

「ESGを語らないと株主総会を乗り切れなくなる！！」

- あなたの会社は株主の期待に応えられますか？ -

昨年6月25日開催された、みずほフィナンシャルグループの株主総会でNPOから「当会社がパリ協定及び気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）に賛同していることに留意し、パリ協定の目標に沿った投資を行うための指標および目標を含む経営戦略を記載した計画を年次報告書にて開示するという条項を、定款に規定する。」とした株主提案がなされたことが話題となった。このようなESGに関連した株主提案が欧州や米国では年々増加しており、この流れは日本でも広がると思われる。今回のコラムでは米国のトレンドを踏まえながら、今後の日本企業における株主総会の方向性を占ってみたい。

米国における株主総会概観

具体的なESG関連動向紹介の前に、今回取り上げるダウ工業株30種平均を構成する米国企業30社（以下ダウ30銘柄）を例に具体的な株主総会の概観を見て行きたい。

文責：ESG/統合報告研究室 主席研究員 小谷 正彰

ダウ30銘柄（注a）で見ると30社中、19社（63.3%）が12月決算である。

下記のダウ30銘柄の統計のように、期末から株主総会までの日数は約130日（4カ月強）となっており、今年前半の1月～6月に株主総会を開く（或いは開いた）企業数は、昨年8月末決算企業1社、9月末3社、12月末19社、今年の1月末3社の合計26社ある。特に、4月～6月は22社（注b）の株主総会が予定されており、現在12月と1月決算米国企業の株主総会真っただ中である。

ダウ30銘柄で見ると、10-K（日本で言う有価証券報告書）開示から株主総会まで約85日、Proxy Statement（日本でいう招集通知）開示から株主総会まで約45日となり、日本と比較すると、投資家が十分に議決権行使の判断期間があることになる。そして、議決権行使を行う議題が1社あたり6件、そのうち株主提案が2件程度あることになる。ダウ30銘柄を精査すると、株主提案の約2/3がESG関連となっている。

	平均	中央値	最小	最大
期末からProxy Statement開示日数（注1）	84.70	88	54	120
期末から10-K開示日数（注1）	45.77	47.5	22	60
期末から株主総会までの日数	131.20	132.5	105	160
Proxy Statement開示から株主総会までの日数（注2）	46.50	45.5	40	72
10-K開示から株主総会までの日数（注2）	85.43	85.5	55	116
Proxy Statement総ページ数（注3）	95.63	91.5	66	154
議案数（件数）	5.80	6	4	9
株主提案議案数（件数）	2.27	2	0	6
株主提案ESG関連議案数（件数）	1.63	1.5	0	5
出所：米国SECのEdgarよりディスクロージャー & IR総合研究所において調査				
注1：各社期末からProxy Statement及び10-KのEdgarファイリング日までの日数				
注2：各Edgarファイリング日から各社Proxy Statement記載の株主総会開催日までの日数				
注3：Edgarファイリングにファイリングされたそれぞれの資料の連続したノンブルの数				

米国のProxy Statement調査機関が発行した「Proxy Preview2021」の調査では2021年の株主総会に向けて、2月21日現在で、環境・社会・持続可能なガバナンスに関する株主提案が少なくとも429件提出されている。昨年のこの時期に提出された366件から増加しているが、過去10年の統計を見ると大体400件前後で推移しているようだ。但し、米国では提出された株主提案について疑義があれば米国証券取引法14a-8でSECからProxy Statementの株主提案を除外することを認めてもらうレターを企業が取得（SECノーアクションレター）する他、事前に株主提案を行った株主と企業が交渉し、提案そのものを除外することもあるので、昨年は提起された株主提案の41%、187件が実際に株主総会で議案となったようだ。

今年の米国における株主総会のアジェンダ

欧米では年初、2021年に投資家の注目される株主総会を取り巻く想定アジェンダは「バーチャル株主総会」、「環境問題」、「人的資本管理」、「取締役会の多様性」の4つだと言われていた。具体的にダウ30銘柄で提起された株主提案68本を見てみると、環境問題よりも社会やガバナンスに関する株主提案が増加している傾向が伺える。今年4月中旬にCtW Investment Group(株主)がCitigroup Inc. と Bank of America Corporationに対して行った「Racial Equity（人種間平等）」に関する株主提案にGlass Lewisが賛同表明したことに驚いた。このCtW Investment Groupというファンドは、約500万人の組合員を代表する労働組合の連合体である「Change to Win」に加盟する組合が出資する年金基金と協力し、積極的なオーナーシップを通じて長期的な株主利益の向上を目指しているアクティブなファンドのようで、議決権行使助言会社最大手Glass Lewisがまさか賛同するとは思わなかったので驚きも大きかったように思う。

