

# 2025年 TRPIM 議決権行使結果サマリー



From the Field

## 要旨

本レポートは、ティー・ロウ・プライス・インベストメント・マネジメント（以下「当社」）が2025年6月30日までの12ヵ月間の報告期間中に実行した主な議決権行使の結果を要約しています<sup>1</sup>。また、当該期間におけるコーポレート・ガバナンス上の重要な問題をいくつか取り上げ、議決権行使の意思決定において当社が採用したアプローチについてお伝えすることを目的としています。本レポートは、年間で実行した議決権行使の結果を包括的にリスト化したものではなく、最も顕著なテーマを要約したものです。



Christopher Whitehouse  
TRPIM ESG責任者

当社は、企業の株式を所有する特権の一つに株主総会に付議される事項について議決権行使できるという原則を認識し、遵守しています。当社は、顧客に対する受託者責任に忠実であるために、長期的に企業価値を高めると考える提案を支持し、企業の利益に反すると考える提案や方針に反対します。この原則に基づき、当社は、企業ごとの状況を考慮しつつ、社内で策定したガイドラインと方針に基づいて議決権行使しています<sup>2</sup>。最良の判断を下すため、コーポレート・ガバナンスや財務分析の専門家の知識を活用しつつ、ポートフォリオ・マネジャーが顧客に代わって議決権行使の最終的な責任を担います。

当社は、顧客に対する受託者責任に忠実であるために、長期的に企業価値を高めると考える提案を支持します。

<sup>1</sup>本レポートは、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インク（以下「TRPA」）および2021年12月31日以降ティー・ロウ・プライス傘下となったオーク・ヒル・アドバイザーズL.P.（以下「OHA」）を含む関連投資顧問会社には適用されません。当社は、他のティー・ロウ・プライス関連投資顧問会社から独立して議決権行使しており、独自の議決権行使ガイドラインを採用しています。本資料は情報提供のみを目的としており、投資、投資戦略、商品または個別口座に関する勧誘または推奨を意図するものではありません。

<sup>2</sup>当社が投資顧問を務める運用会社ならびにその他の投資顧問顧客は、当社に対し一定の議決権行使権限を委任しております。投資顧問として、T当社は当該顧客のポートフォリオに保有される証券に関する議決権行使にあたり、当該顧客に対する受託者責任を負っております。

## 2025年 議決権行使結果

以下の表は、当社の議決権行使活動の概要を関連するカテゴリーごとに分類したものです。詳細は後述いたします。

### 主要な提案項目のまとめ

(図表1)

提案	経営陣に対する 賛成票の割合 (%)	経営陣に対する 反対票の割合 (%)	投票を棄権 した割合 (%) <sup>1</sup>
<b>経営陣の提案</b>			
買収防衛条項の採用、修正、または廃止	97	3	-
監査役の選任／承認	99	1	-
資本構成に係る条項	99	1	-
報酬関連			
i.取締役／監査役の報酬	96	4	-
ii.従業員持ち株制度	100	-	-
iii.エクイティ・プラン	94	6	-
iv.セイ・オン・ペイ	95	5	-
取締役の選任	90	10	-
合併・買収	100	-	-
株主の権利の改定／拡張	100	-	-
通常の業務に係る条項	81	19	-
<b>株主提案</b>			
買収防衛条項の撤廃	40	60	-
報酬指針の改正	100	-	-
経営陣／独立取締会議長の選任	71	19	10
株主の権利の改定／採用	78	22	-
環境に関する提案	96	4	-
社会問題に関する提案	96	4	-
政治活動に関する提案	80	20	-
環境・社会・ガバナンス（ESG）推進に反対する提案	100	-	-
<b>合計</b>			
経営陣の提案の合計	92	8	-
株主提案の合計	84	14	1

<sup>1</sup>当社は、投票資格を有する全ての議案について投票を行うよう努めています。まれに、いくつかの理由から投票しない旨を支持した議案を提出することがあります。主に以下の状況が該当します。(a)複数の議案が競合する選挙において、いずれか一方のみに投票する場合、(b)特定の国の投資家が、投票を行うために株式の取引権を放棄しなければならない場合です。

