

# 日本リージョナルの概要

この地域概要では、2024年の議決権行使期間中に Vanguard の投資管理チームが日本に拠点を置くポートフォリオ企業全体で観察したコーポレート・ガバナンスのトピックと傾向について報告しています。これには、期間中に Vanguard が助言するファンドが行った議決権行使に関するデータが含まれています。<sup>1</sup> 当社がこの概要およびその他の出版物やレポートを提供するのは、Vanguard のファンドの投資家やその他の市場参加者に、当社が Vanguard の助言するファンドに代わって実施するエンゲージメントおよび議決権行使活動について理解してもらうためです。

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

説明します。2024年の委任年度（2023年7月1日から2024年6月30日まで）中、チームは日本国内の65社に関連する74件のエンゲージメントを実施しました。これは、同地域における Vanguard が助言するファンドの株式運用資産総額 1,850 億ドルのうち、610 億ドルに相当する額です。ファンドは、同地域の 1,463 社の 15,807 件の提案に投票しました。

## 一目でわかります



**65**

関与した  
企業数



**74**

関与回数



**1,463**

提案が投票された  
企業数



**15,807**

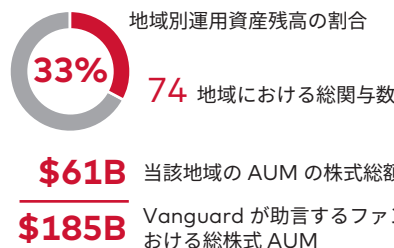
議案投票数



**\$61B**

株式運用資産  
(AUM) 関与

## 地域の運用資産残高



<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ます。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

優れたガバナンスは、企業の取締役会から始まります。企業のコーポレート・ガバナンス プロファイルを評価する際に当社が主に重視するのは、取締役会メンバーがどの程度適切に独立性、能力、経験を持ち、すべての株主の利益を代表する能力を備えているかを理解することです。

### 取締役会の独立性

日本の取締役会は歴史的に、日本市場では「社内取締役」と呼ばれる業務執行取締役が中心でした。近年、企業は非業務執行取締役（「社外取締役」と呼ばれる）の数を増やしています。しかし、多くの社外取締役が、独立性と客観性に影響を与える可能性のある職業上の関係や提携関係を維持していることがわかっています。

2024年の委任状提出年度では、取締役会の構成に関係なく、取締役会と委員会の独立性について疑問があった日本企業の代表者やリーダーとのエンゲージメントを優先しました（詳細については「日本の取締役会の構成」を参照してください）。具体的には、社外取締役の独立性を評価するための取締役会のプロセスを理解しようとしてきました。

### 日本の取締役会の構成

日本の会社法では、3つの委員会（監査、指名、報酬）を備えた1層取締役会、監査委員会を備えた1層取締役会、または2層取締役会（取締役会と監査役会で構成）の3種類の取締役会構成が認められています。一般的に、取締役会は自社にとって適切な取締役会構造を決定するのに最適な立場にあると当社は考えています。

これらの取り組みにおいて、当社は取締役会のプロセスや、特定の取締役の職業上の関係、取引、その他の提携関係の詳細の開示を増やすよう奨励し、株主が投票時に各取締役の独立性について十分な情報に基づいた決定を下せるようにしました。

任天堂株式会社（任天堂）の2024年度定時株主総会において、取締役会の独立性に関する潜在的な懸念事項がいくつか特定されました。その中には、任天堂のビジネスパートナーとのビジネス関係から独立性に疑問が生じるとされる現職の独立取締役に関するものも含まれていました。しかし、会社の取締役と話し合い、会議資料で提供された開示内容を確認した結果、取締役会の独立性レベルは全体的に向上しており、Vanguardが助言するファンドの方針と一致していると判断しました。Vanguardが助言するファンドは、このため、会社の2024年の年次総会ですべての取締役の選出を支持しました。

