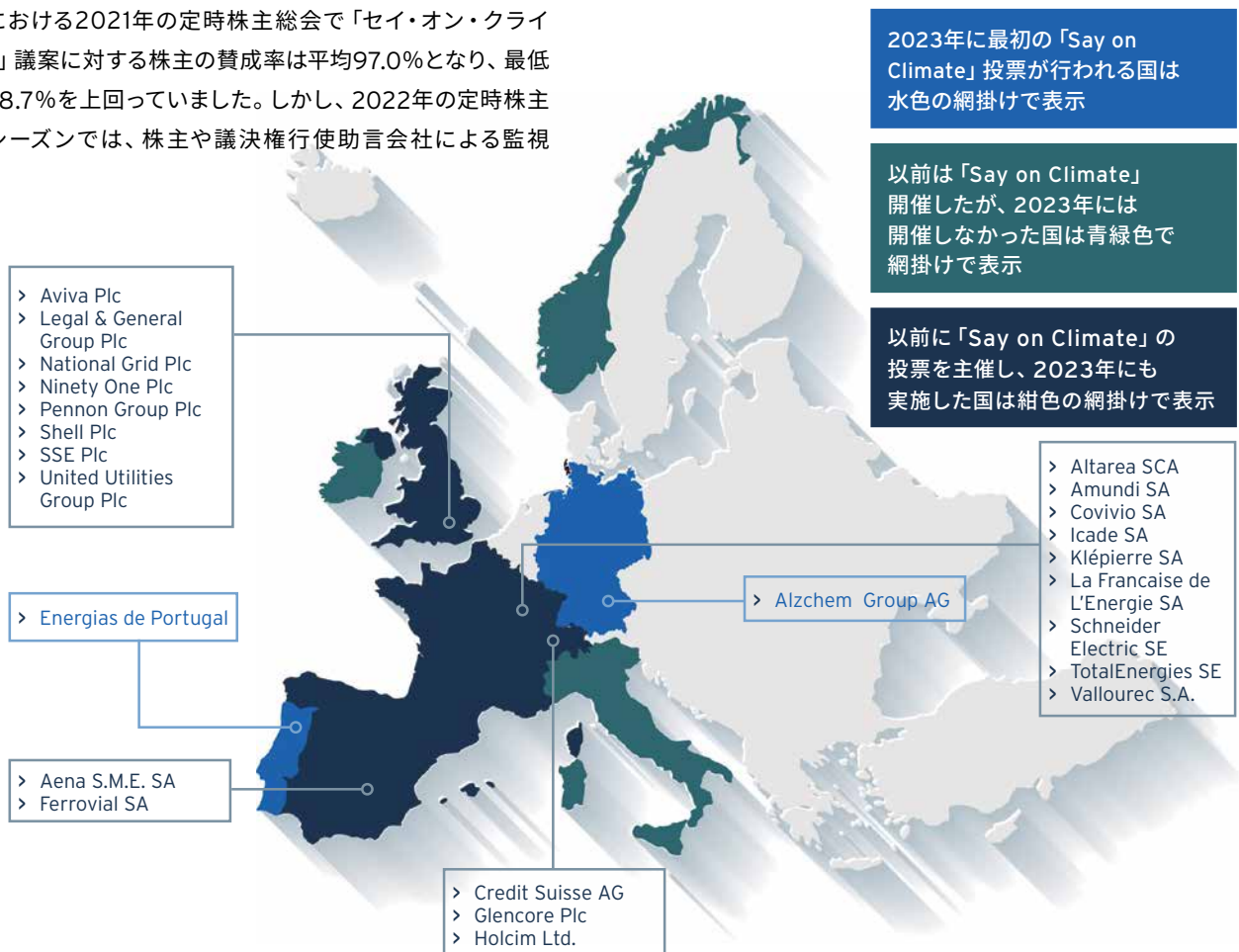
2023年の定時株主総会シーズンでは、企業がいわゆる「セイ・オン・クライメート」議案（企業の気候変動対策の取り組みや戦略方針などについて、株主の意思を株主総会で確認する議案）を自発的に提案しており、同議案が提案されたのはこれで3シーズン目となります。2023年の定時株主総会シーズン（2022年7月1日～2023年6月30日）中に、欧州企業24社が気候変動に関する情報開示と行動計画に関する議案を株主総会に提出しています。