・数値は四捨五入しています。

## 投票結果からみる主要なテーマ

2025年の議決権行使結果について、経営陣の提案と株主提案という2つの観点から考察します。2025年において、経営陣の提案に対する支持率は、2024年と比較して当社と市場全般の双方から同程度の支持を得ました。一方、株主提案は、米証券取引委員会（SEC）による規則の再解釈や、米国の法的環境および議決権行使助言会社のスタンスの変化による影響を受けて、支持率が大幅に低下するとともに、提案件数も減少したことが特徴的でした。当社では引き続き、当社の全ての活動と同様に、顧客の受託者としての視点から株主提案を検討しました。すなわち、当社は、何が企業の長期的な最善の利益になるかという視点から各提案に投票するアプローチをとっています。

### 取締役の選任

主要カテゴリーである取締役の選任において、2025年における取締役に対する当社の支持率は90%で、2024年の91%からわずかに低下しました。これは、上場後、期間が経過した企業が増えたため、期差任期制度を導入する取締役会（以下、期差取締役会）に関する方針など、説明責任を負うべき取締役に対する支持を原則として差し控えるという当社の方針の対象企業が増えたことを反映しています。当社は、期差取締役会が買収やアクティビズムに対する稳健な防衛策として機能することを容認する期間は、7年が妥当であるとみています。対象となる取締役の増加は、他の保有先企業におけるガバナンスの改善、例えば期差取締役会からの移行や、報酬委員会メンバーへの懸念表明投票が必要となる事例の減少などによって概ね相殺されました。

取締役への支持を見送る判断の大半は、長期にわたる期差取締役会の実施や異なる議決権が付されたデュアルクラス株式によって、議決権の影響力と経済的所有権の間に実質的な乖離が生じている企業に対する当社の姿勢の表れです。これらの状況では、当該分野において投資家の利益を保護するため中心的な責任を負うと当社がみなす取締役（ガバナンス委員会の委員、筆頭独立取締役または独立取締役会長）への支持を原則として差し控えています。長期にわたる期差取締役会の実施に対する当社の反対姿勢は、年次責任追及の重要性と稳健な買収防衛策の廃止という当社の理念に根差しています。市場に参入して間もない企業には、ビジネスモデルが一定の成熟度に達するまでの猶予期間を設けることは適切ですが、企業がこの稳健な買収防衛策を無期限に享受することは投資家の利益に資さないと考えています。

これらの方針は、取締役会の構成を評価する当社の既存のアプローチを補完するものであり、複数の視点から見た独立性、在任期間のバランス、多様性などの要因を評価しています。懸念事項がある企業に対しては、個々の

“ 株主提案は、支持率が低下するとともに、提案数も減少したことが特徴的でした。

取締役や取締役委員会の主要メンバー、場合によっては取締役会全体の再任に反対票を投じます。取締役に反対票を投じることが株主にとって最大の利益になると考えられる状況の例としては、以下が挙げられます。

- 前回の選任投票で過半数の支持を得られなかった取締役を解任していない場合や、その根本的な懸念事項に適切に対応していない場合
- 前年に多数決で過半数の賛成を得た株主決議を事实上実施しなかった場合
- 株主の利益に反すると当社が判断する買収防衛策または規定の変更を採用した場合
- 取締役が複数の取締役職（特に他社のCEO）を兼任しており、過度な責務のため取締役が企業の監督に適切な時間を割くことができない状況（いわゆるオーバーボーディング）につながる恐れがある場合
- 合理的なサンセット方式を採用せずデュアルクラス株式を使用して企業の経済的利益と議決権の分離を維持する場合
- 定例の取締役会または委員会の会議への出席が不十分な状態が続く場合
- 取締役会の多様性が不十分な水準に留まる場合

