

# 2025 定期株主総会 シーズンレビュー

**Georges**on

Part of the Computershare Group

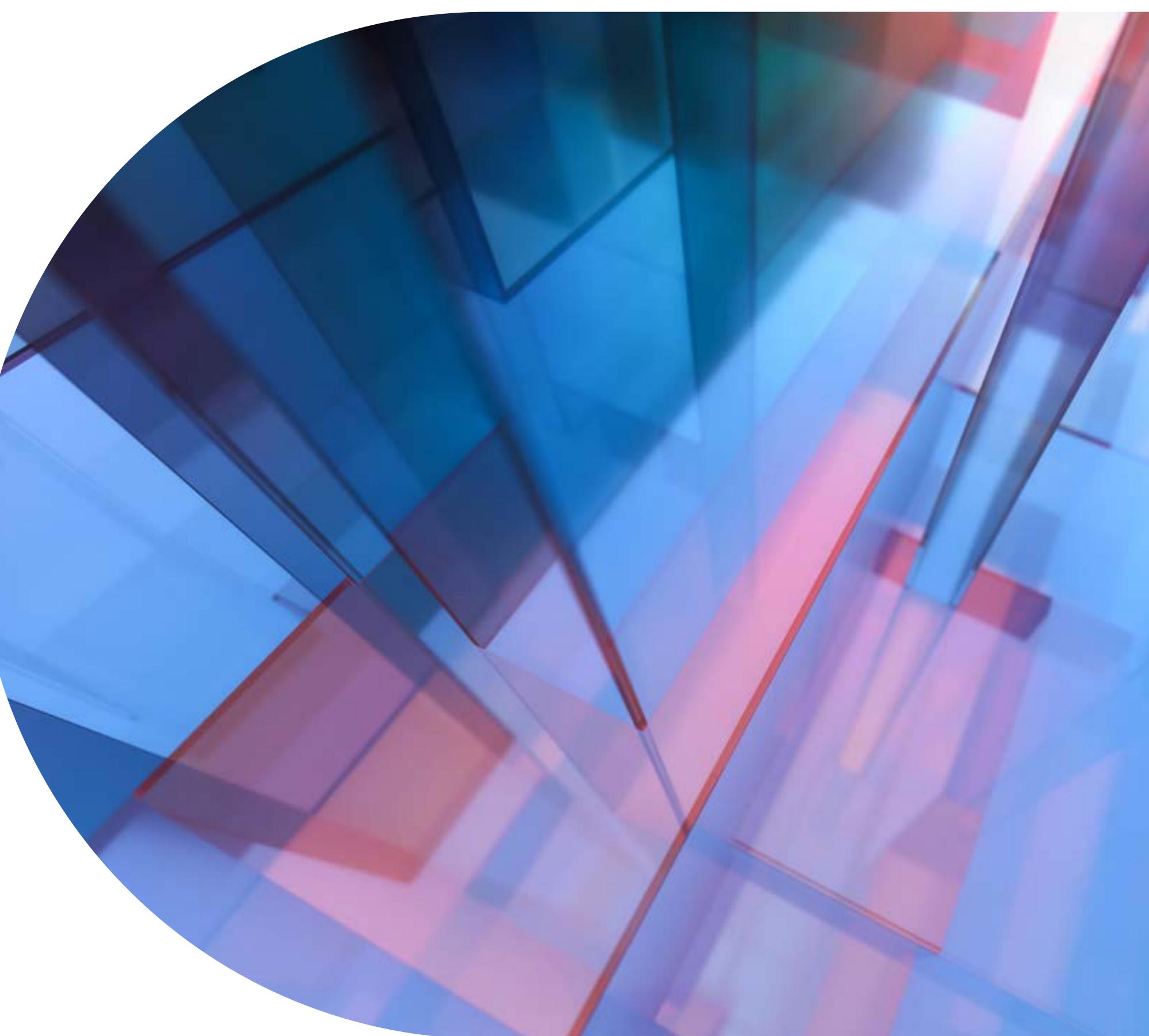
In partnership with  
**JSS**

CERTAINTY • INGENUITY • ADVANTAGE



# 目次

序章	3	グローバル・ラウンドアップ	32
ハイライト	6	米国における2025年シーズンレビュー抜粋	32
1. 日本における議決権行使	7	欧州における2025年シーズンレビュー抜粋	39
2. 議決権行使助言会社	10	豪州における2024年シーズンレビュー抜粋	44
3. 株主提案	13		
4. コーポレート・ガバナンス動向	17		
投資家のインサイト	24	会社概要	50
大和アセットマネジメント 責任投資部 担当部長 寺島 正	24		
りそなアセットマネジメント 常務執行役員 責任投資部担当 松原 稔	27		
Vanguard Head of Investment Stewardship, EMEA & APAC Sarah Relich	30		



# 序章



Introduction, by Cas Sydorowitz  
Global CEO

2025年に開催された日経平均株価採用柄(日経225)の株主総会の動向を分析する、Georgesons「日本定時株主総会シーズンレビュー」第4版をお届けします。共同出版者である、日本シェアホールダーサービスの多大な貢献に感謝いたします。

本レポートは、2025年定時株主総会シーズンに日経225全体で見られた主な株主総会の動向並びにガバナンスの変化を詳述しています。

## アクティビズムの高まりは継続

2025年の定時株主総会シーズンにおいてもアクティビスト・キャンペーンは増加し、日本は米国に次いで世界で最も標的とされる株式市場の一つであることが裏付けられました。

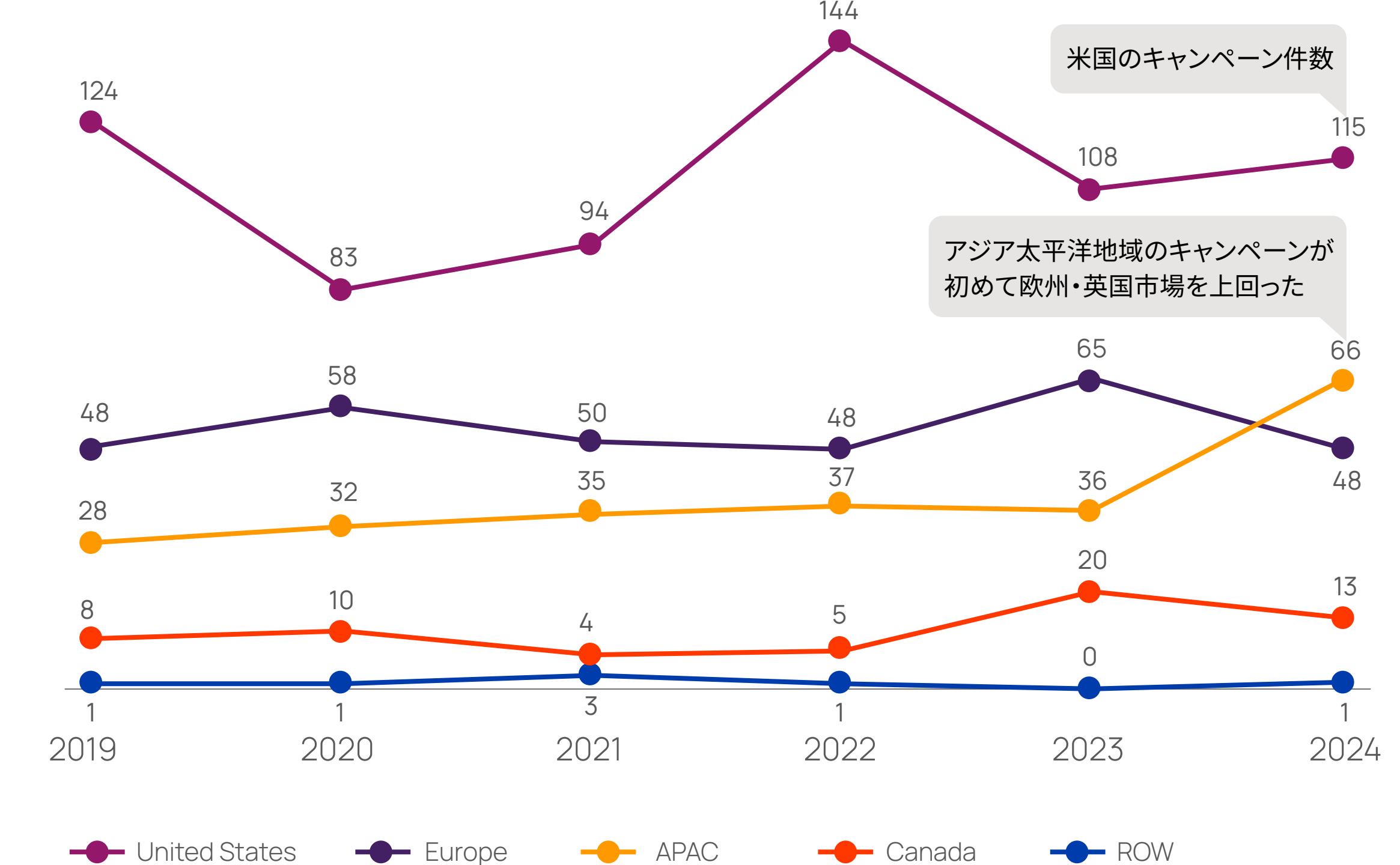
右と次頁のグラフが示すように、2024年には日本だけで、東証上場企業を対象とする51件のキャンペーンが実施され、アジア太平洋地域におけるキャンペーンの大半(66件中51件)を占めています。これは、欧州・英国市場全体を上回り、件数ベースでは世界第2位となりました。2025年もこの傾向は継続し、株主総会が集中した2025年6月だけでも、52社の東証上場企業がアクティビストから株主提案を受けたと報告されています<sup>\*1</sup>。

こうした広範な市場動向は、本レポートの対象である日本の大型株の代表的な株価指数である日経平均株価の採用銘柄(日経225)においても強く反映されました。こうした大型企業の内、アクティビストの標的となった企業数は2024年の定時株主総会シーズンの15社から2025年は25社へと66.7%急増し、提案件数も2024年の72件から110件へと52.8%の大幅増加を記録しました。

\*1出典: 2025年6月20日付ロイター通信記事より、三菱UFJ信託銀行のデータを引用 - Japan firms face record activist shareholder proposals, raising reform pressure | Reuters

## 地域別年間キャンペーン動向(2019年~2024年)

Barclays 2024 Review of Shareholder Activismより引用



本レポート第3章では、日経平均株価採用銘柄(日経225)におけるアクティビズム活動の詳細を分析し、アクティビストが採用した主要なテーマ・戦略と達成結果を示す3つのケーススタディを提供しています。

政府による企業の情報開示とコーポレート・ガバナンス慣行の改善に向けた取り組みは依然として留まる気配を見せておらず、また、アクティビストによる日本企業への圧力は今後も継続することが見込まれます。

今後、Georgesonは、新しい「[グローバル・アクティビズム調査シリーズ](#)」において、2024年を対象に2025年初頭に初版を発行したのを皮切りに、他の主要グローバル地域との比較に基づき、これらの動向を毎年継続的に取り上げて参ります。

### 定時株主総会の集中と争点となった議案

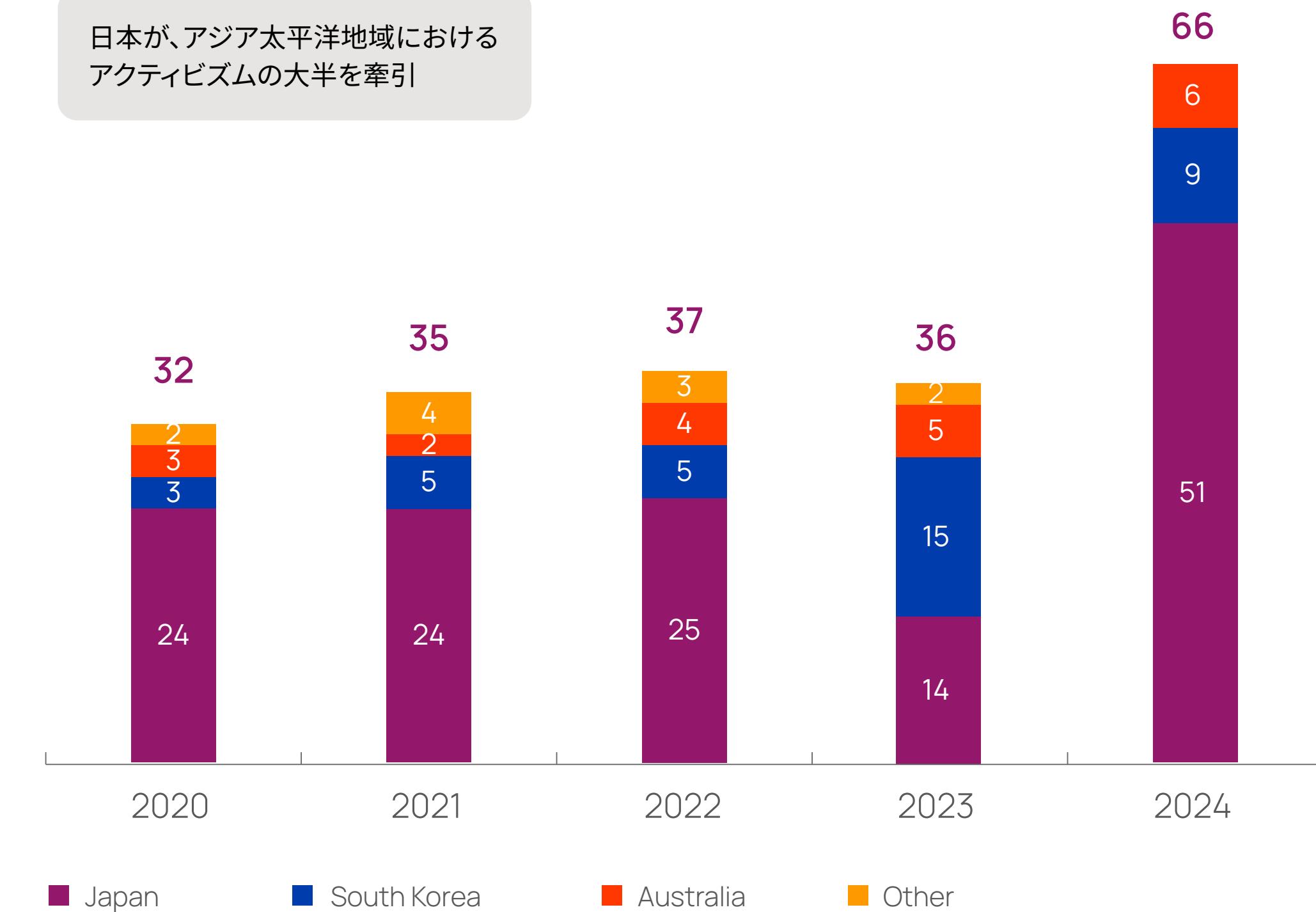
2025年も定時株主総会の集中開催が続き、6月開催の株主総会は2024年の81.8%から僅かに減少したもの、80.9%となりました。

日本企業にとって、争点となる議案(10%以上の反対が投じられたもの)が引き続き重大な課題となりました。こうした議案に直面した企業数は4年連続で増加を続けており、2025年には日経平均株価採用銘柄(日経225)の53.8%に達しました。争点となった議案の内、取締役選任は10.7%と2024年から小幅減少した一方、報酬関連は12.4%と前年比増加しました。こうしたデータは、政策保有株式への株主の懸念や、多様性、取締役の独立性等のガバナンス問題に関する議決権行使助言会社の基準厳格化が反映されていると考えます。反対票の割合が最も大きかった議案は、取締役選任では39.0%、報酬関連では44.2%となり、いずれも2024年から上昇しました。こうした状況から、会社提案の議案への反対が50%に達し1つ以上の議案が否決されるのも時間の問題であることを示唆しています。

### アジア太平洋地域におけるキャンペーンの分布

**Barclays 2024 Review of Shareholder Activismより引用**

日本が、アジア太平洋地域におけるアクティビズムの大半を牽引



## 議決権行使助言会社の影響力

グローバルな議決権行使助言会社であるISSとGlass Lewisは、2025年も日本企業に対する議決権行使基準をより厳格化しています。ISSは新たな取締役の独立性要件を公表し、Glass Lewisは取締役会のジェンダーダイバーシティおよび政策保有株式要件をガイドラインに盛り込みました。

ISSは日経平均株価採用銘柄の内、74社(32.9%)の会社提案議案に対して反対推奨を行いましたが、これは2024年の78社(34.7%)から減少しました。また、議案ベースでは129件(4.6%)で、前年の136件(4.9%)からやや減少しました。Glass Lewisは、85社(37.8%)に対して反対推奨を行いましたが、こちらも2024年の96社(42.7%)からは減少しました。会社提案議案に対する反対推奨は105件(3.8%)と、昨年の136件(4.9%)から大幅に減少しました。

## 株主提案

日経平均株価採用銘柄に関して2025年に提出された株主提案は、いずれも過半数の賛成を得られませんでした。ただし、最も高い賛成率は40.0%と、2024年の35.2%から増加しました。この上昇傾向は継続しており、近い将来50%の賛成率を獲得して可決される提案が出てくる可能性が高まっています。これらの決議案のいくつかに対して多くの支持が寄せられたことは、アクティビストが共鳴する主要メッセージを周知し、他の投資家からの支持を取り付けることに長けてきていることが伺えます。

## ガバナンスと規制面の変化

2024年に導入された重要な改革に続き、2025年日本の政策立案者は、以下の新たな措置を含む一連の施策によってコーポレート・ガバナンス改革を推進しました。

1. 東京証券取引所による「資本コストや株価を意識した経営」に関する指針の見直しを公表(特に少数株主保護に関する開示)
2. 日本版スチュワードシップ・コードの改訂
3. 場所の定めのない株主総会(バーチャルオンリー株主総会)に関する制度の創設
4. プライム市場の上場企業に対し、英語開示の継続的改善と日英同時開示の向上を促す東証の措置
5. サステナビリティ基準委員会(SSBJ)によるIFRS準拠のサステナビリティ開示基準の公表
6. 近年導入された多くの主要な取組みの状況

これらの措置の詳細は、本レポートの「コーポレート・ガバナンス動向」に詳述しています。

**Cas Sydorowitz**

Global CEO  
Georgesons



# ハイライト

議決権行使助言会社ISSが反対推奨した会社提案議案は**129件**(4.6%)と、2024年の136件(4.9%)から**5.1%**減少しました。一方、Glass Lewisの会社提案議案に対する反対推奨は**105件**(3.8%)と、2024年の136件(4.9%)から**22.8%**減少しました。2025年の反対推奨件数が相当數に及んだことは、両社が日本企業に対して議決権行使助言基準の厳格な適用を継続していることを反映しています。

2025年度の株主総会シーズンでは、争点となった議案(10%以上の反対)が1件以上の企業数は**120社(53.3%)**だった

上程された**2,889件**の議案の内、争点となった議案は合計**397件(13.7%)**だった

会社提案議案で、争点となった議案は**287件(10.3%)**と、2024年の305件(**10.9%**)を僅かに下回った

争点となった取締役選任決議は**244件(10.7%)**となり、2024年から**0.8%**ポイント減少した

日経平均株価採用銘柄では、2025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70%未満は**26件**(2024年の38件より減少)にとどまり、60%未満のものは**1件**のみだった

株主提案は**110件**提出されたが、可決されたものではなく、40%の賛成率を得たものが**1件**、20%～29.99%の賛成率を得たものが**10件**、10%～19.99%の賛成率を得たものが**24件**、0%～9.99%の賛成率を得たものが**75件**だった

役員報酬が再び重要な問題となり、争点となった役員報酬に関する決議は2024年の10.9%から2025年には**12.4%**に増加した

10%以上の賛成率を得た株主提案は**35件(31.8%)**で、2024年の24件から大幅に増加した

議決権行使助言会社の推奨は議決権行使結果に引き続き大きな影響を与えており、特に反対助言が行われた主要議案に対する賛成率は低くなる傾向が強い

取締役が提案し、争点となった議案**287件**の内、**146件(50.9%)**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おり、2024年の49.2%から増加した。これは、議決権行使助言会社による取締役会が提案した議案全体への反対推奨の割合**7.4%**を大幅に上回る

10%以上の賛成率を獲得した**35件**の株主提案の内、**20件(57.1%)**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2025年に、あらゆる種類の議案において**15.5%**増となる**223件**の議案について反対を推奨した

Glass Lewisは、あらゆる種類の議案において**2.0%**増となる**204件**の議案について反対を推奨した



# 日本における議決権行使

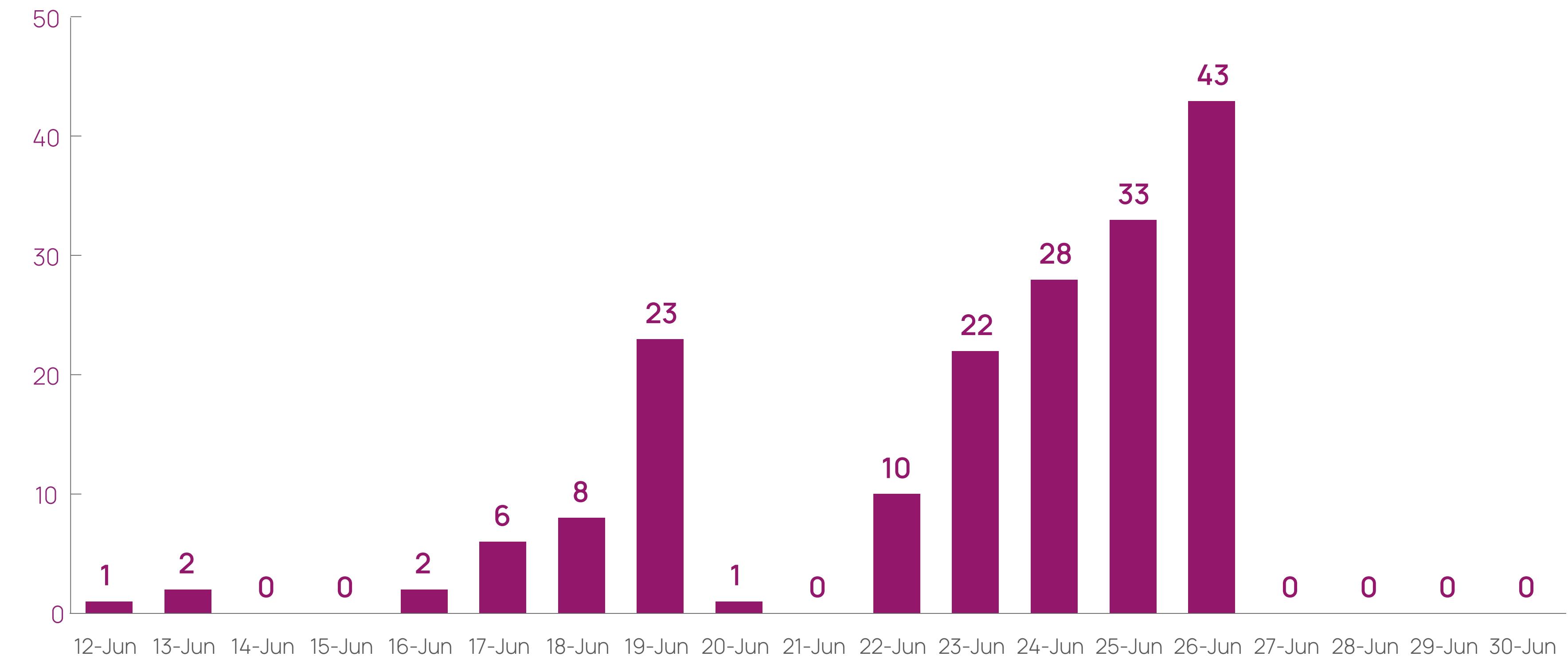
## 概観

本稿では、2024年7月1日から2025年6月30日までに開催された日経平均株価採用銘柄の定時株主総会における決議事項を分析しています。

日本の主な特徴として、多くの企業が6月末に集中して定時株主総会を開催していることが挙げられます。2025年では、日経平均株価採用銘柄**182社(80.9%)**が6月に総会を開催し、これは2024年の184社(81.8%)から減少しました。この内、**138社(61.3%)**が6月の最終週に開催しました(2024年は124社、55.1%)。

