



# 賛成？反対？ 株主提案2022

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

2023年3月

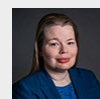
## エグゼクティブ・サマリー

3回目の発行となる当レポートでも、環境・社会問題に関する株主提案に対して当社が行った議決権行使結果を報告します。2021年は株主提案に比較的多くの支持をしましたが、2022年は試行的な提案の増加が見られました。提案件数の大幅な増加、採決に持ち込まれる議題の種類拡大、提案者数の増加だけでなく、提案の質が全体的に低下していることがわかりました。

この種の株主提案については、引き続き会社ごとに検討し、投票方法を決定していくことにしています。株主提案の傾向は毎年変化していますが、環境、社会、ガバナンスのパフォーマンスに対する説明責任は、取締役会レベルで適用するのが最善であるというのが当社の考えです。私たちは、2022年の投票実績がこの原則を明確に示していると考えています。



**Donna Anderson**  
コーポレート・ガバナンス責任者



**Jocelyn Brown**  
ガバナンス責任者  
EMEA、アジア太平洋担当

社会的な課題に対応した事業展開が民間企業に求められる中、株主提案は、投資家と企業のリーダーとの対話を促すメカニズムとして多く利用されるようになってきました。私たちは、このような株主提案に対し、十分に検証されたフレームワークの中で、最終的な行使結果に細心の注意を払いながら、アプローチを続けています。

## 受託者責任の一環としての議決権行使

顧客のために行う議決権行使は、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）において重要な役割を果たしています。当社は、議決権行使を、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顧客に代わり行使しています。ESGスペシャリストや当該企業を担当する運用プロフェッショナルとともに総合的に行使の判断を下します。議決権行使の最終的な目的は、企業とその投資家が長期的かつ持続可能な経済パフォーマンスを達成するような議案を支持することです。

議決権は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ（TRPA）のそれぞれの戦略に投資していただいている全体的なお客様に帰属する権利です。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て投資している企業の議決権行使について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議決権行使に係る推奨や情報を得ています。

- TRPAの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調査部門からなるESGスペシャリスト
- 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

## 影響力を慎重に行使

当社では議決権行使は、投資先企業と関係を築くための一手段であると考えています。議決権による影響力の行使は、投資先企業との関係におけるその他の側面を補完する手段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の面談
- 投資比率の増減を決定
- 新規投資または全売却の決定
- 状況により、長期的な観点から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

表1は、気候変動に焦点を当てたエンゲージメント事例です。

(表1) 気候変動リスク予防措置に関する株主提案 (TRPA)

オーストラリア・ニューゼaland銀行 (ANZ)、ナショナル・オーストラリア銀行 (NAB)、オーストラリア・コモンウェルス・バンク (CBA)、ウェストバック銀行 (WBC)	
焦点	環境
企業概要	オーストラリアの4大銀行
アセットクラス	株式および債券
国	オーストラリア
論点	非政府組織 (NGO) であるマーケット・フォースは、オーストラリアの4大銀行に対し、化石燃料プロジェクトの新規または拡大による採掘顧客への新規や既存融資の即時停止を求める株主提案を提出しました。この提案は、低炭素経済への秩序ある移行を促すものではありません。
分析	私たちは、金融サービスプロバイダーは、低炭素経済への移行の過渡期にある技術やプロジェクトに資金を提供しており、移行過程の今どこにいるかを採掘顧客に示すと共に、円滑な移行を後押しすることで採掘顧客のビジネス拡大を支援するという重要な役割を担っていると考えます。これを効果的に行うためには、「排出量の多い移行事業者」に融資する銀行が、採掘顧客が脱炭素を達成するために確立した信頼できる計画を確認するためのプロセスを持つことが重要だと考えています。採掘顧客がどのように移行を達成しようとしているかを考慮することなく、銀行や保険会社に採掘顧客への融資を今日から止めるように要求することは、秩序ある移行が可能であるという私たちの考え方と矛盾しています。最後に、この提案が非現実的だったのは、仮にオーストラリアの金融サービス関係者が化石燃料プロジェクトへの融資を打ち切ったとしても、外国の銀行がその空白を埋めることになり、プロジェクト自体は変わらず進行することになるからです。また、今後数年間で資金調達制限されたり、資金調達コストが高くなったりした場合、排出量の多い移行企業にとっての課題となる可能性があります。当社の責任投資、ガバナンス、運用チームのメンバーは、マーケット・フォースとオーストラリアの銀行の両者と面談を行い、当該NGOが何を狙っているかを理解するとともに、銀行が採掘顧客の移行計画の信頼性をどう評価しているかを確認しました。
行使結果	このエンゲージメントの結果、銀行がバランスシート上で自分たちの融資に関連した排出量にどのように対処しているのか、採掘顧客の移行計画の信頼性をどのように評価しているかについて、私たちは納得することができました。私たちは、年次株主総会で当該株主提案に反対票を投じましたが、今後も銀行の気候変動への取り組みを長期的にモニタリングしていきます。この株主提案の知名度が高いことから、ここではオーストラリア・コモンウェルス銀行での投票意図を公開事例として共有しました。気候変動リスク予防措置に関する株主提案は、どの銀行においても可決されませんでした。