2022年の定時株主総会シーズン（2021年7月1日～2022年6月30日）では、気候変動関連の議案について採決を行った企業は36社に達し、2021年の定時株主総会シーズン（2020年7月1日～2021年6月30日）の3倍となりました。したがって、2023年の定時株主総会シーズンでの「セイ・オン・クライメート」議案の提出件数は減少しており、同議案を提出した企業はわずか24社にとどまり、2022年から33.3%減少しました。2022年と2023年の最初の6ヵ月だけを見ると、「セイ・オン・クライメート」議案の提出件数は2022年の31件から2023年は18件と、42.1%の減少となりました。ドイツでは化学製品メーカーのAlzchem Group AGを通じて、ポルトガルでは電力会社のEnergias de Portugal, S.A.を通じて、「セイ・オン・クライメート」議案が初めて採決されました。

欧州における2021年の定時株主総会で「セイ・オン・クライメート」議案に対する株主の賛成率は平均97.0%となり、最低でも88.7%を上回っていました。しかし、2022年の定時株主総会シーズンでは、株主や議決権行使助言会社による監視

が厳しくなり、同議案に対する賛成率は平均で91.0%まで低下し、最低では76.3%となりました。2023年の定時株主総会シーズンでの賛成率は安定的に推移し、同議案24件に対する賛成率は平均で91.0%となりましたが、最低では53.1%まで低下し、取締役会提案の「セイ・オン・クライメート」議案の採決が開始されて以来の最低水準となりました。下のグラフでは、欧州における2023年の定時株主総会シーズンで提出されたすべての取締役会提案の「セイ・オン・クライメート」議案に対する賛成の度合いを示しています。

「セイ・オン・クライメート」議案以外で注目を集めているE&S関連の株主提案は、主要なアクティビストグループや機関投資家によって提出されたものにある程度限定されます。注目すべきE&S関連の株主提案には、オランダの環境保護団体「Follow This (フォロー・ディス)」や機関投資家連合が提出したものが含まれます。2023年の定時株主総会シーズンでは、Follow Thisは「ビッグオイル (大手石油会社)」をターゲットに2030年の絶対的なGHG排出量削減目標を課すことを目指しており、その一方で機関投資家連合は、企業に情報開示の改善と人権問題の透明性向上と併せて、気候変動に関する「セイ・オン・クライメート」議案を毎年採決させることに重点を置いています。

