



「ESGを語らないと株主総会を乗り切れなくなる！！」は本当か???

文責：ESG/統合報告研究室 主席研究員 小谷正彰

2021年5月に「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?、2022年6月に「2022年版 ESGを語らないと株主総会を乗り切れなくなる！！」をアップして来たが、今年も2022年12月決算企業を中心とした米国の株主総会におけるESG関連株主提案を見て行きたいと思う。しかし、今年はタイトルに「本当か??？」を付けた。

当初より米国における株主総会と日本では法の建付けも違い、米国におけるトレンドは一つの参考であるということは申し上げて来たが、今年の米国における株主提案に対する株主の評価を見ると「ESGを語らないと株主総会を乗り切れなくなる！！」というタイトルは少し過剰であったという自戒を込めて今回の研究員コラムであり、

コラムとしては一区切りつけることもあり、直近の2023年動向と共に、2019年から5年間のトレンドを見ていきたい。また、今回の内容は当研究所が7月末に発行予定の「研究室通信 Vol.24」の抜粋版という位置づけにしており、詳細はそちらをご覧ください。(注*)

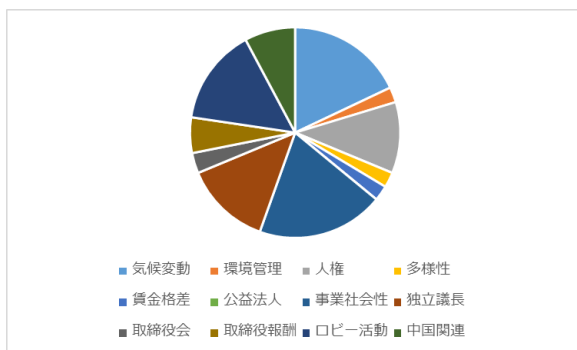
各論に移る前に一点だけ補足すると、母数はDow30銘柄と直近5年間でDowを外れた5社の合計35社を取り上げている。また、今までの母数35銘柄を分析することで果たして米国企業全体のトレンドと合致するのか見極める意味で、今回2023年単年ベースではあるが、これら超巨大企業35社と比較するため、一産業として比較的産業規模が分散して存在する金融機関38社との比較も後半で行う。

(注*)：7月末発行予定研究室通信Vol.24が必要な方は宝印刷の担当営業にお問い合わせください。

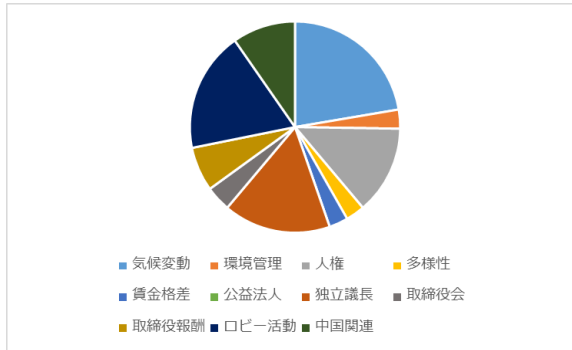
提案本数とその内訳

2019年～2023年の5年間のESG関連株主提案の総数は394件であった。2019年のESG関連株主提案数は47件であったものが、2023年は128件（年率28.5%の増加）となった。これらの株主提案を当研究所では便宜上12項目に分類してみた。2023年128件でみると以下の通り、事業社会性、気候変動、ロビー活動、独立取締役会議長選任（グラフでは字数の関係で独立議長と表記）、人権、中国関連と続く。但し、ここで少し説明が必要な点は、一番数の多い事業社会性は企業独自の産業の社会課題に関する株主提案で、すべてを個別に扱くと収拾がつかなくなるため、一括りとしたが、統計的な意味はない。従って、右グラフが正確であろう。

2023年ESG関連株主提案概観 (n=128)



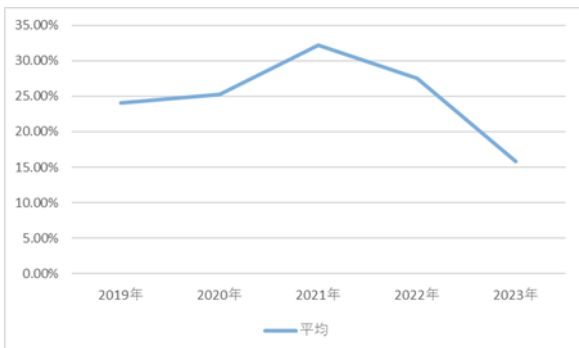
2023年事業社会性除外概観 (n=103)