2022年12月31日時点

出所：ティール・ロウ・ブライス・アソシエイツ

資料内に記載されている個別銘柄は情報提供のみを目的としており、勧誘を目的としたものではありません。

どれだけ会社提案に反対したかによって、運用会社などの大手機関投資家が評価されるケースが散見されますが、ティール・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。むしろ、先に挙げた数々の方法を通じて働きかけた結果、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回に限定されます。当社では、長年の熟考によって培われ、日々において行使する影響力が重要であると考えています。

### 規制や制約の度合いは市場により異なる

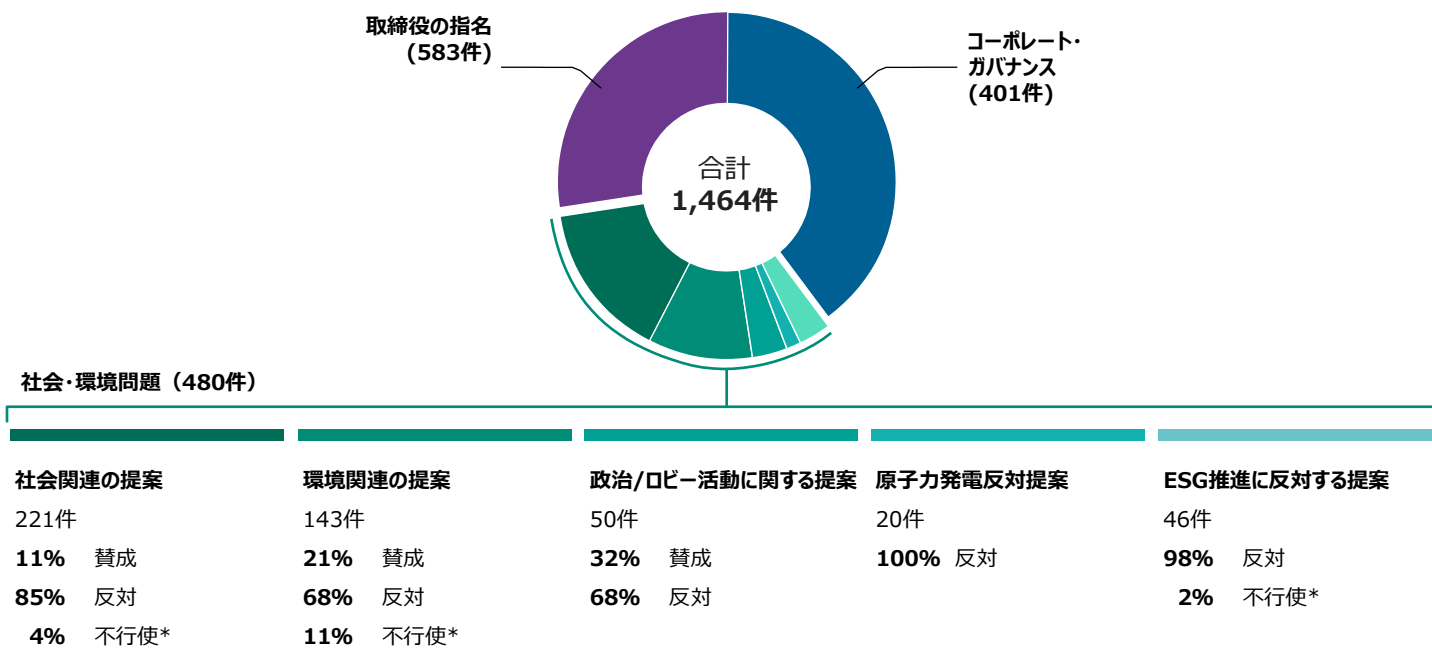
世界の主要市場にて、株主には定時株主総会にて議案を提出する権利が与えられています。しかし、こうした株主提案には様々な度合いの規制や制約が課されます。市場によっては、株主が株主提案を提出する資格を得るために、大量の株式を長期間保有することを要求されることがあり、結果として、株主提案の提出は比較的少なく、あったとしても機関投資家が提出する程度です。