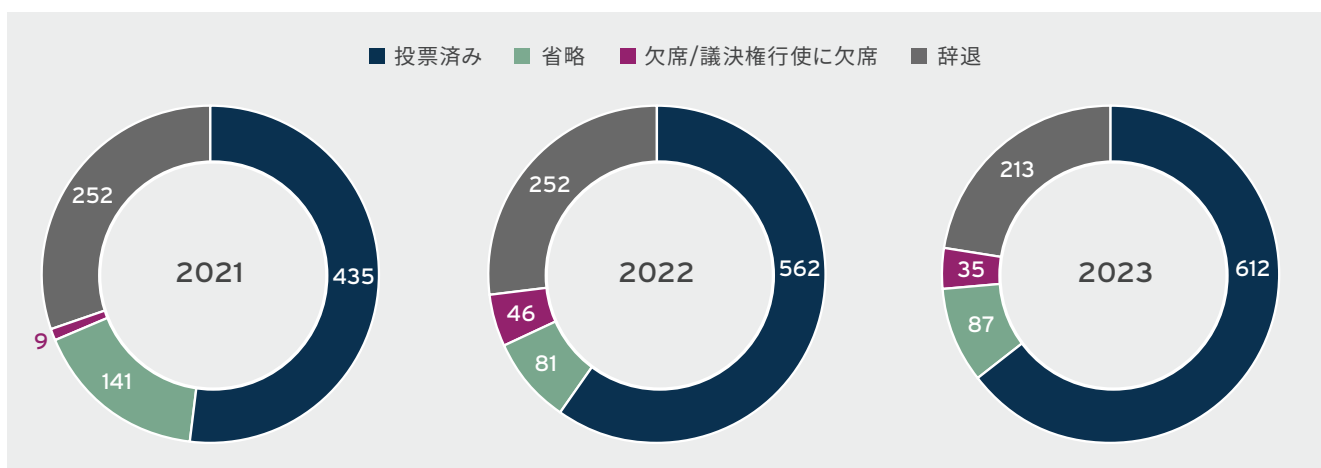


米国における2023年の議決権行使シーズンレビューの抜粋

当社の米国Georgesonは、毎年、米国の議決権行使シーズンにおける議決権行使結果を注視し、当社顧客の株主総会に影響を及ぼす重大な傾向を分析しています。2023年は、米国の定時株主総会での議決権行使結果という観点から再び重要な年になりました。株主提案、取締役選任関連の議案、Say on Pay (セイ・オン・ペイ：経営陣の報酬に関する株主の意見表明) 議案にわたり、ESG (環境・社会・ガバナンス) テーマの進捗に関連した機関投資家の議決権行使行動の進化が直接的に影響を及ぼしていることが分かります。

米国株式市場の時価総額上位3,000銘柄で構成される米ラッセル3000指数の構成企業で、2022年7月1日から2023年6月30日までの期間に定時株主総会を開催した企業を対象に米国の議決権行使シーズンにおける議決権行使統計を詳細に調査してみると、多くの注目すべき観察結果が得られます。2023年には947件の株主提案が提出されており、この数年に見られた株主提案の提出件数の着実な伸びが継続しています。2023年の議決権行使シーズンでは612件の株主提案が採決されており、2022年の562件から増加しています。

グラフ1: 株主提案、2021~2023年



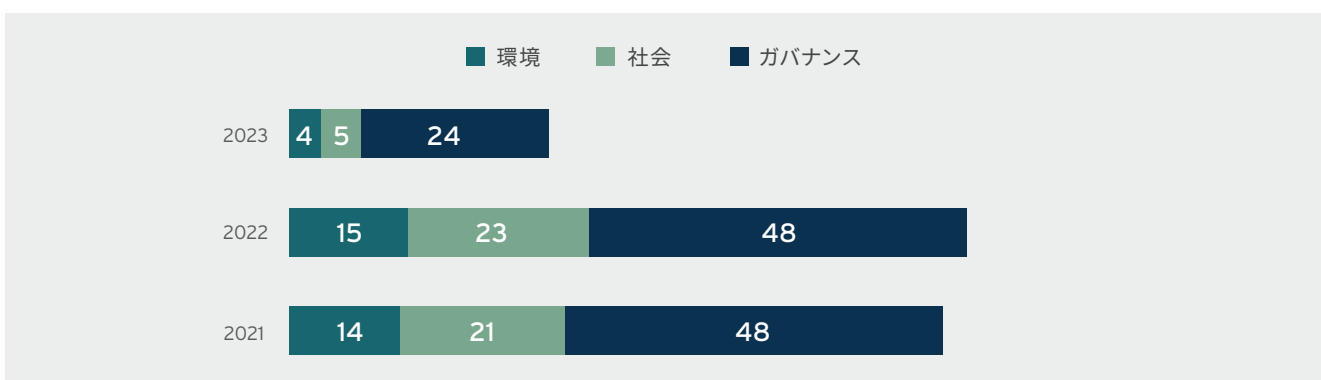
2023年に採決された株主提案612件のテーマ別の内訳は以下のとおりです。

- › 環境関連の株主提案：86件
- › 社会問題関連の株主提案：207件
- › ガバナンス問題関連の株主提案：251件
- › 反ESG問題関連の株主提案：68件