### 役員報酬

米国において、役員の報酬に対する株主の見解を示す最も重要な方法は、年次または3年ごとの「セイ・オン・ペイ」です。これは勧告的なものであり、過去の報酬にのみ焦点を当てていますが、この項目は、経営幹部がどのように、そしてなぜインセンティブを与えられ報酬を受けるのかという本質的な問題を対象としているため、企業と株主の対話における重要な焦点となっています。

当社は、セイ・オン・ペイに対して規範的なアプローチをとっています。しかし、当社のアプローチの基本原則は、報酬は企業業績（通常、株主総利回りで測定されます）に連動すべきであり、特に重要な期間においてそうあるべきであり、また時価総額と収益を基準とした会社の規模にほぼ比例すべきであるということです。当社は、経営幹部の報酬の大半が現金よりも株式連動型であることが望ましいと考えています。業績や特に株主総利回りに連動する株式報酬も、報酬と業績の連動性を強化する役割を果たします。財務指標を用いる場合、報酬は適度に意欲的な目標を基準とし、目標は適切かつ長期的な期間にわたって設定されるべきです。

総じて、報酬制度には改善傾向が見られました。これは、セイ・オン・ペイに関する提案に対する当社の支持率が昨年の94%から上昇して、2025年には95%に達したことからも明らかです。役員報酬は総じて増加したものの、報酬体系と情報開示の継続的な改善、過剰な報酬の減少、そして全般に堅調な企業業績と株価が当社の支持率の上昇を促しました。堅調な業績と株価は、当社のアプローチの土台である業績連動報酬を後押ししています。

## 株式報酬制度

株式報酬と経営陣による株式所有は、株主と経営陣との連携を促進する鍵であると考えています。企業が要求する株式報酬の妥当性を分析する際には、様々な視点から分析を行います。特に「バーンレート」（報酬として年間平均で発行された株式数の比率）に注目し、過去に株式がどの程度適切に活用されてきたかを検証します。また、経営幹部の報酬体系や組織全体で株式がどの程度広く付与されているか（投資家の利益に沿った、より広範な配分がなされているか）も見ていています。更に考慮すべき事項は、株主として被る希薄化の程度と、特に投資家の利益と相反する結果につながる可能性のある制度の特徴（自動更新条項など）です。

2025年には、総じて企業が妥当な株式報酬を要求しているとみて、新たな株式報酬制度および既存の制度の修正に関する提案のうち94%を支持しました。支持率は2024年の87%から上昇しました。

## 委任状争奪戦

委任状争奪戦においては、常に企業ごとの慎重な評価とエンゲージメントが必要となります。新たな視点や戦略的方向性の変更が価値創造につながると判断した場合、当社は反体制派を支持する方針です。今回の報告期間中、投票に至った委任状争奪戦は1件のみでした。この事例では、当社は反体制派を支持しました。

## 合併・買収

当社は原則として、投資先企業が提案する合併・買収提案に賛成票を投じますが、これは、提案された取引から生じると見込まれる価値創造を慎重に評価した上で決定しています。ただし、投資家が十分な価値を得ていないと判断した場合や、取引の財務的または戦略的な根拠に疑問がある場合は例外です。全ての投資判断と同様に、個々のポートフォリオ・マネジャーが最終的な責任を負い、投資家に代わり決定を下します。2025年には、個別に判断した結果、全ての合併・買収提案を支持しました（2024年の支持率は93%）。

## 株主の権利

当社のあるべき立場は、投資家である顧客の代表として株主の権利を擁護することと考えています。幸いなことに、株主からの圧力に応え、企業は期差取締役会からの移行や単純多数決基準の採用など、権利向上に向けて前進を続けています。これらは、経営陣による提案か株主提案かに関わりなく、当社が一貫して賛成票を投じています。

臨時株主総会の収集権限と、そのために必要な所有権の適切な閾値に関する当社の方針は、個々の事例によって差異があり、一部の主要な議決権行使助言機関の方針とは異なります。当社が許容できると判断する規定（25%以上の議決権保有比率）に基づく株主総会の招集権限が既に存在する場合、当社は原則として、より低い議決権保有比率（通常、10%）を基準とするよう求める株主提案を支持しません。この基準は極端に低く、少数の株主による混乱を不當に招く恐れがあると考えるためです。この立場は、当社が権利の拡大を求める株主提案を支持しなかった全ての事例（提案の78%）に適用されます。