日本、北米、北欧などの地域では、提出要件が緩やかです。そのため、これらの地域では、個人投資家や社会貢献団体から提出される株主提案がほとんどであることが一般的です。本レポートで取り上げる株主提案のうち、7割は米国企業に対して提出されたものです。

米国以外では、特にヨーロッパ、中東及びアフリカやオーストラリアにおいて、異なる変化が議決権行使に影響を及ぼしています。経営陣が株主にその取り組みの賛否を問う自発的な気候変動関連の決議案、通称「セイ・オン・クライメート」が広がりはじめています。こうした議案の目的は、中長期的な気候変動対策の戦略と報告の詳細を投資家に示し、賛同を得ることです。しかし、日本をはじめとする「セイ・オン・クライメート」の概念が普及していない市場において、株主総会で環境に関する株主提案決議が行われ、注目を浴びたのはごく僅かでした。一方、「セイ・オン・クライメート」の概念が普及している市場では、経営陣が支持する決議案が、株主が要求する追加ディスクロージャーと微妙に折り合わないような事例も見られます。今回の報告期間では、TRPAのグローバル株式投資先企業において、45件におよぶ「セイ・オン・クライメート」に関する決議案が提出され、そのうち97%に賛成しました。

## 2022年に議決権行使した株主提案

(図1) 環境・社会関連提案の詳細分析



図表は、当社が2022年に議決権を行使した株主提案件数を内容別に示しています。「社会・環境問題」については、提案内容をさらに5つのカテゴリーに分類しています。

\* 私たちが特定の株主提案に投票しないことを選択する理由は2つあります。1点目は、片方の委任状では投票し、もう片方の委任状では「投票をしてはいけない」といった指図を行う場合における、投票に無効の申し立てが適用されるような技術的な要件によるものです。2点目は、シェアブロッキングで、議決権を行使する株主に流動性規制を課すような特定の市場における要件によるものです。私たちは通常こうした市場では議決権を行使しません。

2022年12月31日時点。

出所：ティール・ロウ・プライス・アソシエイツ

TRPAは2022年に1,464件の株主提案に対し議決権を行使しました。うち583件は取締役の指名や関連提案でした。401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。本レポートでは残り480件の環境・社会課題への対応を求める株主提案を取り上げます。図1では、これらの提案を5つに分類しました。

### 議決権行使のフレームワーク：原則主義か個別判断か？

議決権行使においては、原則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対し一律に原則を適用すべきでしょうか？実際、私たちはどちらも正解だと考えています。

議決権行使では原則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、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。