ESG (環境・社会・ガバナンス) 関連の株主提案のうち、環境 (E) 関連の株主提案が4件、社会 (S) 関連の株主提案が5件、ガバナンス (G) 関連の株主提案が24件それぞれ可決されました。(反ESG関連の株主提案を除く) 可決率は、それぞれ約5%、2%、10%となっています。全体的に見て、2023年に

において過半数の賛成を得た株主提案数は前年比で大幅に減少しており、2022年の88件 (採決された全株主提案の16%) から2023年には33件 (採決された全株主提案の5%) となっています。

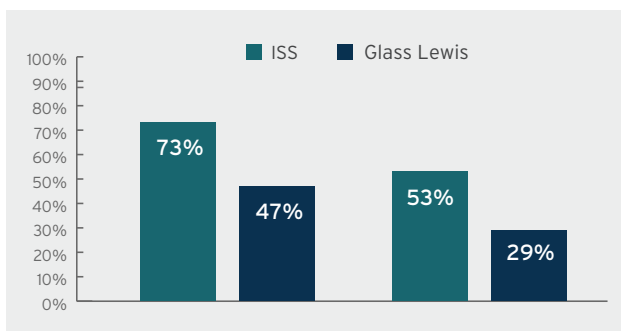
グラフ2: 可決された株主提案数、2021~2023年



2023年には株主提案のテーマごとに多くの注目すべき進展が見られました。

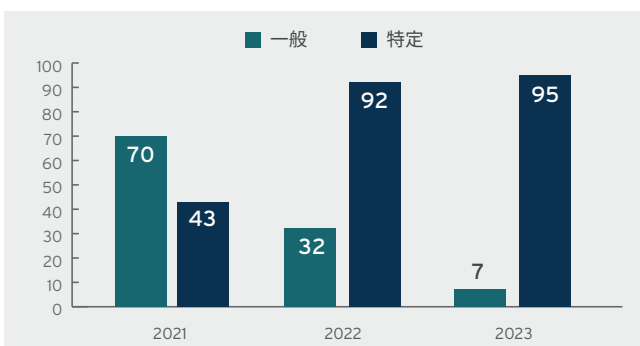
環境: 2023年の議決権行使シーズンにおいても、環境関連のテーマが引き続き株主提案の重要な焦点となりました。環境関連の株主提案の提出件数は2022年から小幅に増加したように思われます。2023年の議決権行使シーズンにおける環境関連の株主提案に対する賛成率は約23%となり、2022年の38%から低下しています。この一因は、2023年の議決権行使シーズンにおいて環境関連の株主提案に対するISSとGlass Lewisからの支持が大幅に低下したことによるものかもしれません。あらゆる種類の環境関連の株主提案に関してISSおよびGlass Lewisの「賛成 (FOR)」推奨の割合が同程度低下しています。ISSは約20%ポイント、Glass Lewisは18%ポイントそれぞれ低下しています。

グラフ3: ISSとGlass Lewisの影響、2022年



社会: 2023年における社会関連のテーマに焦点を当てた株主提案の提出件数は421件まで増加し、これまでの最高提出件数である2022年の409件を上回りました。反ESG関連の株主提案を含む、すべての社会関連の株主提案に対する賛成率は、2023年は19%となり2022年の26%から7%ポイント低下しています。また、過半数の賛成を得た社会関連の株主提案の件数は2022年の23件から2023年はわずか5件に減少しています。社会関連の株主提案のほぼすべてのテーマに対して賛成が低下しています。2023年においても社会関連の株主提案の提案者は引き続きダイバーシティ (多様性)、エクイティ (公平/公正性)、インクルージョン (包摂性) に関連するテーマに主に焦点を当てていました。これまでと同様に、当該株主提案の提案者は投資先企業に対してより具体的かつ詳細な要求を行っています。