### 取締役会のスキルと経験

近年、取締役会のスキルマトリックスを開示する日本企業が増えています。この増加は、主に、スキルマトリックスの開示がコーポレート・ガバナンスのベストプラクティスであるとされた、2021年に改訂された日本のコーポレート・ガバナンス・コードへの対応です。このタイプの開示は、個々の取締役と取締役会全体についての詳細を提供し、取締役会が企業戦略を監督するために重要だと考えているスキルと経験を投資家に可視化するため、有益であると考えています。日本企業のリーダーとの対話では、このような開示の重要性と、スキルマトリックスを当社の見解を伝えるためにどのように活用しているかについてフィードバックを提供しました。取締役会のスキルマトリックスが日本語でのみ開示されていることがわかったため、年次総会通知の英語版でも取締役会のスキルマトリックスを開示するよう企業に要請しました。

## 取締役選任の争点

2年連続で、日本では取締役選任（委任状争奪戦）に関する提案が比較的多く見られました。ファンドは、取締役関連の株主提案（新しい取締役候補者の選任または現職取締役の解任を求める提案）69件に投票しました。これは、2023年の委任状争奪戦では76件、2022年の委任状争奪戦ではわずか34件でした。投資家の行動主義が引き続き活発化しており、活動家

は企業の戦略、評価、資本配分、ガバナンス慣行に疑問を投げかけています。私たちは、それぞれの視点をより深く理解するために、対象企業および株主提案者と対話しました。それぞれのケースで、ファンドの投票を決定するために、提案者が提案した変更の理由、企業のガバナンスへのアプローチ、取締役候補者の質を評価しました。



## 2024年の委任年度における注目すべき投票には、 以下のものがあります：

医薬品業界の生活必需品企業である**薬のアオキホールディングス株式会社（薬のアオキ）**の2023年8月の年次株主総会において、Vanguardが助言するファンドは経営陣が提案した取締役候補者に反対票を投じ、同社の最大株主の一社であるオアシス・マネジメントが提案した反対派の取締役候補者を支持しました。オアシス・マネジメントが委任状争奪戦を提起した理由は、クスリのアオキの長期にわたる業績不振と、取締役会レベルでの独立監視に関する懸念に基づいていました。当社は、会社のリーダーと対話して彼らの見解を理解し、独立取締役が経営陣に効果的に異議を唱えることができるようにするためにどのようなプロセスや手順が実施されているかを特定しました。この対話により、独立取締役が非独立取締役の立ち会いなしに問題を議論する能力が手続き上どの程度あるかという疑問が生じました。また、独立取締役が株主と関わることを認めないのが会社の慣行であることも分かりました。これらの要因が合わさって、取締役会の独立性と取締役会の固定化に関して疑問が生じました。そのため、ファンドは反対派の候補者に賛成票を投じました。私たちの見解では、この新取締役は取締役会の独立取締役の数を増やすだけでなく、薬のアオキが事業戦略を実行するのに役立つ貴重なM&Aの専門知識を追加するでしょう。当社は引き続き同社と関わり、同社のガバナンス手順と実務の進化を監視していきます。

日本の三大銀行グループの一つ、**株式会社みずほ金融グループ（みずほ）**の2024年6月の定時株主総会において、株主連合は、取締役会に気候変動管理と専門知識を組み込むための方針とプロセスを策定し、開示するよう求める提案書を提出しました。私たちは、提案に対する彼らの反応を理解するために、企業のリーダーと対話しました。この対話と開示された資料の分析を通じて、みずほは、取締役会が持続可能性に基づくスキルと経験を持つ取締役を特定するスキルマトリックスをすでに導入しており、取締役会が持続可能性イニシアチブを監視するためのガバナンスフレームワークを確立していることを実証しました。ガバナンスポリシーと手順が導入されており、会社がそれらを明確に開示していることを考えると、Vanguardが助言するファンドは株主の提案を支持しませんでした。当社は、みずほの取締役会による気候変動戦略の進捗状況の監視に関して、引き続き同社と連携していく予定です。



