



## 賛成？ 反対？ 株主提案2020

環境・社会関連の株主提案が注目を集める中、  
個々の議案に関する知見が賛否を判断するカギを握る

2021年2月

### サマリー

- 多くの株主提案、特に環境・社会問題に関するものには、それぞれの議案毎に異なるアプローチが求められる。
- 環境関連では、企業による開示の水準と質の改善が引き続き我々にとって最大の目標である。
- 株主提案を分類することは、議決権行使理由の背景を理解するのに役立つ。



**Donna Anderson**  
コーポレート・ガバナンス責任者

環境、社会、ガバナンス（ESG）について民間企業に建設的な対応を求める声が強まる中、株主提案は主要な社会的課題への取り組みを企業に促す重要なツールです。2020年は多岐にわたるテーマが出現するなか、最終的な結果に留意しつつ、長年培われたフレームワークに基づき、個別に対応するアプローチに沿って議決権を行使しました。

### 受託者責任の一環としての議決権の行使

顧客のために行う議決権の行使は、スチュワードシップ責任（責任ある機関投資家が負うべき受託者責任）という重要な役割をインベストメント・チェーン上担っています。当社は、議決権の行使を、企業の株式保有に伴う権利であると共に、責任として捉えています。コーポレート・ガバナンスの基本原則と企業固有の状況を踏まえ、投資の観点から熟慮して議決権を行使することが重要であると考えています。

我々の最終的な目的は、企業とその投資家が長期的かつ持続可能な成功を収める議案を支持することです。

議決権は、ティール・ロウ・プライスの各戦略の顧客に帰属する資産です。言い換えれば、ポートフォリオ・マネジャーが担当する戦略に関する議決権の行使における最終責任を負うことを意味します。この責任を果たすために、ポートフォリオ・マネジャーは以下のような幅広い内外のリソースから投票に係る推奨やインプットを得ています。

- ESGコミッティー
- 世界各地のセクター・アナリスト
- コーポレート・ガバナンスや責任投資（RI）の専門家
- 独自の責任投資モデル（RIIM）から得られる知見
- 議決権行使助言会社である Institutional Shareholder Services（ISS）による分析・推奨

“環境に関する提案はケース・バイ・ケースで判断していますが、最も重要視している事項は開示水準です。”

# 1,431件

2020年に  
議決権行使した  
株主提案の件数<sup>1</sup>

## 影響力を慎重に行使

議決権行使は、投資先企業と関係を築くための一要素です。当社では議決権の行使を、投資先企業との関係におけるその他の側面を補完するものと位置付けています。具体的には、議決権行使以外に以下の手段を用いて影響力を行使しています。

- 定期的かつ継続的な投資先企業の精査
- 投資先企業の経営陣とのESG問題に関する建設的な対話
- 投資先企業の経営陣と面談し、率直な意見を表明
- 投資先企業の取締役会メンバーと面談
- 投資比率の増減を決定
- 新規投資または全売却の決定
- まれに、長期的な企業の最善の利益につながるよう経営陣を支持したり、経営陣に方針変更を促す公式声明を出す

どれだけ会社提案に反対したかによって、大手機関投資家が第三者機関に評価されるケースが散見されていますが、ティー・ロウ・プライスは議決権行使を通じて投資先企業と対立する意図はありません。

ティー・ロウ・プライスではむしろ、我々の働きかけの結果、投資先企業の株価が他社より相対的に良好に推移し、顧客の投資目標が達成されることを目標としています。

議決権は株主の重要な権利ですが、行使できるのは定時株主総会がある年1日に限定されてしまいますが、その他、長年培われ、考え抜かれたプロセスにより日々企業へ働きかけています。

