

# アクティブ・オーナーシップ



2018年議決権行使とエンゲージメント・レポート



※当資料は、2018年の議決権行使とエンゲージメントにつきまして、ラッセル・インベストメント（米国）が2019年5月に発行した英文のレポート「Active ownership: Proxy and Engagement Report 2018」を抄訳したものです。当資料の正式原本は英語版のものであり、当抄訳文は原本を理解する上での参考資料です。原本と抄訳に矛盾が有る場合は、原本が優先します。

---

## 目次

はじめに .....	2
アップデート .....	3
国連責任投資原則(PRI) .....	3
英国版スチュワードシップ・コード .....	5
日本版スチュワードシップ・コード .....	5
私たちのアプローチ .....	6
議決権行使 .....	6
エンゲージメント .....	7
エンゲージメント注力分野 .....	8
ESG 専任のエキスパート .....	9
議決権行使状況 .....	10
2018 年議決権行使レビューおよび集計結果 .....	10
▶ 米国およびカナダにおける議決権行使状況 .....	10
▶ 欧州における議決権行使状況 .....	12
▶ オーストラリアにおける議決権行使状況 .....	13
▶ 日本における議決権行使状況 .....	14
エンゲージメント実績 .....	16
ケーススタディー .....	17
▶ ケーススタディー 1:影響力を訴求した投票—取締役が対応しない場合 .....	17
▶ ケーススタディー 2:継続的なエンゲージメントと前向きな関係構築が建設的な対応につながる .....	17
▶ ケーススタディー 3:株主権利の保護 .....	18
▶ ケーススタディー 4:ESG の情報開示に対する意識を高める .....	18
▶ ケーススタディー 5:水の消費と企業の ESG 測定指標影響への対処 .....	18
▶ ケーススタディー 6:議決権を確保するための有価証券の回収および制限 .....	19
▶ ケーススタディー 7:再委託先運用機関の専門的知見活用 .....	19
▶ ケーススタディー 8:支持されない株主提案 .....	20

## はじめに

ラッセル・インベストメントは、積極的に行動する株主（アクティブ・オーナー）であることが責任投資の重要な要素であると考えます。それは、積極的に行動する株主としての活動を通じて、企業を所有することに伴うリスクと潜在的なリターンの両方をより良く把握することができるからです。また、議決権行使を通じてのみならず、エンゲージメントの実施と併せてなされことで効果的なスチュワードシップ・プラクティスが実践できると考えられます。ラッセル・インベストメントの目標は、積極的に行動する株主としての活動を通じて、株主価値と株主の権利を保護・強化する変革を促進する統合的かつ包括的なアプローチをご提供することにあります。

私たちは、責任投資へのコミットメントの一環として 20 年以上にわたり株主総会で議決権の投票を行ってまいりましたが、様々な法規制や原則の進展に伴い、自らの議決権行使方針や実務も進化させてまいりました。2009 年に国連責任投資原則（以下、PRI）に署名し、2010 年の英国版スチュワードシップ・コード採択以来、これにも準拠しています。（訳者補足：日本版スチュワードシップ・コードにも 2014 年の採択当初より受け入れを表明しています。）

PRI の署名機関として、ラッセル・インベストメントは、環境・社会・ガバナンスの問題を包括的な投資プロセスに組み込むこと、そして、特に株主の価値と権利の保護のために積極的に行動するオーナーシップ・アプローチを重視しています。私たちは、効果的、効率的なコーポレート・ガバナンスと適切なリスク軽減策を特に重要と捉え、投資先企業および私たちがファンド内で採用する再委託運用機関から、これらのテーマに関する追加的な情報を収集するよう努めています。責任ある投資家として、私たちは議決権行使やエンゲージメント活動を通じて影響力を発揮し、経営の有効性を監視することが責務であると考えています。

本報告書は、PRI と英国（訳者補足：ならびに日本）のスチュワードシップ・コードに対する私たちのコミットメントを示しつつ、積極的に行動する株主としての活動状況をまとめたものです。

ラッセル・インベストメントは、本報告書に対するフィードバックを歓迎いたします。また、ご質問があれば、ラッセル・インベストメントの営業担当者にご連絡をいただくか、もしくは、以下のメールアドレスまでお問い合わせください。

[proxymailbox@russellinvestments.com](mailto:proxymailbox@russellinvestments.com)

備考：別途記載のない限り、本資料におけるデータの出所はラッセル・インベストメントに帰属します。

## アップデート

進化を続ける資産運用業界において、責任投資へのコミットメントに欠かせない項目の 1 つにベスト・プラクティスの導入促進に取り組む業界への我々の貢献が挙げられます。

### 国連責任投資原則(PRI)

ラッセル・インベストメントは、2012 年以来、毎年 PRI の調査書に回答しています。この調査では、責任投資 6 原則の実践に向けた私たちの戦略やガバナンスの実践についての情報を提供しています。この原則は ESG 項目を財務分析、投資の意思決定、オーナーシップ・プラクティスに統合するためのフレームワークの提供を目的とした、一連のグローバル・ベスト・プラクティスです。ラッセル・インベストメントは、国連の PRI に積極的に関与し、PRI のカンファレンスやグローバルのセミナー、共通の関心事項について議論する場に参加してきました。私たちはこれらの各原則をプロセスに組み込むことに注力し、毎年評価の向上に努めています。

#### 責任投資 6 原則

- > 原則 1: 投資分析と意志決定のプロセスに ESG 問題を組み込む。
- > 原則 2: アクティブ・オーナーとなり、株主としてのポリシーや履行に ESG 問題を組み入れる。
- > 原則 3: 投資対象の主体に対し ESG 問題に関する適切な開示を求める。
- > 原則 4: 資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行へと移されるよう働きかける。
- > 原則 5: 本原則を実行する際の効果を高めるために、協働する。
- > 原則 6: 本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告する。

2018 年の PRI アセスメントでは、ラッセル・インベストメントはすべてのモジュールで全署名機関の平均を上回る A または A+ の評価を獲得しました。その結果の詳細が以下の図表 1、2、3 です。

