

# 日本リージョナルの概要

このリージョナルの概要は、2023年の委任状提出年にVanguardの投資スチュワードシップ・チームが日本全国で観察したコーポレート・ガバナンスのトピックとトレンドについて報告するもので、この期間にVanguardが運用するファンドが投じた委任状投票に関するデータも含まれている。<sup>1</sup>当社は、Vanguardファンドの投資家および他の市場参加者に、当社がVanguardファンドに代わって行っているエンゲージメント活動および委任状による議決権行使活動についての理解を深めてもらうために、本概要およびその他の出版物や報告書を提供している。

Vanguardの投資スチュワードシップ・チームは、Vanguardの助言を受けるファンドに代わって委任状による議決権行使とエンゲージメントを行っている。投資先企業のコーポレート・ガバナンスの実践を評価する当社のアプローチは、優れたコーポレート・ガバナンスの4つの柱を中心としたものである。本報告書では、取締役会の構成と有効性、取締役会による戦略とリスクの監督、経営陣の報酬、株主の権利について説明する。

過去1年間（2022年7月1日から2023年6月30日まで）に、当チームは日本の50社、442億ドルの株式運用資産に相当する68件のエンゲージメントを実施した。ファンドは、この地域の1,440社にわたる15,581の提案に投票した。

## データ



関与した  
企業数

**50**



関与回数

**68**



提案が投票  
された企業数

**1,440**



議案投票数

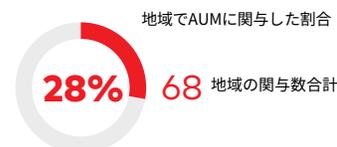
**15,581**



**442億ドル**

株式運用資産  
(AUM) 関与

## AUM の関与地域



当該地域のAUMの株式総額 **42億ドル**

当該地域における  
VanguardのAUM株式合計 **1,598億ドル**

<sup>1</sup> Vanguardの投資スチュワードシップ・プログラムは、Vanguardが助言するクオンツ型およびインデックス型株式ポートフォリオ（総称して「Vanguardが助言するファンド」）に代わって、委任状による議決権行使およびエンゲージメントを担当している。Vanguardの外部運用ポートフォリオは、無所属の第三者投資アドバイザーによって運用されており、これらのポートフォリオの委任状投票とエンゲージメントは、それぞれのアドバイザーによって行われている。したがって、本書中では、「当社」および「ファンド」は、それぞれVanguardの投資スチュワードシップ・プログラムおよびVanguardの助言を受けるファンドを指すものとする。



## 取締役会の構成と有効性

企業のコーポレート・ガバナンス・プロフィールを評価する際の当社の最大の関心事は、取締役会が適切なレベルの独立性を有し、経営、企業戦略、および重要なリスクに対する独立した監督を効果的に行うために必要な経歴、スキル、経験、および多様な個性を兼ね備えていることを確認することである。

**取締役の選挙および取締役会の構成。**日本では、取締役は通常2年ごとに選任されるが、会社の定款にこれより短い任期が規定されている場合は別である。近年、一部の日本企業が取締役の年次改選を導入しているのを目にするが、株主が取締役の業績を毎年評価し、現状を支持するか変化を促すかのいずれかに一票を投じることができるようになるため、我々はこの進化を歓迎する。

日本の会社法では、3種類の取締役会構成が認められている。

- 1層構造で3つの委員会（監査、指名、報酬）を有する取締役会
- 1層構造で監査委員会を有する取締役会
- 取締役会と監査役会の2層構造

ファンドは、ある構造を他の構造よりも推奨しているわけではない。その代わり、取締役会は一般に、どの体制がリスクと機会の適切な監視を最も可能にし、したがって会社と株主にとって最善の利益となるかを判断するのに適した立場にあると考える。

**取締役会の独立性。**日本では、取締役会の独立性に主眼を置いて分析してきた。日本の取締役会は歴史的に、「内部の取締役」と呼ばれる業務執行取締役によって占められてきた。近年、企業は「社外取締役」と呼ばれる社外取締役の数を増やしている。しかし、社外取締役はほとんどの会社で取締役会の過半数を占めるには至っておらず、その独立性を疑われるような会社との関係や所属を持っていることも多い。

2023年、当ファンドは、日本のコーポレートガバナンス規制が定める原則に沿った、取締役会の独立性に関する新しい議決権行使方針を導入した。その結果、取締役および取締役会の独立性については、過去1年間における企業リーダーとのエンゲージメントで頻りに議論された。具体的には、特定の関係、取引、状況が社外取締役の独立性に影響を与えるかどうかに関心があった。取締役会が社外取締役の独立性をどのように評価し、なぜ社外取締役を社外取締役と見なすのかについて、企業のリーダーから説明を聞くことは有益であり、多くの日本の年次総会での投票に先立ち、全体的な分析に織り込んだ。