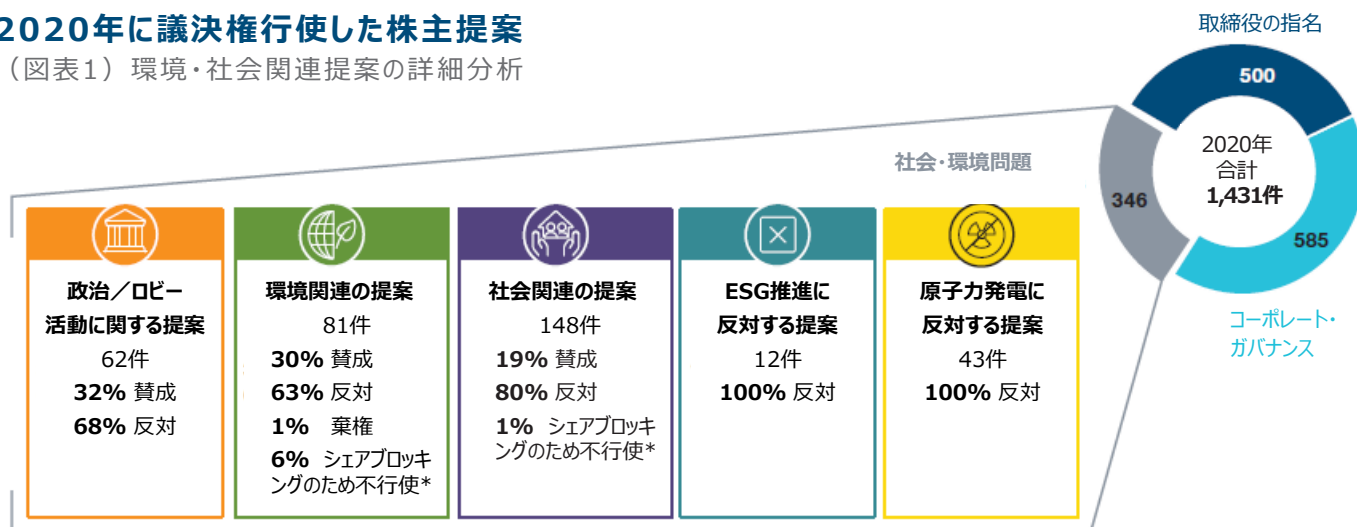
## 規制や制約の度合いは市場により異なる

世界中の様々な市場において、株主には定時株主総会で票決される議案の提出権が与えられます。しかし、こうした株主提案には様々な度合いの規制や制約が課されます。日本や北米、北欧などの地域は提出要件が比較的低水準であるため、個人や機関投資家が多く議案を提出する一方で、他の市場では、議案提出には大量の株式を長期間保有する必要があるため、株主提案の提出は比較的少ないのが実情です。

ティー・ロウ・プライスは2020年に1,431件の株主提案に対し議決権を行使しました。うち500件は取締役の指名に関するもので、585件は企業に特定のコーポレート・ガバナンス慣行の採用を求めるものでした。当資料では残り346件の環境・社会問題に関する株主提案を取り上げます。図表1では、これらの提案を5つに分類しました。

## 2020年に議決権行使した株主提案

(図表1) 環境・社会関連提案の詳細分析



\*シェアブロッキングは議決権を行使する株主に流動性規制を課す特定の市場における要件で、我々は通常こうした市場では議決権を行使しません。四捨五入のため、合計が100%にならないことがあります。2020年12月31日時点。

出所: ティー・ロウ・プライス。

<sup>1</sup> 出所: ティー・ロウ・プライス、2020年12月31日時点。



…我々の目的は、様々な視点（環境、社会、倫理、ガバナンス）から、投資先企業について理解を深めること

### 議決権行使のフレームワーク： 指針ベースか個別判断か？

議決権行使においては、指針に基づいて行使するか個別判断とするか、どちらのアプローチが最適かという議論があります。問題を個別に考察し、企業の事情を考慮すべきか、それともすべての会社に指針を一律に適用すべきでしょうか？ 実際、我々はどちらも正解だと考えています。

議決権行使では指針に基づくアプローチを効果的に導入できる分野が多く存在します。例えば、当社の議決権行使ガイドラインは、適切な水準の取締役会の独立性や確固たる株主の権利、長期的には役員報酬と企業業績の連動を推進することを目的としています。しかし、ガイドラインと投票結果の整合性を維持する上でケース・バイ・ケースのアプローチが必要な場合もあり、これが特に当てはまるのが株主提案です。

株主提案に指針ベースのアプローチを適用するのが困難なのは、これらには他のカテゴリーと比べ微妙な判断が必要になるからです。例えば、我々は取締役の独立性を判断する目安として一連の客観的指標を用います。既存の取締役の選任に反対票を投じ、会社側に独立した取締役会メンバーとの交代が必要と示すことができれば話は簡単です。しかし、株主提案における投資先企業へのメッセージには、取締役の交代だけでなく、そのための指図的手法の導入の必要性も含まれます。我々が環境・社会面の開示は不十分との意見に賛同することはしばしばありますが、その提案者が主張する開示要求に必ずしも同意するとは限りません。