## 取締役会による戦略とリスクの監督

取締役会は戦略の策定と監督に有意義に関与し、自社に対する重大なリスクを継続的に監督する必要があります。私たちは、取締役会が戦略策定にどのように関与し、企業戦略をどのように監督し、長期的な株主利益に対する重大なリスクをどのように特定し管理しているかを理解するために取り組んでいます。

### 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ます。この規則は、年次総会の議題に提案が記載される方法に影響します。たとえば、企業に追加の開示を求める株主提案は、年次総会の議題では、企業が特定の情報を開示する報告書を作成することを規定するために定款を改正することを求める提案として識別されます。

2024年の委任状提出年度では、ファンドは69社の313件の株主提案に投票しましたが、2023年の委任状提出年度では67社の351件の株主提案に投票しました。株主提案の分析では、各提案の具体的な要求と、取締役会と経営陣がその要求をどのように実行するかを決定する際にどの程度の裁量を持つかに焦点を当てました。これは、適切に構成された取締役会によって適切に監督されている企業の経営陣が、株主の利益を最大化する企業戦略と運営上の決定を決定するのに最適な立場にあると当社は考えているためです。ファンドの議決権行使方針に従い、これらの株主提案を評価する上で最も重要なことは、重大なリスクに関連する企業の既存の慣行と開示を理解し、企業の経営、戦略、重大なリスクに対する適切な独立した監視があるかどうかを評価することでした。

日本企業は、委任状争奪戦、環境問題、資本配分に関する提案を引き続き受けました。総じて、2024年の資本配分提案は、前年に比べてより微妙で洗練されたものになっていることがわかりました。

2023年3月、東京証券取引所（TSE）は、プライム市場とスタンダード市場のすべての上場企業に「資本コストと株価を意識した経営の実践に向けた取り組み」を要請しました。<sup>2</sup> 東証は、企業に対し、資本コストと収益性の改善に向けた取り組みを分析し、開示するよう事実上要請した。これには、資本コストを意識した経営を強化するために講じた目標、タイムライン、具体的な取り組みの開示が含まれるが、これらに限定されません。東証は、こうした開示の期限は設定しなかったが、企業に対し、これらの取り組みを遅滞なく実施し、積極的な対話を通じて株主に最新情報を提供するよう求めました。2024年1月には、東証も東証の要請に応じて情報開示した企業リストの公表を開始し、企業による対応をさらに促しました。この慣行の出現により、2024年の委任状提出年には、東証の要請に沿って資本コストの開示を強化するよう企業に求める株主提案がいくつか見られました。

環境と社会に関する株主提案も、特に公益事業、素材、金融セクターの企業の会議議題に引き続き含まれていました。これらの提案のほとんどは気候リスク管理に焦点を当てたものでした。たとえば、公益事業セクターでは、原子力施設を段階的に廃止し、再生可能エネルギーに移行するよう求める声が見られました。総じて、日本企業は気候リスク管理に関して適切な開示を行っていることがわかりました。これは、企業の年次有価証券報告書（「有価証券報告書」として知られる）での持続可能性開示を義務付ける2023年の規制変更が一因であると考えられます。

2 TSEの「資本コストと株価（プライム市場とスタンダード市場）を意識した経営の実践に向けた取り組み」の英語版は、[こちら](#)からご覧いただけます。

## リスク監視の失敗

日本でリスク監視事件が発生すると、規制当局は、特定された問題の再発を防止するための一連の是正措置を実施することを目的として、業務改善命令などの行政措置を発令することがよくあります。これらの行政措置は、主に規制の厳しいセクターに集中しています。2023年12月、日本の金融庁（FSA）は、法人向け保険料の価格カルテルに関連する問題で大手損害保険会社4社に業務改善命令を発令し、規制当局は各社に対し、業務改善計画の実施状況を定期的に報告するよう要求した。当社は、独占禁止法違反行為