注: 6月より前に定時株主総会を実施した**44社**を除く

日経平均株価採用銘柄の内、2025年6月に定時株主総会を開催した件数



## 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）の割合は数年前から増加傾向にあり、現在では日経平均株価採用銘柄の50%超に達しています。

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%)**でした。上程された議案**2,889件**の内、**397件(13.7%)**が争点となった議案でした。

会社提案の議案で争点となった議案は**287件(10.3%)**と、2024年の水準(305件(12%))を僅かに下回りました。

株主提案**110件**の決議の内訳：

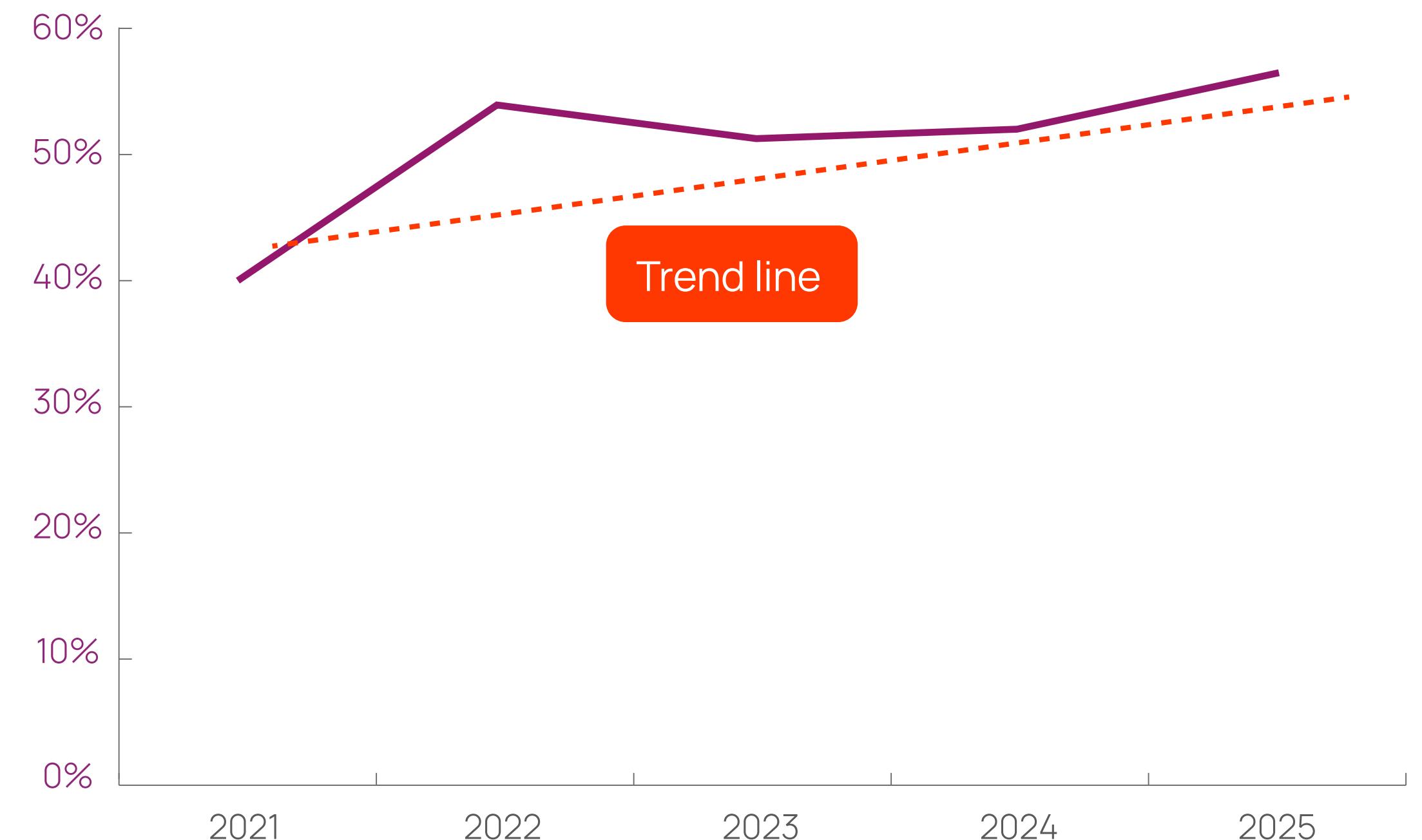
- › 承認:0件
- › 40%の支持:1件
- › 20%～29.99%の支持:10件
- › 10%～19.99%の支持:24件
- › 10%未満の支持:75件

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(**148社**)
- › 監査役選任(**80社**)
- › 報酬関連(**73社**、2024年の64社から増加)
- › 定款変更(**48社**、2024年の39社から増加)

争点となった議案が最も多かったのは、取締役選任議案(**244件**、2024年の262件から減少)で、次に多かったのは監査役選任議案(**21件**)でした。

株主から「争点となった議案」を受けた企業の割合(2021年～2025年)



## 取締役の選任

2025年の定時株主総会シーズンでは、取締役選任議案の**2,290件**の内、**244件(10.7%)**が争点となった議案でした。これは、2024年の11.5%を**0.8%**下回る水準でした。全体では、2025年に日経平均株価採用銘柄で争点となった**287件**の内、取締役選任の占める割合は**85.0%**と、2024年の85.9%とほぼ同水準、2023年の91.9%を下回る水準となりました。2025年の数値は、取締役選任において争点となる議案の割合が緩やかに低下する近年の傾向が続いていることを示しています。

日本では、政策保有株式の持ち合いは、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、政策保有株式縮小に向け圧力を強めています。2025年の取締役選任議案において、争点となった議案が減少したのは、件数が急増した2022年と比べて、より多くの企業が政策保有株式に関する指摘を真摯に受け止めたことを示唆していると言えます。

グローバルな議決権行使助言会社は近年、多様性、取締役の独立性、政策保有株式などの問題に対する取締役の責任について、日本企業に対する議決権行使助言基準を厳格化しています。

ISSおよびGlass Lewisによる最新の方針変更については12ページを参照下さい。

### 2025年の調査結果で、取締役選任に関する賛成率が最も低かった日経平均株価採用銘柄5社は以下の通りです。

- › シャープ株式会社(吳 柏勲 - 賛成率**61.0%**)
- › 株式会社リコー(山下 良則 - 賛成率**61.4%**)
- › KDDI株式会社(山口 悟郎 - 賛成率**61.9%**)
- › 株式会社ファーストリテイリング(新宅 正明 - 賛成率**62.1%**、服部 暢達 - 賛成率 **62.2%**)
- › 住友重機械工業株式会社(下村 真司 - 賛成率 **62.3%**)

なお、ISSは山下 良則と下村 真司を除く各候補者に賛成を推奨しています。Glass Lewisは山口 悟郎を除く各候補者に賛成を推奨しました。これは、相当数の投資家の議決権行使方針が議決権行使助言会社よりも厳格であることを示唆しています。

## 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、2025年定時株主総会シーズンに提出した役員報酬議案**129件**の内、争議となったのは**16件(12.4%)**でした。これは2024年(10.9%)から小幅増ですが、報酬議案の1.4%が10%以上の反対を受けた2023年からは大幅に増加しました。

ISSは**3社**(ソフトバンクグループ、武田薬品工業、楽天グループ)に反対を推奨し、Glass Lewisは**1件**(ソフトバンクグループ)に反対を推奨しました。

報酬に関する提案への注目の高まりは、Georgesが定時株主総会シーズンレビューを発行する他の地域のトレンドと一致し、主要機関投資家や議決権行使助言会社がグローバルな議決権行使方針の適用を拡大させていることを反映しています。

### 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日経平均株価採用銘柄5社(株主提案1件を除く)は以下の通りです。

- › ソフトバンクグループ株式会社(賛成率**55.8%**)
- › 三井金属株式会社(旧三井金属鉱業)(2議案で賛成率**66.3%**および**77.9%**)
- › 武田薬品工業株式会社(賛成率**67.4%**)
- › 楽天グループ株式会社(賛成率**74.4%**)
- › 株式会社アドバンテスト(賛成率**77.9%**)



# 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す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、現地規制や複数地域における投資家の期待に関する自社の経験に基づき、各企業の株主総会(定時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、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行使すべきか、その理由を明示した上で提言を行います。

一方、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行使します。スチュワードシップ・コードや会社法への準拠が求められる中、株主提案についても、自社のガイドラインに沿って議決権行使しています。ただし、利益相反など、ごく一部の例外では、ISSやGlass Lewisといった第三者アドバイザーの助言に従うことがあります。

## ISS

Institutional Shareholder Services (ISS) は、コーポレート・ガバナンスおよび責任投資ソリューション、市場情報、ファンドサービス、イベント、編集コンテンツを提供する主要プロバイダーであり、高品質なデータ、分析、洞察を通じて、世界中の機関投資家や企業が長期的かつ持続可能な成長を実現する支援を行っています。

## Glass Lewis

Glass Lewisは、機関投資家と上場企業が調査とデータに基づいた情報に用いて意思決定を行えるよう、ガバナンスソリューションを提供しています。年間30,000件以上の株主総会を100のグローバル市場でカバーし、企業に関する詳細な分析を提供。その方針、調査、議決権行使勧告は、公開情報のみに基づいて策定されています。

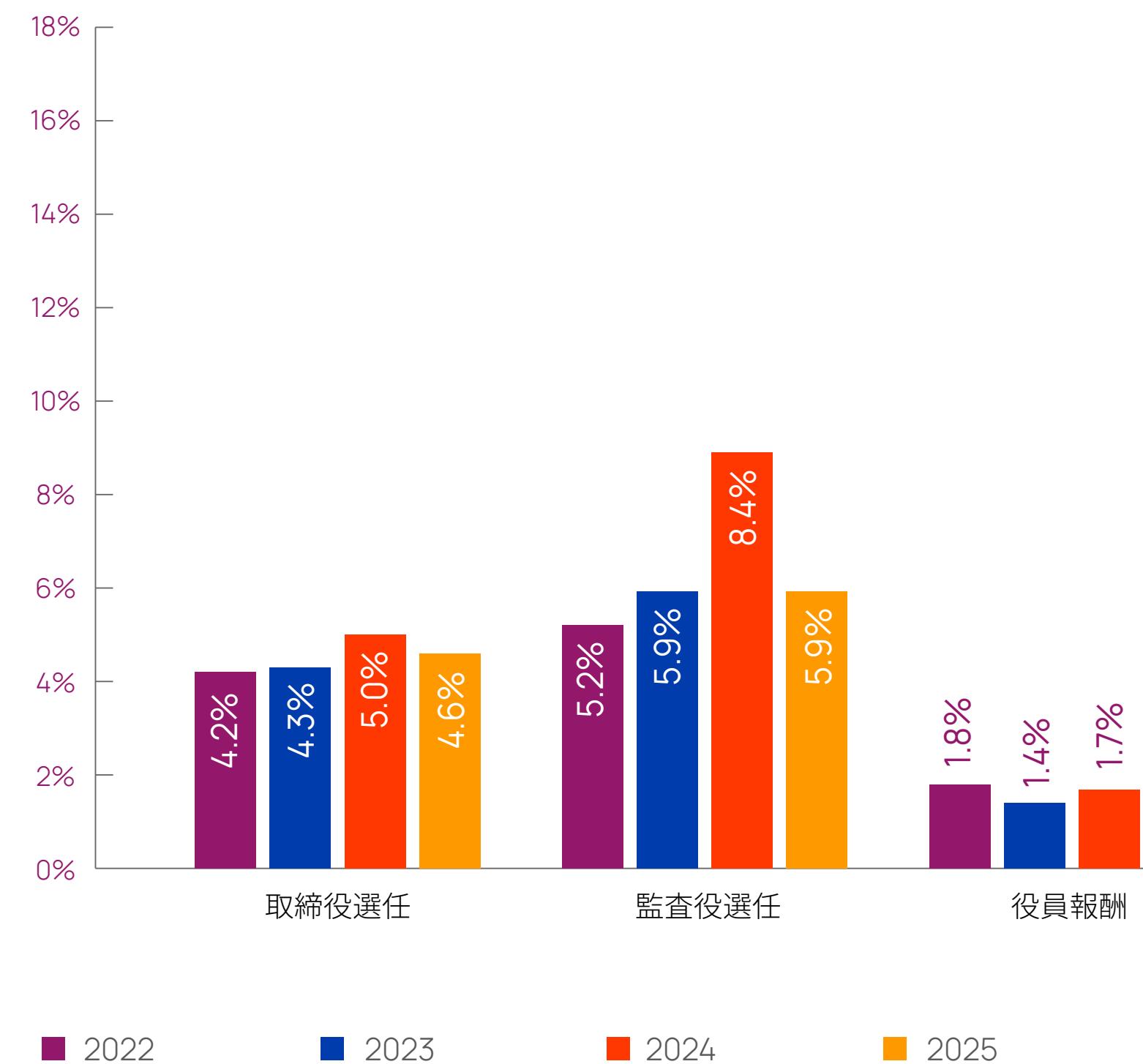


## ISSとGlass Lewisの推奨内容の比較

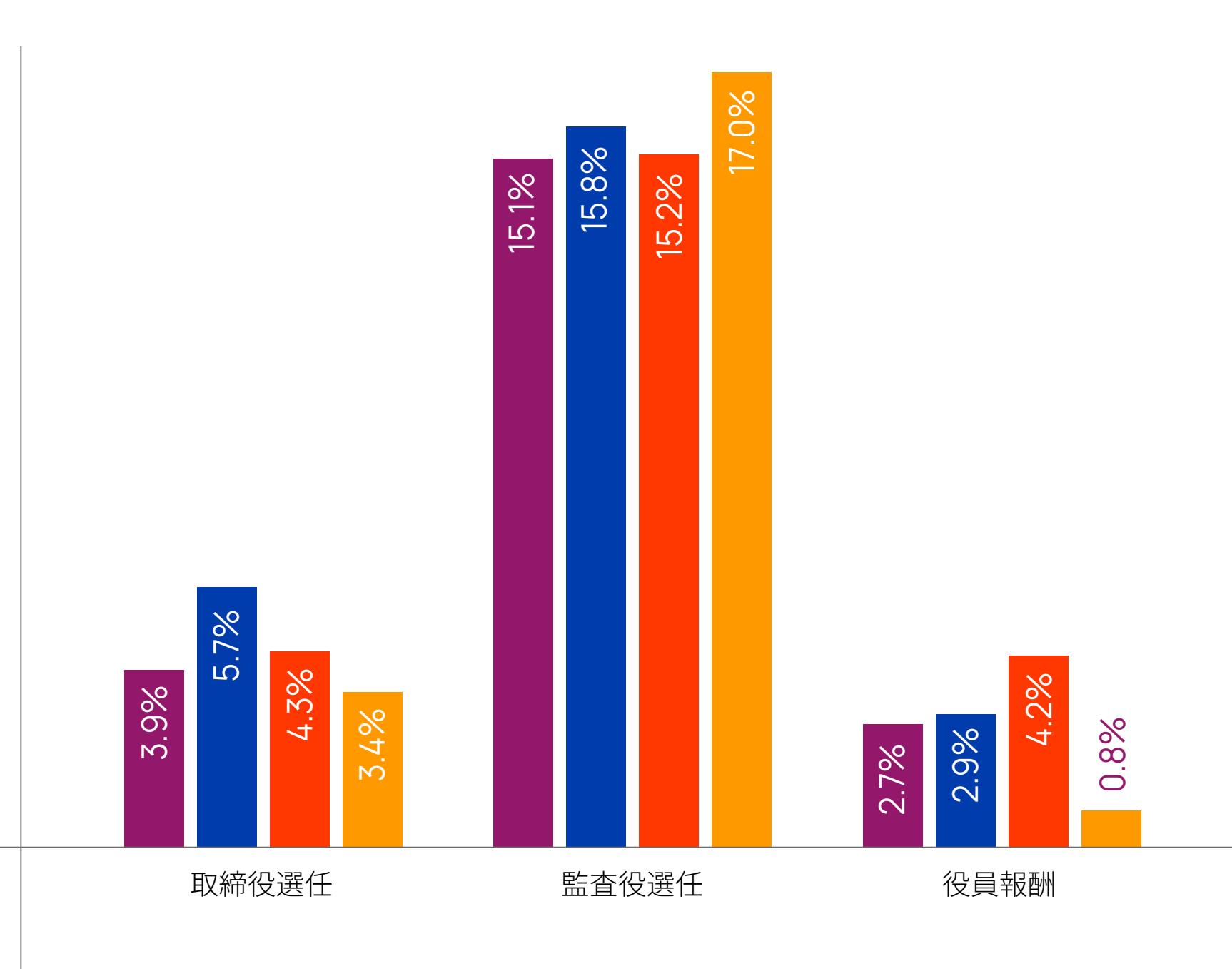
ISSとGlass Lewisは、最も一般的な3議案の内、取締役選任と役員報酬の2議案については、常に類似の推奨を行っています。しかし、次ページに掲載した過去4年間の表にも見られるように、監査役選任では顕著な差がみられます。

- › **取締役選任:** ISSが4~5%、Glass Lewisが3~5%と、両社とも反対推奨率は毎年ほぼ同水準
- › **監査役選任:** Glass Lewisは15~16%の反対推奨を行っており、ISSの5~6%（2024年は8%という例外あり）の2倍以上
- › **報酬:** ISSは1~3%、Glass Lewisは1~5%と、両社の反対推奨率は毎年ほぼ同水準

## ISSが反対推奨した取締役会による提案事項



## Glass Lewisが反対推奨した取締役会による提案事項



## 日本のプロクシー・アドバイザー

日本にもいくつかの小規模な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が国内外の投資家に最も利用されている議決権行使助言会社です。

### ISS

2024年7月1日から2025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件以上の反対を受けた企業は前年度の78社(34.7%)を僅かに下回る**74社(32.9%)**でした。また、株主提案を除いては、前年度の**136件**を下回る**129件**の議案が反対推奨を受けました。

ISSが2025年に賛成を推奨した株主提案は2024年の**15件(20.8%)**に対して**16件(14.5%)**でした。

**ISSの2025年における方針変更:** ISSは2025年、日本を対象とする重要な方針変更を発表しました。これは、取締役の独立性に関する新たな基準であり、取締役会に12年以上在籍した個人を独立取締役と見なさないというものです。この変更是、企業が要件に準拠する適切な候補者を採用する時間を確保できるよう、2026年2月までは適用されません。

### Glass Lewis

2024年7月1日から2025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**85社(37.8%)**と、前年度の**96社(42.7%)**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、**105件**(前年度の136件から減少)でした。

Glass Lewisが2025年に賛成推奨した株主提案は2024年の**8件(11.1%)**に対して**11件(10.0%)**でした。

**Glass Lewisの2025年における方針変更:** Glass Lewisは2025年の株主総会シーズンに向け、日本企業向け議決権行使助言方針を改定しました。取締役会のジェンダーダイバーシティ要件を厳格化し、政策保有株式慣行への対応を盛り込みました。具体的には：

- › プライム市場以外に上場している会社への多様性要件免除を廃止する。プライム市場企業は取締役に占める多様な性別の取締役を20%以上確保しなければならない。2026年以降、プライム市場外の全企業は取締役会の構成に関わらず、少なくとも1名以上の多様な性別の取締役を確保すること

**訂正:**2024年日本定時株主総会シーズンレビューにおいて、ISSとGlass Lewisが会社提案議案への反対推奨を2023年比でそれぞれ66%、17%に大幅増加させたとの誤った記載がありました。これら数値は会社提案と株主提案が誤って合算され、実際の割合が過大に示されていました。正しい数値は次の通りです：ISSの反対推奨は2023年から18.1%増加し、Glass Lewisの反対推奨は18.7%減少しました。読者の皆様にご迷惑をおかけしましたことをお詫び申し上げます。

- › 政策保有株式に関する対応：
  - › Glass Lewisは、政策保有株式の保有比率が対連結純資産の20%以上である企業については、取締役へ反対推奨を行う。ただし、当該企業が2030年度末までに保有株式比率を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は、この限りではない
  - › Glass Lewis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、この問題に関して取締役への反対推奨を行う場合がある。ただし、以下の場合を除く：
    - › 当該企業が政策保有株式の保有比率を更に縮減する明確な目標規模と時期の開示をしている場合、または
    - › 過去5事業年度の自己資本利益率(ROE)の平均値が8%以上、または直近事業年度のROEが8%以上である場合
  - › 取締役会の在任期間と構成に関する方針、および企業が人工知能(AI)関連のリスク監視を適切に維持する必要性についても助言方針が示された



# 株主提案

## 日本株式市場全般におけるアクティビズムの動向

日本企業は、米国に次いで世界で2番目に多い株主提案を受け採決されており、少なくとも2020年以降、この傾向が続いている。

2025年の定時株主総会シーズンにおいて、株主提案を受けた日経平均株価採用銘柄は**25社**(2024年比**66.7%**増)となり、提案総数は**110件**(同**52.8%**増)と、過去最高を記録しました。

三菱UFJ信託銀行の調査によると、日本の上場企業全体では、113社(2024年比24.2%増)が398件の株主提案(2024年比18.4%増)を受けました。

株主提案の提出企業数は減少したものの、東証全体では、提案を受けた上場企業数が過去最高を記録しました。これは主に、**ダルトン・グループ**が対象とした企業数が増加したこと(9社から2025年は**16社**へ)によるものです。新たに株主提案を行った企業には、**アセンダー・キャピタル**や**ファラロン・キャピタル・マネジメント**が含まれます。

定時総会全体における主な傾向は以下の通りです。

- › 取締役の解任・選任や取締役会の構成など、コーポレート・ガバナンス関連の株主提案が大幅に増加
- › 環境問題に関する提案件数は、前年と同水準
- › 政策保有株式や剰余金処分(配当金の支払い、損失補填、準備金への振替)に関する提案は、減少
- › 自己株式取得など、資本効率性に関する提案が増加
- › 多くの株主提案が、親会社とその子会社・関連上場会社のガバナンスを問う内容

## 政策立案者はコーポレート・ガバナンスと市場改革を加速させる手段として株主アクティビズムを活用

日本では、株主総会決議は法的拘束力を持つ一方、成立へのハードルは比較的低いため、諸外国と比較してアクティビズムに幅広い機会を提供しています。加えて、1株当たり純資産と株価に大きな乖離がある企業が数多く存在するため、アクティビスト投資家が改善を要求する大きな機会を生み出しています。

資本効率の向上と事業ポートフォリオの見直しを目的とした規制当局のガバナンス改革は、主要な機関投資家のスチードシップ方針と一致しています。

2025年の定時株主総会シーズンのアクティビストによるキャンペーン事例を、次の数ページでご紹介します。



## 2025年のアクティビスト・キャンペーン

2025年の定時株主総会シーズンにおいて、日経平均株価採用企業の内、**25社**が計**110件**の株主提案を受けました。株主提案の件数は、過去3年間を大幅に上回りました(2024年は72件、2023年81件、2022年63件)。

2025年の**110件**の株主提案の内訳:

- › **54件(22社)**: ガバナンス、取締役、役員報酬、資本問題に関する提案
- › **25件(10社)**: 気候変動や原子力発電を含む環境問題およびガバナンス問題に関する提案
- › **11件(9社)**: 開示に関する提案
- › **5件(3社)**: 議決権行使および株主総会に関する提案
- › **10件(7社)**: 事業・従業員・製品・子会社(等)に関する提案
- › **5件(2社)**: 人的資本および企業の社会的責任に関する提案