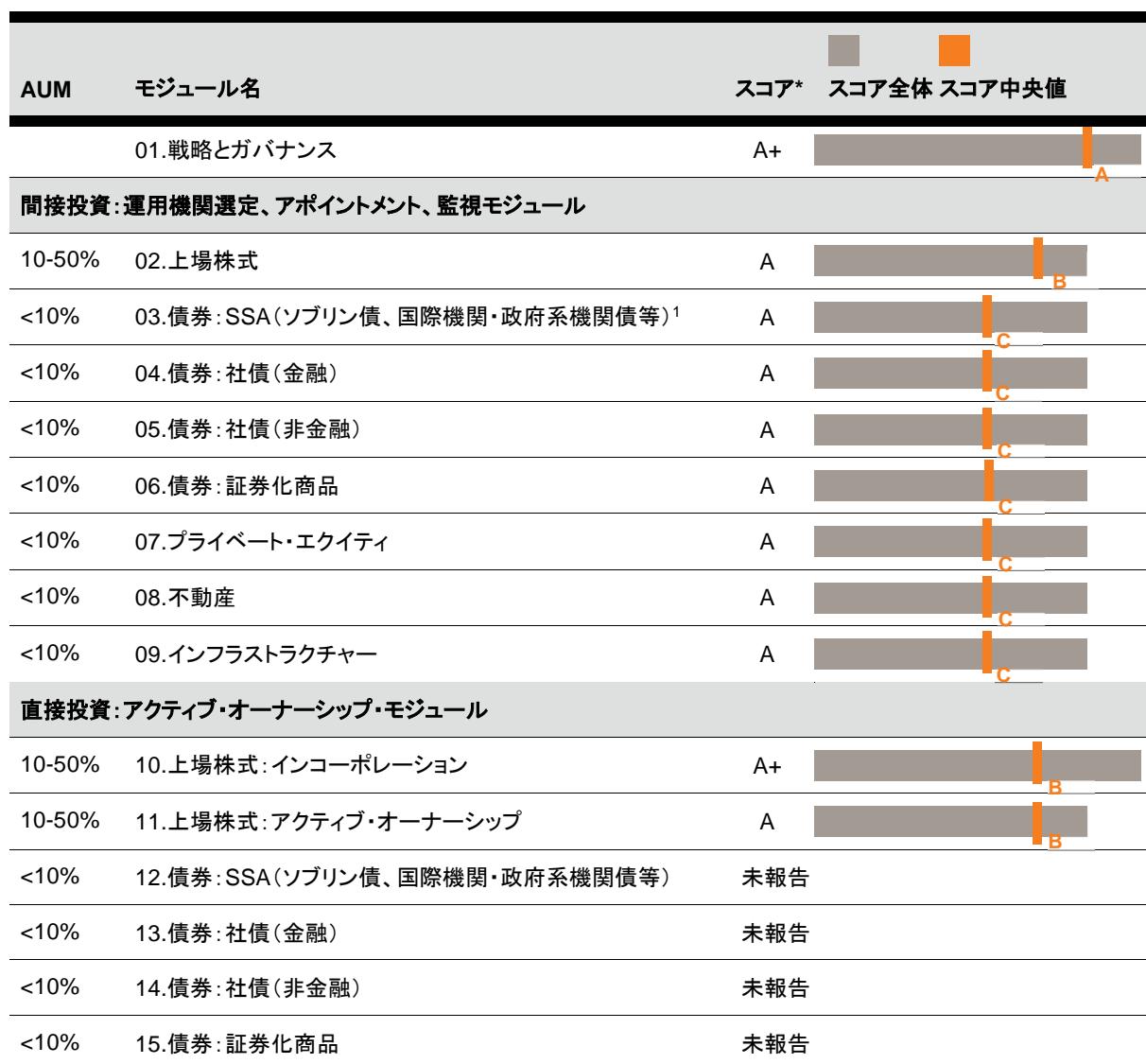
図表 1 戰略とガバナンス

	2014	2015	2016	2017	2018
ラッセル・インベストメント	A	A	A+	A+	A+
全署名機関平均	該当なし	B	B	A	A

図表 2 上場株式: アクティブ・オーナーシップ

	2014	2015	2016	2017	2018
ラッセル・インベストメント	B	C	A	A+	A
全署名機関平均	該当なし	B	B	B	B

図表3 サマリースコア・カード(2018年)



\*ラッセル・インベストメントのスコア

ラッセル・インベストメントのPRI開示に関する追加情報をご希望の場合は、PRIウェブサイト([unpri.org](http://unpri.org))およびラッセル・インベストメントのウェブサイト([russellinvestments.com/about-us/responsible-investing](http://russellinvestments.com/about-us/responsible-investing))に掲載されている「Transparency Report」および「PRI Assessment Report」の両レポートをご参照ください(英語のみ)。

<sup>1</sup> SSAとは国際機関債やソブリン債、政府系機関債、地方政府債などの資産クラスを指します。

## 英国版スチュワードシップ・コード

ラッセル・インベストメントは、スチュワードシップのベスト・プラクティスを実践するコミットメントの一環として、英国版スチュワードシップ・コードに署名しています。これは PRI 同様、スチュワードシップ活動の規範を示しています。私たちは、以下の独自の方法でスチュワードシップ管理責任を遂行しています。

- > 外部委託(または助言)運用機関に対する監督とモニタリング
- > ポートフォリオで保有する企業への議決権行使ならびに直接のエンゲージメント

2016 年、英國財務報告協議会(以下、FRC)は、運用機関に対するスチュワードシップ・コード・ステートメントの評価手法を変更し、3 段階で評価するようになりました。この 3 段階のシステムは、資産運用機関によるスチュワードシップ・コードの原則に対するコミットメントのレベル(第 1 段階が最高レベルのコミットメント)を示しており、ラッセル・インベストメントは 2017 年に第 1 段階に分類されました。つまり、同コードが求めるクリティカル性と透明性の要件を私たちが満たしていることが証明されたことを意味します。英國のスチュワードシップ・コードの第 1 段階に分類されたことは、PRI が高得点であることとともに、私たちがガバナンスのベスト・プラクティスと適切な情報開示に重点を置いています。

ラッセル・インベストメントにおけるフレームワークの完全版をご希望の場合には、ウェブサイト([russellinvestments.com/about-us/responsible-investing](http://russellinvestments.com/about-us/responsible-investing)。英語のみ)をご覧いただか、ラッセル・インベストメントの担当者までお問い合わせください。

## 日本版スチュワードシップ・コード

日本版スチュワードシップ・コードは、英國版スチュワードシップ・コードをモデルとして、2014 年に日本の金融庁(FSA)によって策定されました。当該コードは、国連による PRI の第二原則と密接に関連し、アクティブなオーナーシップ(積極的に行動する株主としての株式保有)や ESG(環境、社会、ガバナンス)に関する問題を株主としてのポリシーや履行に組み込むものです。年次株主総会での議決権行使内容の公表や、企業経営陣に対する積極的なエンゲージメントの実施を促し、投資と対話による企業の持続的成長の促進を目指しています。

2017 年初、金融庁は同コード内の原則をいくつか改定することを決定しました。最も重要な変更点のひとつとして、コーポレート・ガバナンス慣行の潜在的な弱点に対して投資家の意識を高めることを目指し、透明性の向上を奨励したことが挙げられます。また、企業価値と持続的な成長の改善・促進に向けた取り組みも奨励しています。ラッセル・インベストメントは、こうした変化が、日本企業の投資家との建設的な対話における取組意欲の向上につながることを期待しています。

## ラッセル・インベストメントのアプローチ

### 議決権行使

ラッセル・インベストメントは、議決権行使は、価値創出過程において不可欠なものであると考えています。また、コーポレート・ガバナンスの充実、株主価値と権利の保護など、経営の実効性を監視することも私たちの責務であると考えています。

ラッセル・インベストメントは、過去 30 年間にわたり、堅固な議決権行使の方針、プロセス、ガイドライン（すべてウェブサイト（[russellinvestments.com/about-us/responsible-investing](http://russellinvestments.com/about-us/responsible-investing)）でご覧いただけます。英語のみ。）を構築してきました。ラッセル・インベストメントの議決権行使委員会は、議決権行使の方針、手続き、ガイドラインおよび議決権行使の判断を策定、監督するとともに、進化する投資家の皆様のニーズやご期待にお応えすべく、これらプロセスの改定にも取り組んでいます。またガイドライン・サブコミッティを定期的に開催してガイドラインの見直しを行い、現在のベスト・プラクティスに則すよう調整を提案するという取り組みも行っています。また、エンゲージメント・サブコミッティでは、上場企業や外部委託先運用機関、その他市場参加者とのエンゲージメントに関する指導と監視を行っています。議決権行使委員会は、ポートフォリオ運用や運用機関調査、運用戦略等を含む様々な分野のラッセル・インベストメント専門家達によって構成されています。さらに、ラッセル・インベストメントの法務部門の代表者は、すべての議決権行使プロセスの変更や活動に深く関与しています。

ラッセル・インベストメントは環境、社会、ガバナンス項目の重要性を認識しています。これらは、投資家の皆様の資産運用や財務上の安定性のみならず、私たちの地域コミュニティや職場環境にも影響を及ぼすものです。

法務部門の代表者による議決権行使委員会およびサブコミッティのすべての変更と活動の監督

法務部門の代表者

議決権行使委員会およびサブコミッティのすべてのプロセスと手続きの監督

議決権行使委員会委員長

議決権行使提案の方針／手続きの変更に対し投票を任せられているシニア投資専門家により構成

議決権行使委員

議決権行使プロセスと手続きの改善、効率性の検討、および承認のために委員会に対する変更の提示

エンゲージメント・サブコミッティ

ガイドライン・サブコミッティ

リード・アナリスト

議決権行使に必要な分析を実施および投票内容の提示／委員会による投票

議決権行使アナリスト

外部のサービス・プロバイダーであるグラス・ルイス・アンド・カンパニー（以下、グラス・ルイス社）が、ラッセル・インベストメントの議決権行使に関するアドミニストレーター（管理者）としての役割を担い、ラッセル・インベストメントの議決権行使のコーディネーターによる継続的な監視や議決権行使委員会による監督のもと、議案分析や行使に関わるサービスを提供しています。グラス・ルイス社は、行使対象の議案を適切に分析し、ラッセル・インベストメントの議決権行使ガイドラインに沿って各議案を評価し、最終的にこれらのガイドラインに則つて行使対応を行います。議案が特殊であったり、ガイドラインにて規定されていない場合には、グラス・ルイス社は私たちに説明や助言を行います。