## 買収防衛条項

当社は、投資先企業における買収防衛条項の制限または廃止に一貫して賛成票を投じています。また、ライツプラン（株主への新株予約権の付与、いわゆる「ポイズンピル」）の導入に反対しており、株主投票に付されることなく当該プランを採用する企業の取締役の再任には反対します。ポイズンピルは、完全な価値実現を妨げ、株主の不利益となる可能性があるメカニズムであると考えます。幸いなことに、過半数要件などの買収防衛策を削減する企業の動きが加速しています。2025年には、当社はこのタイプの提案を全て支持しました。買収防衛状況の削減に関する株主提案については、過半数要件廃止案に対する経営陣の賛成票（「賛成」40%、「反対」60%）は、経営陣が株主提案に同意し、単純過半数投票基準への移行を認めるか否かによって分かれました。

## 取締役会長とCEOの分離

取締役会のリーダーシップに関する基準は地域によって異なりますが、米国企業は採用された体制の概要を説明し、協議することが求められます。当社のアプローチもこれに倣い、独立した取締役会長の必要性を個別に吟味するという方針をとっています。当社が考慮する要素は、筆頭独立取締役の権限、取締役会の独立性の総合的な水準、取締役会のリーダーシップ体制、およびガバナンスの総合的な質です。

## 株主提案

(図表2) 今年は投票に付された株主提案が大幅に減少

米国企業	2025年の提案数	2024年の提案数	提案数の変化(%)	2025年の支持率(%)	2024年の支持率(%)	支持率の変化(%)	2025年の賛成数(%)	2024年の賛成数(%)
提案全体	501	651	-23	23	23	-	-	-
環境	75	86	-13	14	21	-7	-	2
社会	108	194	-44	11	16	-4	-	-
政治	28	57	-51	25	23	2	4	1
ガバナンス	244	242	1	35	35	-	47	51
ESG推進に反対する提案	46	72	-36	4	3	1	-	-

期間：2024年7月1日～2025年6月20日

米国企業に関する市場全体の議決権行使結果です。

出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.Pからのデータを基にTRPIMが分析。

2025年には、役職の分離が適切と判断した企業に対する株主提案が複数あり、独立取締役会長の選任を求める提案の33%を支持しました。図表2は、株主提案に関する市場全体の統計値を示しています。（注：図表2は、株主提案に関する当社の議決権行使結果を示すものではありません。当社の議決権行使結果については図表1に詳細に記載しています。）

2025年の株主総会における株主提案は、投票に付された株主提案の数が大幅に減少したことが特徴でした。この減少に寄与した要因の一つは、企業が株主提案の除外を求める「ノーアクション申請」をSECが認めるケースが増加したことです。2025年2月、SECは、多くの株主提案に対し経済的関連性が無い、もしくは企業の通常業務を扱っており、取締役会や経営陣の権限内に該当すると判断し除外を認める方針を示しました<sup>3</sup>。

提案数は減少したものの、従来と同様に、引き続き環境・社会問題に関する多くの提案が、目標が不明瞭か過度に規範的であったり、提案者が受託者責任から外れた理由により動機づけられていると考えられるものでした。この見解は企業の幅広い投資家層にも共有され、市場全体でのこれらの提案への支持も引き続き低下しました。

当社は、環境・社会問題に関する株主提案に対して個別に検討し、受託者責任に根差した分析を行っています。当社のフレームワークでは、提案の財務的重要性に加え、当該企業が採用している関連方針の充実度、関連データの開示水準、当該分野における論争の有無、同業他社との比較などの要素を考慮しています。