## 株主提案の結果

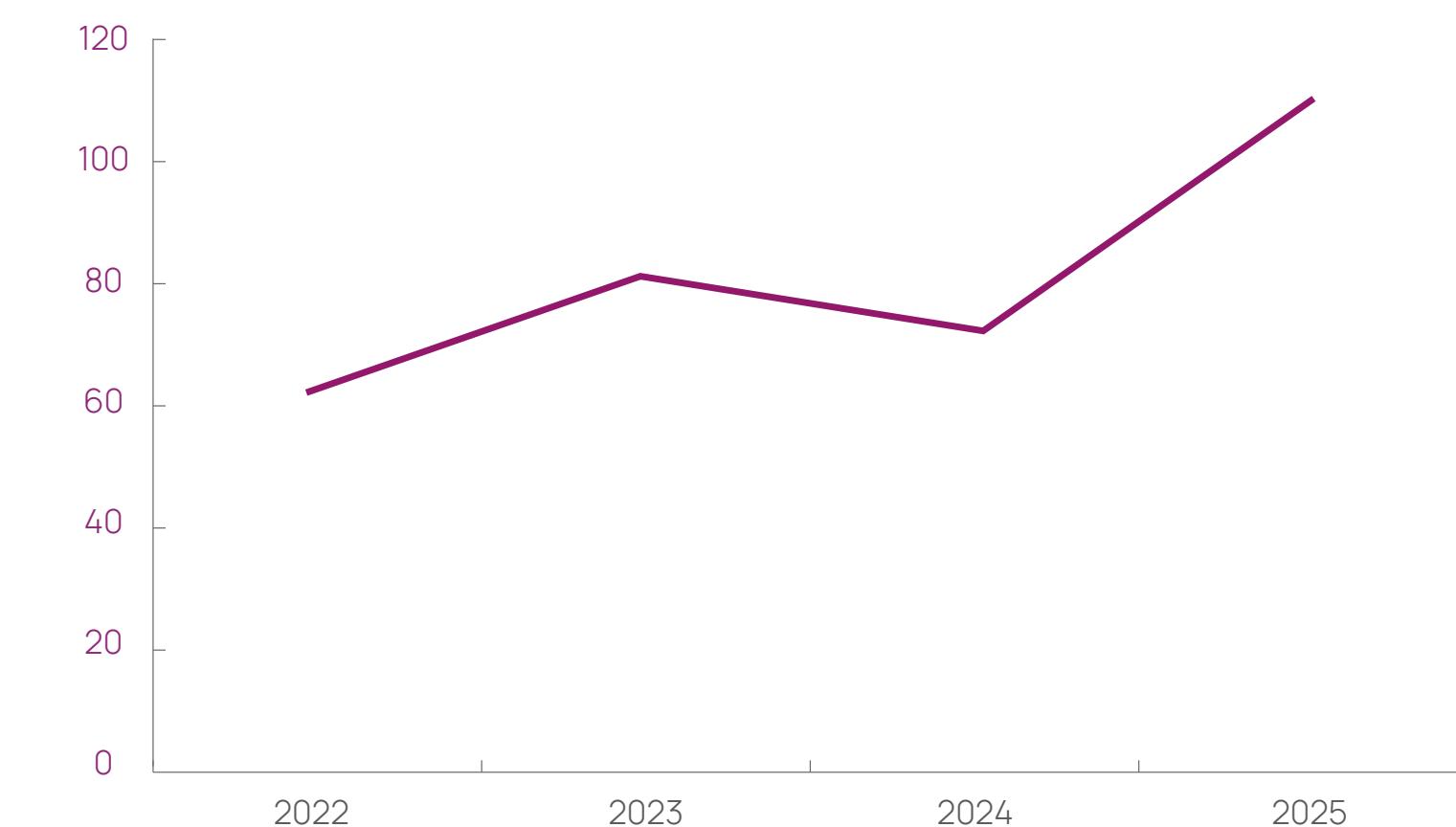
株主提案に対する賛成率は、1.0%未満から40.0%までと幅がありました。議決権行使助言会社から賛成推奨を受けた提案は、一般的により多くの賛成を集めました。

**110件**の株主提案の内、可決された議案はありませんでした。**15社**に対する**35件(31.8%)**の議案が、10%以上の賛成を得ました。これは2024年の24件(33.3%)と同程度の割合ですが、2023年の41件を下回る結果となりました。

2025年に高い賛成率を得た上位5件の株主提案:

- › 三井金属株式会社(旧三井金属鉱業) (配当増額／利益再分配 - 賛成率**40.0%**)
- › SOMPOホールディングス株式会社(独立取締役会長の設置／会長とCEO職の分離 - 賛成率**29.9%**)
- › サッポロホールディングス株式会社(取締役の選任 - **29.5%**)
- › サッポロホールディングス株式会社(取締役の選任 - **29.4%**)
- › 花王株式会社(取締役の選任／社外取締役向け譲渡制限付株式制度への反対 - **29.2%**)

## 日経平均株価採用銘柄における株主提案件数の推移



## ケーススタディ

2025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. 太陽ホールディングス株式会社 (4626) vs オアシス・マネジメント

(プライム市場に上場する太陽ホールディングスは、日経平均株価採用銘柄ではありませんが、その状況が極めて稀有かつ特異であるため、事例として取り上げる価値があると判断しました。)

太陽ホールディングスの佐藤英治代表取締役社長は、6月の定時株主総会で、経営陣の業績不振に対する市場評価を理由に退任を余儀なくされました。佐藤氏は、主力事業である電子産業向け化学品製造より利益率の低い医薬品事業へ多角化を進めたこと、プライベートエクイティ・ファンドからの非公開化提案を否決したこと、在任14年目となり過剰な報酬を受け取っていたことが問題視され、責任を問われました。

当時、同社は安定したフリーキャッシュフローを生み出し、平均ROEは10%を大きく上回り、TOPIXを上回るパフォーマンスを見せていました。それにもかかわらず、株主は、コーポレート・ガバナンスの欠如を感じていました。一部の論評では、株主の過半数が、投票を通じて社外取締役が職務を遂行していないと考えていることを表明したと指摘されています。

太陽ホールディングスの筆頭株主であるDIC株式会社(4631)、創業者である川原家、オアシス・マネジメントなどの主要投資家も、佐藤氏の解任に賛成票を投じました。

メディアの論評では、次のような指摘もありました。次期CEO候補となり得る人材候補は現取締役の内、2名のみで、両名とも前社長の佐藤氏の下で従事していたという事実です。これは、欧米諸国とは異なり日本の法律が、CEOを外部からではなく選任された取締役の中から指名するように定めているためです。外部人材を任命する唯一の方法は、臨時株主総会を開催して当該人材を取締役に選任し、その後CEOに任命することです。大幅な遅延が生じるこのような過程は、明らかに株主や取締役会にとって満足のいく状況から程遠いものです。

### 2. 花王株式会社 (4452) vs オアシス・マネジメント

花王株式会社の主要株主であるオアシスは、2024年末に花王の取締役と面会し、ガバナンスや経営、企業業績の改善につながると思われる複数の施策を提案しました。

オアシスが主張した内容は、概ね以下の通りです。

- › ブランド管理の不備により、「Curél(キュレル)」、「Molton Brown(モルトンブラウン)」といった花王の象徴的なブランドが、不十分なマーケティングと流通により、大きな成長可能性を十分に活かせていない
- › 競合他社に比べ国際的な市場での存在感が弱く、より積極的なグローバル展開戦略が必要
- › 株主との対話が限定的、ベストプラクティスに及ばない指名委員会の構成など、ガバナンスの実践が不十分

オアシスは、花王のブランド管理とマーケティングを改善できるような小売・マーケティング経験を有するという取締役候補5名を推薦し、主要課題と過小評価への対応策を提示しました。また、花王がオアシスと建設的に対話をしていないとも主張しました。

花王はこれに強く反論しました。同社は戦略強化に向けた措置を講じており、直近の株価上昇を根拠に挙げ、その成果が現れつつあると主張しました。また、オアシスが推薦した5名の候補者は必要な資格を欠いており、取締役会の有効性に大きく寄与する新たな要素をもたらさないとして、全員について選任反対を表明しました。

結果：2025年3月21日の定時株主総会において、5名の取締役候補者全員が株主により否決され、オアシスによる提案への賛成票は11.3%から29.2%の範囲に留まりました。花王は同年、オアシスのキャンペーンを退けることに成功しましたが、オアシスが新たな戦略を伴って再登場するのか、将来的に支持を集めることになるのかは、今後も注目されます。



### 3. 株式会社T&Dホールディングス(T&D HD、8795) vs ファラロン・キャピタル・マネジメント

米国のヘッジファンドであるファラロンは、2008年から大手保険会社T&D HDの株主であり、現在約4.6%の議決権を保有しています。過去2年間、ファラロンはT&D HDに対し、全てのステークホルダーの利益のために、同社の潜在能力を最大限に引き出すのに必要と考えられる改革を推進するよう、働きかけてきました。ファラロンは、T&D HDの事業慣行における潜在的な利益相反や透明性の欠如への懸念を理由に、同社に対し政策保有株式の売却や子会社間のシナジー向上を強く求めてきました。

ファラロンはT&D HDに対し、以下の提案を行いました。

- › 政策保有株式の大幅削減
- › 過度な運用リスクの低減
- › 太陽生命の収益性改善
- › グループガバナンスと事業ポートフォリオ管理の強化
- › 現行の取締役会のスキルセット強化のため、ファラロンが推薦する、保険業界の国際的な専門知識を豊富に持つ取締役2名の起用

ファラロンは、T&D HDの子会社である太陽生命保険と大同生命保険の間のシナジーが、十分に発揮されていないとも主張しました。2004年に持株会社として設立されて以来、T&D HDは、子会社間の管理システムを標準化してコスト削減を図る取り組みにおいて、困難に直面していました。

T&D HDはファラロンの提案に全て反対を表明し、自社の戦略と重点分野の見直し、現取締役陣こそが、業績改善に適していると主張しました。

結果：対立は、T&D HDの将来的な成長と価値創造に向けた最善の道筋に関する、根本的な意見の相違へと発展しました。同社の経営陣と取締役会は、自らの将来ビジョンに合致しない、混乱を招く可能性のあるファラロン側の変更案に抵抗しました。

株主総会では、ファラロンが推薦した2名の取締役候補者がそれぞれ12.4%と17.7%の賛成票しか得られなかつた一方、T&D HDの提案は全て86%～92%の賛成票を得て可決されました。

### 気候変動に関するアクティビズム

2025年度の定時株主総会シーズンでは、日経平均株価採用企業に対して、気候変動やその他の環境問題に関する提案は提出されませんでした。しかし、アクティビスト株主からの環境問題に関する提案が複数、採決されました。**9社**が環境問題（および気候変動関連）に関する**12件**の議案に直面し、その内**3社**の**5件**の議案が、投票総数の10.0%から19.6%の範囲で支持を得ました。

- › 電力事業者**3社(12件)**：原子力発電に関連する提案
- › 金融サービス企業**3社(3件)**：気候移行計画に関連する提案
- › **5社(6件)**：パリ協定の目標未達成の評価開示、または脱炭素社会の実現に関する提案
- › **2社(3件)**：脱炭素化と再生可能エネルギーに関する提案

日本は今や世界で二番目に大きい株主アクティビズムのマーケットだ。2025年に会社から上程された提案件数は2024年の72件から110件へ大幅に増加した。110件の内訳は、環境関連が25件、社会関連が5件は、ガバナンス関連が80件（含む、資本配分、取締役の選任・解任）であった。



# 2025年のコーポレート・ガバナンス動向

## 目次

- 市場区分の見直しに関するフォローアップ  
会議 - アップデート
- スチュワードシップ・コード
- オンライン株主総会の開催状況
- 英文開示の現状
- サステナビリティ情報の開示義務化
- 主要施策 - 現状(概要)

本シーズンレビューおよび過去の当社レビューで概説しているガバナンス改革は、日本政府が日本の株式市場の魅力向上に注力している姿勢の表れと捉えるべきです。具体的には、優良な発行体の上場維持を可能とし、基準に満たない発行体の退出を促すことで日本への投資を呼び込み、資本市場を活性化させ、ひいては日本経済の活性化を図る取り組みです。

アクティビスト投資家が機会を見出したり、議決権行使助言会社が他国で採用されている慣行を推奨したりするなどの要因もありますが、政府が企業価値、情報開示、市場改革、ガバナンス(多様性を含む)の改善を定着させるための取り組みは、グローバル資本に対して日本を魅力的な投資先とする決意の表れと言えます。



## 1. 市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 - アップデート

昨年の当社レビューでは、有識者会議の提言に基づき、東証が「**資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応**」の実施と、投資家との対話促進に向けた最新の取り組みについて報告しました。2025年中に東証が行った主な施策と実施予定期は、以下の通りです。

- › 機関投資家との対話の進捗状況の検証(2025年春～夏)
- › 各社が取り組みを進める中で生じた課題の解決を促進
- › 好事例集に開示内容だけでなく検討プロセスの要素を追加し、企業の活用を促す資料を提供。既存の好事例・ギャップ事例の継続的なアップデート(2025年夏～秋)
- › 機関投資家との継続的なコミュニケーションを促進。例えば、コンタクト希望一覧の利用状況の把握、対話機会・理解を深める機会の設定等
- › 全国の上場会社経営者向けの啓発活動(セミナー等)の継続的な実施

### 親子上場

#### グループ経営と少数株主保護に関する開示の促進

- › 「親子上場等に関する投資者の目線」を踏まえ、開示状況のフォローアップを実施(2025年秋)

#### 開示のポイントと事例集の公表(2025年冬)

- › 東証は、少数株主保護の観点から必要な上場制度の整備(上場子会社における独立社外取締役の独立性確保など)を引き続き検討
- › 東証は2024年10月、親子関係または持分法適用関係にある上場企業に対し、「親子上場に関する考え方・今後の方針」の改訂を検討していることを発表。目的は、グループ経営の検討や少数株主保護に関する自主的な取り組みの促進を通じた、株主・投資家への開示の充実

- › 2025年2月には、上場企業の取り組みや開示内容と投資家の認識との間にギャップがあるとの指摘を受け、本シーズンレビューの共同作成者であるJSSと協働で「親子上場等に関する投資者の目線」と題する報告書をまとめ、公表
- › 少数株主が 投資判断を行う際に十分な情報を得られるよう、特別委員会の機能強化と情報開示の改善が必要。東証は、市場関係者との実務的な議論を踏まえ、企業行動規範の改正案を提示する予定(時期未定)

### 支配株主によるMBO(経営陣による買収)や子会社化の増加に伴う課題

#### 株式非公開化

- › 少数株主保護の観点から、特別委員会の機能発揮のさらなる促進と必要な情報開示の充実を推進
- › 企業行動規範の改訂(2025年夏実施予定)



## 2. スチュワードシップ・コード

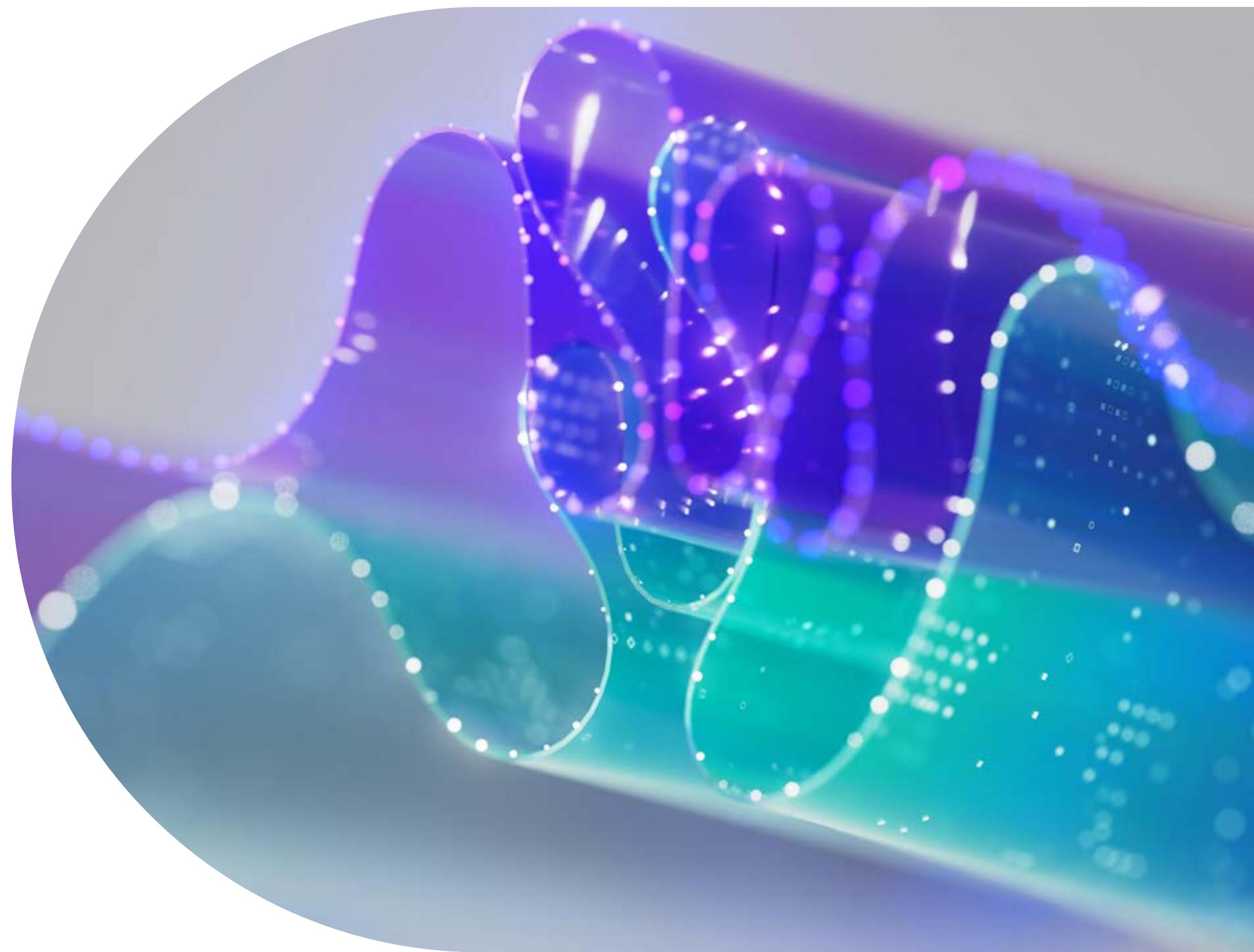
金融庁は2025年6月、「『責任ある機関投資家』の諸原則  
『日本版スチュワードシップ・コード』～投資と対話を通じて  
企業の持続的成長を促すために～」の第三次改訂版を公表  
しました。今回の改訂の主な目的は、協働エンゲージメント  
のさらなる促進と、投資先企業に対する株式保有状況の説明  
です。主な要件は次の通りです。

### 投資家による株式保有状況の開示

- › 投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先  
企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明  
すべき
- › 投資先企業から求めがあった場合の対応方針について  
あらかじめ公表すべき

### 協働エンゲージメント

- › 機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たって  
は、単独でこうした対話を行うほか、他の機関投資家と協働  
して対話を行うこと(協働エンゲージメント)も重要な選択  
肢である
- › 対話のあり方を検討する際には、投資先企業の持続的成  
長に資する建設的な対話となるかを念頭に置くべきである



### 3. オンライン株主総会の開催状況

三菱UFJ信託銀行の調査によると、6月に定時株主総会を開催した企業の内、総会当日のオンライン質疑応答および議決権行使を認めている企業はわずか**1.2%**でした。現在、バーチャル株主総会を開催しようとする企業には、法的な規制と実務上の課題という大きな障壁が存在しています。

#### オンライン株主総会の3つの形式

2025年6月に招集通知を送付した東証上場企業**2,279社**の内、**384社(16.8%)**が、以下の3つの形式のオンライン株主総会の内、いずれかを開催しました。

- ハイブリッド参加型**: 株主は、インターネットのライブ配信で議事の傍聴は可能だが、議決権行使や質疑はできない。2025年には計**355社**が、この形式で総会を開催
- ハイブリッド出席型**: 物理的な会場を設けるが、オンラインでの質疑応答と議決権行使が可能。**13社**がこの形式を採用
- バーチャルオンリー型**: 物理的な会場を設けずに、オンラインのみで開催。現在は、産業競争力強化法に基づき、新型コロナウイルス感染症流行時の決定に基づく例外的な場合にのみ認められている。**16社**が採用

総数のわずか**1.2%**に相当する2と3の形式のみ、総会当日の質疑応答と議決権行使が可能となっています。

2025年には、東証上場企業の16.8%の企業がバーチャル株主総会を開催しましたが、株主が総会当日にオンラインで質問や議決権行使を行えたのは、全総会のわずか1.2%でした。

- 総会当日のオンライン投票はまだ導入初期段階だが、事前投票への活用は広がりを見せており、東証の「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2025」によると、上場企業の81.4%が電磁的方法による議決権行使を容認(2023年白書記載の71.0%から増加)
- 機関投資家向け議決権行使プラットフォームを導入している上場企業は全体の60.9%に達し、2023年の54.5%から増加。プライム市場上場企業に限れば、その割合は92.4%(2023年は82.5%)にまで上昇
- 日本は、他の地域市場より遅れている。例えば、オーストラリアでは、株主総会の37%が**ハイブリッド形式**(物理会場+オンライン開催で23%)、または**バーチャル形式**(オンライン開催のみ14%)で行われ、株主は総会中にオンラインで質問や投票を行う法的権利を有している[比較には、Computershare社の「Australian AGM Intelligence Report 2024」を参照のこと]

#### オンライン株主総会に関する懸念

オンライン株主総会に関する懸念は、市場参加者および発行体の双方から表明されています。

- 一部の企業は、株主がオンラインで議決権行使し質問できるようにしているものの、物理的な会場に出席する必要がない形式での総会開催を避けようとしているように見受けられる
- 会社提案を承認し、議論を制限し、株主総会ができるだけ迅速に終了させることを目標とする企業にとっては、未解決の法的・技術的問題が将来的に制度改正で解決されたとしても、オンライン株主総会の導入は遅れる可能性が高い
- 議決権行使助言会社は、オンライン質疑応答を認める企業が回答しやすい質問のみを選別する可能性について懸念を表明している。ただし、物理的な会場で開催する株主総会でも、企業は質疑時間を制限したり質問数を制限したりして、質問内容に制約を設ける場合がある。一部の企業は、株主総会が対面形式かオンライン形式かを問わず、質問を制限したいと考える可能性が高い
- 海外の一部地域では、株主が希望する場合、株主総会に物理的に出席し議決権行使する権利を有すべきであるとの理由から、議決権行使助言会社がオンラインのみの株主総会の開催を企業に控えるよう促す事例も見られる

#### オンライン株主総会に関する制度変更

- 内閣府の規制改革推進会議は2024年12月に中間報告書を発表し、バーチャルオンリー株主総会の開催に、定款変更や所管大臣の承認を不要とする措置を盛り込み、企業に起因しない通信障害が決議の有効性に影響しない旨を明記
- 同報告書は現在、法務省の諮問機関で審議中。法改正につながれば、オンライン株主総会への移行が促進されると見込まれる。ただし、企業にオンライン株主総会の開催を義務付ける改正が行われるかどうかは、現時点では不明
- 2025年2月、法務大臣は、バーチャルオンリー株主総会を完全に合法化するため、会社法改正について法制審議会に諮問する方針を発表
- 法制審議会ではさらに、間接的に株式を保有し株主名簿に記載されていない場合でも、株主総会で実質的に議決権行使できる、実質株主に関する情報を企業が把握できるようにする案も審議中。信託銀行やカストディアンなどの名義人(ノミニー)の背後にいる機関投資家について企業が照会できるようになれば、企業と実質株主との対話促進に寄与することが見込まれる

これらは潜在的に広範な影響を及ぼす変更であり、企業がアクティビスト投資家や敵対的買収提案に備える上で有益となるでしょう。



## 4. 英文開示の現状

2025年4月1日から、プライム市場に上場する企業には、決算情報と適時開示情報を、日英で同時に開示することが義務付けられました。プライム市場の上場企業約114社に対し、2026年3月まで英文開示の義務化を猶予するとしております。

### 英文開示の現状

2025年3月10日、日本取引所グループ(JPX)は、海外投資家による企業情報へのアクセスの改善と上場企業による英語での会社情報の開示・提供の一層の促進を目的として、「JPX English Disclosure GATE」を開設しました。東証は上場会社からの回答に基づき、英文開示の実施状況を取りまとめた「Availability of English Disclosure Information by Listed Companies」という一覧を、7月に公表しました。これは、2025年6月30日時点で3,803社の上場企業が、決算情報、コーポレートアクション情報、株主総会招集通知などの企業情報を、英語で開示している状況を示しています。