## エンゲージメント

ラッセル・インベストメントは、積極的に行動する株主としての統合的なアプローチが、望ましい投資成果を実現する最善の方法であり、それが運用責任の重要な要素であると考え、株主価値と権利を保護・強化する変革を促進します。企業に対するエンゲージメントは、企業との間で未解決の問題に取り組むことを可能にし、前向きな変化に影響を与えるための第一歩であると考えています。

また、ラッセル・インベストメントは多様な運用を行っているため、様々なレベルのエンゲージメント活動を実施しています。こうした活動は 3 つの異なるグループに分類することができます。外部委託先運用機関とのエンゲージメント、市場参加者との協働的エンゲージメント、および企業との直接的なエンゲージメントになります。この繋がりは、情報共有の機会を提供するとともに私たちの積極的に行動する株主としてのプロセスにおける重要なフィードバック・ループとしても機能します。

### 企業に対する直接的な エンゲージメント

企業のコーポレート・ガバナンス関連のプラクティスの向上と、ESG リスクの認識を経営にもたらすことを目的にエンゲージメントを実践します。建設的で長期的な関係を維持することで株主価値の向上と権利強化を図ることが可能になります。

### 再委託先運用機関 との対話

マルチ・アセット運用を行うという特殊な立場から、再委託先運用機関との関係を活用し、詳細な情報に基づいた統合的なアプローチで積極的に行動する株主としての活動に取り組みます。

### 市場参加者との 協働的エンゲージメント

この様な広範囲なエンゲージメント活動により、私たちは、着眼点や市場トレンドの変化を理解することが可能となり、株主価値や権利を向上する源泉をより深く理解できるようになります。

私たちは、コーポレート・ガバナンスのベスト・プラクティスと適切なリスク軽減策がきわめて重要と考えて、投資先企業および私たちのファンド内で採用する再委託運用機関からこうしたテーマに関する追加情報を収集するよう努めています。エンゲージメントにおいては、議論ごとに明確な方向性を持って、一貫したアプローチをとることを目指しています。この統合プロセスにより、議案の影響をより包括的に理解することが可能になります。ラッセル・インベストメントは、企業とのエンゲージメントにあたって株主価値に最も影響を与えると考える課題に全力で取り組んでいます。

エンゲージメントの機会を選定する際には、Sustainalytics 社 (ESG 評価を実施しているラッセル・インベストメントにおける第三者ベンダー)からの ESG 分析、また、過去から現在までの議案項目およびラッセル・インベストメントのオーナーシップ・レベルなども考慮しています。

### Sustainalytics 社のレポート

- > ESG 評価の低い企業:  
一般的に同社スコアが  
50 未満
- > 議論の的となり、高いリスクと  
してレポートに記載されている  
項目

### 議決権行使

- > 会社提案に対する反対投票
- > 議論の的となる問題、あるいは論争の的となる株主提案

### オーナーシップ・レベル

- > ラッセル・インベストメントは、有意義かつ影響力の大きな企業（通常、対象企業の発行済み株式の 1.5% 以上と定義）を対象とするエンゲージメントに努めています。

## エンゲージメント注力分野

株主価値に重大な影響を及ぼす分野により有意義なエンゲージメントを実施するために、ラッセル・インベストメントでは具体的に 5 つの注力分野を特定しました。それらは報酬、独立性／アカウンタビリティ、ダイバーシティ(多様性)、サステナビリティ(持続可能性)、株主への働きかけ、の 5 つです。ただし、新たな投資リスクや投資機会に対応するとともに、投資家の皆様のニーズにも応えられるよう、これらの注力分野は継続的に見直しし改定していきます。このアプローチに関する詳細は、ラッセル・インベストメントのウェブサイト([russellinvestment.com/about-us/responsible-investing](http://russellinvestment.com/about-us/responsible-investing)。英語のみ)をご覧ください。

### 報酬

ラッセル・インベストメントでは、役員報酬と企業の業績を連動させることは株主の利益に沿ったものであると考えています。これは、報酬の体制が整っていない企業、あるいは報酬と業績の関連性に欠如が見られる企業にとってエンゲージメントで頻繁に採り上げているテーマとなっています。報酬の体制が整っていない企業の場合、報酬委員も務めている取締役選任の投票を保留することがあります。

### 独立性／アカウンタビリティ

取締役会はコーポレート・ガバナンスの根幹を成すものであり、取締役は株主の代表として投資家の利益を保護する責務を負っています。株主の利益は、独立性があり説明責任を持ち迅速な対応のできる、多様な取締役会によって最もよく代表されます。評価において、株主の懸念事項に対処するための戦略の実施に向け顕著な進展を遂げていないと判断された取締役に対しては、反対投票を検討します。

### ダイバーシティ(多様性)

多様性を重視するチームはそうでないチームよりも大きな成功をおさめ、タスク・パフォーマンスと組織の安定という点でも優れているという認識が高まりつつあります。私たちはこのことを念頭に、ダイバーシティが企業の投資パフォーマンスや文化に与える影響についての認識向上に重点を置いてエンゲージメントに取り組んでいます。性別や人種における少数派の代表の増加を求める提案は個別にレビューされ、個別検討のうえ投票が実施されます。

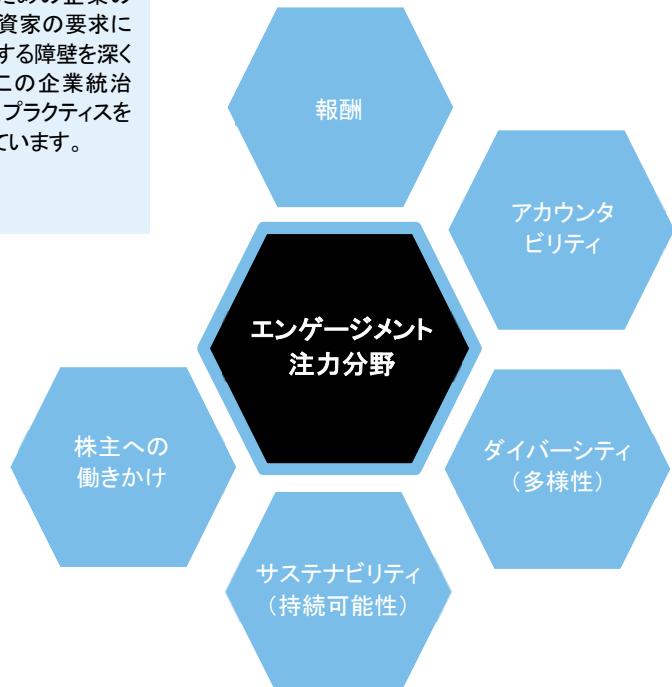
### サステナビリティ(持続可能性)

企業はサステナビリティ・プラクティス(持続可能性を保つための取り組み実践)ができているかどうかによって財務的や風評上の重大なリスクが発生する可能性があります。そのため株主に対し、これらリスクの軽減に向けた措置について適切な情報開示を行うことが重要です。私たちは ESG 問題に関する適切な情報開示を奨励し、取組み不足の分野や他社に比べ遅れている分野を特定します。私たちは企業が開示情報を増加する提案を支持しており、それぞれ個別に検討を行い、投票を実施しております。