Racial Equity（人種間平等）

今回の商業銀行に対して提起された「Racial Equity（人種間平等）」問題のポイントはSASBスタンダードにおいてもトピックである「Financial Inclusion & Capacity Building（金融包摂と能力開発）」の評価基準として取り上げられている。

その考え方は「商業銀行は、その主要な事業活動として、銀行口座を持たない顧客、または十分なサービスを受けていない顧客への融資に関連するリスクと機会とのバランスを取りながら、能力開発の努力を継続的に行わなければなりません。新たな融資モデルや技術は、銀行に、これまで十分なサービスを受けられなかった市場に商品やサービスを提供し、新たな収益源を得る機会を提供しています。低所得者層や中小企業に信用と金融サービスを提供する必要性を満たしつつ、強奪的で無責任な融資慣行を回避できる企業は、長期的な価値を創造し、社会資本を強化する可能性が高い。また、これらのサービスは、顧客が十分な情報に基づいた意思決定を行うことができるよう、金融リテラシーを向上させる努力によって補完されるべきである。最近の金融危機は、これらのコミュニティが提供できる多様で弾力性のある資金源の重要性を立証した。商業銀行は、金融包摂と能力開発へのアプローチを開示することで、長期的かつ持続可能な価値創造を確保する銀行の能力を評価するための意思決定に有用な情報を投資家に提供することができます。」として貧困層のアクセスや金融リテラシーへの取り組みと大きく関連している。Citigroup Inc.とBank of America Corporationに対して、「口座維持費や月最低預金残高、過去の罰則適用、そして役員における有色人種比率等から人種的平等についての第三者監査とそのウェブ上での公開」を求めているものである。

人的資本管理

今までの「人的資本管理（Human Capital Management：以下HCM）」ではどちらかというと、取締役や従業員の多様性などを焦点にすることが多かったと言える。しかし、今回のCitigroup Inc.とBank of America Corporationに起こされた株主提案は、商業銀行の顧客における社会課題となっている貧困やその人々の金融リテラシーにプロアクティブにかかわっていくのかを問うものだ。今年の米国における株主総会では、コロナ禍の健康危機や昨年ミネアポリスでジョージ・フロイド氏の死去に伴う社会不安により、ビジネスリーダーたちが労働力の福祉や平等の問題に注目するようになった。これらのことから、HCMに関する決議が劇的に高まっている。さらに、米国証券管理委員会（SEC）は、非財務開示の規則である「レギュレーションS-K」の近代化に関する2020年8月26日の修正案において、米国の公開企業に対し、「登録企業の人的資本資源の説明（登録企業に雇用されている人の数を含む）、および登録企業が事業を管理する上で重視している人的資本の施策や目標（登録企業の事業や従業員の性質に応じて、人材の育成、誘致、維持に対処する施策や目標など）」を開示するよう求めるようになったことも一つの要因になっていると言える。このルールは細則主義的な規定ではなく、原則主義に基づいており、企業ごとに異なる重要性の概念に依存しており、企業の情報開示に対する実際の効果は、時間の経過とともに測定されることになると思われる。このようなトレンドの中で、株主総会においてもこれらの影響が出ているのだと想像できる。

その他

ダウ30銘柄の株主提案を見ていると「独立取締役会議長」選任を求める動きや、企業の「公益法人化」を求める動き、或いは「ロビー活動に関する報告」の要請が目につく。

「独立取締役会議長」については「取締役会議長とCEOの役割は根本的に異なるものであり、CEOと当社から完全に独立した取締役会議長の2名で経営すべきである。」という考え方が提案理由の中で述べられている。①CEOおよび経営陣の役割は、会社を経営すること、②取締役会の役割は、経営陣とCEOを独立して監視すること、③CEOが取締役会議長という監視役を務めることは、利益相反の可能性がある、とした主張だ。