重要なのは議決権行使を含むESG要因を運用プロセスに組み入れる当社のフレームワークは、リサーチを中心としており、アナリストやポートフォリオ・マネジャーなど運用チームに投資の知見を提供することが目的だという点です。ティー・ロウ・プライスはグローバルな資産運用会社として、視点、考え方、時間軸、投資目的が異なる多様な顧客への受託者責任を担っています。

従って、我々の目的は、特定の価値観に基づく投資戦略の構築ではなく、様々な視点（環境、社会、倫理、ガバナンス）から、ポートフォリオの保有銘柄について理解を深めることです。

### ティー・ロウ・プライスの議決権行使 指針策定プロセス

社会・環境に関する株主提案に対する我々の取り組みは、議決権行使に関連した責任のごく一部です。これらの株主提案に対する取り組み姿勢は、規制の変更、開示の改善、ステークホルダーによる動き、企業固有のイベント、これらの問題に対する当社の運用プロフェッショナルの見解を反映し、企業を取り巻く環境とともに進化し続けます。

ティー・ロウ・プライスのESGコミッティーは、アナリストやポートフォリオ・マネジャーを含む株式と債券両部門の経験豊富な運用プロフェッショナルやグローバル株式部門の共同責任者で構成され、社内弁護士、並びに運用部門ビジネス責任者や投資オペレーションの責任者も含まれます。コーポレート・ガバナンス責任者と責任投資リサーチ部門ディレクターが同コミッティーの共同議長を務めます。ESGコミッティーは毎年1-3月期に会合を開き、前年の議決権行使行動を検証し、議決権行使ガイドラインを見直し、ガイドラインへの追加や修正を検討します。

議決権行使ガイドラインを毎年見直す際は、（a）方針に反する決定の分析など前年の議決権行使行動パターンの検証や、（b）当社のリサーチや、議決権行使助言会社、事業者団体、株主提案の提出者からの外部情報に基づく今後注目を集めそうなESG問題の分析が行われます。

議決権行使ガイドラインをグローバルなESG動向の変化を反映した適切なものにするため、毎年、活発な議論が繰り広げられます。

## 議決権行使結果とその理由

環境・社会関連の株主提案を5つのカテゴリーに分類



### 政治／ロビー活動に関する提案

提案	これらの提案は、会社の直接的な政治献金や事業者団体を通じた間接的支出の開示を求めます。
アプローチ	法律が許す限りにおいて企業が政治に参加することは適切と考えます。しかし、最近では、企業が環境やガバナンスの問題に関して公表しているアプローチと、企業に代わって行動する業界団体の主張の間の乖離が広がっているように見受けられます。こうした乖離が見られる場合、あるいは政治活動に対する取締役会の監督についての開示が全体的に不十分である場合は、政治支出とロビー活動に関する透明性の向上を求める株主提案を支持します。
投票の内訳	<b>賛成 32% 、反対 68%</b> 過半数の提案に反対した理由は、これらの会社が既に政治活動について十分な情報を開示しており、追加の開示は必要ないと判断したため。



### 環境関連の提案

提案	これらの提案は、会社にて特定の環境データの開示か、特定の環境方針・慣行の採用のいずれかを求めます。
アプローチ	<p>通常のESGエンゲージメントプログラムの一環として、企業による環境関連の開示の向上を奨励しています。現在は環境関連の報告についての基準が存在しないため、企業の環境面のパフォーマンスを分析することは困難です。そのため当社は米国サステナビリティ会計基準審議会（SASB）と気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）のフレームワークに基づいた開示を特に推奨しています。</p> <p>開示の向上を求める多くの環境関連の提案は、目的自体は支持できるものの、その大部分は標準的でない開示や付随的な開示を求める内容となっています。このような場合、株主による提案を支持することはありませんが、この機会を利用し、環境に関する開示の改善について企業とのエンゲージメントを実施し、SASBとTCFDによる開示フレームワークの活用を勧めています。</p> <p>環境に関する提案はケース・バイ・ケースで分析していますが、最も重要視している事項は開示水準です。続いて、各企業における重要度の高い環境問題、提案者が要求する開示の枠組み、環境関連の問題について当該企業と当社との間で行なわれた過去のエンゲージメント内容、当社の責任投資チームからの推奨、提案者の身元と判明する場合はその意図、提案が要求している開示内容を考慮します。</p>
投票の内訳	<b>賛成 30% 、反対 63%</b> このカテゴリーの提案に反対した理由： <ul style="list-style-type: none"><li>32%は会社がこの問題に関して既に十分な情報を開示しており、追加の開示は必要ないと判断されるため。開示内容を検証するほか、この点に関する評価の目安の一つとしてRIIMの環境スコアを使う。</li><li>27%は提案にて要求される開示内容が詳細過ぎると判断されるため。そうした例には、会社に工場の閉鎖や他の電源への転換を求める提案などがある。</li><li>4%は提案者の目的に基本的に同意できないため。</li></ul>