### 株主への働きかけ

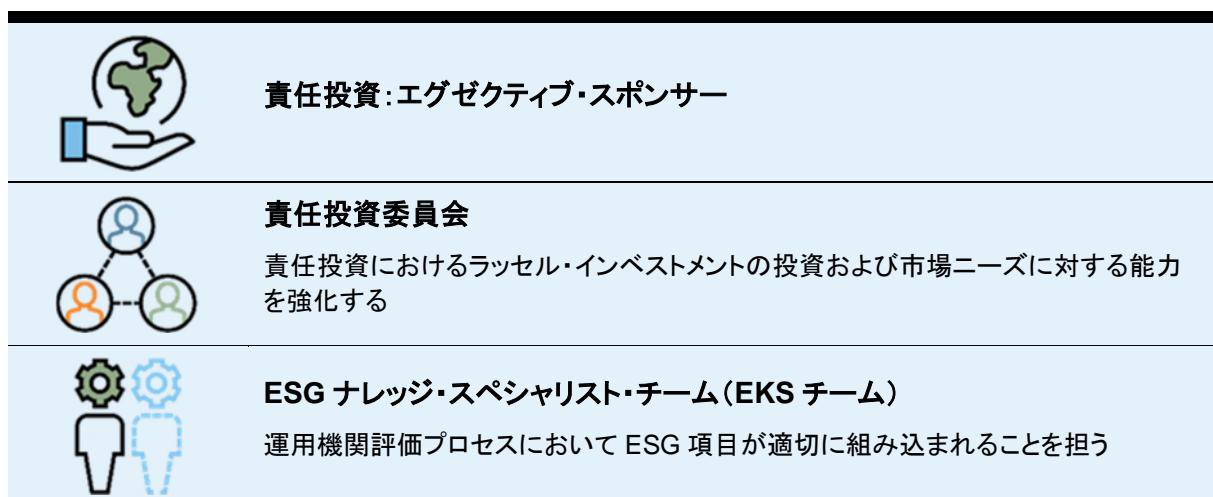
ラッセル・インベストメントでは、株主提案議案となる前に、企業は株主との対話がいつでもできる状態にあり、市場での懸念事項に迅速に対応できる状態にあることが望ましいと考えています。私たちは投資家および提案者の懸念に対処するための企業の取り組みを認識し、投資家の要求に応えるにあたって直面する障壁を深く理解すること、また、この企業統治(ガバナンス)のベスト・プラクティスを支援することに注力しています。

支持のない株主提案においても、過度に規範的であったり、しっかり立案されていなくともそのコンセプトが株主価値の向上に貢献すると判断する議案については、ラッセル・インベストメントのエンゲージメント・チームがレビューを実施します。この様な場合、統合的な取り組みにより前向きな変化を促進します。私たちは議案の分析の際、エンゲージメントの取り組みから得られるすべての追加的な分析や資料を考慮していますが、ラッセル・インベストメントの議決権行使においては、議決権行使ガイドラインが常に優先的に適用され、独立的に実施されています。



## ESG 専任のエキスパート

ESG 要因は、投資機会と投資リスクに影響を及ぼす可能性があります。そのため、ラッセル・インベストメントでは全社的に投資プロセスとオーナーシップ・プロセスに統合された ESG 専任グループを設立しました。各 ESG 専任グループは、様々な資産クラスや地域から構成されており、市場やお客様のご要請に応えていくことで進化を遂げることができます。



専任の ESG ナレッジ・スペシャリスト・チームを抱える一方で、ESG に関する見直しや評価は運用機関に対するデューデリジェンス・プロセスの一部としても統合されています。ラッセル・インベストメントの運用機関調査アナリスト・チームは、豊富な経験と専門性を有し、一貫したフレームワークを使用して再委託先運用機関の洞察の質や専任のリソースのレベル、アクティブ・オーナーシップの方針、ESG レビュー・プロセスの再現性を評価します。運用機関調査アナリストによる調査結果は正式に記録され、運用機関の選定、また、当該運用機関やラッセル・インベストメントが運用するファンドにおけるモニタリングにも活用されています。

## 世界中でのプラクティス

### 北米(運用資産残高 71 億ドル)

エクスクルージョン

カナダ株式アクティブ運用

ESG ポートフォリオ

米国株式サステナブル運用

ミューチュアルファンド

### 欧州(運用資産残高 356 億ドル)

エクスクルージョン

低炭素型ファンド

テイラーメイドの責任投資方針

ソリューション

英国版スチュワードシップ・コード MiFII

### アジア太平洋

(運用資産残高 62 億ドル)

日本版スチュワードシップ・コード

豪州アセットオーナー・スチュワードシップ・コード

低炭素型ファンド

エクスクルージョン

テイラーメイドの責任投資方針

ソリューション

表示のデータは 2018 年 12 月 31 日時点

## 議決権行使状況

### 2018年議決権行使レビューおよび集計結果

93,670 総議案数	9,873 株主総会総数	3,519 グラス・ルイス社提案に対する反対票数	11,847 会社提案に対する反対票数
----------------	-----------------	-----------------------------	------------------------

株主総会総数	議案数	会社提案に対する 反対票比率		グラス・ルイス社提案 に対する反対票比率		株主提案比率
		会社提案に対する 反対票比率	グラス・ルイス社提案 に対する反対票比率	会社提案に対する 反対票比率	グラス・ルイス社提案 に対する反対票比率	
1-3月期	1,317	10,260	14%	7%	1%	
4-6月期	6,165	66,621	12%	3%	1%	
7-9月期	1,120	8,750	15%	4%	0.4%	
10-12月期	1,271	8,039	13%	4%	1%	
<b>2018年合計</b>	<b>9,873</b>	<b>93,670</b>	<b>13%</b>	<b>4%</b>	<b>1%</b>	

#### グローバル投票状況

本年は、ラッセル・インベストメントの議決権行使ガイドラインに基づき、約 3.76%の議案に対してグラス・ルイス社の推奨とは反対の投票を行いました。また、コーポレート・ガバナンスのプラクティスに対する厳格な考え方に基づき、会社提案の約 13%に反対票を投じました。

#### ► 米国およびカナダにおける議決権行使状況

2,045 会社提案に対する反対票	366 グラス・ルイス社提案に対する反対票	511 株主提案総数
----------------------	--------------------------	---------------

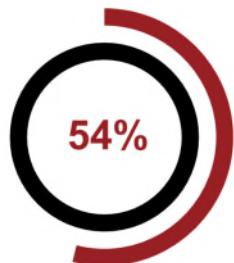
取締役選任および役員報酬が、会社提案に対する反対投票の上位項目となりました。2018 年度は会社提案に反対票を投じたもののうち、取締役選任議案に関するものが 54%を占めました(2017 年度は 55%であり、整合的な結果となりました)。報酬に関する方針の欠如、独立性に関する課題、および取締役会への低出席率が引き続き取締役に対する反対票の上位項目となりました。企業に対する適切な監視方法について厳格な方針を維持し、ガバナンス慣行が適切に実施されていないことに対する責任を取締役に求めるように努めています。

グラス・ルイス社の提案に対する反対票は主に取締役の選任に関するものが 31%、役員報酬に関する意見表明に関するものが 16%でした。グラス・ルイス社がそのような提案に投票し、企業がプロセスを調整する時間を多く取って市場のプラクティスに則った状態にできるようにした場合、反対票を投じることにより方針に対する懸念を示し、経営の変更が不可欠であることを指し示すことになると考えています。

エネルギー関連企業は、化石燃料やガスおよびその他の「クリーンではないエネルギー」に関する様々なリスクについてより厳しい監視の目にさらされています。エネルギー関連企業の間ではそれらの懸念事項に対する認識が高まっており、自発的にリスク報告を提供する会社が増えています。このような報告の変化により、エネルギー関連業界において先行する企業と後れを取っている企業とを見分けることができるようになるとラッセル・インベストメントの議決権行使チームは考えています。株主提案の 2%近くが気候変動リスク／報告に関するものでした。