株主提案に原則主義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と比べ微妙な判断が必要になるからです。例えば、私たち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を提案できれば話は簡単です。しかし、株主提案においては、取締役の交代だけでなく、そのための具体的な手法についても含まれています。また、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るものの、要求されている開示内容に必ずしも同意するとは限りません。

米国におけるESG推進に反対する動きは、2022年の私たちの意思決定の枠組みに複雑さを加えることになりました。私たちは、ESGインテグレーションやインパクト投資を重視する多くのグローバル顧客からフィードバックを得るための複数の手段を構築していますが、そのような問題に対して見解を持たない顧客も同じくらい多くいることを認識しています。中には、ESGを重視することによって投資成果や

地域経済に与える影響に対して否定的な意見を持つ顧客もいます。2023年の最優先課題は、多くの顧客やステークホルダーと対話を行い、ESGに関する顧客の優先順位や考え方をバランスよく把握することです。

### 議決権行使をめぐる劇的な変化

2022年の議決権行使において注目すべきは、株主提案件数が増加したことです。昨年、ティー・ロウ・プライス全体で行使した社会・環境問題に関する株主提案は323件でした。今年は49%増の480件となりました。この増加にはいくつかの理由があります。一つ目は、社会・環境問題に対する投資家の関心が世界的に高まっていることです。もう一つの理由は、米国証券取引委員会（SEC）が、議決権行使に加えることができる株主提案の種類についての解釈を変更したことです。SECは、幅広い社会や環境テーマについて、より多くの提案が出されることを許可しました。しかし、こうした提案数の増加は、全体的なクオリティの低下に繋がっていると当社は見ています。2022年の株主提案は、不正確なものが目立ち、整合性に欠け、重要でない課題に対処する提案が多く見られました。実際、最も件数が増えたのは「ESG推進に反対する提案」で、企業が環境・社会改善への投資をやめよう求めるものでした。昨年、TRPAはこの株主提案に9件しか投票しませんでした。今年、46件でした。

さらに、杓子定規な要求が顕著に上昇しました。株主提案は、ESG問題に関する追加報告を求めるような開示要求から、企業の具体的なコミットメントや資本投資、構造改革を求める行動ベースの要求へと急速に移行しています。同時に、提案者は、株主提案前に企業（発行体）との交渉によって解決を目指そうとする傾向が低下しました。

このような状況の劇的な変化により、私たちは、これらの議案に対する投票を企業ごとに行うという姿勢をより強く打ち出しました。これらの議案に対する投票を決定する前に、企業の全体的な状況、開示レベル、業績、重要なESGリスクについて理解することがこれまで以上に重要となっています。

## 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

### 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。提起された点の事業におけるマテリアリティ、企業の現在の開示水準、経営に対する妥当性、当社の責任投資調査部門の見解、提案者の意図、当社と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** 賛成11%、反対85%

このカテゴリーの提案に反対した理由：

- 38%は会社が提案が求めている点に関して既に十分な情報を開示していると考えており、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。企業の開示資料を検討するほか、この点に関する評価の目安の一つとしてRIIMの社会スコアを活用します。
- 12%は提案が経営に介入的であると判断したため。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ります。
- 22%は提案者の目的に同意できないため。ある特定の慣行が企業の長期的な株主に利益をもたらすかどうかについて、TRPAが提案者に同意できないような事案です。例えば、従業員を取締役メンバーに加えることを目指す株主提案、デラウェア州に本社がある企業をパブリック・ベネフィット・コーポレーション（利益の追求だけでなく社会貢献を約束した企業形態）への転換を目指す株主提案、市場全体の利益のために自らの経済的利益を犠牲にすることを企業に求める株主提案がありました。これらの要求が投資家の利益に合致しているとは考えられません。
- 10%は、質が低いと思われる株主提案のため。これらの提案は、漠然としすぎていたり、不正確な情報を含んでいたり、その問題がその会社にとって重要ではないような内容のものです。
- 3%は提案されている開示への取り組みに対して企業が既にコミットメントを示しているため。