### 社会関連の提案

提案	このカテゴリーには、企業の個別的な事業慣行から多様性などの幅広い社会問題に至るまで、さまざまな問題に関する提案が含まれます。
アプローチ	社会関連の提案を、環境関連の提案と同様のアプローチで取り扱っています。提起された問題の重要性、企業の現在の開示水準、提案が要求している開示水準、当社の責任投資チームの見解、提案者の身元と判明する場合はその意図、そのテーマに関する企業との過去のエンゲージメントといった要素を考慮して、提案を個別に判断します。
投票の内訳	<b>賛成 19% 、反対 80%</b> このカテゴリーの提案に反対した理由： <ul style="list-style-type: none"><li>38%は会社がこの問題に関して既に十分な情報を開示しており、追加の開示はリソースの適切な活用方法ではないと判断されるため。開示資料を検証するほか、この点に関する評価の目安の一つとしてRIIMの社会スコアを使う。</li><li>27%は提案にて要求される開示内容が詳細過ぎると判断されるため。そうした例には、会社に特定製品の販売停止を求める提案などがある。</li><li>16%は提案者の目的に基本的に同意できないため。</li></ul>



## 議決権行使の結果とその理由(続き)

環境・社会関連の株主提案を5つのカテゴリーに分類



### ESG推進に反対する提案

提案	こうした提案は、環境・社会問題への会社の取り組みを後退させることを目指しています。その目的は株主提案の全体的なカテゴリーとかけ離れているため、個別に分析、報告する必要があります。
アプローチ	まだ件数は少ないものの、環境対策の後退、慈善団体への寄付の削減、多様性と受容の軽視などを企業に促すことを目指す提案が増えています。ティー・ロウ・プライスはこうした提案を支持しません。
投票の内訳	<b>反対100%</b> 提案者の目的に基本的に同意できないため、こうした提案にはすべて反対しました。



### 原子力発電に反対する提案

提案	このカテゴリーには、日本の電力会社に毎年提出される原子力発電所の削減や廃止を求める提案が多く含まれます。
アプローチ	2011年の東日本大震災とその後の福島第一原子力発電所事故を経て、一部の日本の投資家が日本の電力会社に対して原子力発電所以外のエネルギー源を利用して発電を行うことを求める活動を継続的に実施するようになりました。日本の上場電力会社は毎年この種の提案をいくつか受けています。 これらの提案は、企業に事業運営の変更を求めるものであり、企業の事業運営方針に関与することから当社はいずれの提案も支持していません。事業運営に関する意思決定は、取締役会に任せるべきであると考えています。
投票の内訳	<b>反対100%</b> 提案者の目的に基本的に同意できないため、こうした提案にはすべて反対しました。

### 議決権行使のモニタリングとESGに対する取り組み

議決権行使はティー・ロウ・プライスの運用部門が担う機能です。ティー・ロウ・プライスが運用する様々なファンドにおいてはそれぞれの取締役会がその結果を監視しています。取締役会は、受託者として長期投資を行う上で重要な要因を考慮し、顧客の利益の追求のみを目的に議決権を行使をする責務を負います。

ESGコミッティーは、毎年ファンドの取締役会に報告書を提出します。その中では、行使パターンの前年からの変化、議決権行使ガイドラインの修正、潜在的な利益相反の管理に関する議論などを詳しく示します。社会・環境問題に関する議決権行使の詳細な分析も含まれます。

ティー・ロウ・プライスのファンドに対して直接的な監視を行うファンドの取締役会に加え、ティー・ロウ・プライス・グループは上場会社としての取締役会を擁しています。グループの取締役会もESG戦略、環境フットプリント、人材管理、リスク管理などを監視する立場上、ESG問題に関心を持っています。ティー・ロウ・プライスのESGへの対応はグループの取締役会にとって戦略的関心事であるため、責任投資リサーチ部門ディレクターとコーポレート・ガバナンス責任者がグループ取締役会に年次報告を行います。報告で重視されるのはテクノロジー関連リソース、人材、ツール、トレーニング、ESGフレームワーク下で管理される商品など、ESGへの対応を改善させるための当社の投資です（投資活動に対する監視はファンドの取締役会の責任であり、議決権行使活動はここでは通常、議論されません）。