**図表 1 米国およびカナダにおける議決権行使状況**

会社提案に対する反対票の54%は取締役選任に関するものでした。



グラス・レイス社提案に対する反対票の31%は取締役選任に関するものでした。



株主提案の50%強に対して賛成票を投じました。

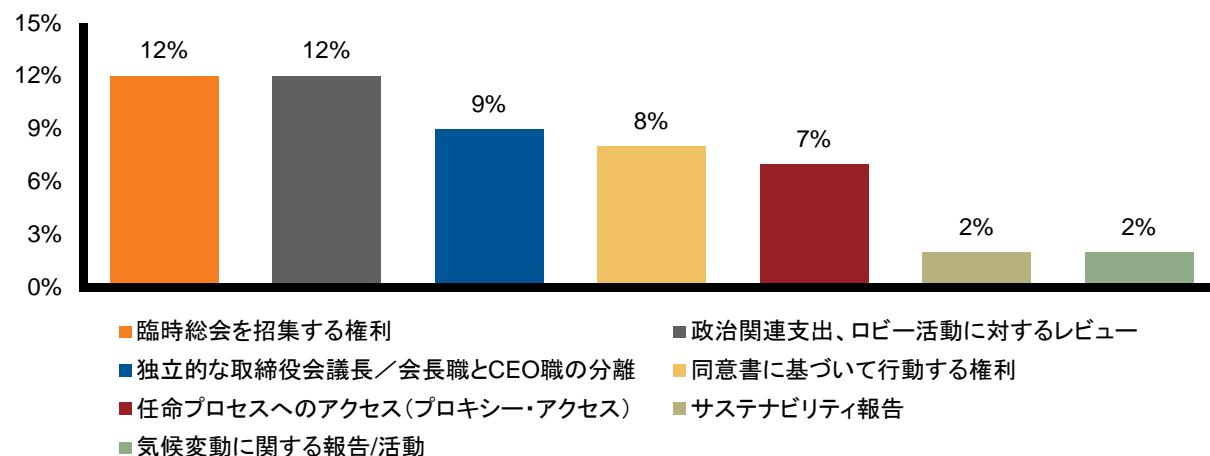


### 米国およびカナダの株主提案

ラッセル・インベストメントにおける2018年の議決権行使では、株主権利に関する決議案に重点的に取り組みました。臨時株主総会を招集する権利、書面による議決権行使の権利およびプロキシー・アクセス(任命プロセスへのアクセス)に関する提案が、投票を実施した株主提案の27%を占め、2017年の同比率である16%から大幅に上昇しました。株主権利を保護し強化するということは、ラッセル・インベストメントの積極的に行動する株主としての活動原則の柱であり、臨時株主総会を招集する権利を求める株主提案の94%を支持しました。グラス・レイス社によれば、臨時株主総会に関する株主提案数は2017年から2倍以上になりました<sup>2</sup>。この数字は、米国証券取引委員会(SEC)からの要請により、上記のような提案を除外するために臨時総会に関する付属定款を定めている企業があるにも関わらず出たものでした。企業の状況が株主提案に記載のものに沿っている場合、当該企業にはSECにより(議案化が免除される)ノーアクション・リリーフが付与されました。

(記者注:ラッセル・インベストメントは、投資対象である米国企業が、株主総会において当該企業の株式3%以上を3年間保有するなど一定の条件を満たした株主が、特定の取締役候補者の選任を株主総会議案として提案し、会社から株主に毎年送付される委任状勧誘書類(Proxy materials)に掲載することを請求できる権利である「プロキシー・アクセス」を導入することを推奨しています。「プロキシー・アクセス」は、長期の株主が低成本で取締役選任議案を争うことを可能にするため、株主が取締役候補者を提案しやすくなることから、企業統治改善に資する権利のひとつとされています。)

### 米国およびカナダの株主提案(全株主提案における比率)



<sup>2</sup> グラス・レイス 2017年シーズンレビュー:米国およびカナダ

サステナビリティおよび気候変動のリスクは引き続き株主の懸念事項でしたが、グラス・ルイス社によれば気候変動の決議に対する支持率は2017年から約8%低下しました<sup>3</sup>。環境および社会的項目に関する透明性の重要性が高まっていることを企業が認識していることを受け、多くの企業が、気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD(Task Force on Climate-related Financial Disclosure))に従った報告を検討しています。情報開示を積極的に行うという自発的なムーブメントを受け、私たちの気候変動に関する議案の評価は、企業が十分な情報を提供しているのか、あるいは同業他社に後れを取っているのかという点に焦点を当てたものとなりました。ラッセル・インベストメントにおける気候変動に関する情報開示を求める株主提案議案に対する2018年の賛成率は60%でしたが、サステナビリティ報告書(持続可能性報告書)に対する賛成率は90%でした。

ラッセル・インベストメントにおける気候変動に関する情報開示を求める議案に対する2018年の賛成率は60%でしたが、サステナビリティ報告書(持続可能性報告書)に対する賛成率は90%でした。

#### ▶ 欧州における議決権行使状況

2,519 会社提案に対する反対票数	1,242 グラス・ルイス社提案に対する反対票数
-----------------------	-----------------------------

131 株主提案総数
---------------

グラス・ルイス社に対する反対票は、主に株主総会の招集通知期間要件に対する基準の相違によるものでした。2018年、ラッセル・インベストメントは、株主総会の招集通知期間を短縮化する提案に対しては反対票を投じました。議決権行使チームは、議決権行使基準のレビューを定期的に実施していますが、企業のベスト・プラクティスを様々な市場で調査し、議決権行使方針を一部変更しました。2019年より、ラッセル・インベストメントは、グラス・ルイス社が反対推奨をする提案は個別検討の対象としますが、株主総会を招集する事前通知期間を14日間に設定する提案に対しては、原則的に賛成票を投じます。

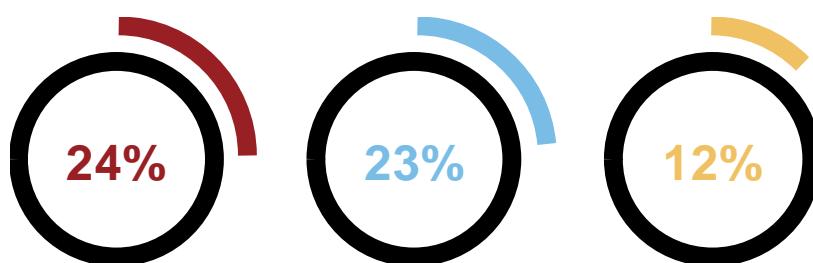
議決権行使チームは、議決権行使基準のレビューを定期的に実施していますが、企業のベスト・プラクティスを様々な市場で調査し、議決権行使方針を一部変更しました。2019年ラッセル・インベストメントは、株主総会を招集する事前通知期間を14日間に設定する提案に対しては、原則的に賛成票を投じます。

図表2 欧州における議決権行使状況

会社提案に対する反対票の24%は取締役選任に関するものでした。

グラス・ルイス社に対する反対票の23%は招集事前通知期間を短縮する提案に関するものでした。

株主提案の約12%に対して賛成票を投じました。

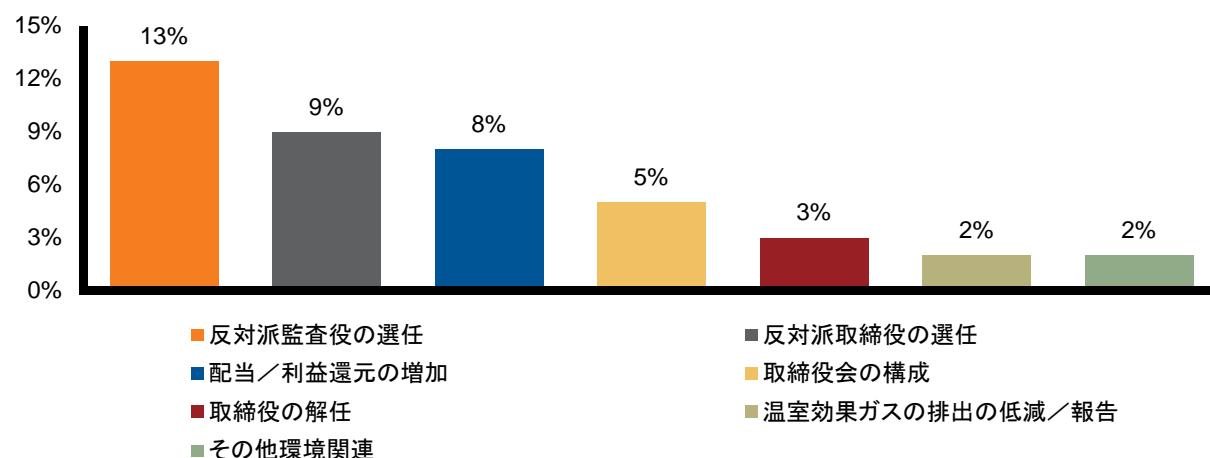


<sup>3</sup> グラス・ルイス 2018年シーズンレビュー：米国およびカナダ

## 欧州における株主提案

ラッセル・インベストメントでは、適切な企業統治(コーポレート・ガバナンス)に対する厳格な見解を維持しており、相反する株主総会の際には、競合する他社の企業業績、経営実績、反応の早さ、そして提案されている目的やゴールによって取締役を評価します。しかしながら、不十分な議案内容、情報の欠如、そして会社の目標やゴールをどのように向上するのかという点を候補者が説明できていない、などの理由から、株主提案が推す取締役候補者の約72%に対して反対票を投じました。