注：上記グラフは後段で説明する過半数獲得件数順となっている。
出典：SEC Edgarにファイリングされたものを当研究所で集計・作成

提案内容も大事だがその支持率トレンドと項目はどうであろう。35銘柄を対象とした2019年からの5年間でESG関連株主提案において過半数を超える賛成票を集めた件数は29件になる。しかし、驚くことに、2023年の株主総会における議決権行使結果の特徴としては、1件も過半数の支持を得た株主提案がなかったことであろう。

2019年～2023年の議決権行使における賛成票率推移 (n=394:加重平均)



出典：SEC Edgarにファイリングされたものを当研究所で集計・作成

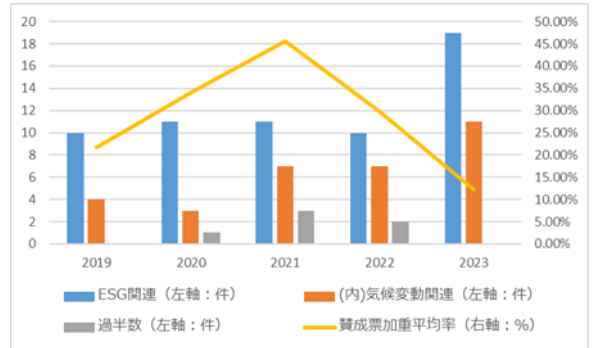
上記グラフはこの5年間に提案された394件の株主提案の加重平均の賛成票率の推移である。このように、2019年から2023年までの5年間は株主提案数は激増してきたが、その支持は、2021年をピークに急激に減少している様子がわかる。このトレンドこそが今年タイトルに「本当か??」を付けた理由である。

理由1：支持を下げている気候変動関連

過去5年間でみると気候変動関連の株主提案は合計73件あるが、その内の25件が石油メジャーであるシェブロン社とエクソンモービル社に対するものである。2023年単年でみても23件の株主提案の内、11件がこの2社に対する提案である。次のグラフは過去5年間のESG関連、気候変動関連、過半数支持、そして株主提案の内、気候変動に対する賛成票率の加重平均である。このように

提案数の増加は止まらないが、株主の支持は2021年をピークに完全に失速している印象がある。

シェブロン社とエクソンモービル社に対する過去5年間の株主提案推移



出典：SEC Edgarにファイリングされたものを当研究所で集計・作成

これは一般企業にとっても大きな意味を持つと考える。温室効果ガス削減は喫緊の課題であることは直近温暖化の影響を受けてカナダで起こった山火事の煙がニューヨークにまで達した状況を見ると明らかである。しかし、一方で、温室効果ガスに対して最も大きな影響を与える石油掘削・製造・販売企業である石油メジャーに対する株主提案でさえ多くの支持を集められない状況において、果たして一般企業に対する過度な要求が今後も求められるのであろうか。もちろん、気候変動関連株主提案に対する賛成票率の低下の一つには、これら石油メジャーがそれなりの気候変動関連開示を行ってきたことも一つに挙げられるが、この5年間の気候変動関連株主提案に対するこのような支持のトレンドを見る限り、過度な要求はトーンダウンし、今後それぞれの企業が企業規模や産業に応じて「適切」な対応を行うことでよいとした考え方への変化ではなかろうか。適切とは「自社のできる範囲での対応」であり、無駄なコストを掛けることへの是非は明らかにNOであろう。

理由2：規模の差に目を向けてみる

規模はDow30銘柄には及ばないものの、S&P500を構成する銘柄は米国の代表銘柄を構成する銘柄で米国屈指の大手企業であると言えます。しかし、500社すべての企業を調査するだけのリソースがないため、規模が比較的分散し、且つ、ある程度の母数を確保できる産業として金融関連企業をS&P500から抽出してみた。S&P500の金融関連企業は参考資料（P5参照）に示したようにDow30銘柄の5銘柄を含む43銘柄*である。尚、43銘柄にはDow30銘柄に属する企業が5社存在するため、今回43銘柄から5銘柄を除いた38社との間で比較してみた。（注*：1銘柄SECのシステムでは資料が取れないため除外し43銘柄）

左が本コラムで母数としている35銘柄であり、右がS&P500構成銘柄の金融関連企業38銘柄である。ご覧の通り、Proxy Statementsのページ数と、議案総数で少し差が出ている程度で大きな違いはない。しかし、株主提案総数或いはESG関連数でみると大きな差がある。S&P500は米国を代表する企業群であるにも関わらず、株主提案総数、ESG関連数共に中央値や最頻値でみるとゼロ件となっている。