## ESGの推進に反対する提案

様々なカテゴリーをより詳しく見ると、環境・社会・ガバナンス（ESG）推進に反対する提案も減少傾向にありました。それらは数名の同一提案者が提起したものです。この種の提案は、社会・環境面の特定の措置の縮小を株主に求めるか、少なくとも経営陣にその効果に関する報告を義務付けることを目的としています。これらの提案は引き続きわずかな支持しか得られませんでした。当社は2025年、このカテゴリーの提案を全て否決し、経営陣の方針を支持しました。

## 社会、環境および政治に関する提案

### 環境関連の提案

環境関連の提案は、排出量の開示を求めるもの（透明性と情報開示は投資家のリスク評価に資するため、当社は原則として賛成します）から、企業に（一般的に）科学的根拠に基づく排出量の削減目標を採用するように求めるものまで様々です。後者のタイプの提案は、企業が目標の規模と妥当性を適切に評価・審査するには短すぎるか、非現実的であると考える期限が設定されることがあります。そのため、当社は概ねこれらの提案を支持しません。

全ての提案と同様に、当社は、企業のビジネスモデルや競争環境、当該分野における実績を考慮して、受託者の視点から環境関連の提案を評価します。ここで重要な点は、ESG関連事項の最終的な説明責任と監督責任は取締役会にあるという当社の視点です。そのため、エンゲージメント後に責任ある取締役に対する支持を差し控えることにより、懸念を表明する場合があります。環境関連のあらゆるタイプの株主提案において、当社は96%のケースで経営陣を支持しました。

<sup>3</sup> SECスタッフ法務通知SLB14M。

## 社会関連の提案

社会的性質を有する株主提案は、一般的にテーマの多様性があるものの、繰り返し焦点となる分野は、性別や人種による賃金格差や多様性に関する総合的な実績などが挙げられます。このカテゴリーでも、しばしば行き過ぎの提案が見られるものの、EEO-1データ<sup>4</sup>など標準的なデータの開示を求める提案には、理解を示しています。テクノロジー企業に固有の分野では、引き続き人工知能（AI）に関わる提案があり、提案者はAIの監督と使用に関する安全策を求めていました。投資先企業の大半がこの分野で適切な方針と監督体制を有していると考えています。さらに、この急速に進化する分野の現在の発展段階において、取締役会に対して過度に規範的な要求を課すのは時期尚早です。2025年には、社会的問題を扱う株主提案のうち、当社が支持したのはわずか4%でした。

## 政治活動およびロビー活動関連の提案

多くの提案は、引き続き政治活動やロビー活動にかかる支出報告について透明性を求めるものでした。当社は、現在の情報開示の質、企業の方針の強固さ、ガバナンスおよび監督体制の質を評価するという方針をとっています。情報開示が不十分で、風評被害のリスクがあると判断する場合、当社は透明性の向上を求める提案を支持する可能性が高くなります。政治活動やロビー活動に関する提案全体を評価した場合、当社は2025年に全体の20%を支持しました。

2024年7月1日から2025年6月30日までの12カ月間における個別企業毎の議決権行使結果については、当社ウェブサイトをご覧ください。

<sup>4</sup>EEO-1データは、米国の雇用機会均等委員会（EEOC）が義務付けている年次データ収集を指します。同委員会は、従業員100人以上のすべての民間企業および一定の基準を満たす従業員50人以上の連邦政府の請負業者に、職種、性別、人種または民族別のデータを含む労働者の人口統計データの提出を義務づけています。

## INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、進化する世界で投資機会を見極め、  
アクティブ運用をもってお客様の成功を支えます。

### Important Information

This material is being furnished for general informational and/or marketing purposes only. The material does not constitute or undertake to give advice of any nature, including fiduciary investment advice. Prospective investors are recommended to seek independent legal, financial and tax advice before making any investment decision. T. Rowe Price group of companies including T. Rowe Price Associates, Inc. and/or its affiliates receive revenue from T. Rowe Price investment products and services. Past performance is not a guarantee or a reliable indicator of future results. The value of an investment and any income from it can go down as well as up. Investors may get back less than the amount invested.