## 欧州の株主提案(全株主提案における比率)



## ▶ オーストラリアにおける議決権行使状況

185 会社提案に対する反対票数	58 グラス・ルイス社提案に対する反対票数	42 株主提案総数
---------------------	--------------------------	--------------

取締役会は独立性があり、説明責任を持ち、迅速な対応のでき、多様性があることで株主の利益を最も代表することができます。取締役選任議案に対する反対投票の主な理由としては、企業経営に対する監督が弱いこと、過剰な兼任数や独立性の諸問題が挙げられます。取締役会が効果的に経営戦略を構築し、企業慣行を吟味することを確実にするためには独立性が重要となります。企業の取締役はまた、株主に対する責任を果たさなければならず、企業はこの責任の履行を推進する方針を設ける必要があります。

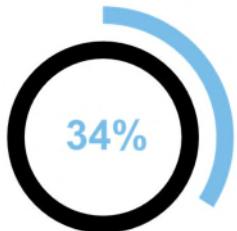
グラス・ルイス社に対する反対票は、主にストック・オプションの付与に関する方針の相違によるものでした。2018年、ラッセル・インベストメントはストック・オプションが付与されてから3年以内の権利行使が可能になる場合、また、付与されたストック・オプションの50%以上の権利行使が付与後2年以内に可能になる場合、当該提案に対しては反対票を投じると議決権行使基準に記載していました。議決権行使チームは、議決権行使基準のレビューを定期的に実施していますが、企業のベスト・プラクティスを様々な市場で調査し、2019年よりこれらを許容できるよう議決権行使方針の一部を改訂します。

### 図表 3 オーストラリアにおける議決権行使状況

会社提案に対する反対票の30%は取締役選任に関するものでした。



グラス・ルイス社に対する反対票の34%はストック・オプション付与に関するものでした。



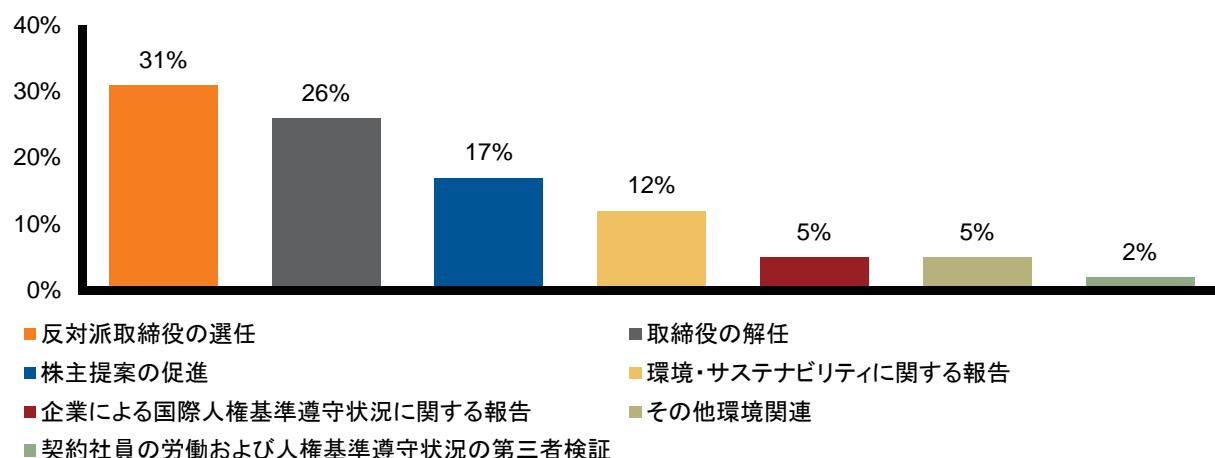
株主提案の2%に対して賛成票を投じました。



### オーストラリアにおける株主提案

オーストラリアにおける株主提案は、2017年の26件から2018年の42件と増加しました。これらの株主提案の大半は、取締役選任または解任を目的とした提案であり、引き続きサステナビリティおよび環境関連の提案が議案に上りました。私たちが反対票を投じた株主提案の内57%以上のものが、経営目標および現職の取締役が株主の利益につながるということに関する説明が不十分という理由によるものでした。

### オーストラリアの株主提案(全株主提案における比率)



### ▶ 日本における議決権行使状況

1,810  
会社提案に対する反対票数

122  
グラス・ルイス社提案に対する反対票数

113  
株主提案総数

日本では引き続き取締役の独立性が問題となり、会社提案に対する反対票の64%が取締役選任に関するものとなりました。ラッセル・インベストメントでは、議決権行使基準のレビューを定期的に実施していますが、2019年より(監査役会設置会社等二階層の取締役会制の場合)取締役会の独立性基準をグラス・ルイス社と同じく、取締役会と監査役会の全独立役員数の割合が、取締役と監査役の総人数の3分の1以上と定める改定を実施しました。

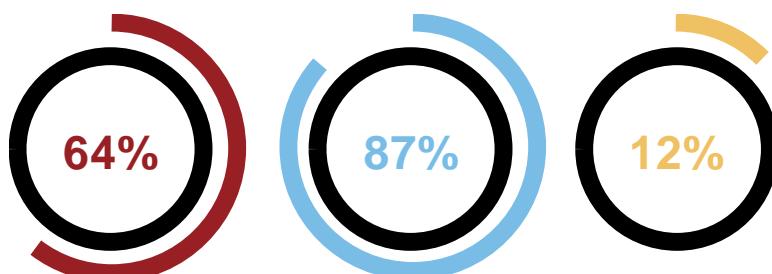
グラス・ルイス社に対する反対票の 87%が、主にストック・オプション・プランに対するアプローチの相違によるものでした(2017 年の 9%とは対照的です)。株主の利益を保護するため、ラッセル・インベストメントでは株主が報酬に関する方針に対して投票する権利を持たなければいけないと考えております。したがって、取締役会の裁量で取締役自らにストック・オプションを付与することを容認する提案に対して、ラッセル・インベストメントでは反対票を投じています。

**図表 4 日本における議決権行使状況**

会社に対する反対票の 64%は取締役選任に関するものでした。

グラス・ルイス社に対する反対票の 87%はストック・オプション・プランに関するものでした。

株主提案の約 12%に対して賛成票を投じました。

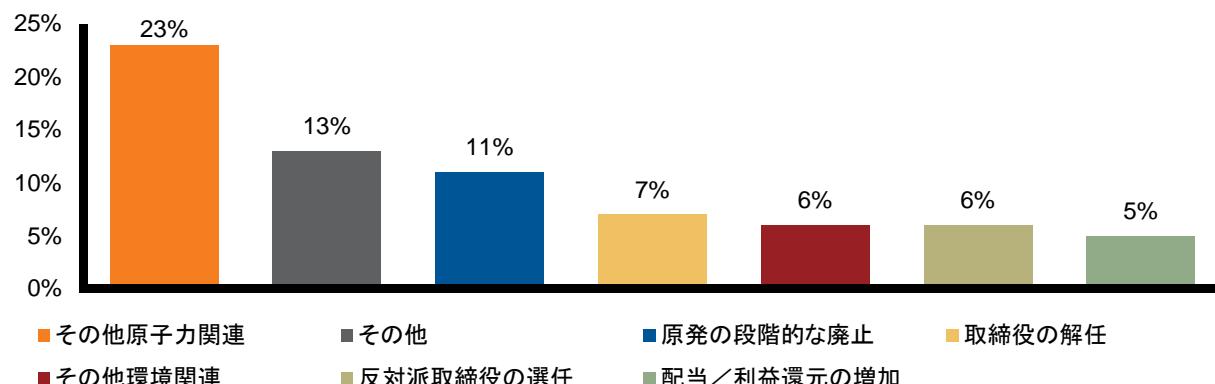


日本における株主提案の約 34%が原発の課題およびリスクに関するものでした。これらの提案を支持することはありませんでしたが、情報開示の改善に関する株主提案の約 83%に賛成しました。