# “企業に特定のリスクの管理の強化を促す上で極めて有効な株主提案もあるが、効果がないケースや有害であるケースも”

## 結論

ティール・ロウ・プライスは、ESGの専門知識や知見の構築に多大なリソースを費やしています。戦略的投資アプローチと同様、これらの問題への賛否は、企業の特定のESGリスク、成長機会、開示などを考慮するケース・バイ・ケースの分析に基づいて判断されます。

ESG問題に関する株主提案の質、意図、実用性は非常に多岐にわたっているのが現状です。

適切な目標が設定された提案は企業に特定のリスクの管理の強化を促す上で極めて有効で、投資家にとってより良い結果につながります。一方、提案者の目的が経済的成果を重視する長期投資家の目的にそぐわない提案は効果を期待できず、有害な場合さえあります。従って、株主提案への最も責任あるアプローチは、本レポートで論じた投資に焦点を当てた思慮深いフレームワークを適用することだと考えています。

## 賛否を決定する要素

環境・社会関連の提案を評価する際に考慮する特定の項目

大枠の判断基準	説明	ティール・ロウ・プライスの視点
1. 提案は、この会社にとって重要な環境・社会問題の解決に寄与するの？	<ul style="list-style-type: none"> <li>財務的に重要でない問題に会社やその取締役会の関心を向けることを回避するために、「重要性」は主な検討事項です。</li> <li>重要性を判断するため、SASBや独自のRIIMなどに組み込まれたフレームワークを使います。</li> </ul>	株主総会に提出予定の環境・社会問題がこうしたフレームワークに基づき重要と判断される場合、支持する可能性が高い。
2. 誰が提案をしているのか、そしてその目的は我々の目的と合致するの？	<ul style="list-style-type: none"> <li>提案者の身元が必ずしも判明するわけではありませんが、判明する場合は、重要な検討事項です。大半の株主提案は、株主やその他ステークホルダーの利益に資するよう会社の慣行を改善したいという誠実な意図に基づきます。</li> <li>しかし、時には、会社の長期の経済的成功と無関係な大きな紛争の一環として会社に圧力をかける戦術として、あるいは特定の種類の株主を他者より利する目的で、株主提案が使われる場合もあります。</li> </ul>	長期投資家としての我々の目的が提案者の目的と合致する場合、支持する可能性が高い。
3. 新規または追加開示や、特定の行動を求める環境・社会関連の提案なの？	<ul style="list-style-type: none"> <li>ポートフォリオ保有銘柄に関する大半の環境・社会関連の提案は毎年、特定の環境・社会問題に関する開示を要求する内容です。例えば、人権方針や政治関連支出に関する報告を求めるものが挙げられます。会社が既にその問題について情報のある程度開示している場合もあります。</li> <li>中には、開示の域を超え、会社に特定の事業行動や政策の採用、取締役会や委員会メンバーの追加、事業活動の停止、あるいは同様の明白な行動を求める提案もあります。</li> <li>こうした詳細に渡る提案は、事業に係る決定を下す経営陣の責任や、そうした決定を指導、監督する取締役会の責任を侵害すると考えています。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ティール・ロウ・プライスでは企業に対し事業内容の変更などを求める議案を支持する可能性は低い。</li> <li>追加開示が求められる場合、その問題に関し企業との間で行われた議論の内容を詳しく検証します。追加の開示が我々の運用プロセスの中で有効と思われる場合は、その提案を支持します。</li> <li>会社が現在報告していない重大な問題に関する開示が求められる場合は、支持する可能性が高い。</li> </ul>
4. 気候関連の提案への特別な配慮があるの？	環境問題の中でも、パリ協定の目的達成のための温室効果ガス排出量の制限に関連した提案が該当します。	<ul style="list-style-type: none"> <li>適切な開示は低炭素社会への移行に対する会社の準備状況の評価する第一歩です。我々はTFCDを支持していることから、TFCDに沿った開示を促す提案は基本的に支持します。</li> <li>特定事業からの投資撤退など特別な行動を会社に求める提案については支持しない可能性が高い。</li> </ul>

## INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

[troweprice.co.jp](http://troweprice.co.jp)

## T.RowePrice®

### 重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て資産には為替変動リスクもあります）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逡減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長(金商)第3043号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会/一般社団法人 投資信託協会