および潜在的な価格カルテルに関する懸念を受けて金融庁が子会社に対して発令した命令に対応して講じた業務改善措置および説明責任措置に関して、**MS&AD インシュアランス グループ ホールディングス株式会社（MS&AD ホールディングス）**の経営陣と対話を行いました。弊社の分析とエンゲージメントを通じて、MS&AD ホールディングスがリスク監視の実務を強化するために十分な措置を講じていると判断しました。その後、ファンドは同社の2024年の年次総会での全取締役の選任を支持しました。



## 2024年の委任年度における注目すべき投票には、 以下のものがあります：

日本製鉄の上場子会社である製鉄会社である**大阪製鉄株式会社（大阪製鉄）**は、2024年の年次総会で複数の株主提案を受けました。一つは、定款の改正を求め、大阪製鉄がTSEが公表した指針に基づいて株価純資産倍率1倍以上を達成するための計画を策定し、開示することを求めるものでありました。当社は、同社が株主に提供している既存の開示について理解を深めるため、同社のリーダーらと対話を行いました。同社は、TSEからの要請の一環として2024年1月に計画を発表しましたが、当社の分析と対話を通じて、その開示では、収益性と市場評価の向上に向けた取り組みについて同社が設定した目標やタイムラインに関する情報が十分に提供されていないという見解に至りました。当社は、開示レベルが不十分であると判断したため、懸念を抱き、Vanguardが助言するファンドは株主提案に賛成票を投じました。

**トヨタ自動車株式会社（トヨタ）**は、世界最大の自動車メーカーであり、世界中で事業を展開し、日本に本社を置いています。同社の2024年の年次総会を前に、トヨタグループ企業による不正行為や不正行為がメディアで報じられました。ダイハツ工業株式会社における過去の不正行為や、豊田自動織機における最近の問題を踏まえ、当社は経営陣と協議し、同社のコーポレート・ガバナンス慣行について議論・評価し、これらの告発に関連して取締役会が講じている措置を理解しました。同社は製品安全に関する失敗を認め、企業文化の変革、経営管理の強化、内部統制の改善を支援する外部専門家の雇用など、同様の問題の再発を防ぐための改善策を説明しました。私たちは、トヨタがリスク監視を改善し、将来の出来事を適切に軽減するために講じた措置を検討し、実施されているプロセス、システム、文化の改善が評価され、効果を確実に測定されるという確信を得ました。その結果、告発に対する懸念から、取締役の選任に反対票を投じる必要はないと判断しました。しかしファンドは、取締役会全体の独立性に対する懸念から、取締役会の議長再選について反対票を投じました。

**通信会社である日本電信電話株式会社（NTT）**は、2013年から2023年にかけて900万件を超える個人データが漏えいした完全子会社である西日本電信電話株式会社（NTT西日本）のデータ漏えいに関連して、2024年2月に総務省から行政指導を受けました。指導では是正措置の詳細を求めました。NTTは2024年の定時株主総会で、反対派の候補者を取締役に指名する株主提案も受け取りました。当社は、データ漏洩に関する取締役会の監督と是正措置、ならびに株主提案で提案された取締役候補者に関する当社の見解について、同社のリーダーらと協議しました。当社の協議において、同社のリーダーらは、2023年7月のデータ漏洩の発覚と、それ以降の是正措置の実施（NTT西日本社長の辞任、欠陥に対処するための予算配分、無責任な行為を検出し抑止するための監視システムの導入など）について協議しました。データ漏洩に対処するために講じられた措置と当社と同社のリーダーらとの会話に基づき、当社は同社がこの事件に対処したと判断しました。さらに、株主提案で提示された取締役候補者の選出について、説得力のある根拠を特定できませんでした。その結果、Vanguardが助言するファンドは、2024年の年次総会でNTTの候補者全員を選出することに投票しました。



## 役員報酬

健全で業績連動型の報酬制度は、長期的な株主利益の促進につながります。当社は、企業が報酬制度、その制度に対する取締役会の監督、そしてその制度が株主の長期投資利益とどのように整合しているかについて、明確な開示を行うことを期待しています。

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はありません。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。