## 日本における株主提案

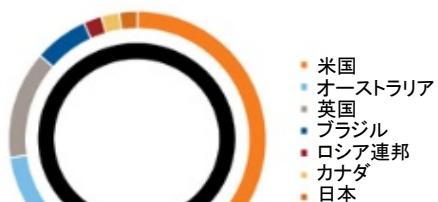
日本のコーポレート・ガバナンス・コード(企業統治の原則)は、株式持ち合いの状況なども勘案して改訂され、取締役会における独立性や多様性の必要性も浮き彫りにしました。予想通り、2017 年に 5 件であった株主提案は 2018 年に 113 件と大幅に増加しました。日本における株主提案のおよそ 34%が原発の課題およびリスクに関するものでした。これらの提案を支持することはませんでしたが、情報開示の改善に関する株主提案の約 83%を支持しました。2019 年、ラッセル・インベストメントの議決権行使においては、株式持ち合いやガバナンス体制の強化状況をより注視してまいります。

## 日本の株主提案(全株主提案における比率)

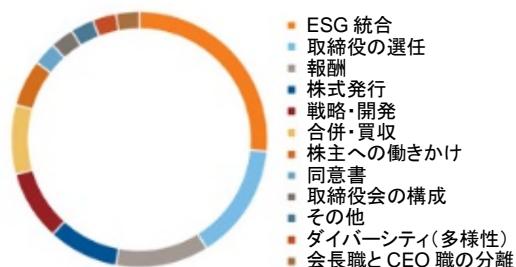


## エンゲージメント実績

### 国別エンゲージメント動向



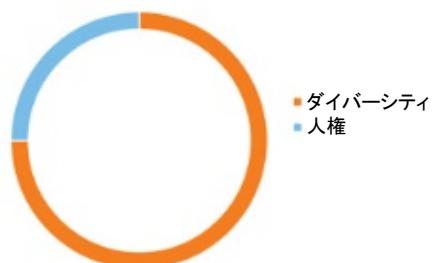
### 「ガバナンス」に関するエンゲージメント



### 「環境」に関するエンゲージメント



### 「社会」に関するエンゲージメント



### ESG インテグレーション

ラッセル・インベストメントは多様な運用を行っているため、他の運用機関との関係を活用することができます。その結果、より包括的に ESG リスクを捉えています。私たちが実施しているエンゲージメントの 20%以上が企業の ESG リスクに対する意識、プロセス、およびそのようなリスクのモニタリングを理解するための ESG インテグレーションに関する議論でした。

### 取締役の説明責任

説明責任に対する取り組みの強化により、企業との議論がより多くなり、同時に影響の大きな議論へと発展しました。2018 年に取締役評価のアプローチを変更し、(私たちの評価基準に基づき)取締役が株主の懸念事項に対応していないとみなした場合には、反対票を投じる措置を選択しました。候補者選任が接戦となつた場合、私たちは会社の取締役と反対意見の提案者の両者と共に目標やターゲットについて話し合いをするよう努めました。

### ダイバーシティ(多様性)

ラッセル・インベストメントでは、取締役会や経営における多様性の向上に向けた働きかけを継続しました。2018 年の全エンゲージメントのうち、多様性に関するものが 9%を占めました。エンゲージメントの機会を追求する際、そのエンゲージメントにおけるジェンダー(性別)、人種、国籍、および言語能力のレベルを考慮して評価しました。私たちは、この分野を改善するためには、実現までに時間がかかることと考えており、その進捗を評価するために企業との継続的な対話をを行うことが望ましいと考えています。

2018 年の全エンゲージメントのうち、多様性に関するものは約 9%を占めました。

### 気候変動リスク

気候変動に関する情報開示の重要性を認識する企業が増えており、その多くは自発的に報告書を公開しています。私たちのエンゲージメントの多くは気候変動リスクの報告を求める株主提案に対し、反対票を投じた企業との間でなされており、議論の中心となつたのは、意識の高さ、適切な監視、そして透明性および情報開示向上の重要性についてのものとなりました。

## ケーススタディー

### ► ケーススタディー 1: 影響力を訴求した投票—取締役が対応しない場合

#### 英国の飲料会社

2016 年、議決権行使委員会は英国の飲料会社における取締役の構成に問題があるとの認識を持ちました。私たちは再委託先運用機関が同社の会長および筆頭独立取締役に対して行ったエンゲージメントの詳細を把握しました。同社は翌年の取締役会に向けて改善案を提示することを約束し、私たちも段階的な変更が適切であると判断しました。

2017 年、同社は報酬に関するプラクティスおよび指名委員会議長に対する強い異議申し立てを受けました。私たちのエンゲージメント・チームは、取締役会の対応と 2016 年に記載していたコミットメントの進捗状況について同社をモニタリングしました。

2018 年、議決権行使チームは指名委員会議長および報酬委員会議長の両名に対して反対票を投じました。両取締役を不信任したのは、株主の持つ懸念事項への対応を怠っていることを承認しないという姿勢を示すためのものでした。

2018 年、複数の取締役を不信任とした根拠を伝えるため、私たちは同社とのエンゲージメントを続けました。同社は私たちの懸念を受け入れる姿勢を持っていること、多くの株主への働きかけができていないことを挙げました。エンゲージメント・チームは、同社による株主への働きかけ努力の重要性について伝達しました。また、今後は取締役における多様性の方針(Board Diversity Policy)に則り取締役を指名し、多様性、能力、知識、背景、国際性および業界での経験を考慮に入れるということを明らかにしました。さらに、同社では取締役の 33% に女性を採用するという自主目標を設定しました。



#### 成果

エンゲージメント・チームは同社の業績および取締役会の独立性と多様性のレベルに対し継続的なモニタリングを行う予定です。同社の対応に関する評価は 2019 年の年次株主総会中に行われます。

### ► ケーススタディー 2: 継続的なエンゲージメントと前向きな関係構築が建設的な対応につながる

#### 日本の衣料品メーカー

日本の企業では、取締役の独立性について課題が残っています。ラッセル・インベストメントのポートフォリオ・マネージメント・チームは以下の課題に関する議論に参加していました。

- > CEO を含む取締役メンバーが十分に株式を保有していない(利害性の欠如)
- > この問題に対処するための報酬委員会が設けられていない
- > 同社はネットキャッシュが潤沢であるため(実際、現金が時価総額と同水準)、自己資本利益を向上させる取り組みが無い



#### 成果

ラッセル・インベストメントのポートフォリオ・マネージャーが同社と課題についての議論の後、改善が見られるようになりました。知名度の高い不動産物件の売却に加え、同社はストック・オプションのコンサルタント採用を検討しています。私たちは、取締役の独立性と多様性に関する進捗状況のモニタリングを続けていきます。

## ▶ ケーススタディー 3: 株主権利の保護

### 英国の航空会社

ある英国の航空会社は、議決権行使プロセスおよび取締役会の説明責任について、再委託先運用機関から指摘を受けました。同社は欧州の株主から委任状を勧誘していた一方で、欧州以外の株主はそのようなプロセスから除外していました。再委託先運用機関がこの会社との間のエンゲージメント活動から得る情報を通じて、欧州外の株主(ADR<sup>4</sup>株式)の持つ議決権プロセスを理解することに努めました。同社の発行済み株式資本の約 43%は ADR が占めています。したがって、私たちの投票は非常に影響力のあるものだと考えています。株主の権利はアクティブ・オーナーシップにおいて強調している二大柱の 1 つであるため、翌年次の株主総会において議決権を維持するために、セキュリティーズ・レンディング(貸株)プログラムに出している株式を回収し、対象銘柄から除外しました。ラッセル・インベストメントやその他の ADR 株主による圧力の高まりから、同社は委任状行使プロセスの変更に迅速に対応しました。

### 成果



同社は問題への対処を進めており、株主が持つ懸念事項に対し責任を取っていると考えていますが、ラッセル・インベストメントは 2018 年の同社の年次株主総会では独立性の問題から 3 名の取締役選任に対する反対票を投じました。さらに、過去 2 年間の報酬構造および開示に関する問題を発見し、反対票を投じることを選択しました。私たちは、取締役会の独立性における改善について、同社のモニタリングを続けます。

## ▶ ケーススタディー 4: ESG の情報開示に対する意識を高める

### 米国のエネルギー会社

Sustainalytics 社による低スコアを理由に、米国のエネルギー会社が私たちのエンゲージメントのウォッチリストに載りました。私たちは、同社との議論と、気候変動リスクおよび多様性に関する意識向上に努めるよう求めました。企業慣行の入念なレビューとエンゲージメント後、同社はしっかりした多様性の方針およびプロセスを採用していることが認識されましたが、この分野における情報開示が不足していると判断されました。