The material does not constitute a distribution, an offer, an invitation, a personal or general recommendation or solicitation to sell or buy any securities in any jurisdiction or to conduct any particular investment activity. The material has not been reviewed by any regulatory authority in any jurisdiction.

Information and opinions presented have been obtained or derived from sources believed to be reliable and current; however, we cannot guarantee the sources' accuracy or completeness. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass.

The views contained herein are as of September 2025 and are subject to change without notice; these views may differ from those of other T. Rowe Price group companies and/or associates. Under no circumstances should the material, in whole or in part, be copied or redistributed without consent from T. Rowe Price.

The material is not intended for use by persons in jurisdictions which prohibit or restrict the distribution of the material and in certain countries the material is provided upon specific request.

Australia—Issued by T. Rowe Price Australia Limited (ABN: 13 620 668 895 and AFSL: 503741), Level 28, Governor Phillip Tower, 1 Farrer Place, Sydney NSW 2000, Australia.

Canada—Issued in Canada by T. Rowe Price (Canada), Inc. T. Rowe Price (Canada), Inc.'s investment management services are only available to non-individual Accredited Investors and non-individual Permitted Clients as defined under National Instrument 45-106 and National Instrument 31-103, respectively. T. Rowe Price (Canada), Inc. enters into written delegation agreements with affiliates to provide investment management services.

EEA—Unless indicated otherwise this material is issued and approved by T. Rowe Price (Luxembourg) Management S.à r.l. 35 Boulevard du Prince Henri L-1724 Luxembourg which is authorised and regulated by the Luxembourg Commission de Surveillance du Secteur Financier.

Hong Kong—Issued by T. Rowe Price Hong Kong Limited, 6/F, Chater House, 8 Connaught Road Central, Hong Kong. T. Rowe Price Hong Kong Limited is licensed and regulated by the Securities & Futures Commission (SFC). This material has not been reviewed by the SFC.

Japan—Issued in Japan by T. Rowe Price Japan, Inc. (KLFB Registration No. 3043 (Financial Instruments Service Provider), Members of JAPAN INVESTMENT ADVISORS ASSOCIATION, The Investment Trusts Association, Japan, and Type II Financial Instruments Firms Association), located at GranTokyo South Tower 10F, 9-2, Marunouchi 1-chome, Chiyoda-ku, Tokyo 100-6610. This material is being furnished for general informational purposes only.

New Zealand—Issued by T. Rowe Price Australia Limited (ABN: 13 620 668 895 and AFSL: 503741), Level 28, Governor Phillip Tower, 1 Farrer Place, Sydney NSW 2000, Australia. No Interests are offered to the public. Accordingly, the Interests may not, directly or indirectly, be offered, sold or delivered in New Zealand, nor may any offering document or advertisement in relation to any offer of the Interests be distributed in New Zealand, other than in circumstances where there is no contravention of the Financial Markets Conduct Act 2013.

Singapore—Issued by T. Rowe Price Singapore Private Ltd. (UEN: 201021137E), 501 Orchard Rd, 10-02 Wheelock Place, Singapore 238880. T. Rowe Price Singapore Private Ltd. is licensed and regulated by the Monetary Authority of Singapore (MAS). This advertisement has not been reviewed by the MAS.

Switzerland—Issued in Switzerland by T. Rowe Price (Switzerland) GmbH, Talstrasse 65, 6th Floor, 8001 Zurich, Switzerland.

UK—This material is issued and approved by T. Rowe Price International Ltd, Warwick Court, 5 Paternoster Square, London EC4M 7DX which is authorised and regulated by the UK Financial Conduct Authority.

USA—Issued in the USA by T. Rowe Price Investment Management, Inc., investment adviser, 1307 Point Street, Baltimore, MD 21231, which is regulated by the U.S. Securities and Exchange Commission.

© 2025 T. Rowe Price. All Rights Reserved. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE, the Bighorn Sheep design, and related indicators (see troweprice.com/ip) are trademarks of T. Rowe Price Group, Inc. All other trademarks are the property of their respective owners.