### 報酬関連の株主提案

2024年の委任状提出年度には、2023年の委任状提出年度と比較して報酬関連の株主提案が少なくなりました。2024年の委任状提出年度には35件の報酬関

連の提案に投票しましたが、2023年の委任状提出年度には43件の報酬関連の提案に投票しました。報酬関連の株主提案は、多くの場合、役員報酬の開示を強化したり、取締役に対する株式ベースの報酬プランを導入したりすることを目指しています。取締役会が戦略目標を報酬制度にどう組み込むかについてどのように考えているかをより深く理解するために、企業からの追加情報開示を歓迎する一方で、株主提案の多くは、外部市場環境に応じて必要に応じて役員報酬を調整する上で取締役会の柔軟性と裁量権を制限するような過度に規範的な条件を導入していることが判明しました。



**2024年の委任年度における注目すべき投票には、以下のものがあります：**

電力会社関西電力（KEPCO）の2024年定時株主総会で、Vanguardが助言するファンドは、同社の取締役および幹部に支払われる報酬に関する開示の拡大を求める株主提案に反対票を投じました。私たちの分析では、同社が市場基準を上回る情報開示を行っており、取締役個人の報酬データも含まれていることが判明しました。その結果、KEPCOは提案で提起された懸念にすでにかかなりの程度対処していると判断しました。そのため、Vanguardが助言するファンドは提案に反対票を投じました。





## 株主の権利

当社は、ガバナンス構造は株主が基本的な権利を効果的に行使できるものでなければならぬと考えています。私たちは、株主に対し、企業統治慣行の変更を実施し承認するために、会社の株式の経済的所有権に応じて発言権と投票権を行使する権利を与える企業を求めています。

### 独立取締役のアクセス

株主の観点から日本市場で私たちが経験した主な課題の1つは、取締役会に所属する独立取締役とのエンゲージメントの機会を企業が提供することに消極的であることです。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の担当者がいます。当社は企業リーダーとの対話を重視していますが、取締役会のコーポレート・ガバナンス構造とプロセス、および全株主を代表する独立取締役が経営、戦略、重大なリスクの監視にどのように参加しているかをより深く理解するために、特定の事項については独立取締役と直接話し合うことを好みます。2024年の委任状提出年において、当社は引き続き、日本市場が広く、株主が独立取締役と直接対話する能力を向上させる機会を持っていると指摘しました。

### ポイズン・ピル

日本における買収防衛策（ポイズンピルとも呼ばれる）の普及は近年減少していますが、依然として一般的な市場慣行です。ポイズンピルは企業買収の機会を大幅に制限し、経営陣の説明責任を軽減することで株主の権利を阻害する可能性があると考えているため、ポイズンピルの更新を支持する明確で説得力のある根拠を求めています。多くの日本企業のポイズンピルは事実上継続しており、企業は3年ごとに株主の承認を得てポイズンピルを更新していますが、敵対的買収の可能性に関する一般的な懸念以外には具体的な理由や独自の根拠がないことが多いようです。2024年の議決権行使年における当社のエンゲージメントでは、企業がポイズンピルの更新を求める具体的な理由を株主に明確に開示するとともに、適切なレベルの独立した取締役会による監視と、ポイズンピルの使用を管理するためのプロセスを確実に実施するよう、引き続き企業に奨励しました。