### 成果



株主がこの情報を利用できる状態にしておくことの重要性を伝えた後、同社は多様性に関する取り組みの開示についての進展を確約しました。さらに、天然ガスおよび石油業界に関連する製造リスクへの関心が高まっていることから、同社は 2019 年にプロセスの透明性向上を目指しています。

## ▶ ケーススタディー 5: 水の消費と企業の ESG 測定指標影響への対処

### 米国の農業および不動産会社

ラッセル・インベストメントのエンゲージメント委員会において、水消費や水不足についての問題は関心の高まっているテーマです。私たちは、Sustainalytics 社のレポートを使い、業界内での比較を行いました。ある米国の農業会社との間では、気候変動リスクおよび水消費が平均以上であることに関する議論を行いました。

<sup>4</sup> ADR は American Depository Receipts(米国預託証券)の略称です。

同社から、水の使用に関する権利および訴訟のリスク、関連コスト関しての評価の提供を受けました。ラッセル・インベストメントでは、同社が適切な対応をしていると判断し、ESGスコアが低かったのは情報開示の欠如が理由であると伝えました。エンゲージメント・チームはまた、欧州においては情報開示情報において温室効果ガス排出のリスクを含める圧力が増していることを伝えました。これは中小企業においてより頻繁に見られるようになった課題です(ただし、通常は大企業に対して見られるものです)。



### 成果

ラッセル・インベストメントのエンゲージメント・チームは、情報開示の改善について、同社のモニタリングを続けていきます。

## ▶ ケーススタディー 6: 議決権を確保するための有価証券の回収および制限

### カナダの鉱業会社

ラッセル・インベストメントの再委託運用機関は、企業買収を完結させるために同社が行った定款の変更に関する懸念を示しました。同運用機関では、同様の提案について数年前に同社とのエンゲージメントを実施し、一貫して反対する姿勢を取ってきました。変更には 75% の承認が必要とされ、再委託運用機関と協力してセキュリティーズ・レンディング(貸出)プログラムにある証券全てを回収、制限し、この決議に対し反対票を投じました。

この会社に対する私たちの分析では、1 名の取締役に独立性が欠如していたこと、またその他 1 名の過剰な兼任数も認識しました。これらのガバナンスの懸念に加え、重要な ESG リスクを数件認識し、指摘を行いました(Sustainalytics 社のレポートを利用)。



### 成果

ラッセル・インベストメントでは、投票結果に基づき、説明責任の側面で同社をモニタリングし、適切なリスク評価のためエンゲージメントの機会を追求していきます。

## ▶ ケーススタディー 7: 再委託運用機関の専門的知見活用

### 日本における再委託先運用機関との関係構築

本資料すでに記載した通り、日本では取締役の独立性に関する課題に焦点が当てられています。日本の市場では株式の持ち合いが慣例となっており、ラッセル・インベストメントでは、再委託先運用機関を通じて企業慣行に関する理解を深めることを目指しています。私たちはパートナーである再委託先運用機関の意見や推奨事項を重視しています。次ページの表では、特定の企業におけるガバナンス(企業統治)に関する懸念について、再委託先運用機関との働きかけの例を記載しています。私たちのエンゲージメント・チームは、今後のエンゲージメント活動の対象となる企業を特定しました。株式の持ち合いは、企業統治の構造を弱め、少数株主の権利に対するリスクであるという点で、ラッセル・インベストメントの見解は、議決権行使助言会社であ

るグラス・ルイス社と一致しています<sup>5</sup>。これらのリスクについて再委託先運用機関からより詳しい情報を得ることで、株主価値に対する影響についてより深い理解が可能となると考えています。

会社	提案	再委託先運用機関による推奨	ラッセル・インベストメントの投票
電化製品企業	取締役会	反対	提案された 9 名のうち 4 名を不信任。
電化製品企業	賞与	反対	賞与が業績と連動していないことを理由に反対。
電子機器企業	買収防衛策	反対	ガバナンス・プラクティスに欠け、株主の利益にならないと判断し反対。
産業機器企業	取締役の選任	反対	独立性の欠如を理由に 1 名を不信任。取締役交代および IPO を理由に取締役全員には不信任票を投じなかつた。



## 成果

こうしたリスクについて再委託先運用機関からより詳しい洞察を得ることで、株主価値に対する影響のより詳細な理解が可能となります。

### ▶ ケーススタディー 8: 支持されない株主提案

#### オーストラリアのエネルギー会社

オーストラリアのエネルギー会社は、2 年連続で気候リスクの報告および排出に関する報告／目標に関する株主提案を受け取りました。私たちは、通常、透明性の向上を支持し、ESG リスクの潜在的なマイナスの影響を認識していますが、最終的には株主価値の保護と整合的に経営資源が活用されているのかを判断するよう努めています。

議決権行使委員会は、これらの提案を個別で吟味し、2018 年の年次株主総会にて反対票を投じることを全会一致で決定しました。同社の現在の情報開示レベル、取締役会の監督機能、また、公共政策による権利擁護や業界団体のメンバーシップに関する同社のプロセスについて、活発な議論がなされました。同社では、適切な開示が行われていることが分かり、同業他社比においても幾分進んでいると判断し、株主提案は正当化されないという判断を支持しました。

しかし、気候リスクおよび排出に関する報告の決議に対して反対票を投じたため、この分野で風評上のリスクが高まっていると訴えるために、同社との直接的なエンゲージメントを実施することは適切と考えました。

私たちのエンゲージメントにおけるポイントは以下の点を推進し、確認するものでした。

- > 株主への働きかけ努力：私たちは、決議が規制要件を満たすべく同社が株主提案者を支援したことを認識しました。
- > 業界団体の情報開示：同社は、次のサステナビリティ報告で情報開示を増加するというオプションを検討しています。

<sup>5</sup> グラス・ルイス 2017 年議決権行使シーズンレビュー日本

- 
- > Sustainalytics 社は、同社による水消費量が多いことを報告しました。同社がリスク軽減のために適切な対応をしているのかについて照会したところ、水の再利用や製造過程での水の使用を避けるなどの明確な努力をしている点について説明を受けました。



### 成果

私たちは、翌年のサステナビリティ報告で公共政策による権利擁護に関して、追加的な情報開示の進捗状況について同社のモニタリングを行う予定です。

---

## ご注意

- > Copyright© 2019. Russell Investments. All rights reserved.
- > 当資料中「ラッセル・インベストメント」は、ラッセル・インベストメント グループの会社の総称です。
- > ラッセル・インベストメントの所有権は、過半数持分所有者のTA アソシエーツおよび少数持分所有者のレバレンス・キャピタル・パートナーズとラッセル・インベストメントの経営陣から構成されています。
- > フランク・ラッセル・カンパニーは、当資料におけるラッセルの商標およびラッセルの商標に関するすべての商標権の所有者で、ラッセル・インベストメント グループの会社がフランク・ラッセル・カンパニーからライセンスを受けて使用しています。ラッセル・インベストメント グループの会社は、フランク・ラッセル・カンパニーまたは「FTSE RUSSELL」ブランド傘下の法人と資本的の関係を有しません。
- > 当資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その情報の正確性や完全性についてこれを保証するものではありません。
- > ラッセル・インベストメントによる事前の書面による許可がない限り、資料の全部または一部の複製、転用、配布はいかなる形式においてもご遠慮ください。
- > 特段記載の無い限り、当資料に記載されているデータの出所は、ラッセル・インベストメントです。

## PRI の評価について

- > PRI の評価方法については、以下をご参照ください（英語のみ）。  
<https://www.unpri.org/signatories/about-pri-assessment>
- > ラッセル・インベストメントに関するレポート全体および Transparency Report については、こちらをご参照ください（英語のみ）  
[「2018 PRI Assessment Report」]  
[「2018 Transparency Report」]  
<https://russellinvestments.com/us/about-us/responsible-investing>
- > スコアは、レポート全体の文脈の中で、理解することが重要です。

※当資料は、2018 年の議決権行使とエンゲージメントにつきまして、ラッセル・インベストメント（米国）が 2019 年 5 月に発行した英文のレポート「Active ownership: Proxy and Engagement Report 2018」を抄訳したものです。当資料の正式原本は英語版のものであり、当抄訳文は原本を理解する上での参考資料です。原本と抄訳に矛盾が有る場合は、原本が優先します。

ラッセル・インベストメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 196 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会