この一覧によると、英語による情報開示の有無は、情報種別によって大きく異なっています(東証一覧からのデータは次の通り)。

- › **決算短信:** 952社 (3,803社の25.0%) が、同日に日英同時開示、さらに837社 (22.0%) がその一部または概要を英文開示
- › **企業情報(重要事実)／決定事実・発生事実等:** 1,251社 (32.9%) が同日に日英同時開示、338社 (8.8%) がその一部または概要を英文開示
- › **IR説明会資料:** 904社 (23.8%) が同日に日英同時開示、87社 (2.3%) がその一部または概要を英文開示
- › **株主総会招集通知・参考書類:** 888社 (23.3%) が同日に日英同時開示、494社 (13.0%) がその一部または概要を英文開示
- › **会議(事業報告書および財務書類):** 294社 (7.7%) が同日に日英同時開示、106社 (2.8%) がその一部または概要を英文開示
- › **コーポレート・ガバナンスに関する報告書:** 380社 (10.0%) が同日に日英同時開示、10社 (0.3%) がその一部または概要を英文開示
- › **有価証券報告書:** 53社 (1.4%) が同日に日英同時開示、49社 (1.3%) がその一部または概要を英文開示

日本語および日本語の開示内容の一部または概要を同時開示している企業の割合は、**決算短信で47.0%、有価証券報告書で2.7%**と、幅があります。これらの割合は、当社の「2024定時株主総会シーズンレビュー」で「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%**」とされた数値とは対照的です。この差異が生じた主な理由は、JPXが対象とした3,803社のリストに、プライム市場外の中小企業が多数含まれているためと考えられます。海外投資家の割合が大幅に高く、リソースも豊富で、コミュニケーション体制も整っている大企業に比べ、こうした企業の情報開示の水準は相対的に低い傾向にあるためです。



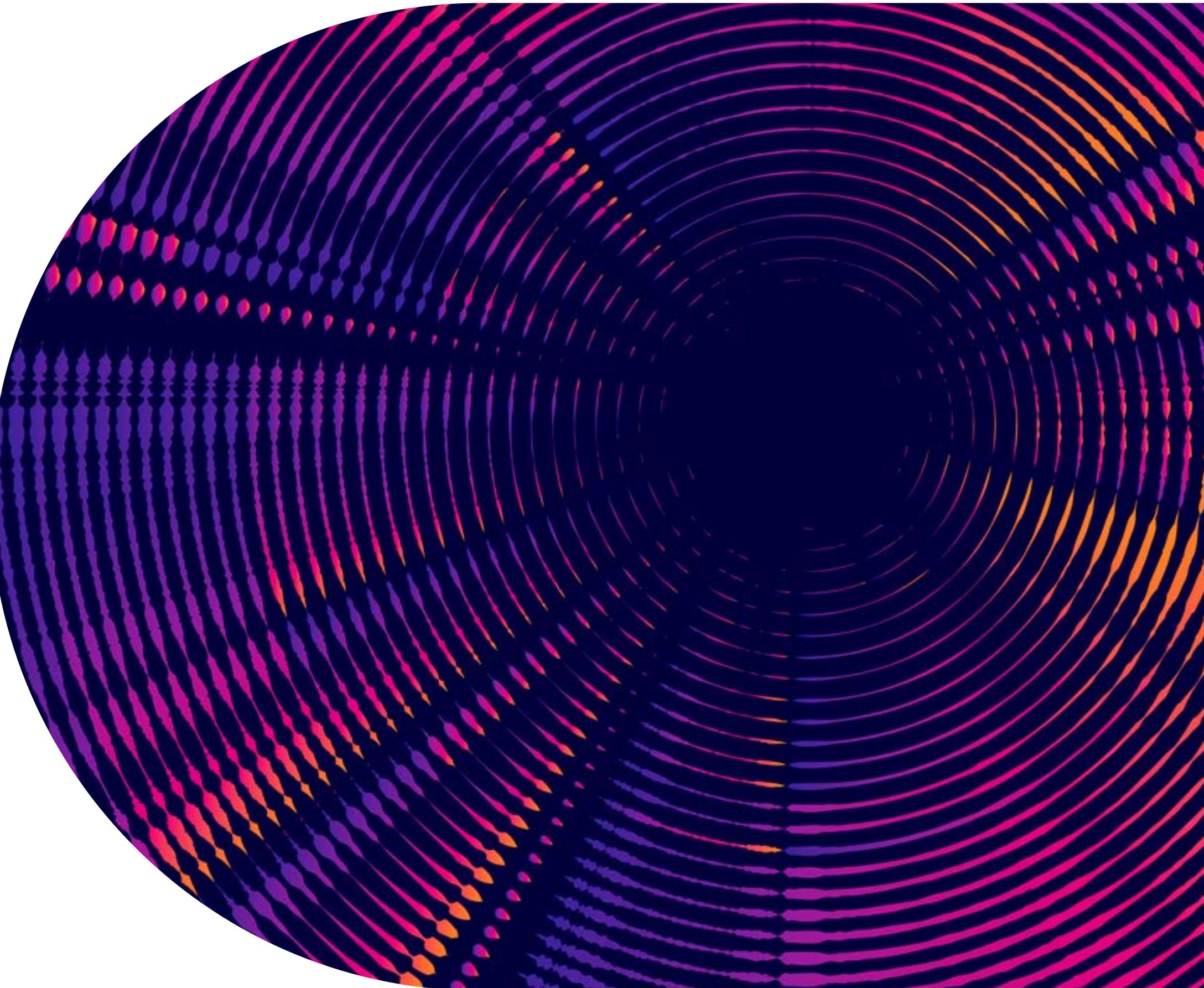
## 5. サステナビリティ情報の開示義務化

2023年3月の金融庁の規則に基づき、既に全ての上場企業は、年次有価証券報告書において、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言に沿った4つの柱（ガバナンス、戦略、リスクマネジメント、指標と目標）に基づくサステナビリティ関連情報の開示が義務付けられています。

2025年3月には、サステナビリティ基準委員会（SSBJ）が国際財務報告基準（IFRS）準拠のサステナビリティ開示基準を公表しました。これに伴い、東証の上場企業には、新基準に基づく次の開示が義務付けられます。

- 2025年3月5日以降に終了する事業年度の有価証券報告書から、任意開示を行うことが可能
- 時価総額3兆円以上のプライム市場上場企業（東証全体の時価総額の約55%）には、2027年3月期決算の有価証券報告書から、気候関連情報およびサステナビリティ関連情報の開示を義務付け
- 時価総額1兆円以上の企業（東証全体の時価総額の約74%）は、2028年3月期決算の有価証券報告書から、気候関連およびサステナビリティ関連情報の開示が必要
- 時価総額5,000億円以上の企業（東証全体の時価総額の約82%）は、2029年3月期決算の有価証券報告書から、気候関連およびサステナビリティ関連情報の開示が必要

SSBJは、2025年または2026年内に、開示対象企業向けのガイダンス資料を公開する予定です。



## 6. 主要施策 - 現状(概要)

日本の規制当局は、多大な努力と複数の施策・法改正を実施した結果、上場企業とその投資家に影響を与えるような、最も解決困難なガバナンス課題のいくつかについて、着実な進展を遂げています。主要課題の現状は、次の通りです(出典:JSS)。

### 取締役会関連の課題

- › **社外取締役:**会社法(2021年改正)では、監査役会設置会社に対し、1名以上の社外取締役の選任を義務付け。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に対し、独立した社外取締役を少なくとも3分の1以上(必要に応じて過半数)選任するよう要請
- › **取締役の独立性:**取締役会の3分の1以上を独立社外取締役とする東証の要件は、2024年7月時点で、プライム市場の上場企業の内、98.1%が既に実践
- › **独立した指名委員会:**取締役を選任する指名委員会において、独立社外取締役が過半数を占める企業の割合は増加傾向にあるものの、依然として20.3%と低い水準
- › **取締役会の多様性:**日本企業は依然として世界の競合他社に大きく遅れをとっています。TOPIX100上場企業における取締役会女性取締役割合は、平均でわずか19.6%

### 株主エンゲージメント関連の課題

- › **対話:**日本企業は、国内外の投資家との対話に前向きな姿勢を示しています。資産運用会社は、日本版スチュワードシップ・コードの採用や年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の取り組み以降、大きな進展を遂げているが、依然として投資先企業から定期的な対話に対する抵抗に直面
- › **スチュワードシップと協働エンゲージメント:**協働エンゲージメント促進のため、2025年に、共同株主の範囲や重要な議案提案行動の範囲を明確化する規制が改正。スチュワードシップ・コードも改訂され、協働エンゲージメントの推進と実質株主の透明性向上を図っているが、協働エンゲージメントが今後発展するかは不透明。独立社外取締役と機関投資家との対話に前向きな企業は増加
- › **金融リテラシーと株価評価の認識:**機関投資家のROE基準による行使ガイドラインや、東証の資本コストや株価を意識した経営に関する要請は、長期的な企業価値向上に向けた企業行動の変化に寄与。その必要性は明らかであるが、企業側に必要なIRスキルが不足しており、IRおよびSRの能力構築には依然として課題が多い
- › **政策保有株式:**コーポレートガバナンス・コードが提唱する政策保有株式の縮減策は、資本配分の不備や株主保護の課題に対応する、一つの手段。TOPIX100企業の政策保有株式の削減数は近年着実に増加しているものの、一部企業では保有目的を「政策保有」から「純投資」に変更したに過ぎないケースも見られる。現在、こうした保有目的変更是規制上、理由の開示が必要
- › **親子上場:**日本には多数の親子上場企業があり、東証上場企業の約26%が、上場子会社などの支配株主または主要株主。支配株主が存在する企業では、取締役会の過半数を独立社外取締役とすることを求めるコーポレートガバナンス・コードの要件は、利益相反の問題に対処している模様。しかし、東証は少数株主保護をさらに強化するため、上場要件の変更を引き続き検討



# 投資家のインサイト



大和アセットマネジメント

寺島 正

(責任投資部 担当部長)

## 2025年の株主総会で驚いた(印象に残った)ことはありますか?

今回印象的だったこととして、株主提案の数が非常に多かった点が挙げられます。提案の質に関しては、納得感のあるものも一定数見られましたが、一方で、企業の個別事情を一切考慮していないコピペ提案のようなものや、目的が不明確なものも多く見受けられました。結果として、質の高い提案とそうでない提案がともに増えたことが、件数の増加につながったと考えられます。後者のような意味の乏しい提案が増加している現状を踏まえると、日本においても株主提案権に関する議論が必要な段階に来ていると認識しております。

また、全体として、弊社を含む機関投資家による会社提案への賛成率は、昨年より若干上昇したと分析していますが、これは企業側の対応や改善の効果に加え、TOPIX見直しに伴う構成銘柄の減少を通じて、従前反対行使していた先が投資対象から外れたことも、影響しているのではないかと考えております。

弊社では、エンゲージメント活動と議決権行使の一体運営に注力しています。議決権行使基準に抵触している企業でも個別事情を勘案した上で最終判断を行うことがありますし、逆に議決権行使基準に抵触していない企業でもエンゲージメントを受け入れる体制ができていない場合等には、反対票を投じるエスカレーションを行っています。特に、取締役選任議案においては、企業に構造改革が求められるにもかかわらず、改革に消極的な姿勢が見られる場合や、基準には抵触していないものの独立性に疑義がある社外取締役が存在する場合には、反対票を投じることがあります。

「依然として改善の余地がある。全体感として、プライム市場上場の企業でも形式的な開示は進んでいるものの、内容が伴っていないケースが多く、例えば資本コストについては計算結果の提示にとどまり、リスクコントロールを含めた資本コスト引き下げの取り組みに関する議論が十分になされていない印象を受ける企業も見られる。スタンダード市場上場の企業では、概して対応が芳しくなく、開示を通じて検討を始めたという意思表示すら見られない点は問題と考えている。」



**「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」が東証から要請されて3年目となりました。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、これに対する貴社の評価はいかがでしょうか？**

要請以前は、企業が株価について議論することに消極的で、エンゲージメントにおいても「株価は市場が決めるもの」として話が進まないことが多くありました。しかし最近では、戸惑いや嫌悪感が薄れ、株価についても自然に議論できるようになってきたと感じます。

一方で、依然として改善の余地があります。全体感として、プライム市場上場の企業でも形式的な開示は進んでいるものの、内容が伴っていないケースが多く、例えば資本コストについては計算結果の提示にとどまり、リスクコントロールを含めた資本コスト引き下げの取り組みに関する議論が十分になされていない印象を受ける企業も見られます。スタンダード市場上場の企業では、概して対応が芳しくなく、開示を通じて検討を始めたという意思表示すら見られない点は問題と考えております。

これを受け、弊社では今年度より、東証要請に基づく開示がなく、かつPBRが1倍未満の企業に対しては、代表取締役の再任議案に反対するという新たな議決権行使基準を導入いたしました。開示は議論の出発点であり、まずは開示を行うことが重要です。

弊社のエンゲージメントでは、株主資本コストとROEの差であるエクイティスプレッドの拡大を重視しています。弊社は投資ホライズンが長いファンドが多いため、余剰キャッシュがある場合には、ROEを一時的に引き上げる施策よりも、投資を通じて長期的にエクイティスプレッドを拡大する取り組みをより高く評価します。適正なエクイティとデットのバランスを踏まえた財務戦略の重要性についても、企業と議論することに努めています。

**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。**

ROEについては、毎年、相対評価と絶対評価のどちらを採用すべきかを議論しております。絶対評価を採用する投資家が多数派だと思いますが、弊社では業種ごとにリスクや株主資本コスト等に違いがあるという認識のもと、同一業種内の相対評価を採用しており、現時点では相対評価を継続する方向性です。

ただし、例えばベンチャー企業の多い一部業種で、下位33%のROE水準がゼロに近い等の場合があったため、現在の行使基準ではグロース市場を相対比較の基準を算定する際の対象外とし、プライム・スタンダード市場の企業で相対比較のための基準値を算定しています。

PBRや株価は、経営の巧拙のみでバリュエーションが決まるものではないため、これらのみで議決権行使判断を行うことには少し抵抗があります。また、株主のトータルリターンを表すTSRの議決権行使基準への組入れについても、評価の起点の設定次第で数値が大きく変わるうえ、短期的な数値の変動が経営者の責任かどうかを見極める必要があることから注意が必要です。一方で、「資本コストや株価を意識した経営ができる

ておらず、かつPBRが1倍未満の企業」といったスクリーニングの一部に株価指標を活用することは有効と考えています。

政策保有株式については、保有ゼロを基本方針としつつ、意義のある保有については個別に説明を求めています。弊社では現在、保有比率は純資産の20%を基準としていますが、これを上回る場合でも縮減に向けた取り組みを評価しています。

なお、銀行業においては、業態の性質上、純投資目的での株式保有は必要であり、純投資目的での保有への振替についても、純投資であることが説明できる場合に限り認めていますが、その場合もいつでも売却できることは必要だと考えています。



## 取締役会の独立性・多様性、実効性やスキル等に関して、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。

社外候補者の独立性については、弊社では東証基準への適合や任期12年末満を基準としており、企業との対話を通じて個別に判断するケースもあります。企業から「有能だから認めてほしい」との要望を受ける場合もありますが、弊社が重視するのは、取締役会の同質化によるリスクを懸念している点であり、議論がかみ合わないケースも散見されます。なお、弊社では、独立社外取締役が取締役会の過半数である場合は、独立性のない社外候補者でも反対しません。

多様性については、現時点ではジェンダー以外は定量的な評価が難しく、ジェンダーのみを基準とし、女性取締役1名以上を求めていました。今後は基準の厳格化も検討していますが、数合わせでは企業価値に資するとは限らないため、慎重に対応してまいります。ジェンダー以外の多様性についても、企業の状況に応じてエンゲージメントを通して議論しています。実効性やスキルは議決権行使基準に組み込むのが難しいものの、重要な要素であるため、エンゲージメントで深く議論しています。

実効性は、PDCAサイクルを回していることを統合報告書等で開示するよう求めています。スキルについては、スキルマトリクスの開示が進んでいますが、取締役候補者の自己紹介のように、スキルを並べるだけの開示が多いことを問題視しています。スキルマトリクスは本来企業に必要なスキルを明確にした上で、それに適した人材を登用するためのツールであるべきです。この点も、今後のエンゲージメントで重点的に取り組んでいきます。

## 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？

インシデントが発生した場合には、議決権行使における検討対象となり得ますが、現時点でEの取り組みの不十分さを議決権行使の基準に組み込むのは困難と考えています。一方で、エンゲージメントでは重要なテーマであり、リスクと機会の両面から重視しています。

弊社ではインハウスでESGスコアを作成しており、投資判断に組み入れていますが、その際はセクターごとのEやSの重要度に応じて配点を調整しています。また、このESGスコアが低い要因などについてもエンゲージメントにおける議論の対象としています。

株主提案については、企業価値向上への寄与、企業のこれまでの取り組み、企業活動への制約となり得るか否かの3点を評価軸として個別に判断しています。一方、エンゲージメントにおいては、Eでは、気候変動における機会とリスク、自然資本、TNFD、サーキュラーエコノミーなどをマテリアリティとして設定し、議論しています。Sでは、DE&Iを含む人的資本経営やサプライチェーン全体における人権への取り組みを重視しており、人権リスクがゼロにはならないとの前提で、発生時の対応策や人権デューディリジェンスの取り組みなどを議論しています。

## 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？

弊社の判断基準は、提案が企業価値向上に資するかどうかであり、短期ではなく中長期の視点で、会社側と株主側のどちらが有効な提案かを見ています。定款変更の議案では、企業活動の制約になり得る場合は反対しますが、行動変容を促す内容である場合は賛成しており、提案の中身に応じて判断しています。

最近のアクティビストの活動は質が向上していることもあります。弊社とベクトルが同じ方向を向いていると思われることが多くなってきました。ただし、極端な提案や個別事情を考慮していないケースも見られるため、株主提案やキャンペーン等があった際には、企業・アクティビスト双方と可能な限り面談を行い、どちらが企業価値向上に資するかを基準に判断しています。





りそなアセットマネジメント  
松原 稔  
(常務執行役員 責任投資部担当)

### 2025年の株主総会で驚いた(印象に残った)ことはありますか?

株主の権利に対する関心は年々高まっており、今年もその傾向が顕著に見られました。株主総会は「Voice(声)」の場から「Vote(投票)」の場へと移行しており、今年は取締役選任議案の否決などからも見ても、株主総会が「選挙」としての側面を持つようになってきたことを実感しています。

議決権行使は賛成か反対かの二択ですが、その判断に至るまでには社内で相当な議論を行うこともあります。議決権行使基準を満たさない場合でも企業との対話により賛成票を投じることがあり、逆に対話をあって改善が見られない場合には反対票を投じることもあります。

こうした中、当社は企業との対話の重要性を改めて認識しております。企業との対話の中で、当社は「議決権行使基準は最低限の要件であり、これを超える対応を企業に期待している」と伝えています。対話を通じて一部企業には議決権行使を行うまでの懸念点を示し、私たちができるサポートを模索しつつ、それでも進展がなければ議案に反対することもあります。

上場企業は機関投資家等の市場参加者の意見を聞き、必要に応じて対応することが求められます。また、資本市場の健全性を確保する立場から私たちは投資先企業に上場自体を目的化しないよう、上場の意味や意義を企業に伝えるよう努めています。

なお、我々のような機関投資家側においてもスチュワードシップ活動の実効性向上や、企業への理解を深めるため対話や議決権行使活動がこれまで以上に注目されるようになっており、スチュワードシップ・コードの第三次改訂も、こうした流れを反映したものと考えます。

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」が東証から要請されて3年目となりました。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、これに対する貴社の評価はいかがでしょうか?

東証要請を受け、企業の情報開示が進んできたことは、企業が資本市場からのメッセージを真摯に受け取り、対応を進めた証でもあります。多くの企業が、上場することの意義や、上場し続けることで資本市場と向き合うことの意味を改めて認識したと考えておりますし、それらの取組が企業価値向上に向けた取り組みを一層推進することに繋がったと感じています。

資本市場と向き合う企業の動きに対して、我々も企業をサポートするように努めてまいります。



**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。**

議決権行使への関心がより高まっていることは確かであり、日本企業に適用されている議決権行使基準は、グローバルなガバナンス水準に向けた対応を進める上でのマイルストーンとして捉えていただきたい。私たちはグローバルなガバナンス水準に対応していくことで、海外資金が日本企業に目を向け、資本市場が適正な企業価値に対応した株価水準に収れんしていくものと信じています。

そして、グローバルガバナンス水準を踏まえたグローバルガバナンス原則の方向性は中長期的な企業価値向上に繋がるかという視点においても重要であり、議決権行使基準、中でも資本政策は重要な柱の一つです。収益性や成長性の向上で、それは本業で稼ぐ期待を示しています。企業が対話を通じて企業価値に真摯に向き合い改善・改革を進めることで日本全体のポテンシャル向上にも繋がると考えております。

一方で、近年エンゲージメントの件数が急増しており、私たちだけで対応するには限界があると感じています。これは資本市場全体で取り組むべき課題であり、協働エンゲージメントの重要性が一層高まっている状況です。実際、当社は機関投資家協働対話フォーラム他協働エンゲージメント等を活用して活動を行っています。機関投資家一社の対応にとどまらず、連携して効率的かつ効果的に課題に向き合う必要性が増しており、それがスチュワードシップ・コード第三次改訂にも触れられています。

**取締役会の独立性・多様性、実効性やスキル等に関して、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。**

私たちは、取締役会を中心としたコーポレート・ガバナンスは、百社百様あると思っており、各企業に相応しい形態に向けた対応をサポートしていきたいと考えています。原則として、ガバナンスの機能性を高めるには取締役会にて十分な審議を尽くしうること、そして監督機能が発揮することが期待されます。

企業は社内論理だけで運営されるものではなく、ステークホルダーとの対話や関係構築を通じてビジネスを進める必要もあるかと思います。そのため、取締役構成や報酬のあり方、実効性の向上について企業の考えを伺うことが重要だと考えております。どのようなガバナンス像を描いているのか、どのような時間軸やプロセスで実現を目指しているのか私たちに説明いただきたいと思っております。ステークホルダー資本主義のもと、取締役会の役割は多岐にわたっており、実効性・多様性・スキルの重要性は今後一層高まると捉えています。

当社でも取締役会の独立性基準は、これまで段階的に引き上げてまいりました。将来的にはグローバルスタンダードに沿って「過半数」を求めるステージにくる可能性はありますが、具体的な時期は未定です。投資家が独立性基準を高める意味を理解いただき、双方向の議論を重ねることも重要だと考えております。

当社は多様性に関しては、今回女性取締役に関する基準を取締役会に「1人以上」から「10%以上」へと改定いたしました。スキルマトリクスについても、なぜそのスキルを選定したのかという説明を求めております。あくまで最低限の要件であり、その先にある取締役会が機能するとはいかなることについての問い合わせに企業が説明責任を果たしていただきたいと考えております。



## 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？

当社では日本およびグローバルにおけるリスクを特定し、マテリアリティを設定しています。いわゆるユニバーサル・オーナーの観点から、影響度の高い領域に対して企業への働きかけを行っています。当社では、マテリアリティに基づき重要業種や企業を特定しているだけでなく、社会全体に負の外部性を及ぼす可能性のある業界・企業についても、エンゲージメントを行っています。

Eにおいては、気候変動に加えて生物多様性に関する対応について等、私たちが求める情報を企業に明示するため、2023年よりTCFD/TCNDレポートを発行しております。Sの領域では、少子化や人権を重要視しています。人権についていえば、人権リスクがないことの証明ではなく、人権リスクがあることを前提にどのようにPDCAを回しているかを企業に説明いただきたいと考えております。

世界的に注目されるさまざまなイシューに対し、企業がどのように向き合うことが持続的なビジネスの発展につながられるかとの視点を重視しながらエンゲージメントを取り組んでおります。

## 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？

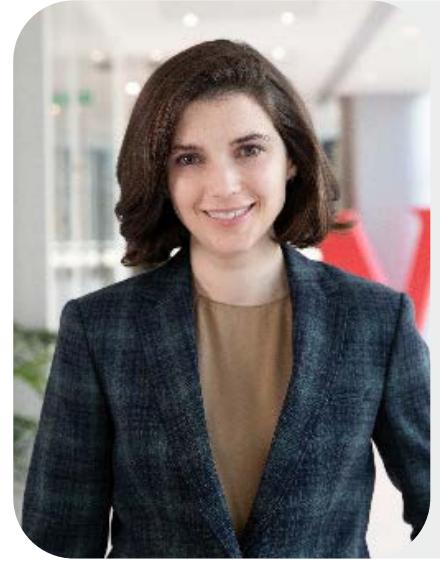
まずは、アクティビストが企業に何を求めているのかを理解することから始まります。アクティビストから要請があった場合には対話しますし、企業側にもアクティビストに対する考え方を丁寧にヒアリングし、両者の意見を公平に聞いたうえでフェアな判断をするよう心掛けています。

アクティビストにも多様な考え方があるので、長期的な企業価値の向上を目指すこともあれば、短期目線のアクティビストもいます。提案内容と企業の対応を比較し、どちらが長期的にみてより合理的か、納得的かを見極めるよう努めています。議決権行使期限ぎりぎりまで一つの議案に対して複数回の対話を重ねることもあります。とはいっても、可能であれば平時から継続的に議論を重ねることが望ましく、建設的な対話ができると考えております。

なお、アクティビストに関わらず、重要な株主提案等についても、対話を通じて公正に判断しております。

「まずは、アクティビストが企業に何を求めているのかを理解することから始まる。アクティビストから要請があった場合には対話しますし、企業側にもアクティビストに対する考え方を丁寧にヒアリングし、両者の意見を公平に聞いたうえでフェアな判断をするよう心掛けている。」





Vanguard

**Ms Sarah Relich**

Head of Investment  
Stewardship, EMEA & APAC

## 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？

取締役会の構成と有効性は、当社のエンゲージメントおよび議決権行使判断における重点項目です。日本では、取締役会の独立性と多様性に関する動向を継続的に注視しており、Vanguard助言ファンドの議決権行使方針に基づき、各取締役会の構成を個別に分析しています。本方針は、日本のコーポレートガバナンス・コードの原則と概ね整合しています。

企業がコーポレートガバナンス・コードの定める取締役会の独立性基準を満たさない場合、Vanguard助言ファンドは取締役会の構造や市場規範の違いを考慮しつつ、取締役会の指名を担当する取締役会の議長やその他の関連する取締役会に対して反対票を投じることがあります。

エンゲージメントにおいては、社外取締役の独立性を損なう可能性のある関係性・取引・状況の有無を定期的に調査します。日本における議決権行使方針では取締役の独立性を評価する基準を明示しており、情報に基づいた議決権行使判断を可能とするため、取締役の経歴（以前の職務経歴、取引関係、株式の持ち合いなど）に関して透明性ある開示を求めています。

日本企業とのエンゲージメントでは、投資家が取締役会の総合的なスキル構成をよりよく理解できるよう、企業が取締役会のスキルマトリックスを強化する方向に向けたフィードバックを提供しています。スキルマトリックスは、取締役会がどのようなスキル、専門知識、特性を持っているのか、また取締役会の各メンバーが、グループとして、会社の戦略や重要なリスクを監督するのになぜ最適なのかという理由について貴重な洞察を与えてくれます。

「依然として、独立社外取締役との対話の機会を設けることに対し消極的な企業も見受けられる。独立した社外取締役との有意義な対話は、投資家が取締役会の監視機能と説明責任をより適切に評価することを可能にし、効果的な投資スチュワードシップの重要な要素であると認識している。」

2025年の株主総会で驚いた(印象に残った)ことはありますか?