グラフ4: 多様性関連の株主提案のテーマについては
具体性が高まる傾向にある



ガバナンス: 2023年におけるガバナンス関連の株主提案の提出件数は340件 (反ESG関連の株主提案の21件を含む) となり、2022年の355件から減少しています。2023年におけるすべてのガバナンス関連の株主提案に対する平均賛成率は28%となり、過半数の賛成を得た株主提案数はわずか24件にとどまり、2022年の48件から大幅に減少しています。2023年に採決されたガバナンス関連の株主提案のうち、独立した取締役会会長の必要性和役員報酬という2つのテーマに関連する株主提案の採決件数が顕著に増加しました。

反ESG: 2023年の議決権行使シーズンに提出された反ESG関連の株主提案の件数は94件であり、全株主提案件数に占める割合は9%超となり2022年の5%から大幅に増加しています。反ESG関連の株主提案の大部分は社会関連のテーマに関連するものでした。

取締役の選任

- 米ラッセル3000指数の構成企業における取締役選任議案に対する賛成率は引き続き好調で、2023年の議決権行使シーズンでは平均94.4%に達しており、2022年の議決権行使シーズン全体の平均賛成率94.7%とほぼ同水準となっています。
- 2023年の議決権行使シーズンで過半数の賛成を得られなかった取締役の数は46名で、2022年から15名減少しています。
- 95%以上の賛成を得た取締役の割合は、2023年は68.1%となり、2022年の70.5%から減少しています。

セイ・オン・ペイ議案

- 2023年の議決権行使シーズンにおける米ラッセル3000指数の構成企業での「セイ・オン・ペイ (経営陣の報酬に関する株主の意見表明)」議案の採決結果では、(棄権を除く) 賛成率が平均で約90%に達しており、2022年とほぼ同水準となりました。
- 米S&P 500種株価指数の構成企業では、2023年の議決権行使シーズンにおける「セイ・オン・ペイ」議案に対する賛成率が約89%に達し、2022年の87%を上回りました。
- 2023年の議決権行使シーズンにおいて、米ラッセル3000指数の構成企業のうち58社で「セイ・オン・ペイ」議案が過半数の賛成を得られず否決されました。

2023年の議決権行使シーズンにおける全体的なテーマの傾向についてのより詳細な分析に関しては、当社の米国チームによる2023年6月の報告書「2023年の議決権行使シーズンの早期調査 (An Early Look at the 2023 Proxy Season)」をご確認ください。同報告書はこちらからご覧いただけます。同報告書では、2023年の議決権行使シーズン途中から2023年5月12日までに開催される定時株主総会での株主提案のテーマの進展、役員報酬のテーマ、取締役選任に対する懸念などを巡る追加の背景情報が提供されています。さらに、Georgeson USは間もなく2023年の議決権行使シーズン全体に関する報告書を発行する予定です。

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、www.georgeson.com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います。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、www.jss-ltd.jpをご覧ください。

GEORGESON

Cas Sydorowitz

グローバルCEO

cas.sydorowitz@georgeson.com

Domenico Brancati

最高執行責任者

domenic.brancati@georgeson.com

Paul Murphy

アジア太平洋地域、ESG責任者

paul.murphy@georgeson.com

Bryan Ko

Head of Asia

bryan.ko@georgeson.com

Savoy Lee

取締役、アジア担当コーポレートアドバイザー責任者

savoy.lee@georgeson.com

JSS

Keisuke Nagahama

フェロー兼執行役員リサーチ&アドバイザー本部長

k-nagahama@jss-ltd.jp

Yuichi Takanashi

シニアアナリスト、リサーチ&アドバイザー部門

y-takanashi@jss-ltd.jp

連絡先

info@jss-ltd.jp

Georgeson