その結果、日本の社外取締役は、その会社の元社員、現在または過去の顧問関係（その会社の監査法人に在籍しているなど）、その会社との現在または過去の取引関係、その会社の取締役または株式の持ち合い関係にあるなど、過去の関係を持つことが多いことがわかった。<sup>2</sup> 企業の情報開示では、こうした関係についての詳細が限定的であることが多く、社外取締役が実際に独立しているかどうかの評価が困難であった。

また、株主が議決権行使の際に各取締役の独立性について十分な情報を得た上で判断できるよう、社外取締役の独立性を疑わせるような潜在的な人間関係の開示を強化し、取締役会がどのように社外取締役を社外取締役と判断したのかについても開示するよう、日本企業のリーダーに働きかけた。

<sup>2</sup> 日本では、上場企業が取引のある他の上場企業の株式を保有することが多く、またその逆もある。それを株式の持ち合いという。

**委任状争奪戦。**プロキシー・イヤー2023では、日本企業の委任状争奪戦が増加し、新たな取締役候補を提案したり、既存の取締役の解任を株主に求めたりする株主提案の形となった。この増加の主な要因は、日本企業の戦略、バリュエーション、資本配分のアプローチ、およびコーポレート・ガバナンス慣行に対する懸念

に焦点を当てた、市場における投資家の活動家であった。委任状争奪戦を評価する際には、会社における変革の経済性、戦略的ケース、取締役会および株主から提案された候補者の質、会社の既存のコーポレート・ガバナンス慣行の質を評価する。



## 2023年のプロキシー・イヤーからの注目すべき提案には以下のものがある。

多国籍自動車メーカーである**トヨタ自動車**の2023年6月の年次総会では、取締役会の独立性への懸念からファンドが議長に反対票を投じた。社外取締役の1人は、トヨタが取引関係を維持していた会社の役員である。我々は、その関係の本質をよりよく理解するために、トヨタのリーダーに話を聴いた。取引関係の総額が開示されていないため、その取締役が独立性を有しているかどうかを確認することは困難であった。トヨタには他にも独立性のある社外取締役がいるが、この特定の社外取締役の関係性を考慮すると、取締役会の独立性は33%未満であった。その結果、ファンドの**日本の委任状による投票方針**に沿い、ファンドでは取締役会の全体的な独立性レベルに対する懸念を反映し、議長に反対票を投じた。

情報技術ソフトウェア・ソリューション企業である**富士ソフト株式会社**は、2022年12月に委任状争奪戦を行い、ファンドは5人の新任社外取締役候補を支持した。これらの候補者のうち3人は会社が提案したもので、2人は会社と活動家が共同で提案したものだ。この活動家は、ファンドが支援しなかった他の候補者2人も推薦した。我々は12月の臨時株主総会に先立ち、富士ソフトと話し合った。この間に企業価値向上に焦点を当てた委員会の最新情報を入手した。この委員会は、2022この委員会は2022年3月の委任状争奪戦の後に設置されたものである。社外取締役の委員会への関与について質問した。非効率的な資本配分の主張を中心に、活動家が提起した懸念に対処するために同社が講じた措置には留意したが、取締役会とこの問題を検討する委員会における独立した監視のレベルには疑問があった。我々は最終的に、社外の視点を取締役に導入することで取締役会の独立性を高めることが有益であり、長期的な株主利益に合致すると判断した。その結果、ファンドが支持した5人の候補者は、独立性、スキル、経験を最も適切に兼ね備えており、既存の取締役を補完するものであると評価した。



## 取締役会による戦略とリスクの監督

ファンドに代わって、取締役会の重要リスクに対する評価と地域やセクター固有の状況を考慮し、各企業の固有のプロファイルにしたがって、ケースごとに取締役会の重要リスクに対する監督と開示を評価する。

**株主提案。**日本では、株主提案は、通常、株主総会で承認される事項に関してのみ提出できる。そのため、例えば会社に追加開示を求める株主提案は、会社が報告書を作成し情報を開示することを明記した定款の変更を求める提案として、年次総会の議題となることが多い。2023年のプロキシ・イヤーには、取締役関連の株主提案（つまり委任状争奪戦）や資本配分に関する提案が多く見られた。