驚きとは言えないかもしれません、独立した社外取締役との株主対話を促進する日本企業が増加傾向にあることは心強い動きです。取締役会における監視体制や意思決定プロセスへの理解を深める上で、当社が株主の代表者と見なす、これらの取締役との直接対話は極めて重要だと考えています。

こうした前向きな動きがある一方、依然として、独立社外取締役との対話の機会を設けることに対し消極的な企業も見受けられます。当社は、独立した社外取締役へのアクセスは日本市場における株主の権利を保護し支援する上で必要不可欠であると考えます。独立した社外取締役との有意義な対話は、投資家が取締役会の監視機能と説明責任をより適切に評価することを可能にし、効果的な投資スチュワードシップの重要な要素であると認識しています。

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の取締役会に対し、ROE向上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?

日本の市場環境や政策動向が変化する中、当社は企業戦略に関する重要情報に対して、取締役会がどのように監視・開示を行っているかを評価しています。これには、東京証券取引所の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」で示された資本コスト管理も含まれます。効率的な資本配分は長期的な株主価値の重要要因であり、Vanguard助言ファンドは特定のROE目標や投資判断を義務付けていませんが、取締役会が効果的な監視を行っていることを実証し、明確で比較可能な開示を行うことを求めています。

Vanguard投資スチュワードシップは、Vanguard助言ファンドおよびその株主を代表し、長期的な投資リターンの保護と促進を目指しています。ポートフォリオ企業との対話を通じ、資本配分や資本コスト関連リスクを含め、取締役会が財務上の重要リスクをどのように特定・監視・開示しているか理解するよう努めています。資本配分や資本コストに関連するリスクを含む重要リスクを公に開示することで、市場は各企業の評価や株価にこうしたリスクを効果的に反映することができます。個別証券に対する投資リスクに対して、長期的にVanguard助言ファンドが適切な報酬を得るためにも、正確な評価は極めて重要です。

当社は、経営陣の報酬と資本配分戦略に整合性を持たせることを求めていました。それによって、経営陣に対して、長期的な株主還元を支える意思決定を促す業績評価指標と目標が確保されるためです。



# 米国における2025年シーズンレビュー抜粋

## コーポレート・ガバナンス

### Say on Pay

**91.3%**  
賛成比率 - 2025

**91.3%**  
賛成比率 - 2024

2025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、Russell 3000銘柄の平均賛成率は91.3%（棄権票を除く）と、2024年から横ばいとなりました。

また、法人登記をデラウェア州から別の州へ登記移転する会社提案数が大幅に増え、昨年の3件から今年は13件と4倍に増加しました。

### 取締役選任

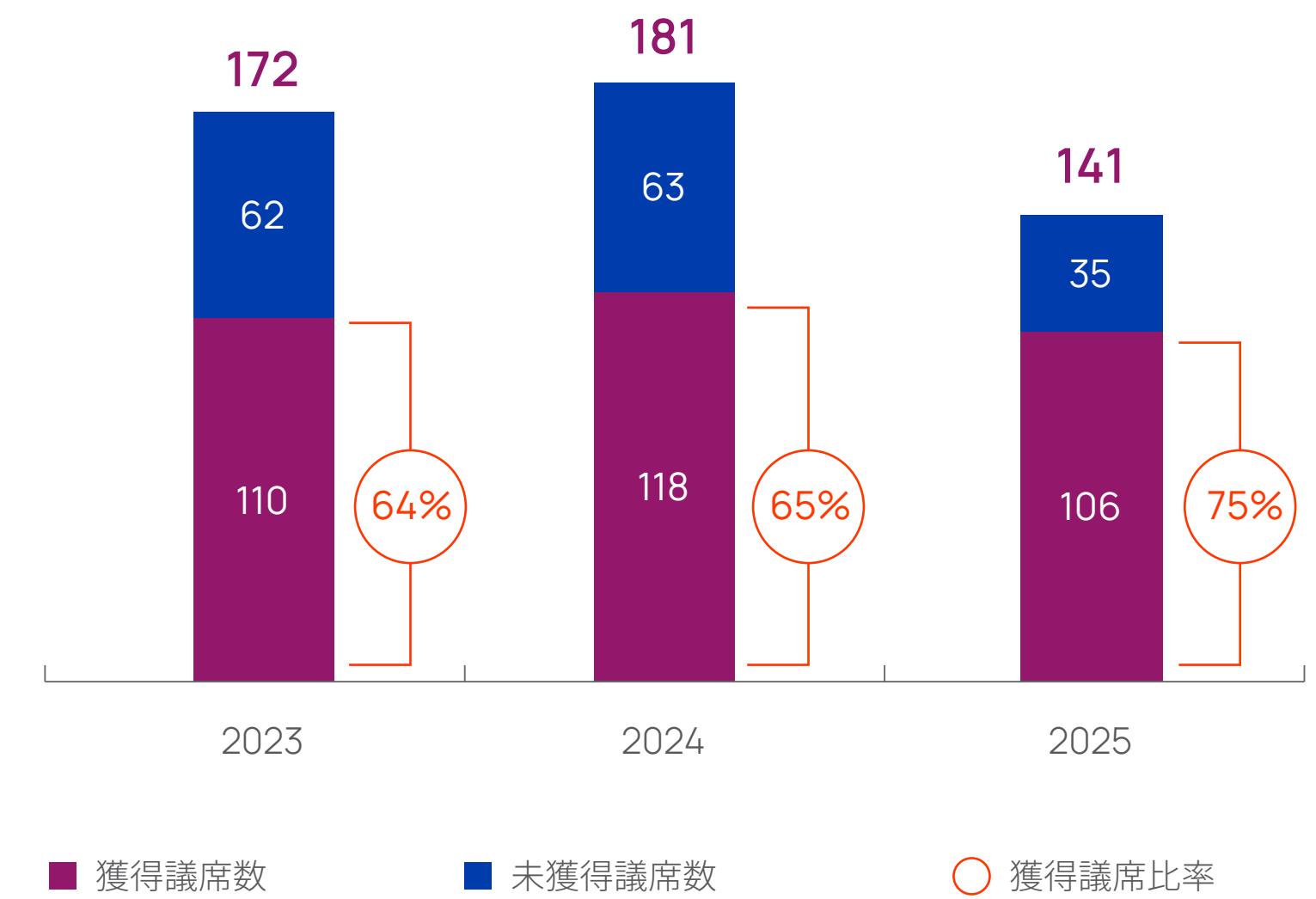
米国企業の取締役会選任に対する株主の賛成率は引き続き高く、2025年のプロクシー・シーズンの平均賛成率は95.3%と2024年の94.8%から更に上昇しました。

### 争点となった議案の状況

2025年は、UPC（ユニバーサル・プログラム・カード）ルールが2022年9月1日に本格的に適用されてから3年目になりました。和解件数は、2024年シーズンの78件に対し、2025年は62件と大幅に減少しました。これは、UPCルールの導入初年度である2023年の水準を下回った初めての事例です。

過去2年間とは異なり、今年はアクティビストによる取締役候補者の提案が減少し、事前和解の件数も減少しました。一方で、提案された中での獲得議席数の割合は上昇し、2024年の提案議席数に対するアクティビストの獲得割合が65%（181席中118席）であったのに対し、2025年は75%（141席中106席）でした。こうした変化は、アクティビストが議席を獲得するためにUPCルールをより戦略的に活用していることを示唆しており、大規模な候補者リストを提出する「一斉攻勢」戦術から、少人数の優良候補者に焦点を当てたターゲットキャンペーンへと移行しているように見受けられます。

### 提案議席数に対する獲得議席の割合



## 株主提案

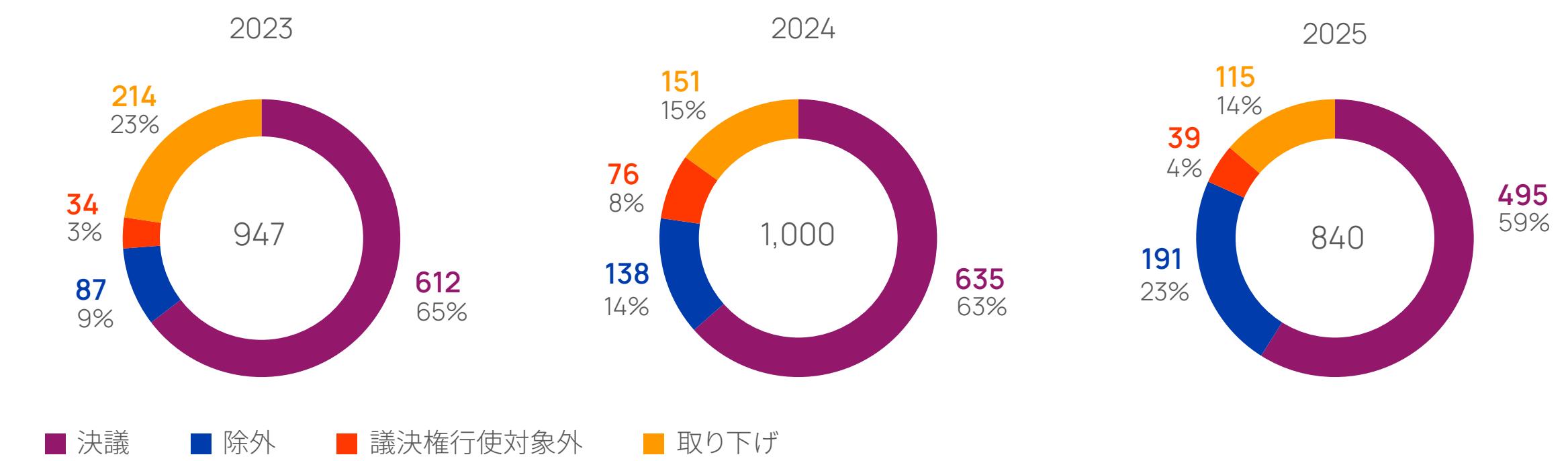
2025年に上程された株主提案は840件となり、2024年シーズンに上程された1,000件から約**16%**減少しました。EおよびS議案の減少と反ESG提案の増加が、提案件数の変動に最も大きく寄与しました。

今年の米国市場の株主総会シーズンでは、株主提案の59% (840件中495件) が決議されました。これは昨年より僅かに減少しました。2025年の株主総会シーズンに可決された50議案の内、46件がガバナンス関連でした。

今シーズンは、新たに「ノーアクション・レリーフ」の申請動向を分析する項目を設けました。2025年の株主総会シーズンにおける最も顕著な傾向の一つは、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です。2025年の株主総会シーズンにおいて、上程された提案の23% (840件中193件) に対して認められました。これは前年の14% (1,000件中141件) と比較して増加しています。

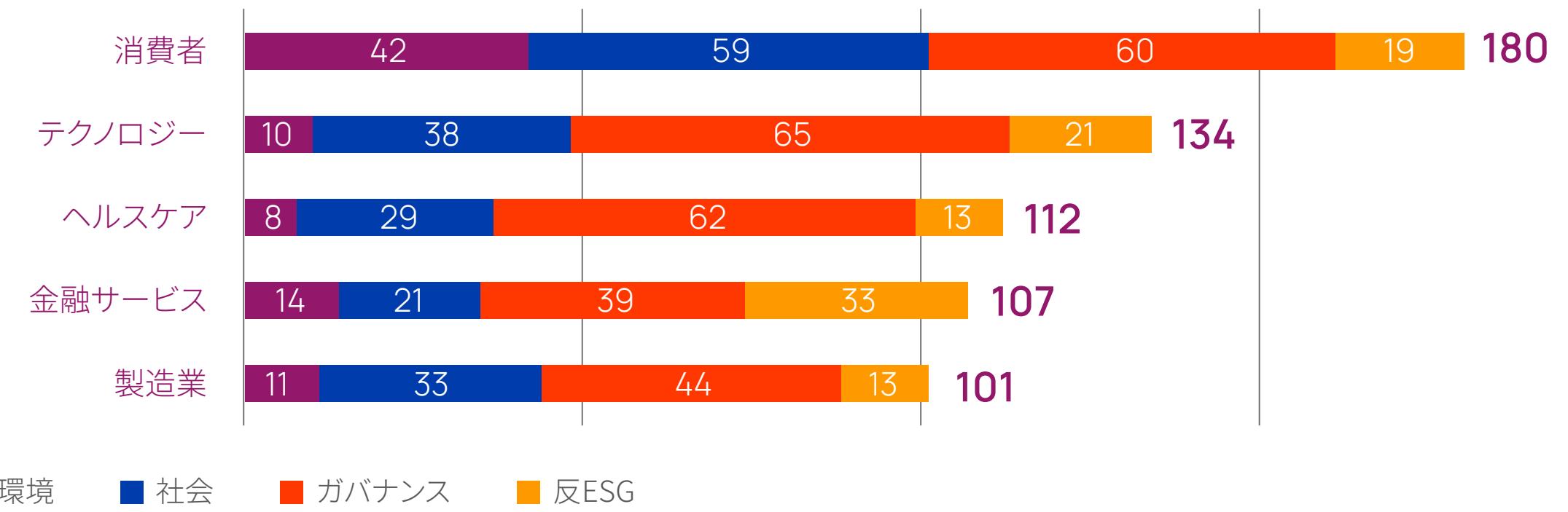
2025年の平均賛成率は2024年とほぼ同水準で推移しました。ガバナンス関連議案の賛成・可決率は、横ばいでいたが、E&Sは3年連続で低下しました。

年度別株主提案件数



また、反ESG提案の支持率は僅かに上昇したものの、一貫して一桁台前半にとどまっています。2025年シーズンのESG関連に関する議決権行使率は、前年度と同水準で推移し、環境に関する82件は全て否決された一方、社会問題に関する提案162件中4件、ガバナンスに関する提案251件中45件が可決されました。消費財、テクノロジー、ヘルスケア、金融サービス、製造業の5セクターが、全株主提案の75%（840件中634件）を占めており、これはこの3年間の傾向と一致しております。2025年の株主総会シーズンにおいても、総提出件数が前年比減少したにもかかわらず、環境関連トピックスは株主提案の主要な注目分野として位置づけられております。

### 株主提案上位5セクター



### 2025年におけるESG提案の可決割合



## 環境関連の提案

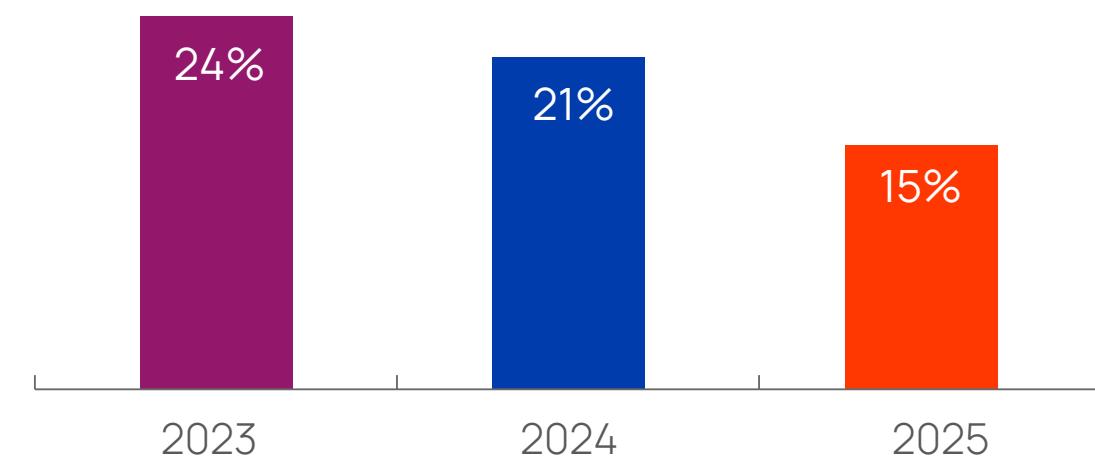
2025年には合計133件の環境関連提案が提出されました（除く、反ESG反対提案14件）。これは2024年の株主総会シーズンにおける173件から23%の減少となります。提案総数に占める割合はほぼ横ばいとなっており、2024年シーズンの17%に対し、今シーズンは全提案の16%を占めています。

ESGに関する関心事が大きく変化する中、毎年堅調に提出件数が推移していることは、投資家が依然として環境問題を重要な懸念事項と認識していることを示しております。過去の株主総会シーズンと同様に、2025年に提出された環境関連提案で最も多かったのは、以下に焦点を当てたものでした。

- › Scope 3を含む、温暖化ガス排出量削減
- › プラスチック/サステナブル包装
- › 排出量ファイナンス

環境関連提案に対する平均賛成率は年々低下し続けており、2024年の21%に対し、2025年は15%となりました。環境関連提案の54%（133件中72件）が提出されましたが、可決された議案はありませんでした。

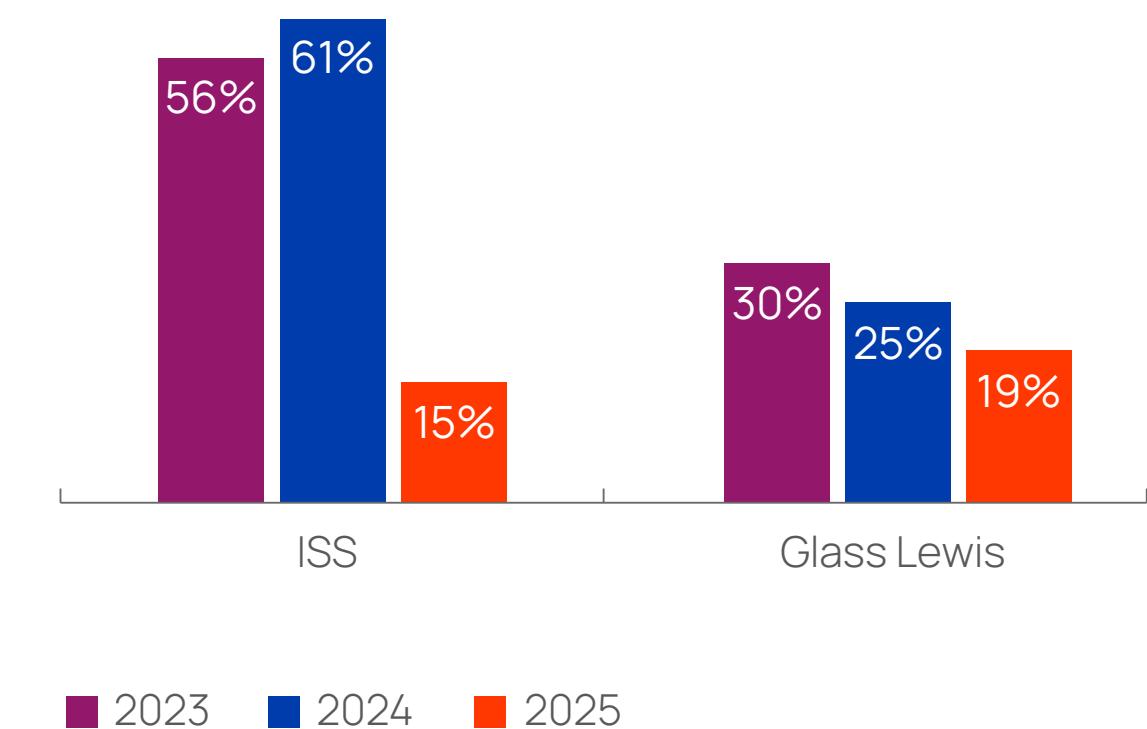
### 環境に関する平均賛成率の推移



## 議決権行使助言会社

Glass Lewisは、環境関連提案への支持を僅かに増加させた一方、ISSは減少させました。Glass LewisがESGスチュワードシップをより重視する傾向にあるのは、同社のより広範な国際的な顧客基盤に起因している可能性があるのに対し、ISSは米国特有の市場基準との整合性により重点を置いているように見受けられます。

### ISSおよびGlass Lewisの環境関連提案への賛成率の推移



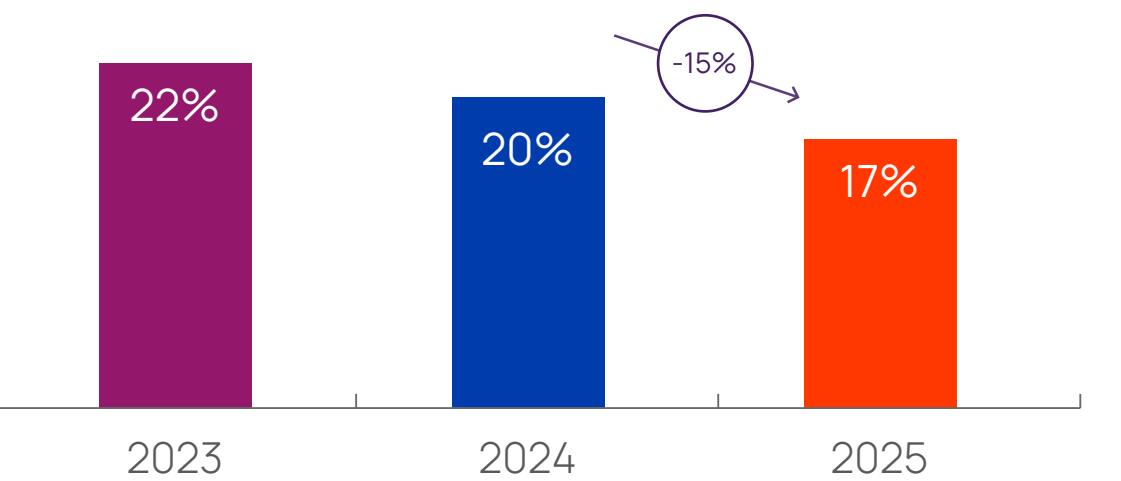
## 社会問題に関する提案

社会問題に関する提案の件数は、2024年と比較して33%減少しました(2024年の335件に対し、2025年の株主総会シーズンでは223件)。社会問題に関する提出件数223件は、全提案の27%を占めており、その内109件が決議され4件が可決されました(いずれも政治献金に関する提案)。社会問題に関する提出件数(63件)は、ロビー活動(37件)と政治献金(26件)の合計、2024年(80件)より21%、2023年(82件)より23%減少しました。また、人権関連に関する提出件数も比較的高い水準で推移しております(2025年:26件、2024年:20件、2023年:27件)。