### 利益配分の決定権

日本の会社法では、取締役会が株主の承認なしに利益配分事項（剰余金配当など）を決定する権限を有することを定款に規定し、そのような事項に関する株主提案を禁止することが認められています。2024年の委任状提出年度には、経営陣と株主の両方から、会社の定款を改正して、利益配分案（一般的には会社の配当支払い計画を示すもの）に対する株主の投票権および／または提案権を回復しようとする提案が見られました。株主からの典型的な利益配分提案には、経営提案に加えて配当の支払いを求めるものや、経営提案に代わる代替利益配分計画が含まれる場合があります。当社のプロセスは、問題となっている会社の事実と状況に照らして、ケースごとに株主提案を評価することです。ここでは、ケースごとの評価で、各提案は会社に対して過度に規範的な要求であると判断しました。なぜなら、日本の法律で明確に規定されている要件を超える行動を要求していたからです（日本では、会社に株主にこの権限を与えることを義務付けていません）。しかし、株主にこの権限を復活させようとする経営提案もいくつかありました。**スルガ銀行（スルガ）**の場合がそうだった。同社は以前、株主からこの権限を剥奪していました。2023年の年次株主総会で、スルガはこの権限の復活を求める株主提案を受けたが、この提案は可決されありませんでした。（Vanguardが助言するファンドは2023年の提案を支持しなかった。）これを受けて、同社の取締役会は2024年の年次総会で、株主に権限を回復する定款の改正を提案しました。当社は、この改正によりスルガ株主が利益配分について投票する権利が回復されるため、この変更は株主の権利の改善であるとみなし、Vanguardが助言するファンドはこの決議を支持しました。



## 2024年の委任年度における注目すべき投票には、 以下のものがあります：

金融サービス持株会社である**野村ホールディングス株式会社（野村）**の2024年度年次総会を前に、当社は独立取締役と面談し、取締役会のリスクと戦略の監視について議論し、取締役会の有効性についてさらに学びました。エンゲージメント期間中、同社は株主エンゲージメントへの取り組みを強調し、これは同社のコーポレート・ガバナンスガイドラインでも公表されました。独立取締役は、取締役会の機能と、取締役会が会社にとっての重大なリスクをどのように監視しているかについての見解を共有しました。議論された主要なトピックの中には、取締役会のリスク管理へのアプローチの進化がありました。議論の結果、取締役会の機能と重大なリスクの監視について、より深い理解が得られました。今後も野村の独立取締役との交流を増やしていきたいと考えています。

多角的な小売業を展開する**イオン株式会社（イオン）**は2024年の定時株主総会で、買収防衛策の更新について株主に承認を求めました。当社はこの提案を評価し、取締役会の主要委員会と、ポイズンピルを含む取引の妥当性を評価する特別委員会の構成を検討しました。当社の報酬委員会と指名委員会は、過半数が独立していないことが判明しました。さらに、特別委員会は完全に独立していないこともわかりました。年次総会で、Vanguardが助言するファンドは、取締役会委員会と特別委員会の独立した監視に関する懸念から、この提案に反対票を投じました。

# 議決権行使データ

日本における経営陣および株主提案の数と種類は、2023年の委任状提出年と比較して、2024年委任状提出年では比較的一定でした。株主提案の数は比較的多く、2021年から2023年の委任状提出年で見られた前年比50%の増加とは対照的に、著しく安定していました。提案自体の洗練度が増していることがわかりました。特に、資本コスト管理に関する行動に関する東証の企業向けガイダンスに従った資本配分関連の

提案です。この洗練度の増加にもかかわらず、69社の株主投票にかけられた313件の株主提案のうち、Vanguardが助言するファンドが2024年の委任状提出年に日本企業で支持したのは、クスリのアオキホールディングスの委任状争奪戦における株主提案候補者と、大阪製鐵の資本配分提案のわずか2件でした。それぞれの状況に関する追加情報は、この記事で詳しく説明しています。

## 日本

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	12,297	97%	22	5%
	取締役会その他	1,262	76%	71	0%
取締役会による戦略とリスクの監督	監査人の承認	25	100%	—	0%
	環境・社会	—	0%	48	0%
役員報酬	その他の報酬関連	588	93%	36	0%
株主の権利	ガバナンス関連	348	92%	1	0%
その他の提案	閉会／その他の議案	11	100%	—	0%
	資本	940	100%	—	0%
	合併と買収	23	100%	—	0%
	その他	—	0%	135	1%

Note: データは2024年6月30日までの委任年度のものであります。

**Vanguard**<sup>®</sup>

© 2024 Vanguard グループ株式会社  
無断転載を禁じます。

ISJPRR 082024