2023年のプロキシ・イヤーでも、日本企業は活動家の圧力の高まりに影響を受けた。ファンドが議決権を行使した株主提案は67社351議案であったのに対し、2022年には48社227議案であった。株主提案の多くは、会社の定款変更を要求するという本質的に杓子定規なものであると評価した。Vanguardの助言を受けるファンドは、企業の戦略や運営に口を出さない代わりに、2023年の株主提案の分析では、各提案の具体的な要請と、取締役会と経営陣が各提案の要請をどのように実行するかを決定する際の自由度に焦点を当てた。これらの株主提案を評価する上で最も重要なことは、重要なリスクに関する企業の既存の報告と開示を理解し、企業の経営、戦略、重要なリスクに対する独立した監視が適切に行われているかどうかを確認することである。

東京証券取引所（東証）は2023年初め、中長期的な企業価値向上を目指し、日本企業の資本コストや収益性をより考慮した経営を推進するための検討を開始した。東証のガイダンスでは現在、株価純資産倍率が1倍未満の企業に対して、収益力向上に関する目標とそれに取り組む方針を開示するよう求めている。資本配分に関連する株主提案の数は、2022年の委任状提出年度の25件から2023年のプロキシ・イヤーには46件に増加した。我々は、これらの提案の数と性質に関する動向を引き続き注視していく。

環境的・社会的な株主提案は、特に公益事業や銀行セクターにおいて、企業の年次総会の議題として依然として存在するものの、この種の株主提案は2022年から顕著に増加することはなかった。提案のほとんどは、気候変動リスク管理に焦点を当てたものだった。一般的に、日本企業は気候変動リスク管理に関する情報開示と報告を改善していることがわかったが、これは2023年の規制変更により、企業の年次証券報告書における持続可能性の開示が義務付けられたことが最も大きな要因であろう。



## 2023年のプロキシ・イヤーからの注目すべき提案には以下のものがある。

電力会社の電源開発株式会社 (J-Power) は、2023年6月の定時株主総会において、気候変動に関連する複数の株主提案を受けたある提案は、パリ協定の目標に沿った、科学的根拠に基づく短期・中期的な温室効果ガス排出削減目標を達成するための事業計画を開示するよう求めた。我々は、会議に先立ちJ-Powerと連絡を取り、重要な気候変動リスクを管理するためのアプローチについて話し合った。全体的には、気候変動リスクに関する独立した取締役会の監視を支援するためのプロセスや体制について、より明確な情報を提供することは可能であると考えられるが、我々は、同社の情報開示は十分であると判断した。また、Jパワーが前回の年次総会から情報開示を増やし、日本の温室効果ガス排出削減目標に合わせたことも指摘した。その結果、Vanguardの助言を受けるファンドは株主提案を支持しなかった。別の提案では、Jパワーの報酬方針が温室効果ガス排出削減目標の達成をどのように促進するかについて、より多くの情報開示を求めた。日本企業は通常、役員報酬に関する詳細な情報を開示していない。日本の規制では役員報酬に関する開示は求められていない。その結果、同社の現在の情報開示は市場標準に沿ったものであった。そのため、Vanguardが助言するファンドはこの提案を支持しなかった。

多国籍自動車メーカーであるトヨタ自動車の2023年6月の定時株主総会で、定款の変更を求める株主提案がなされた。この株主提案は、トヨタが気候変動に関するロビー活動を行い、その活動がパリ協定の目標や2050年のカーボンニュートラル目標にどのように合致しているかについて年次報告書を発行することを求めるものであった。我々は、トヨタがすでに気候変動に関するロビー活動に関する報告書を株主に提出しているとし、同社幹部との対話を通じて、これらの活動に対する監督と報告を強化するトヨタの意欲についてさらに理解を深めた。その結果、Vanguardの助言を受けるファンドは株主提案に反対票を投じた。これは同社の現在の報告書がこのテーマに関する株主への情報開示を適切に提供していると思われたためである。



## 役員報酬

役員報酬制度を見直す際には、報酬慣行が長期的な投資リターンとどのようにリンクしているかを評価する。

日本では、他の市場では「セイ・オン・ペイ（訳注：企業経営者に支払われる報酬について意見を述べること）」として知られているように、株主が役員報酬の結果について投票することはなく、日本の規制が義務付けていないため、日本企業は役員報酬の取り決めや結果について詳細な情報を開示することもない。時折、株主が株式報酬制度の承認を議決することもあるが、こうした制度は日本では一般的ではない。2023年のプロキシ・イヤーにお

いて、役員報酬の体系や取り決めについて株主への開示を行った日本企業は少数派であった。我々は、企業が戦略的目標を報酬体系に組み込むことをどのように考えているかをより理解するための追加情報を要求した。