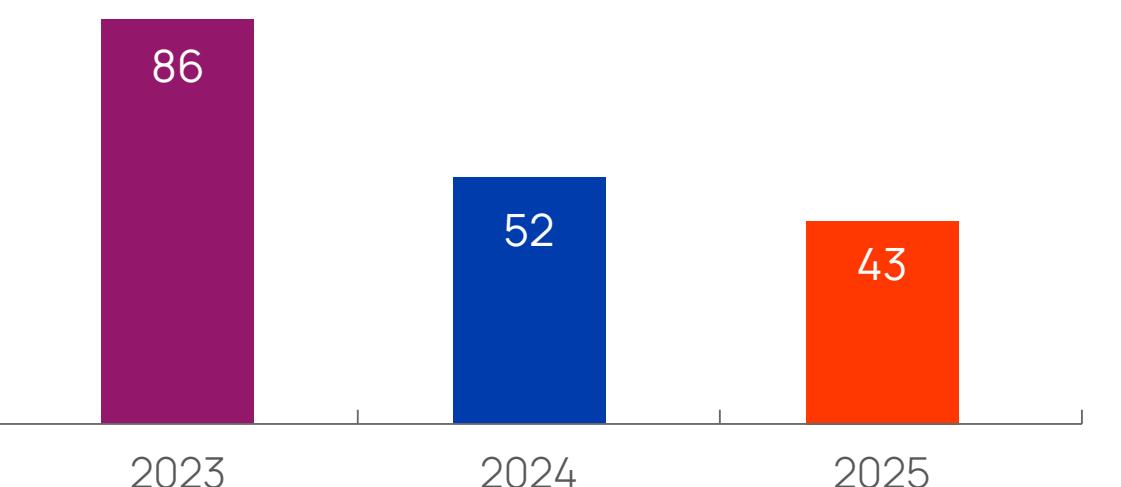
2022年にピークを迎えた多様性関連の提案(取締役会の多様性、公民権監査、DEI、インクルーシブ採用、人種的公平性監査、人種的公平と正義、労働力の人口統計)から離れていく動きがみられました。DEI関連提案(提出数13件)は大幅に減少し、過去2年間の提出件数(2024年31件、2023年37件)の半分以下となりました。DEI関連提案が3番目に多かった過去2年間と比べると、顕著な変化が見られました。

DEI関連の提案に対する賛成票は減少し、2024年シーズンには13件の提案で平均24%の賛成率が、2025年にはわずか5件の提案で8%にまで低下しました。

社会問題に関する平均賛成率の推移



多様性に関する提案件数の推移



## ガバナンス関連の提案

2025年においても、ガバナンスに関する議案の提出件数は堅調に推移し356件でした。これは、2024年の株主総会シーズンの377件とほぼ同水準です(いずれも反ESG提案を除く)。

の中でも、継続審議されてきた取締役会の毎年選任およびセバレンスペイの二つのベストプラクティスに関する支持が顕著に増加いたしました。

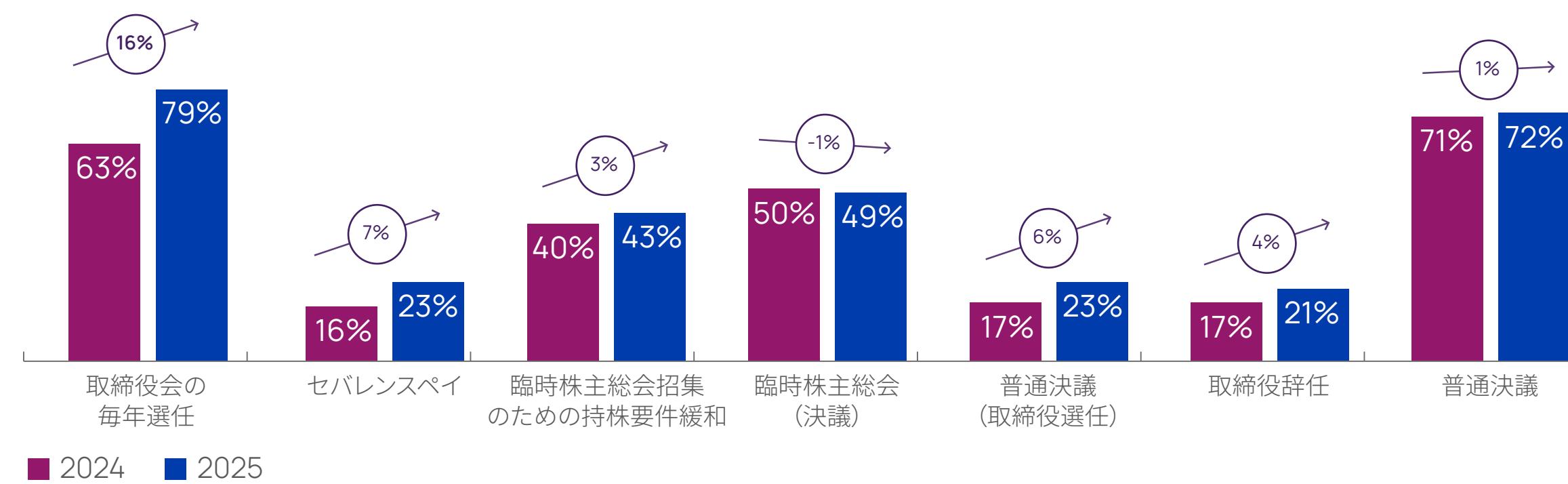
### 特定のテーマに対する支持の増加

2025年のガバナンスに焦点を当てた提案の可決率(すなわち過半数の支持を得た提案)が、240件中46件(19%)であり、2024年の240件中50件(21%)とほぼ同水準であったことから見ても、依然として強い支持を得られていることが伺えます。

### 過半数の支持を得たガバナンス関連提案

2023		2024		2025	
可決率	総決議件数	可決率	総決議件数	可決率	総決議件数
9.6%	251	20.8%	240	19.2%	240
可決件数	24	可決件数	50	可決件数	46

### ガバナンスに焦点を当てた各種提案に対する支持の拡大



## スチュワードシップの変更

ここ数年、株主による議決権行使およびスチュワードシップ方針において、取締役会の説明責任がますます重視される傾向にあり、複数の主要機関投資家による直近の投資方針の見直しからも、その方向性の転換を示唆しております。BlackRock、VanguardやState Street Global Advisorsは、2025年の方針を改訂し、ESG関連事項に関する従来の強い表現を緩和または削除しました。これらの見直しは、特に取締役会の多様性や気候変動リスクといったE&Sに関して、より普遍的な考え方を反映したもので

このような流れを引き起こす要因としては、政治情勢の変化、SECのスケジュール13D-Gに基づく大量保有報告書に関する規制の改正(5%超の実質的保有権(beneficial owner)を有し、且つ支配の意思を持つ投資家に対しスケジュール13Dの提出を義務付けています)、および裁判所の判決やその他の法的・規制上の更新に関する潜在的な影響などが挙げられます。

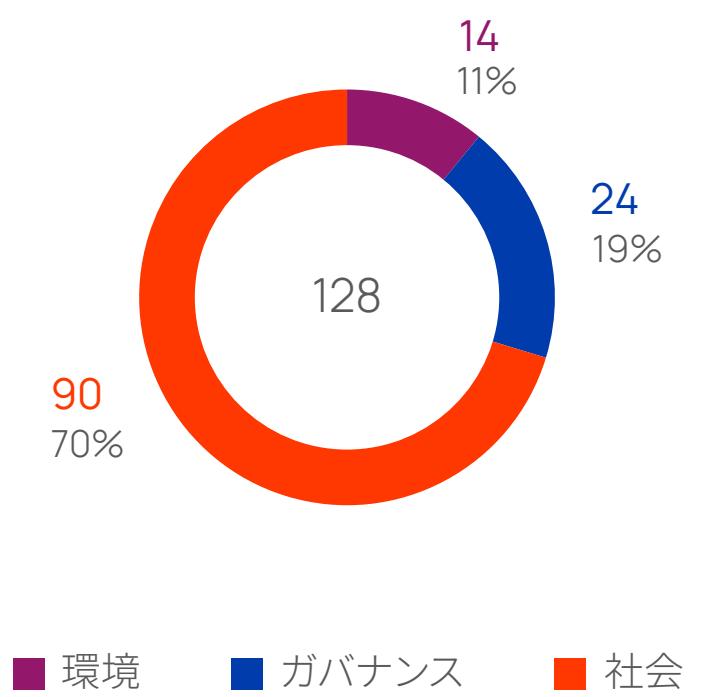


## 反ESG

2025年度のシーズンにおいて、反ESG提案の提出件数は、2024年度(115件)比で11%増加(2025年度は128件)、2023年度(94件)比では36%増加しました。尚、反ESG提案に対する株主の賛成率は2.9%でした。反ESG提案の提出件数につきましては、過去のシーズンと同様に以下傾向が確認されました。

- › 社会問題に関するトピックスが全提案の約70%(128件中90件)を占め、その70%以上が多様性に関する内容であり、2024年と同様の傾向を示した。また、過去2回の株主総会シーズンとは異なり、今年は反ESG提案者による公民権監査に関する具体的な提案が減少する傾向が見られた
- › ガバナンス関連トピックスは反ESG提案の18%超(24件)を占めた
- › 環境関連トピックスは約11%(14件)を占めた

2025年における反ESG提案項目別割合



## 「ノーアクション・レリーフ」

2025年の株主総会シーズンは、前例のない「ノーアクション・レリーフ」要請の波が生じましたが、これは2025年2月12日にスタッフ法務通知第14M号(SLB 14M)を改正したことが背景にあることが考えられます。同法務通知は、SLB 14Mの複数の実務取り扱いを改正し、実質的にSECの株主提案権制度を2021年以前の状態に戻しました。

SLB 14Mにより、企業はレリーフ申請時に取締役会の分析を添付する必要がなくなったため、SEC規則14a-8(i)(7)('通常業務')および14a-8(i)(5)('経済的関連性')に基づき、株主提案を拒絶できる範囲が広がりました。SLB 14Mは2025年度途中での改正となりましたが、シーズン全体の株主提案の結果に影響を及ぼしました。



# 欧州における2025年シーズンレビュー抜粋

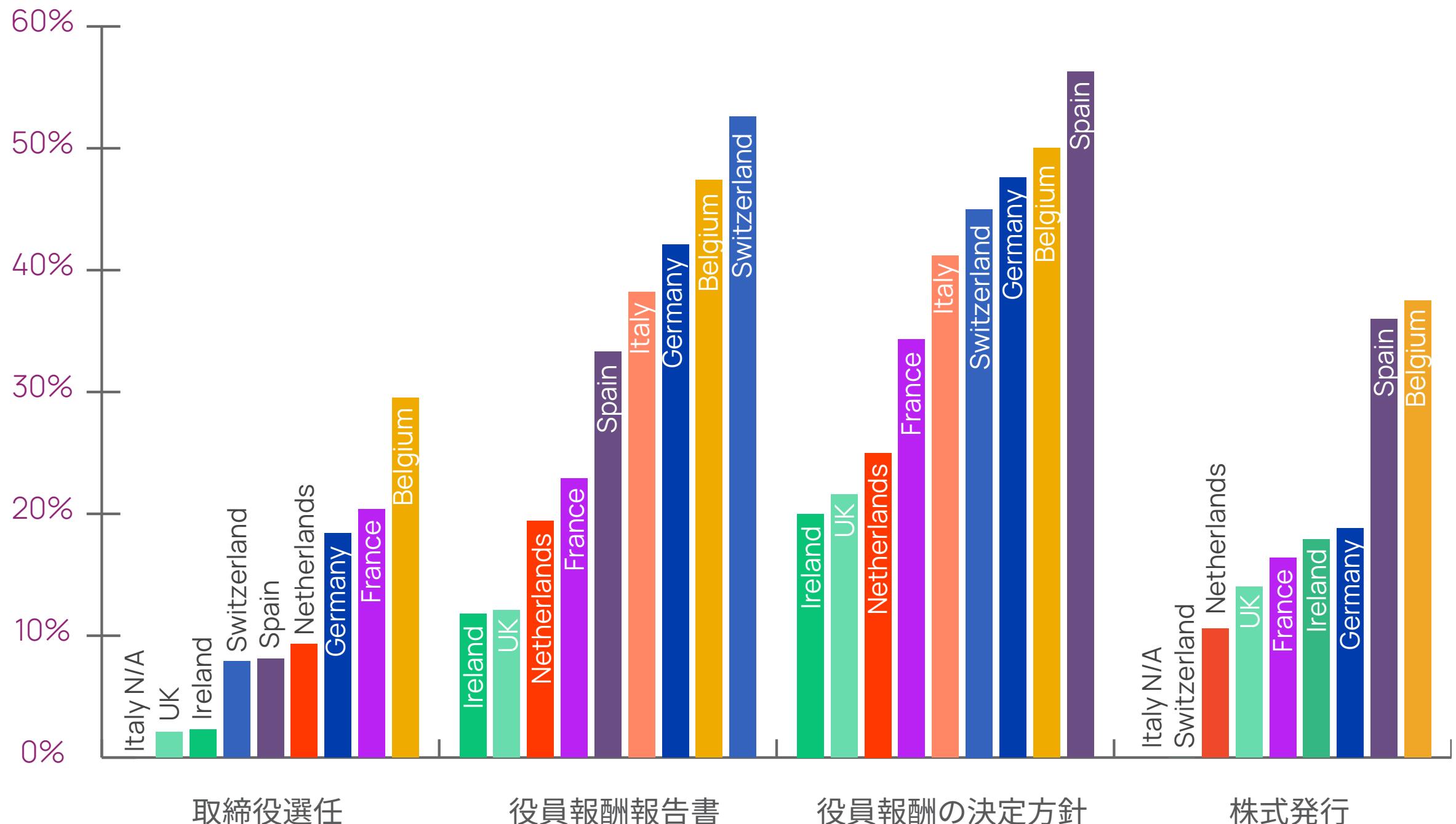
## 2025年の欧州動向

### 争点となった議案の概要

本セクションでは、本レポートの対象となる9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の類型。9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、2024年の21.6%から2025年には23.6%に上昇した
- アイルランドは、今年度の定時株主総会シーズンレビューにおいて、役員報酬報告書が争点となった割合（11.8%）および役員報酬方針に関する議決権行使が争点となった割合（20.0%）が最も低い市場として初めて登場した
- アイルランドに次いで、英国は役員報酬報告書に争点がある割合（12.1%）および役員報酬方針に関する議決権行使が争点となった割合（21.6%）が最も低い市場となった
- 役員報酬報告書が争点となった割合が最も高かった市場はスイスで、少なくとも10%の反対を受けた割合は52.6%となった。また、役員報酬方針が争点となった割合が最も高かったのはスペイン（56.3%）という結果になった
- 取締役選任が争点となった割合は、英国が最も低く（2.1%）、ベルギーが最も高かった（29.5%）
- 表は、欧州の主要市場で一般的な4つの主要カテゴリーにおける争点となった（10%以上の反対票があった）議案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

2025年に争議となった議案の分野別割合 (%)



## 2025年の役員報酬

2025年においても、役員報酬は投資家にとって重要な焦点となっています。

- › 英国(FTSE100)では、10%以上の反対を受けた(争点となつた)役員報酬報告の割合は7.0%から12.1%へ、また争点となつた役員報酬方針の割合は12.1%から21.6%へと増加した
- › ドイツ(DAX40)では、10%以上の反対を受けた役員報酬報告の割合は28.9%から42.1%へ、また争点となつた役員報酬方針の割合は30.8%から47.6%へと増加した
- › フランス(CAC40)では、10%以上の反対を受けた役員報酬報告の割合は28.6%から22.9%に減少した一方、争点となつた役員報酬方針の割合は31.4%から34.3%へ増加した
- › スイス(SMI)では、10%以上の反対を受けた役員報酬報告の割合は57.9%から52.6%へ、また争点となつた役員報酬方針の割合は50.0%から45.0%へと減少した
- › オランダ(AEXとAMX)では、10%以上の反対を受けた役員報酬報告の割合は22.2%から19.4%に減少した一方、争点となつた役員報酬方針の割合は9.1%から25.0%へ増加した

- › イタリア(FTSE MIB)では、10%以上の反対を受けた役員報酬報告の割合は38.2%で横ばいであった一方、争点となつた役員報酬方針の割合は43.8%から41.2%へと減少した
- › スペイン(IBEX35)では、10%以上の反対を受けた役員報酬報告の割合は43.8%から33.3%に減少した一方、争点となつた役員報酬方針の割合は41.2%から56.3%へ増加した
- › ベルギー(BEL20)では、10%以上の反対を受けた役員報酬報告の割合は36.8%から47.4%へ、また争点となつた役員報酬方針の割合は33.3%から50.0%へと増加した
- › アイルランド(SEQ20)では、10%以上の反対を受けた役員報酬報告の割合は5.6%から11.8%に増加した一方、争点となつた役員報酬方針の割合は25.0%から20.0%へと減少した

## 2025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、2025年に10%以上の反対を受けた取締役選任の割合が2.6%から2.1%へと、20.3%減少した
- › ドイツ(DAX40)では、2025年に10%以上の反対を受けた取締役選任(監査役選任)の割合が23.2%から18.4%へと、20.5%減少した
- › フランス(CAC40)では、2025年に10%以上の反対を受けた取締役選任の割合が14.2%から20.4%へと、43.7%増加した
- › スイス(SMI)では、2025年に10%以上の反対を受けた取締役選任の割合が8.9%から7.9%へと、11.8%減少した
- › オランダ(AEXとAMX)では、2025年に10%以上の反対を受けた取締役選任の割合が13.6%から9.3%へと、31.6%減少した
- › イタリア(FTSE MIB)では、2025年に10%以上の反対を受けた取締役選任の割合が33.3%から0.0%へと減少した(-100%)
- › スペイン(IBEX35)では、2025年に10%以上の反対を受けた取締役選任の割合が5.1%から8.1%へと、59.0%増加した
- › ベルギー(BEL20)では、2025年に10%以上の反対を受けた取締役選任の割合が28.8%から29.5%へと、2.5%増加した
- › アイルランド(SEQ20)では、2025年に10%以上の反対を受けた取締役選任の割合が6.2%から2.3%へと、63.0%減少した



## 2025年に「Say on Climate」提案を決議した国

### E&S 関連議案

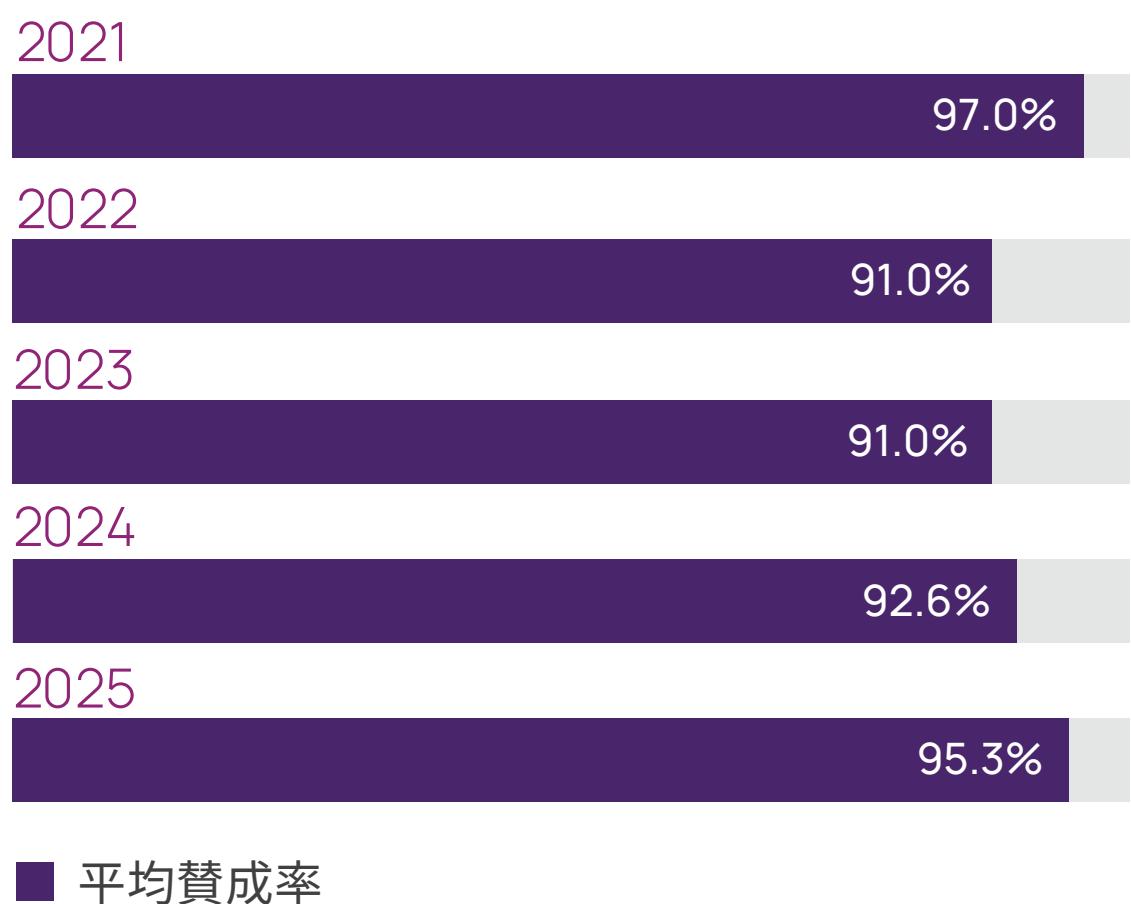
#### 「Say on Climate」(気候変動に関する)取締役会提案議案

2025年の定時株主総会シーズンは、企業がいわゆる「Say on Climate」(気候変動に関する)議案を自主的に提案した5年目でした。この1年間(2024年7月1日～2025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。欧州企業が提出した「Say on Climate」(気候変動に関する)議案数は安定的に推移しており、2025年と2024年の定時株主総会シーズンにはいずれも22件の議案が提出され、これはピーク時の2022年の36件から減少しています。

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。2025年の定時株主総会シーズンでは、フランス企業(9社)による気候変動に関する議案は、2024年の定時株主総会シーズン(6社)と比較して50%増加しました。

また、Infrastrutture Wireless Italianeがイタリアに本社を置く企業として2022年以降初めて気候変動に関する議案を提出しました。

#### 「Say on Climate」(気候変動に関する)平均賛成率の推移(2021年～2025年)



- > Aviva
- > Centrica
- > National Grid
- > Ninety One
- > Pennon Group
- > Rio Tinto
- > SSE

> Equinor

- > Altarea
- > Amundi
- > Carmila
- > Engie
- > Icade
- > La Francaise de l'Energie
- > LNA Sante
- > OVH Groupe
- > Societe Fonciere Lyonnaise