2023年調査 Dow30銘柄+5銘柄

	ページ数	総議案数	株主提案数	
			総数	ESG関連数
平均	104.91	8.00	3.97	3.66
中央値	108	8	4	3
最頻値	108	9	2	2
最小値	73	3	0	0
最大値	145	17	13	11
総数	3,672	280	139	128

2023年調査 S&P500金融38銘柄(除Dow5銘柄)

	ページ数	総議案数	株主提案数	
			総数	ESG関連数
平均	102.26	5.92	1.24	1.11
中央値	102.5	5	0	0
最頻値	91	4	0	0
最小値	54	2	0	0
最大値	159	16	7	6
総数	3,886	225	47	65

株主総会に向けて本当は考えなくてはならないこと、その1

日本では金融商品取引法、会社法、東証規則があり、米国や海外のそれとは法的な建付けが異なっている。そのため、米国における動向をそのまま検討すればよいことではない。しかし、投資家や株主とのエンゲージメントの重要性が叫ばれ、且つ、投資家のグローバル化は年々進んでいることから、株主や投資家が十分に投資検討のできる情報と期間が必要であろう。そういう意味で情報の質の議論と共に、期間についても検討する必要があるであろう。

下記は左の列より「期末から日本で言う有価証券報告書、10-K開示までの日数①」、「期末から日本でいう招集通知、Proxy Statements開示までの日数②」、「期末から株主総会までの日数③」、そして「10-K開示から株主総会までの日数④」、「Proxy Statements開示から株主総会までの日数⑤」、最後の列は「期末からRecording Dateまでの日数⑥」である。ここでは紙面の制約もありS&P500の金融関連企業38社の統計は示さないが、下記35銘柄の数値と有意な差は認められない。

	期末から各項目ファイリング日数			下記から総会までの日数		期末から
	10-K ①	Proxy ②	株主総会 ③	10-K ④	Proxy ⑤	記録日まで ⑥
平均	44.54	85.74	132.20	87.66	46.46	72.91
中央値	45	86	130	90	46	71
最小値	27	51	101	50	40	38
最大値	65	133	185	138	57	131
最頻値	41	62	122	90	46	65

日本企業のほとんどが株主の権利確定日、米国で言うRecord dateを期末としている。そのため、期末から株主総会までの日数が130日の米国企業平均に対して90日弱と40日程度少ない。米国では株主総会を迎えるまで10-Kの検討時間が約3ヶ月あり、Proxy Statementsの検討時間も46日ある。つまり招集通知検討時間は日本の約倍あることになる。東証規則における短信が10-K発表のタイミングと同じくらいで数値は出るので問題ないと考えている企業も多いと思うが、10-Kの情報量と短信の情報量では圧倒的に10-Kに軍配があがる。果たして、このままで日本の資本市場のグローバル化はなしえるのであろうか。特に、昨年12月16日付で国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（ICGN）のCEO Kerrie Waring女史が井藤英樹氏（金融庁企画市場局局長）にあてた四半期開示にかかわる意見書に書かれていた内容が的を射ているのでここで紹介したい。

日本は、年次報告書（日本では有価証券報告書）が株主総会前に十分な時間を設けて報告されない世界で唯一の市場であり、株主が会社のビジネスモデル、企業戦略、監査済み決算、監査上の主要な検討事項、株式の持ち合いや役員報酬といったその他のコーポレート・ガバナンス関連情報を監督するスチュワードシップ義務を果たす上で大きな障害となっている。有報は年次総会前に十分な時間的猶予をもって、英語で開示されるべきである。（オリジナル：Japan is the only market in the world where annual report 「The Securities Report (Yuho) in Japan」 is not posted well ahead of the AGM, and it is a huge barrier to shareholders fulfilling their stewardship obligations to oversee the company's business model, corporate strategy, audited financial results, Key Audit Matters, and other corporate

governance related information such as cross-shareholdings and executive remuneration. Yuho should be published well ahead of the AGM and with the full document in English.)