### 環境関連の提案

**提案** これらの提案は、企業に対し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** 当社では通常のESGエンゲージメントを通じ、企業に対し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統一基準が存在しないため、企業の環境面のパフォーマンス分析は課題を抱えています。そのため当社で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支持しています。

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、この機会を利用して、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。

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企業の開示水準です。続いて、提案事項の当該企業におけるマテリアリティ、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われた過去のエンゲージメント内容、当社の責任投資調査部門からの推奨、提案者の身元（判明する場合）と意図、提案が要求している開示内容を考慮します。

**投票の内訳** 賛成21%、反対68%

このカテゴリーの提案に反対した理由：


- 20%は企業が提起されている点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。開示内容を検討するほか、この点に関する評価の目安の一つとしてRIIMの環境スコアを活用します。
- 29%は提案にて要求される開示内容が経営に対し介入的であると判断されるため。そうした例には、工場閉鎖、短期的な事業の一部停止、会社の主要事業の変更に向けた多額の資本支出を会社に求めるものがあります。私たちは、このような決定を株主総会決議で行うことは不適切であり、会社の取締役会に委ねるのが最善であると考えています。
- 7%は提案者の目的に基本的に同意できないため。
- 7%は提案されている開示への取り組みに対して企業が既にコミットメントを示しているため。
- 5%は、質が低いと思われる株主提案のため。これらには、漠然としたものや、不正確な情報に基づくもの、その問題が会社にとってそれほど重要ではないと考えられる提案などが含まれます。




## 議決権行使結果とその理由（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


### 政治／ロビー活動に関する提案

	<b>提案</b>	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。
	<b>アプローチ</b>	法の制限内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と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。
	<b>投票の内訳</b>	<b>賛成32%、反対68%</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>■ 60%は会社が提案が求めている点に関して既に十分な情報を開示していると考えており、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。</li><li>■ 4%は提案にて要求される開示内容が経営に対し介入的であると判断されるため。</li><li>■ 2%は提案者の目的に同意できないため。</li><li>■ 2%は提案されている開示への取り組みに対して企業が既にコミットメントを示しているため。</li></ul>

### 原子力発電に反対する提案

	<b>提案</b>	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。
	<b>アプローチ</b>	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経営に介入的すぎると受け止めており、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。
	<b>投票の内訳</b>	<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。</b>

### ESG推進に反対する提案

	<b>提案</b>	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。提案件数は2022年に大きく増加しました。多くの場合、提案は誤解を招き、提案者の真の目的が不明瞭となります。それら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。
	<b>アプローチ</b>	これらの提案は、環境に関する取り組みの削減、慈善活動の縮小、ダイバーシティとインクルージョンの後退などを企業に働きかけることを目的とした提案が増えています。TRPAはこうした提案を支持しません。
	<b>投票の内訳</b>	<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。</b>

## TRPA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私たちの取り組みは、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SSIONAL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。

TRPA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、債券、マルチアセット部門の経験豊富な運用プロフェSSIONALと各部門の責任者で構成され、社内弁護士、並びに営業やオペレーション部門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調査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初めの会合で前年の議決権行使結果を検証し、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。

## ESGパフォーマンスの説明責任を果たすための様々な手段

TRPAの議決権行使プログラムにおいて、社会・環境関連の要素に対する私たちの見解が表明されるのは、株主総会決議だけに留まりません。世界中のほぼすべての会社の株主総会の定例議案の中で、取締役が再任されています。私たちは、取締役の再任を決議する前に、再任される取締役のパフォーマンスを、社会・環境関連の要素を含む様々な側面から評価します。

2022年、私たちはTRPAの議決権行使ガイドラインを3つの方針で対応し、ESGの懸念によって取締役選任を反対する基準の引き上げを行いました。これらの方針は次の通りです：