> Ferrovial

- > Aena SME
- > Gestamp Automocion

- > Infrastrutture Wireless Italiane

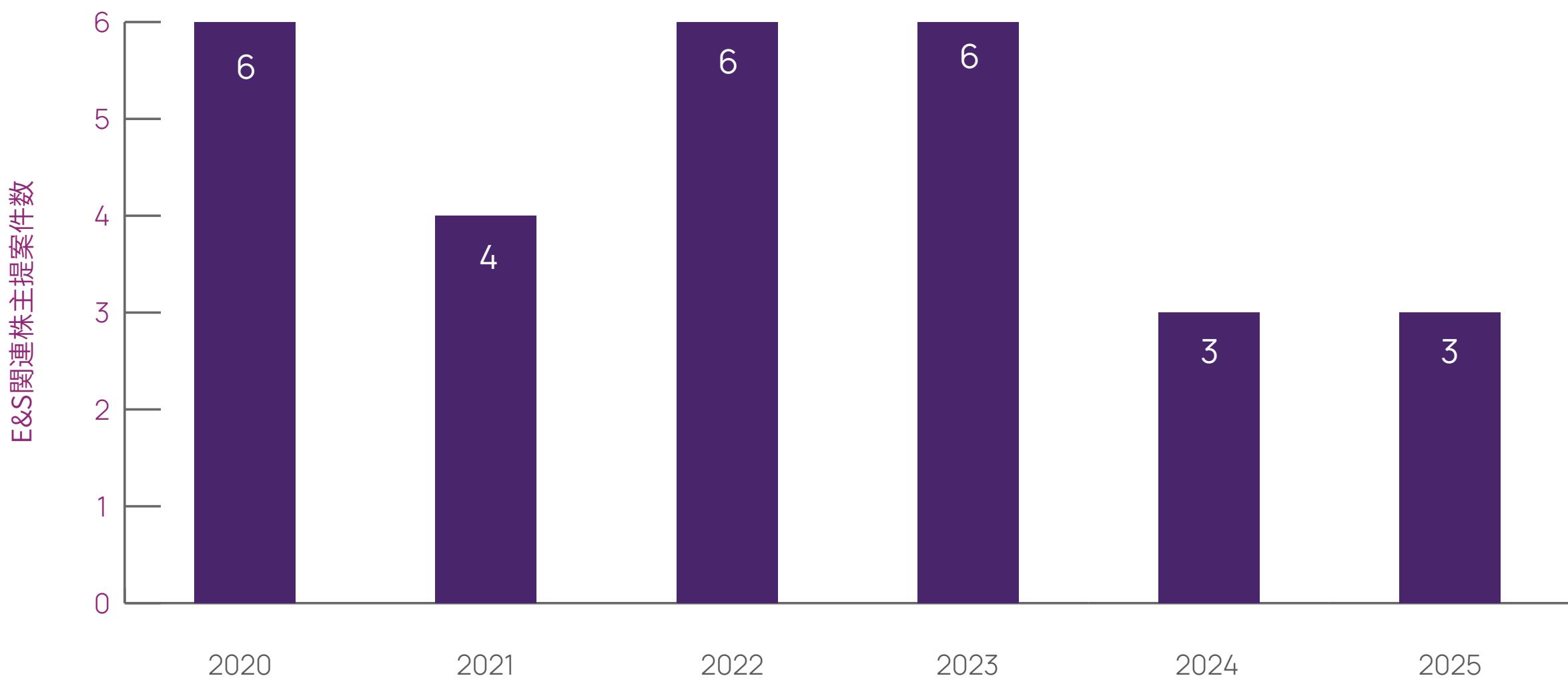
> Holcim

## E&S関連の株主提案

本レポートの対象となる9つの市場における機関投資家や主要アクティビストグループによるE&S関連の株主提案は、年間を通じて相対的に少ない傾向にあります。今年は、9つの市場を通じて、E&S関連の株主提案は3件に留まりました。

- › The Australian Centre for Corporate Responsibility (ACCR) は、気候変動に関する株主提案を行った
- › ShareActionは、生活賃金に焦点を当てた3つの株主提案を行った
- › HSBCは、1975 Midland Bank Scheme に関する株主提案を今年も受けた

9つの市場における企業に対して提出されたE&S関連の株主提案数の推移(2021年~2025年)



## 定時株主総会の開催方式の概要

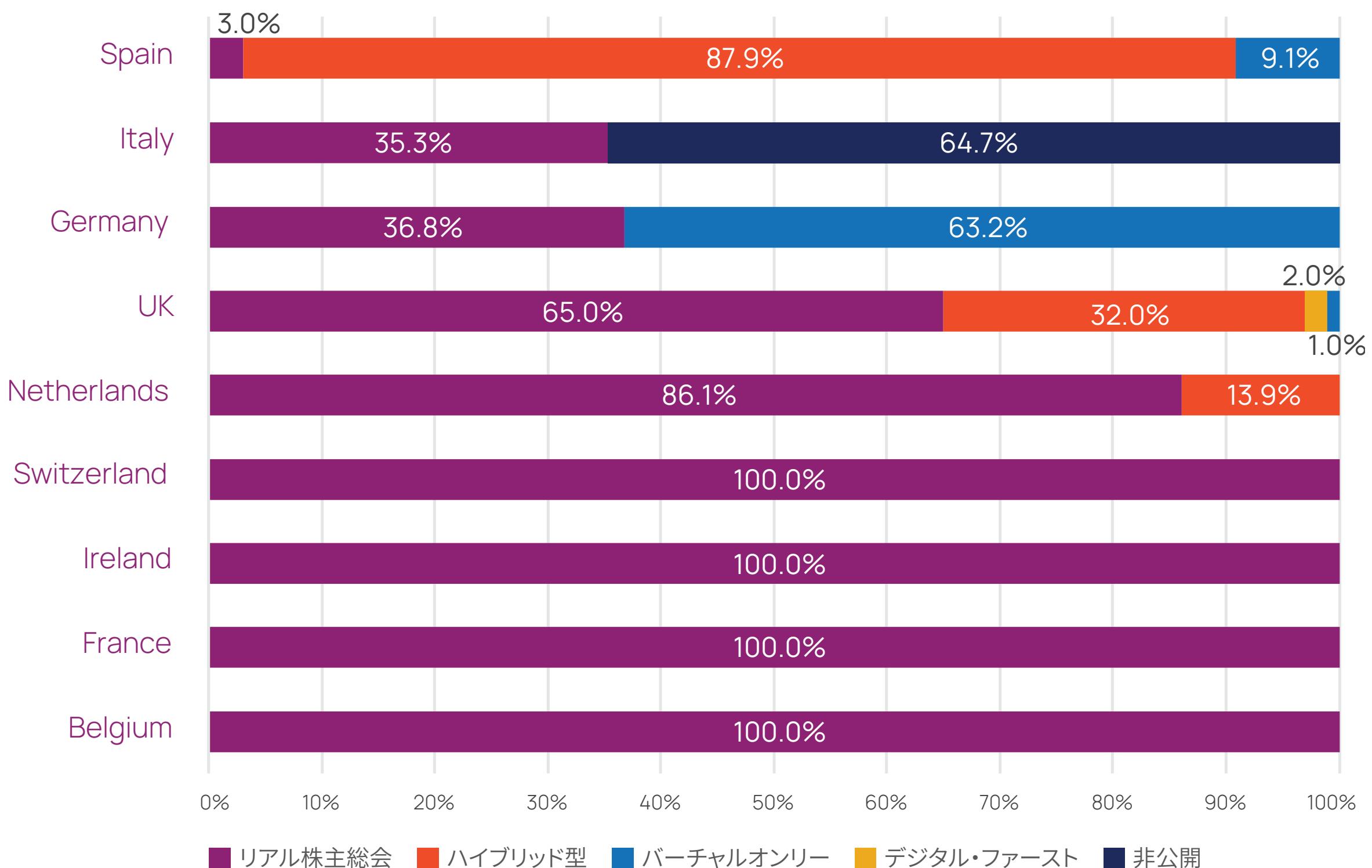
新型コロナのパンデミック以降、欧州市場において定時株主総会の開催方式やバーチャルオンリーの開催の可能性に関し、様々な進展と多様化する慣行が見られました。

昨年を通じて法改正についての議論と施行があり、企業が市場ベースの法的枠組みや投資家の期待にどのように適応していくかを検討し、株主とどのように対話していくのが最適なのかに焦点を当ててきました。

欧州で、現在、開催可能な方式は以下のように大別出来ます。

- › **リアル株主総会(インターネット配信の有無は問わず):** 物理的な会場に赴き参加。インターネット等により配信される場合とされない場合があるが、バーチャルでの視聴者は質疑や議決権行使等の参加行為はできない
- › **ハイブリッド型:** 株主は、物理的な会場に赴き参加するほか、インターネット等の手段によりバーチャル参加することが可能で、物理的な会場に赴いた参加者、バーチャルでの参加者とも、質疑や議決権行使をすることができる
- › **デジタル・ファースト:** 名目上はハイブリッド型ながら、物理的な参加は推奨されないもしくは制限されている(話者とは異なる会場の場合もある)。現状、イギリス特有の方式
- › **バーチャルオンリー:** インターネット等の手段によるバーチャル参加のみが認められており、バーチャル参加者は質疑や議決権行使をすることができる
- › **非公開:** 代理人による議決権行使に制限されており、物理的、バーチャル参加とも認められていない。現状、イタリア特有の方式

## 2025年定時株主総会シーズンにおける市場別定時株主総会の開催方式の内訳



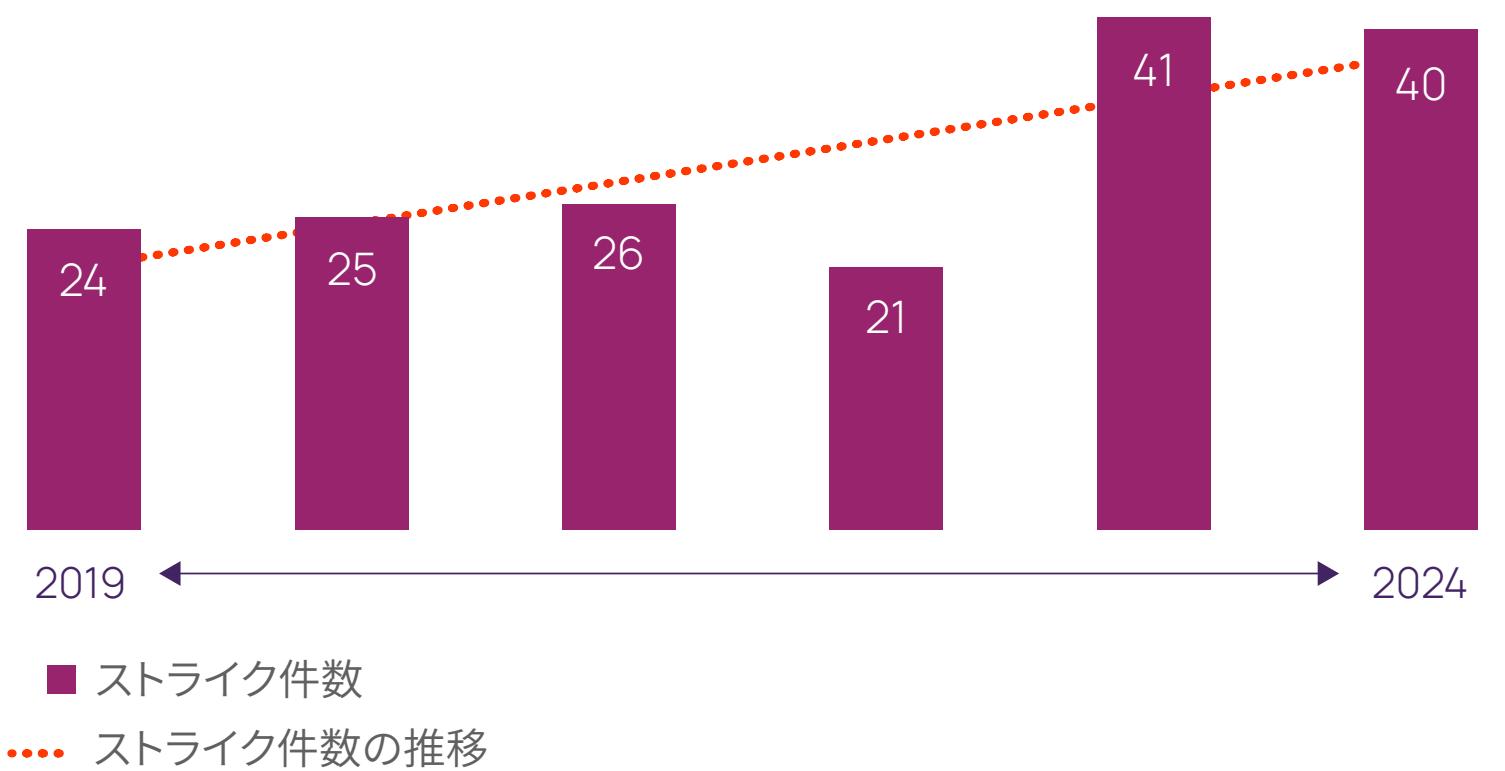
# 豪州における2024年シーズンレビュー抜粹

## 役員報酬

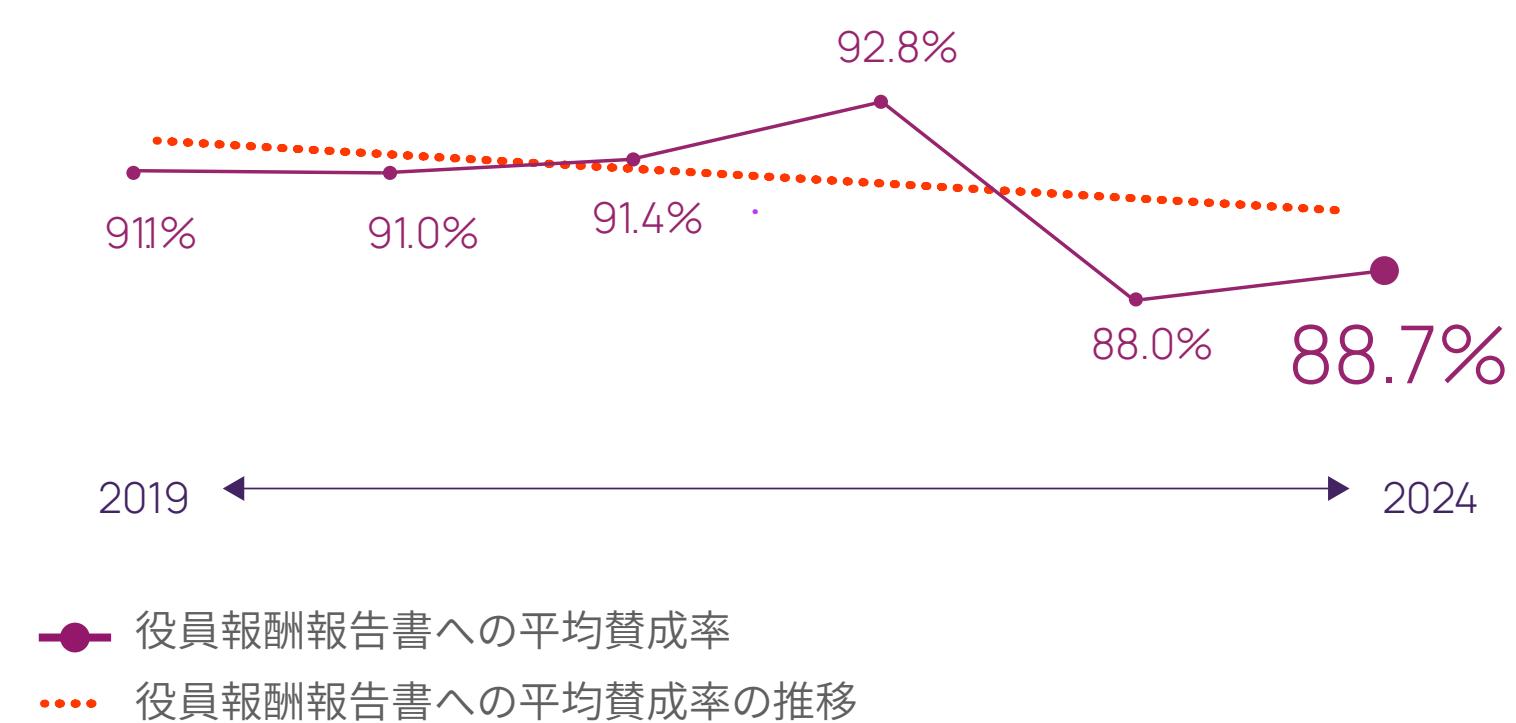
2024年の「ストライク(反対票25%以上)」数は依然として高く、計40<sup>※2</sup>件に達しました。その内、「セカンド・ストライク(2年連続で反対票25%以上)」が相当数(12件)を占めました。役員報酬報告書への平均賛成率は、わずかに回復傾向を示しました。

法的効力上は助言的なもので拘束力はないものの、2024年は役員報酬決議が、機関投資家と個人投資家の双方にとって激しい議論を呼ぶ問題として注目を集めました。業界を代表するコラムニストの言葉を借りれば、役員報酬報告書への投票は、本来の目的であった報酬構造や株主との利害一致への焦点から離れ、実質的に企業全体に対する年次的な世論調査へと変質したのです。

S&P/ASX300採用銘柄におけるストライク件数  
(2019年～2024年)



S&P/ASX300採用銘柄における役員報酬報告書への平均賛成率  
(2019年～2024年)



※2 豪州には独自の「Say on Pay」制度がある。企業の役員報酬報告書に対し25%以上の反対票が投じられると「ワントライク」とみなされる。企業が2年続けて定時株主総会にてストライクを受けた場合、株主の意向を問う議案(spill resolution)を株主総会で諮らなければならない。この決議案で過半数の賛成を得られれば、現職取締役は90日以内に開催される臨時総会で再任の決議を受けることになる。40件のストライク事例には、海外に本拠を置く2社も含まれている。理論上、これらの企業は「ツーストライク・ルール」の法的拘束力を受けない。しかし、豪州で上場しており、2024年に開催された株主総会において報酬報告書または同等文書に対し25%超の反対票が投じられたため、本調査報告書に含めた。

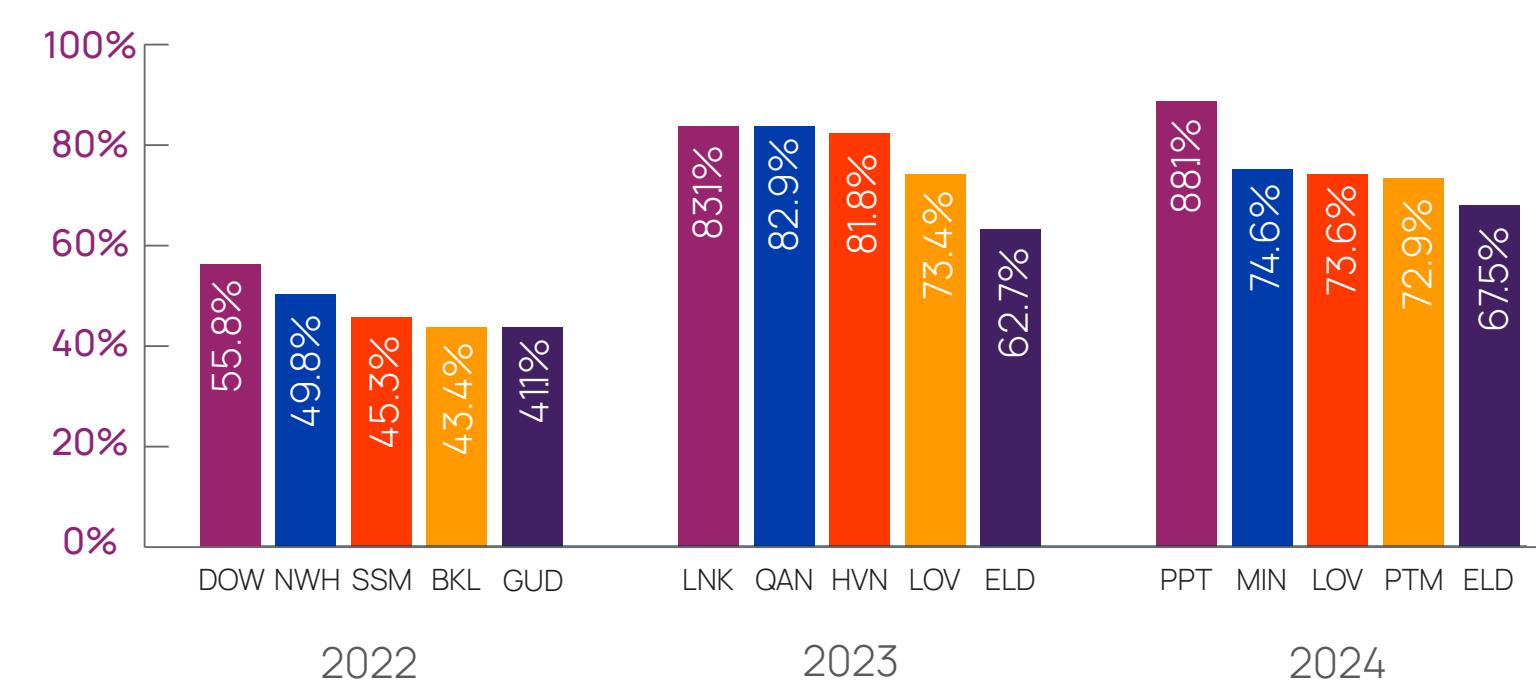
2024年のストライク数は依然として高く、計40件に達した。その内、セカンド・ストライクが相当数(12件)を占めた。法的効力上は助言的なもので拘束力はないものの、2024年は役員報酬決議が、機関投資家と個人投資家の双方にとって激しい議論を呼ぶ問題として注目を集めた。

2024年を通じて、S&P/ASX300採用銘柄では40件のストライクが記録されました。過去最多記録である2023年の41件にはわずかに及びませんでした。さらに、15社が20%から24.99%の範囲のニアミスゾーンに位置し役員報告書に対する反対票を受けました。これは、株主の強い不賛成を示し、取締役会に対し建設的に対応し将来の反対票回避を求める明確なメッセージとなりました。2023年にストライク寸前だった15社の内、5社が2024年に初のストライクを受けました。S&P/ASX300採用銘柄全体では、役員報酬報告書に95%以上の支持を得た企業が減少しました。これに伴い、2023年以降の報酬報告書の全体的な平均賛成率はわずかに上昇したもの、2019-2022年を下回る水準となっています。最後に、議決権行使助言会社の推奨が、これらの結果に影響を与えたことが見受けられます。2024年にストライクを受けた発行体の役員報酬報告書の内、ISSは77.5%に対して、グラス・ルイスは前年比6%減となる52.5%に対して、反対を推奨しました。

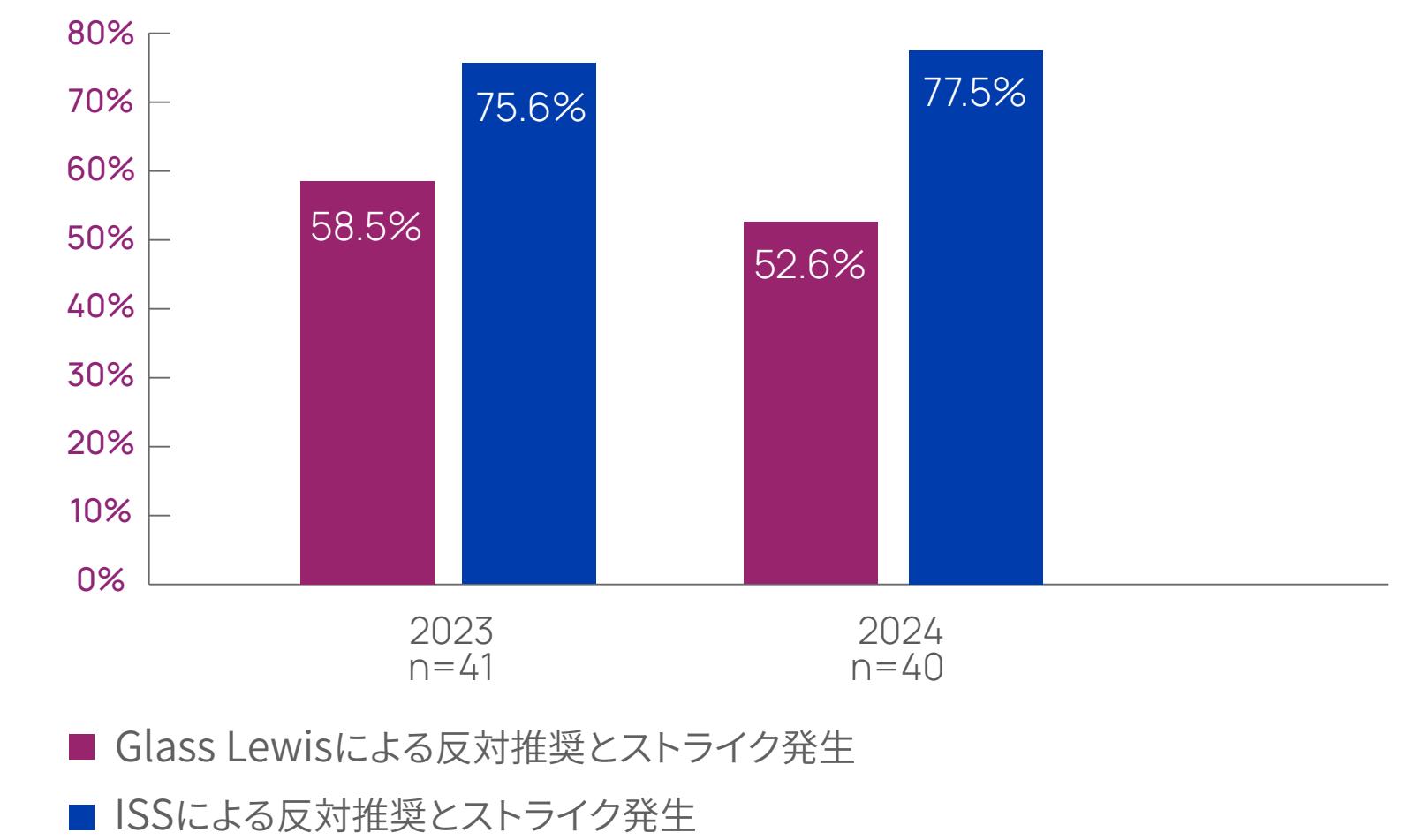
役員報酬決議へのストライクやニアミスという結果に表れた投資家の強い反発は、必ずしも当該企業の報酬慣行に対したものではなく、多くの場合、企業のガバナンスや企業文化、行動規範、財務実績に対する広範な懸念を代弁したものと見なすことができます。