「Japan is the only market」と指摘されている点は今後さらなる海外資金を呼び込む必要のある東証としては検討が急務であろうし、個別企業においても検討を進めるべきであろう。

株主総会に向けて本当は考えなくてはならないこと、その2

役員報酬と従業員給与の格差が少ない時代の日本企業にはあまり議論の余地はなかったが、今後様々な役員報酬形態が導入され、欧米的な役員報酬となる場合、その金額の合理性についての説明が以前より重要になるであろう。その際、欧米では当たり前にcompensation peer group、つまり役員報酬の妥当性と合理性を説明するために、類似業種やモデル業種をpeer groupとしてその理由と企業名を開示して、役員報酬のレベルについて相対的な説明を行っている。そして、そのpeer groupの妥当性等も含めて第三者の意見を入れるためにほとんどすべての企業が独立報酬コンサルタントを雇用している。株主や潜在的な投資家の投資判断や株主の議決権行使判断は相対的な判断で行うことが多い。米国では10-Kでも、Proxy Statementsにおいても多くの企業が競合他社との相対的な評価を行っている。直近、日本でも電機メーカーが役員報酬を他社比較することが新聞で報じられていたのもこのようなグローバルスタンダード導入の一例であろう。そもそもESG開示の要諦は「一貫して有用で横比較可能」という枕詞が入る。つまり横比較可能、Comparabilityを常に考えて開示を行う必要性があるのではないか。

日本企業が株主総会を迎えるにあたって本当に重要なこととは

企業と投資家との「対話」をエンゲージメントと、英語をそのまま利用することが日本でも多い。エンゲージメントと「対話」の差はどこにあるのが重要である。スチュワードシップ・コードにおいて機関投資家の受託者責任として求められているのは単なる「対話」ではなく「建設的な目的を持った対話」、エンゲージメントであるとしている。しかし、英語のエンゲージメントには「対話」と共に「関与」という意味合いが含まれている。つまり、機関投資家が投資をすることによって対話以上の当該企業への関与を行っているといえる。企業の経営は取締役会が株主代表として監視するが、その取締役会を株主が監視することになるシステムにおいて機関投資家は受託者として間接的な株主となっている受益者の負託を受けて企業経営に関与していくことになる。

参考資料（時価総額順、灰色表示がDow30に含まれる銘柄）

1	JPMorgan Chase & Co.	23	Travelers Companies Inc.
2	Visa Inc. Class A	24	Arthur J. Gallagher & Co.
3	Mastercard Incorporated Class A	25	Aflac Incorporated
4	Bank of America Corp	26	Prudential Financial Inc.
5	Wells Fargo & Company	27	Bank of New York Mellon Corp
6	Morgan Stanley	28	Allstate Corporation
7	Goldman Sachs Group Inc.	29	State Street Corporation
8	Charles Schwab Corp	30	M&T Bank Corporation
9	BlackRock Inc.	31	T. Rowe Price Group
10	American Express Company	32	Willis Towers Watson Public Limited Company
11	Citigroup Inc.	33	Fifth Third Bancorp
12	PayPal Holdings Inc.	34	Hartford Financial Services Group Inc.
13	Chubb Limited	35	First Republic Bank*
14	Marsh & McLennan Companies Inc.	36	Regions Financial Corporation
15	Progressive Corporation	37	Principal Financial Group Inc.
16	Aon Plc Class A	38	Citizens Financial Group Inc.
17	U.S. Bancorp	39	Northern Trust Corporation
18	Truist Financial Corporation	40	Cincinnati Financial Corporation
19	PNC Financial Services Group Inc.	41	Everest Re Group Ltd.
20	MetLife Inc.	42	Loews Corporation
21	American International Group Inc.	43	Globe Life Inc.
22	Capital One Financial Corp	44	Lincoln National Corp

注*：35番の金融機関もS&P500に入るが、SECのファイリングシステムでは資料が取れないため除外

企業を取り巻くステークホルダーにはそれぞれの利害があり、ステークホルダー間の利害対立があるが、昨今のESG関連株主提案数増加に比して賛成票率が低下しているのは、企業経営はやはり企業のキャッシュフロー拡大を念頭に企業経営を進めるべきであるという示唆であろう。温室効果ガスの削減は大変重要な問題であるが、石油メジャーが自社の利益を放棄することを株主は求めていないのである。そういう意味では、財務・非財務において、質と透明性の高い開示を、十分な検討期間を投資家に与えて開示することを念頭においておくと大きく問題になることはないのではないかと。そのためには、環境や社会課題において自社にとって大きな影響を与えるリスクを特定し、より具体的にそれらを検討し、コストをかけて開示すべき重要事項（マテリアリティ）と最低限の開示を行う事項を区別したアクセントを置いた開示が求められるのではなかろうか。