- **気候変動取り組みへの透明性**：温室効果ガスの高排出産業に属する企業について、投資家がリスクを評価するのに十分な排出量データを開示していない場合は、原則として、取締役の選任に反対します。
- **取締役会の多様性**：取締役会の性別の多様性について、全世界で最低基準を設定し、規制や市場基準がある地域にはより高い基準を適用しています。
- **株主の権利**：3年任期で取締役の改選時期をずらして、取締役の過半数の交替をしにくくする仕組みをとっている米国の伝統的企業に対しては、投資家に対する説明責任を低下させるとして、原則として反対します。

2022年、これら3つの方針で対応した結果、TRPAは以前と比較して、取締役選任に対する反対件数は1,000件以上増加しました。

## 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

### 提案は、当該企業にとって重要な環境・社会課題であるか？

- 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、「マテリアリティ」は主要な判断基準です。
- マテリアリティの判断には、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。

#### TRPAの視点

株主総会に提出された環境・社会課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です。

### 誰が提案をしているのか、そしてその目的は私たちの目的と合致するのか？

- 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。
- しかし、会社の長期の経済的成功とは無関係な大きな争点を持ち出すことによっ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。

#### TRPAの視点

長期投資家としての私たち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です。

### 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か？

- 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。
- 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。
- こうした経営に介入的な提案は、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。一方で、気候変動リスクの影響が極めて大きい企業に対しては、投資家の関心は開示を中心とした提案から特定の行動を求める提案へと移行してきています。例えば、温室効果ガス排出量の具体的な削減目標の設定を求める提案が増えています。

#### TRPAの視点

- 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。追加の開示が私たち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。
- 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です。

## 賛否を決定する要素（続き）

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

### 株主は、決議の対象である中核的な問題を解決するための最適なステークホルダーなのか？

- 株主提案の中には、すでに規制の対象となっている社会・環境問題に取り組むよう企業に求めるものもあります。
- また、規制当局、法律、裁判所、地域社会など、他のステークホルダーが対処した方が良いことが明らかな問題に対して、民間企業レベルによる解決策を求める株主提案もあります。

#### TRPAの視点

- 特定の株主提案が、企業に対して、規制要件や同業他社の慣行よりも高い基準を採用するよう求める場合、私たちは議決権行使に際して潜在的な競争力の低下を考慮します。
- 特定の株主提案が、様々な社会的問題に対して企業レベルでの解決策を適用しようとするもので、その問題に対して企業がほとんど影響力を持たない場合、私たちはその決議内容が不十分であるか、誤った方向に進んでいると判断することがあります。

### 気候関連の提案への特別な配慮があるか？

- 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削減に関連した提案が該当します。

#### TRPAの視点

- 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を評価する第一歩です。私たちは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。
- 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経営に介入的であり支持しない可能性が高いです。
- 提案が特定の行動や目標を追求している場合、求められている行動と長期投資家の利益の整合性を評価します。

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、当社の加入団体、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。

### TRPAの議決権行使のモニタリングとESGに対する取組み

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。これは、運用会社としてのサービスの一環であり、当社の各運用エンティティの総称であるティー・ロウ・プライス・アドバイザーズに置かれた各取締役会が監督責任を担っています。また、ティー・ロウ・プライス・アドバイザーズはフィデューシャリー・デューティを担っています。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する責務を負います。

ESGコミッティーはすべてのファンド（米国ミューチュアル・ファンド、SICAV、信託、OEIC）の取締役会に毎年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・アドバイザーズ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・インク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・アドバイザーズの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、TRPAのESG責任者がグループ取締役会に年次報告を行っています。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TRPAにおける各種投資です。議決権行使活動に対する監視はファンドの取締役会の責任であり、通常、グループの取締役会では議論されません。

### 気候変動リスクに対するグループと資産運用会社の視点の整合性レビュー

2022年、ティー・ロウ・プライス・グループ・インク取締役会の要請に基づき、気候変動に関するグループの方針、見解および声明と、当社の資産運用会社による議決権行使活動について比較を刷新しました。