創業者が率いる2つの企業では、圧倒的な反対票が投じられました。その背景には、1社では創業CEOの行動規範に関する問題が、もう1社では過剰な役員インセンティブ付与を巡るガバナンスに対する懸念がありました。金融サービス業の2社では、役員報酬決議がファンド運用業界の深刻な変化（継続的なパフォーマンス不振）と、短期的なオーナーシップに関する企業活動を反映したものとなりました。

## S&P/ASX300採用銘柄における役員報酬報告書への反対票上位5社 (2022年-2024年)



## Glass LewisとISSの影響力:S&P/ASX300採用銘柄におけるストライク判定(2023年-2024年)



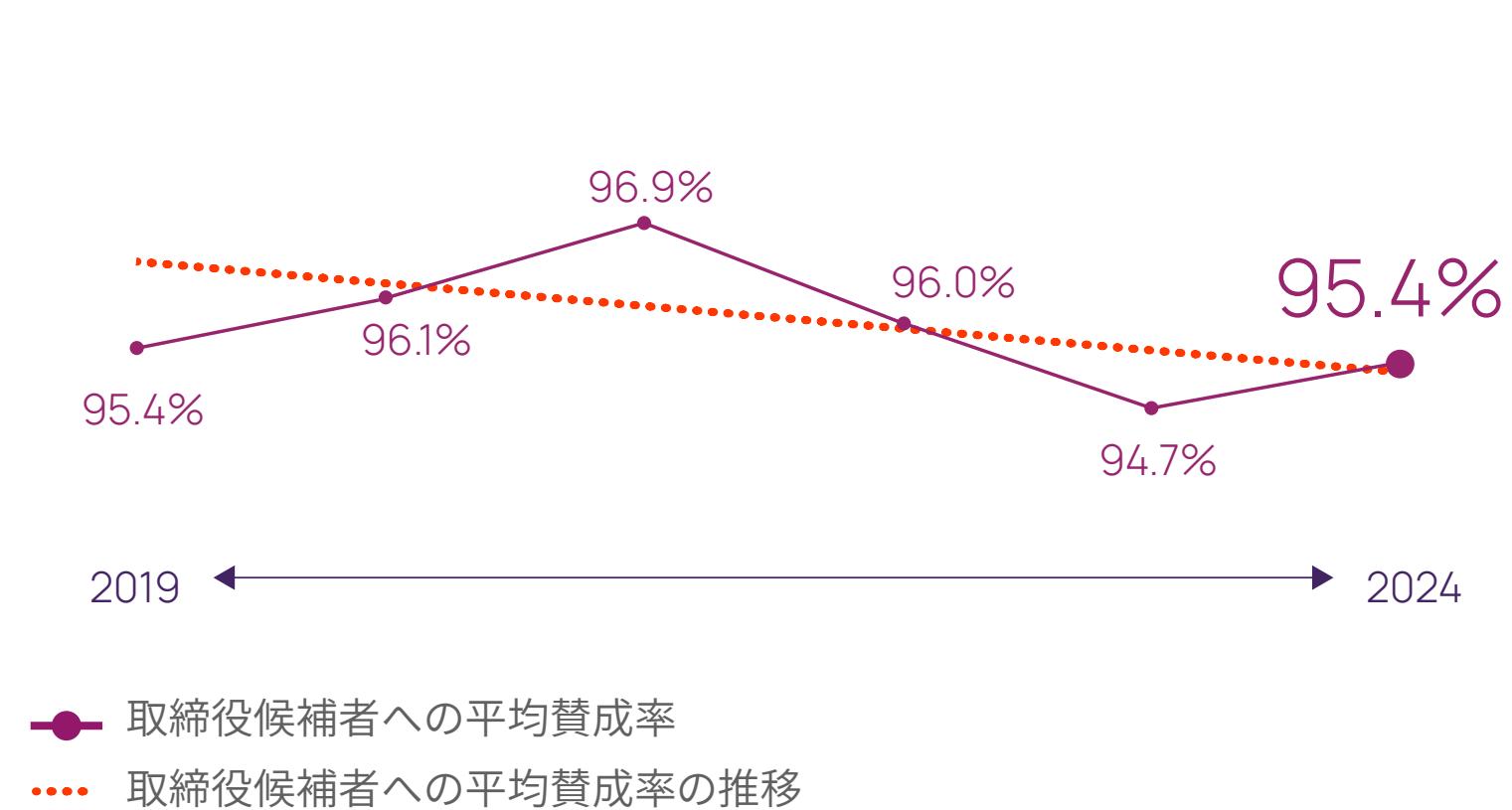
## 取締役に対する集中的な反対票

取締役候補者への平均賛成率は2024年も安定しており、10%以上の反対を受けた議案は2023年を下回りました。

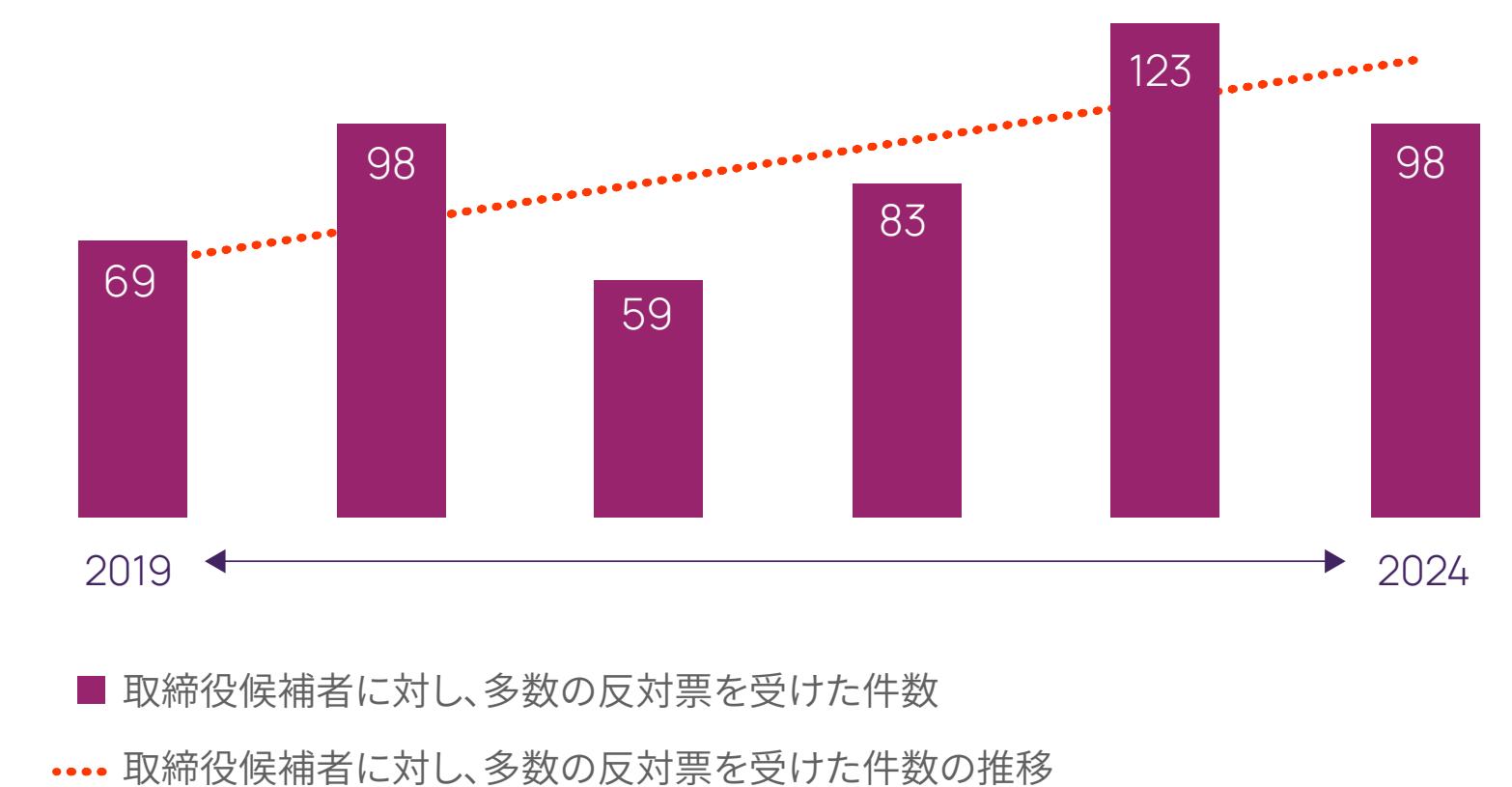
役員報酬報告書への反対に次いで、投資家が企業にメッセージを送る最も顕著な手段は、会社が提案した取締役候補者の選任に対する反対票を投じることです。従来、会社が提案した取締役（新規・現職を問わず）は、常に株主から非常に高い賛成率（通常95%以上）を得てきました。この水準を大幅に下回る賛成率（選出に必要な50%を満たしている場合でも）を得た候補者がいることは、当然ながら取締役会にとって懸念材料となり、取締役会の構成、後継者計画、投資家エンゲージメント等の重要な検討事項に影響を及ぼす可能性があることを示唆するものです。

S&P/ASX300採用銘柄において、2024年には70社で会社が推薦した98名（12.9%）の候補者が、株主から10%以上の反対票を受けました。26社30名の候補者においては、反対票が20%を超えるました。最多反対票は49.07%に達し、候補者の選任が否決される寸前という極めて稀な事態が豪州市場で発生しました。

S&P/ASX300採用銘柄において会社が提案した取締役候補者への平均賛成率（2019年～2024年）



S&P/ASX300採用銘柄において会社が提案した取締役候補者の内、多数の反対票を受けた件数（2019年～2024年）



従来、会社が提案した取締役（新規・現職を問わず）は、常に株主から非常に高い賛成率（通常95%以上）を得てきた。この水準を大幅に下回る賛成率を得た候補者がいることは、当然ながら取締役会にとって懸念材料となる。

## 取締役への反対票の主な理由

会社が推薦した候補者に対する反対票が高くなるのには、様々な理由が考えられます。特に、その取締役の指名が、取締役会の構成やコーポレート・ガバナンスのベストプラクティスに関する議決権行使助言会社や機関投資家のポリシーと一致していない場合に起ります。2024年に見られた主な理由は、以下の通りです。

- › **独立性の欠如:** 候補者が、独立取締役が過半数を占めていない取締役会に属する執行役、主要サプライヤー、または長期在任で独立性が認められなくなった取締役である場合
- › **説明責任:** 再選を目指す候補者が、ガバナンスが不十分と見なされている取締役会の中で、ガバナンスを主導したとして責任を問われる場合。2024年には、以下の例が挙げられる
  - › 報酬委員会委員長が論争を呼ぶ報酬案を複数提案した場合
  - › 不平等な二重株式構造を有する取締役会のガバナンス委員会の委員長
  - › ジェンダー多様性に欠ける企業の指名委員会委員長または委員

- › **別企業の取締役会における懸念:** 再選を目指す候補者が、ガバナンスが不十分と見なされている別企業の取締役会の中で、ガバナンスを主導したとして責任を問われる場合。2024年には、以下の例が挙げられる
  - › オーストラリア証券投資委員会(ASIC)の規制上好ましくない問題が指摘された企業での取締役職を理由に、独立取締役に対する多数の反対票
  - › ガバナンス不備に関する独立調査報告書が公表されたばかりの企業での取締役職を理由に、独立取締役の再選に対する17.5%の反対票
- › **ESG監督と取締役選任における対立:** ESGを重視する投資家や非営利組織(NGO)が、環境保全の取り組みで期待される基準を満たしていないとみなす企業の会長を標的とする事例
- › **取締役の過剰兼任(オーバーボーディング):** 候補者の職務負担が過剰と見なされる状況。2024年の顕著な例としては、以下が挙げられる
  - › 既にASX50主要企業2社の会長を兼任していた人物を会長候補者としたワイン会社
  - › 新たに任命された独立取締役へ反対票が集まった鉱山会社。背景に、同氏が別のASX上場企業で常勤役員兼共同会長を務めていることへの一部懸念



## 取締役会のジェンダーダイバーシティ

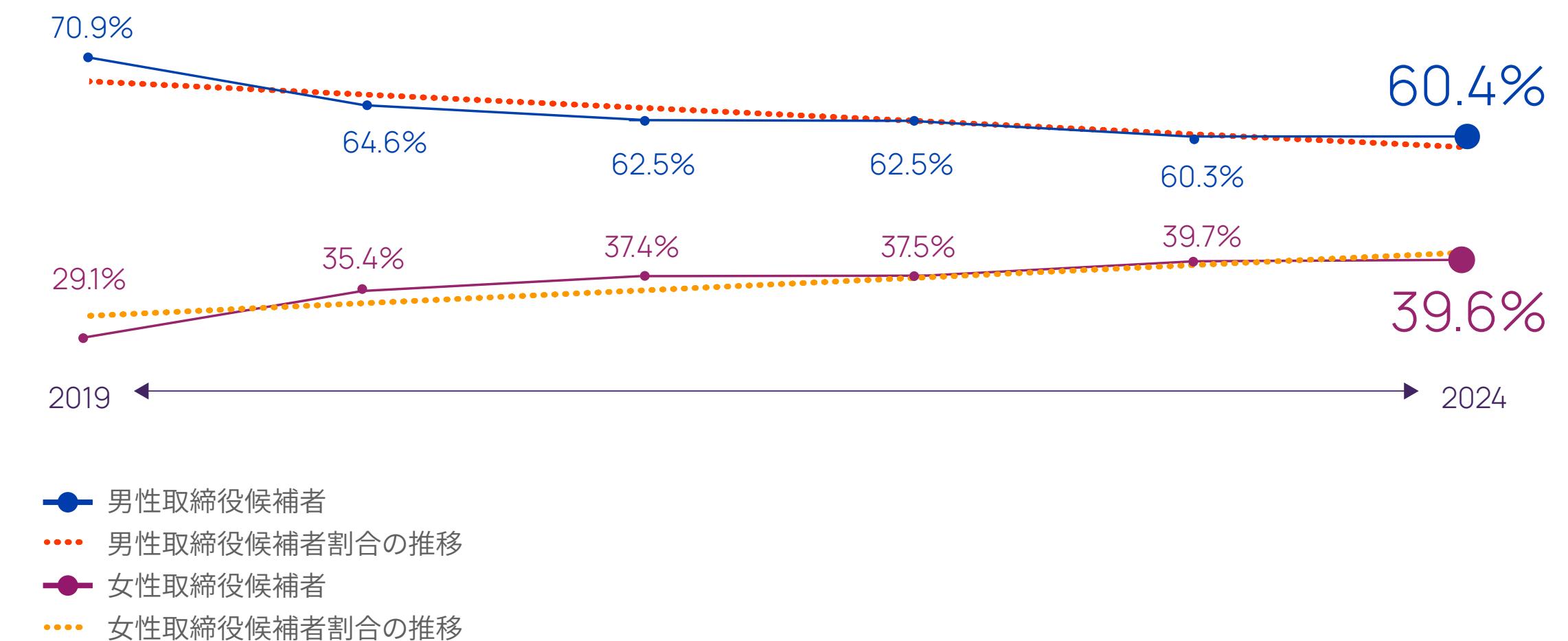
女性取締役の選任・再選は、増加傾向にあります(2019-2022年比)。S&P/ASX300採用銘柄では、女性取締役比率の40%達成には至っていないものの、女性の参画は拡大しています。

2019年に公表された、豪州証券取引所(ASX)の「コーポレート・ガバナンス原則および勧告」第4版は、ASX上場企業の取締役会で、役員構成の目標を男女それぞれ30%とするよう提言しました。これは、豪州がこの目標を上回る数少ない国の一となる上で重要な役割を果たしました。2024年2月に公表された、第5版に向けた協議草案では、この目標を「女性が少なくとも40%、男性が少なくとも40%、どちらでもない最大20%」という「40:40:20ターゲット」に、引き上げる方針が示されました。しかし、改定案への合意が得られなかつたため、取締役会のダイバーシティについては第4版の指針が引き続き適用されています。

女性および男性取締役候補者の割合は、過去2年間変化していないことから、ジェンダーギャップの解消は大きな課題となる見込みです。

取締役会のジェンダーギャップが改善されるにつれ、機関投資家の投票行動は、年齢・文化的背景・民族性といった、他のダイバーシティ要素や経営陣全体のダイバーシティへと徐々に移行しつつあります。

S&P/ASX300採用銘柄における取締役候補者の男女別割合(2019年~2024年)



## 株主提案と「Say on Climate」

ESGに焦点を当てた非政府組織(NGO)(マーケット・フォースやACCR(オーストラレーシアン・センター・フォー・コーポレート・レスポンシビリティ)など)は、主要銀行や資源関連企業に対し、気候変動開示の改善や、より野心的な排出目標を求める株主提案を活用しています。株主提案は時に、共同提案する投資家の支援を得て行われます。このアプローチは、発行体や機関投資家にとって重大なステークホルダー管理上の課題を生み出しています。図が示す通り、気候変動に関する株主提案の提出件数は2024年、大幅に減少しました。気候関連提案を受けた企業は4社、自然関連提案は2社にとどまり、2021年のピーク時(21社)から減少しています。

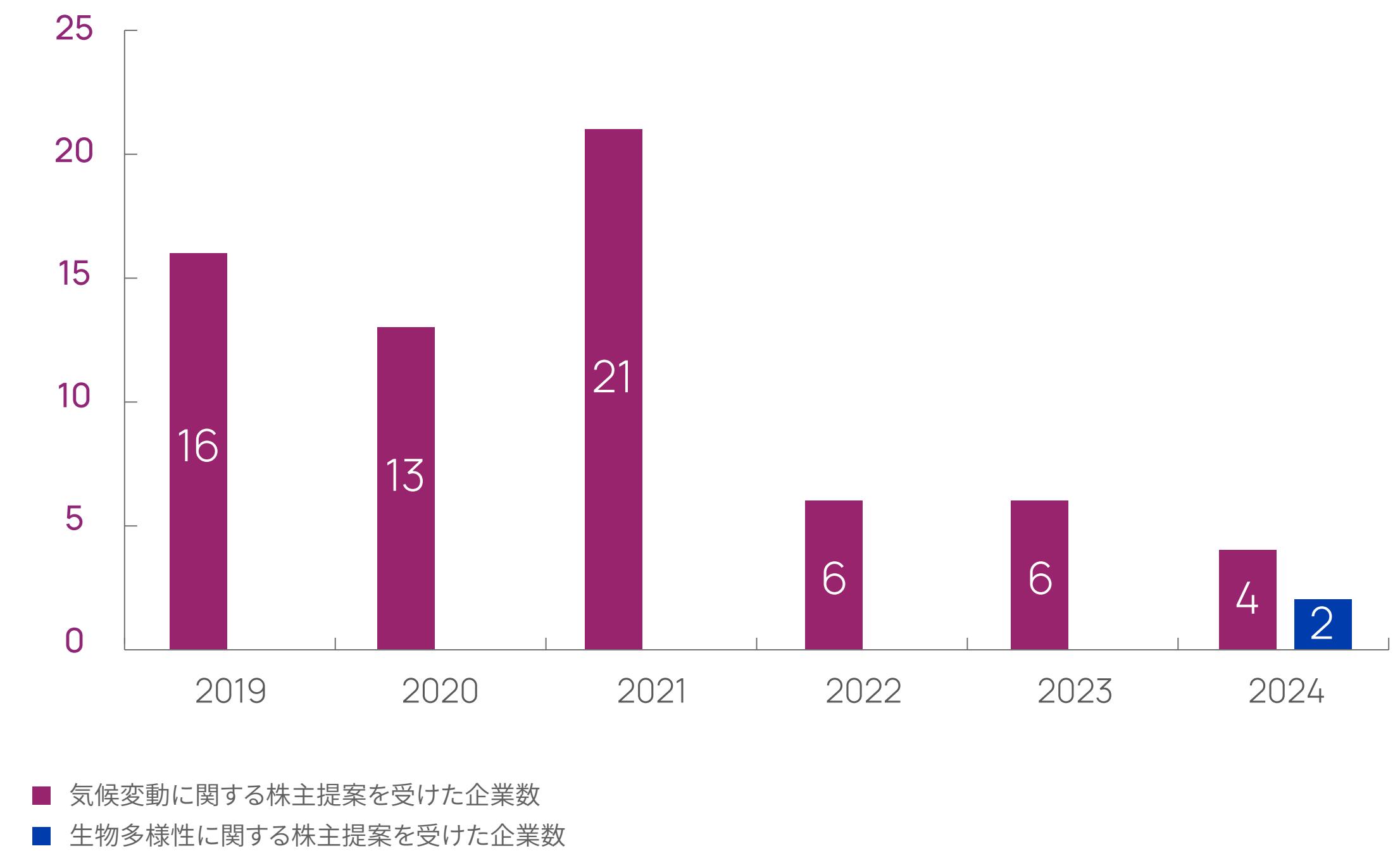
豪州における株主提案の発生率が低い理由として、以下が挙げられます。

- › 100名の株主または有効議決権の5%を確保して決議案を起草するという主要課題の存在
- › 厳格な法的制約。株主は勧告的決議の審議前に、75%以上の賛成が必要となる定款の改正を求めなければならない
- › 多くの投資家が、たとえ賛同する立場であっても、定款改正には消極的。2024年に提出された6件の定款改正決議案は、いずれも90%以上の反対で否決

- › 反対表明が役員報酬報告書への反対投票、個別取締役の再選拒否等、全般的に反対表明がより影響力のある手段へと移行
- › 2025年からの気候問題に関する開示義務の導入
- › 一部の著名なESGアクティビストが、日本などの他国へ注力先を変更

「Say on Climate」議案は、2021年に導入された企業主導の議案であり、その主目的は、過度に具体的または拙速な結果を求める株主提案を回避することにあります。企業は、自社の指標や目標、グローバルな報告基準への整合性を利用して、脱炭素化に向けた進捗状況を説明することができます。豪州では、圧倒的多数による支持が最も一般的です。これは、企業の脱炭素化目標、開示慣行、これまでの進捗状況を踏まえ、有意義な改善がなされていることに株主が合意していることを表したものと言えます。

**S&P/ASX300採用銘柄で気候変動または生物多様性に関する株主提案を受けた企業数(2019年~2024年)**



# 会社概要

## 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ァイ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ンリスクを分析し、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。

### 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）との合弁会社として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。

### Keisuke Nagahama

Fellow and Executive Advisor

### Hidetaka Hara

Chief Consultant

Strategic Planning Department

### Yuichi Takanashi

Consultant

Strategic Planning Department

### Ririka Shiraishi

Analyst

Strategic Planning Department

### General contact

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



**Georgeson**