「公益法人化」の考え方は、多くの上場企業が利用しているデラウェア州法では、「取締役の受託者責任は会社と株主を重視し、ステークホルダーは重視しないため、株主と労働者や顧客などのステークホルダーの利益が衝突した場合、会社の法的義務は株主以外を排除することになる。」とした主張と、2019年にビジネスラウンドテーブルで発表し署名した声明「Statement on the Purpose of a Corporation、企業のパーパス（企業の存在意義や目的）に関する声明」冒頭で語った「アメリカ人は、一人一人が勤勉な仕事と創造性によって成功し、意味と尊厳のある人生を送ることを可能にする経済に値します。私たちは、自由市場システムが、良い仕事、強く持続可能な経済、革新、健全な環境、およびすべての人のための経済機会を生成する最善の手段であると信じています」とした主張の採択を行った観点から、企業は株主以外のマルチステークホルダーのため、企業の形態を公益法人化することを求めるものだ。資本市場に長く在籍する筆者からするととても驚きの株主提案だが、資本主義構造自体が大きく変化しているのだろうか。

「ロビー活動に関する報告」に関連しては、日本で「ステマ」と似たようなニュアンスで「草の根運動」に対する資金提供をダークマネーと定義し、業界団体や社会福祉団体が中立を装いながらステルスで政治活動に

ダークマナーを提供することで、見えない世界で環境や社会問題に反する企業行動を制限しようという動きのようだ。今年の株主総会における株主提案ではこの手の資金についても透明性を持たせるような開示要請が多くなされている。

株主総会とESG

ここで「例えば」の議論をすると、企業のコストの大部分は人材に関連していると推定されるため、企業は人的資本とそのパフォーマンスに関するデータを維持し、それがビジネスの戦略的ニーズに合致していることを確認する必要がある。ダイバーシティ&インクルージョンからラーニング&イノベーション、従業員の訴訟・仲裁から安全衛生に至るまで、HCMに関する主要な指標は、内部プロセスとコントロールを通じて収集・検証され、定期的に取り締役会に報告されるべき内容だ。これにより、取締役会は、強みを把握し、ギャップや脆弱性に対処する方法に焦点を当てることができる。

ステークホルダーが知りたいのは、企業が現在および今後の戦略的ニーズを満たすために適切な人材を確保しているかどうか、また、企業の価値を損なう可能性のあるHCM関連のリスク

（偏見、差別、健康関連のリスク、その他の不適切な職場環境を含む）を軽減しているかどうかだ。株主はステークホルダーの中でも企業に対して影響力を直接的に行使できる立場であることは言うまでもない。今後、日本でも米国のような株主提案が一般化するかどうかはわからないが、株主にとって企業価値を毀損するリスクに対する関心は高まることは疑う余地はないだろう。

ESGの開示は統合報告書の中だけと思っている企業経営者もいるかも知れないが、これからは招集通知の中でもESG情報開示のニーズは高まると思われる。その時、あなたの会社は株主の期待に応えられるだろうか？

注a: ダウ30構成銘柄一覧（アルファベット順）

3M Company、American Express Company、Amgen Inc.、Apple Inc.、Boeing Company (The)、Caterpillar, Inc.、Chevron Corporation、Cisco Systems, Inc.、Coca-Cola Company (The)、Dow Inc.、Goldman Sachs Group, Inc. (The)、Home Depot, Inc. (The)、Honeywell International Inc.、Intel Corporation、International Business Machines、Johnson & Johnson、JP Morgan Chase & Co.、McDonald's Corporation、Merck & Company, Inc.、Microsoft Corporation、Nike, Inc.、Procter & Gamble Company (The)、Salesforce.com, Inc.、The Travelers Companies, Inc.、UnitedHealth Group Incorporated、Verizon Communications Inc.、Visa Inc.、Walgreens Boots Alliance, Inc.、Wal-Mart Stores, Inc.、Walt Disney Company (The)

注b: ダウ30構成銘柄中4月～6月に株主総会を開催する22社一覧（アルファベット順）

3M Company（5月11日）、American Express Company（5月4日）、Amgen Inc.（5月18日）、Boeing Company (The)（4月20日）、Caterpillar, Inc.（6月9日）、Chevron Corporation（5月26日）、Coca-Cola Company (The)（4月20日）、Dow Inc.（4月15日）、Goldman Sachs Group, Inc. (The)（4月29日）、Home Depot, Inc. (The)（5月20日）、Honeywell International Inc.（5月21日）、Intel Corporation（5月13日）、International Business Machines（4月27日）、Johnson & Johnson（4月22日）、JP Morgan Chase & Co.（5月18日）、McDonald's Corporation（5月20日）、Merck & Company, Inc.（5月25日）、Salesforce.com, Inc.（6月10日）、The Travelers Companies, Inc.（5月20日）、UnitedHealth Group Incorporated（6月7日）、Verizon Communications Inc.（5月13日）、Wal-Mart Stores, Inc.（6月2日）