レビュー手法や指摘事項など、今件に関する詳細な情報は、本レポートの補足資料をご確認ください（補足資料：気候変動リスク整合性レビュー）。



## 結論

ティー・ロウ・プライス・アドバイザーズは、ESGの専門知識や知見の構築に多大なリソースを投資しています。戦略的な投資アプローチと同様、ESGに関する議決権への賛否は、企業毎に特定のESGリスク、成長機会、開示などを考慮し、ケース・バイ・ケースの分析に基づいて判断されます。

ESGファクターを議決権行使を含む運用プロセスに組み入れるTRPAのフレームワークは独自の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を目的としています。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、私たちの目的は、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。

ESG課題に関する株主提案の質、意図、効用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管理の強化を促す上で有効で、投資家にとって最良の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、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。

# 補足資料：気候変動リスク整合性レビュー

2021年、ティー・ロウ・プライス・グループ・インク取締役会の要請を受け、気候変動に関するグループの方針、見解および声明と、当社の資産運用会社による議決権行使活動について初めて比較を行いました。2022年も同様の分析を行いました。本レポートで「企業活動」と言う場合、それはグループ取締役会の監視下でのティー・ロウ・プライス・グループ・インクによる活動を指します。「運用活動」とは、顧客の代理として助言や資産管理を行うために設置されたティー・ロウ・プライス・グループ傘下の資産運用会社の様々な活動を指します。これには、当社の米国ミューチュアル・ファンドやその他のファンド、他の形態にて資産を受託している顧客全てを含みます。

分析にあたっては、以下の文書にある気候関連の記述を比較しました。

ティー・ロウ・プライス・グループ・インク：企業活動	ティー・ロウ・プライス・アドバイザーズ：運用活動
<ul style="list-style-type: none"><li>■ 2022年総会招集通知</li><li>■ 企業の社会的責任に関するウェブサイト</li><li>■ 2021年ESGアニュアルレポート</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 気候変動に関する運用方針</li><li>■ ESG方針</li><li>■ エンゲージメント方針</li><li>■ TRPAとTRPIMの議決権行使ガイドライン※</li><li>■ 2021年ESGアニュアルレポート</li><li>■ 賛成？反対？株主提案2021</li></ul>

※ ティー・ロウ・プライス・インベストメント・マネジメント・インク（TRPIM）は、自身が定めた議決権行使ガイドラインに則り、ティー・ロウ・プライス・アソシエーツ・インク（TRPA）およびその関連運用会社から、独立して議決権行使の意思決定を行います。

## ステップ1：基本的視点

双方とも、文書の中で気候変動に直接言及しています。グループの企業活動に関する開示資料では、「ティー・ロウ・プライスのマネジメント層は、気候変動が当社のビジネスにもたらすリスクと機会を認識しています。」と述べています。また、「投資家として、長期的な思考と持続可能性は両立すると考えています。」と付け加えています。運用活動に関する開示でも同様に次のように記しています。「気候変動を乗り切るにあたって私たちの投資先がどのような態勢にあるかは、アナリストやポートフォリオ・マネジャーにとって重要な問題です。投資先企業が気候変動の影響をどのように評価し、環境面の持続可能性を長期の戦略立案にどのように組み込んでいるかを理解することは受託者責任の一部であると考えています。」

また、双方とも、気候変動はESG関連情報開示の中で重要なトピックとして取り上げられています。

当社の運用エンティティは総称して「ティー・ロウ・プライス・アドバイザーズ」と呼ばれ、それぞれの取締役会の監視を受け、各取締役会に対する説明責任を負っています。

ティー・ロウ・プライス・グループ・インクとその取締役会には、傘下の運用会社における議決権行使活動を監視する責任はありません。このような活動は各運用会社の取締役会の監視の下にて行われています。グループと傘下運用会社の株主やステークホルダーは明確に区別され、その利害も異なる場合があります。こうした状況を踏まえてもなお、ティー・ロウ・プライス・アドバイザーズの議決権行使実績とティー・ロウ・プライス・グループ・インクの方針の間に非整合的な点があるかを検証しました。