## 株主の権利

我々は、株主が基本的権利を効果的に行使できるようにするために、取締役会が設置する仕組みを評価する。

**独立した取締役の関与。**日本におけるコーポレート・ガバナンスの重要な課題の一つは、独立した取締役が取締役会に参加することに企業が消極的であることである。ほとんどの日本企業は、株主とのエンゲージメントのために担当役員やIRの担当者がいる。当社は、企業のリーダーとの対話を重視している。取締役会のコーポレート・ガバナンス構造やプロセス、また全株主の代表として機能する独立した取締役がどのように経営、戦略、重要リスクの監督に参加しているかをよりよく理解するためである。また、全株主を代表する独立した取締役がどのように経営、戦略、重要リスクの監督に関与しているかを理解するためである。今年は独立した取締役との話し合いが例年より多く行われたことは進歩であるが、市場には独立した取締役への株主のアクセスを改善する機会があることに留意したい。

**ポイズン・ピル。**日本における買収防衛策(別名ポイズン・ピル)の普及率は近年低下しているが、市場慣行の一部であることに変わりはない。2022年にポイズン・ピルについて投資先企業と広範な関わりを持った後、Vanguardの助言を受けるファンドは議決権行使方針を新たに、ファンドの新たなポイズン・ピルを支持する明確で説得力のある根拠を探すと明記した。日本企業のポイズン・ピルの多くは事実上ローリング・ピルであり、会社は3年ごとにピルの更新のために株主の承認を求めるが、多くの場合、潜在的な敵対的買収に対する懸念以外に具体的な理由や根拠はない。我々は、企業がピルの更新を求める具体的な理由について株主に明確な情報開示を行うとともに、独立した取締役会による適切なレベルの監督と、ポイズン・ピルの使用を管理するためのプロセスを確保するよう促した。



## 2023年のプロキシ・イヤーからの注目すべき提案には以下のものがある。

機械製造の**株式会社不二越**の2023年定時株主総会において、株主は同社の買収防衛策の更新を承認するよう求められた。ファンドはこの提案に反対票を投じた。分析の決め手のひとつは、取引の妥当性を評価する特別委員会の構成であり、その結果、ポイズン・ピルの使用が正当化されるか否かが決まる。一般的に、この特別委員会は完全に独立した社外取締役で構成されることを期待する。この場合、特別委員会の多くの取締役が独立していないとみなされる可能性があったため、ポイズン・ピルの使用を評価する必要がある場合に独立した監督レベルに懸念があった。

総合石油会社の**コスモエネルギーホールディングス株式会社**の2023年定時株主総会において、同社は株主に対し、特定の株主および関連当事者に対するポイズン・ピルの承認を求めた。これは、日本の多くのポイズン・プルとは異なり、一般的なものであり、企業が敵対的買収を開始しようとした場合に、買収者の持ち株を希釈化するためにフロントを発行できる状況を概説するものであった。このケースでは、コスモ・エナジーのリーダーと面会し、同社の開示資料を検討した結果、同社がこの株主からの株式公開買い付けを阻止できる説得力のある根拠があるとは判断できなかった。したがって、ファンドは同社のピル導入を支援しなかった。

# 議決権行使データ

プロキシ・イヤー2023の日本における経営提案の種類と議決権行使量は、例年通りであった。しかし、取締役会および主要委員会の独立性のレベルに対する懸念から、取締役会の独立性に関する当社の見解を日本のコーポレートガバナンス・コードと整合させた結果もあり、Vanguardの助言を受けるファンドはより多くの取締役に反対票を投じた。

2023年の株主議決権行使時期におけるもう一つの重要な観測点は、株主提案の増加である。ファンドが議決権を行使したのは67社351議案で、2022年比で50%以上増加した。環境・社会関連の提案は同水準で、資本配分関連の提案が多かった。2023年のプロキシ・イヤーにおいて、当ファンドは日本企業の合計9件の株主提案を支持した。これらの提案の大部分は、取締役会の構成と有効性のセクションで述べた富士ソフトの委任状争奪戦に関連するものであった。

柱との整合性		提案の種類	経営陣		株主	
			提案数	%	提案数	%
取締役会の構成と有効性	取締役の選任	11,985	95%	39	10%	
	取締役会その他	1,315	92%	68	4%	
取締役会による戦略とリスクの監督	監査人の承認	28	100%	-	-	
	環境・社会	-	-	49	0%	
役員報酬	その他の報酬関連	468	92%	43	5%	
株主の権利	ガバナンス関連	480	88%	1	0%	
その他の提案	閉会／その他の議案	19	100%	-	-	
	資本	912	100%	-	-	
	合併と買収	23	91%	-	-	
	その他	-	-	151	0%	

**Vanguard**<sup>®</sup>

© 2023 The Vanguard Group, Inc.  
All rights reserved.

ISJPRR\_122023