## ステップ2：開示

双方とも、投資家が気候変動リスクの評価とその低減に着手するために企業が取れる最初の重要なステップは、温室効果ガスの排出量とその削減計画の開示であると記載しています。また双方とも、そのような開示に向けた望ましいフレームワークとして気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）を挙げています。また、一般的なサステナビリティの開示フレームワークとして、サステナビリティ会計基準審議会（SASB）を挙げています。

ティー・ロウ・プライス・グループ・インクはTCFDフレームワークを支持しており、2021年ESGアニュアルレポートにTCFDのフレームワークに基づいた開示を盛り込んでいます。開示されたデータの中には、企業の温室効果ガス総排出量の内訳が含まれています。

運用活動においてもTRPA議決権行使ガイドラインの中で、TCFDの提言に沿った報告を求める株主提案に賛成票を投じる方向性を明記しています。ESGアニュアルレポートやその他の文書にも、投資先企業に対するエンゲージメントでは、TCFDフレームワークの採用を推奨することを含め、環境関連開示の向上に向けた働きかけが中心になることが多いと記載しています。

### ステップ3：議決権行使

顧客の最善の利益の追求のみを目的に投資先企業に対する議決権を行使する責務を果たすため、傘下の資産運用会社毎にESGコミッティーを設置し、議決権行使プロセスを監視し、議決権行使ガイドラインを策定・管理する独立した機能を持たせています。ガイドラインには、気候変動に対する取り組みが議決権行使の対象になっていると数カ所書かれています。一方、環境・社会に関する株主提案についての具体的なガイドラインはありません。これは、ファンダメンタルズを重視する投資家として、企業固有の状況を踏まえて検討すべきであるとの信念によるものです。

地理的所在地、ビジネスモデル、規制、経営陣、エネルギー移行の長期的性質などから、企業が受ける気候関連リスクの影響は異なります。企業の開示水準にも、気候変動に敏感な業種に属する大企業がTCFDに完全に則って行う報告から、スコープ1の温室効果ガス排出量の測定すら始めていない中小企業まで、極めて大きな差があります。従って、傘下運用会社の議決権行使ガイドラインでは、環境・社会に関する株主提案をケース・バイ・ケースで分析するアプローチを取っています。

グループの企業活動に関する文書には、議決権行使についての具体的な開示はありませんでした。グループやその取締役会が傘下運用会社の議決権行使やその監視に責任を負っていないことを考えれば、妥当であると考えます。

### レビュー結果の概要

上記の文書をレビューした結果、以下のように結論付けました。

1. 気候変動に関連する投資リスクについての双方の基本的視点は整合的である
2. 双方ともTCFDやSASBの報告フレームワークを強く支持していることが、その整合性をさらに裏付けており、
3. 議決権行使に関する双方の開示に不整合な点はない

加えて、傘下の運用会社における2020年、2021年、2022年の議決権行使実績は議決権行使ガイドラインと整合しており、気候関連提案の各々をケース・バイ・ケースで分析していることを強く実証していると結論付けました。

ティール・ロウ・プライスは気候変動におけるさまざまなステークホルダーの利益を投資上の重要な考慮事項であると理解し、投資判断に織り込んでいます。ステークホルダーにはティール・ロウ・プライス・グループ・インクの株主、地域社会、当社社員のほか、資産を受託している顧客など、資産運用におけるステークホルダーも含まれます。

当社では、一貫性のある報告を行い、グループと資産運用双方において活動を公平に評価することが重要であると考えています。3年目を迎えた本レポートでは、環境・社会関連の株主提案に対する資産運用を通じ議決権行使について詳細に説明しました。今後も本レポートを年次で発行するほか、全ての投資先企業について議案毎に行使結果を年に2回公表する予定です。

## 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み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