



スチュワードシップ活動  
2018年度上半期 活動報告書



**Vanguard**<sup>®</sup>

# 上半期活動報告

---

はじめに	1
取締役会	2
リスクおよび戦略の監視	4
報酬	6
ガバナンス体制	8

バンガードファンドは、世界各国13,000以上の上場企業の株式を保有しています。バンガードのインベストメント・スチュワードシップ・チームは、ファンド保有者が確実に長期的な利益を生み出すことができるよう、お客様のために、上場企業の行動と価値観を一致させることを提唱し、働きかけ、議決権を行使します。企業への働きかけは、バンガードのプログラムの根幹であり、これらの対話により双方が互いの目標、原則、慣行および懸念点を理解する機会を得られます。本報告書では、お客様のために私たちが行った企業の取締役会や経営陣との対話の事例をご紹介します。

企業との対話の本質は、バンガードのインベストメント・スチュワードシップの4本の柱により構成されます。



取締役会

私たちは主に、すべての株主の利益を代表する取締役が、独立性、能力、適切な経験を備え、献身的であることが重要だと考えています。



報酬

同業他社と比較して長期的にアウトパフォームするインセンティブを組み込んだ報酬の方針は、投資家が長期的かつ持続可能な利益を得るうえでの推進力になると、私たちは考えています。



リスクおよび戦略

取締役会は、関連性が高い重大なリスクを効果的に監視し、企業の長期戦略を管理する責任を負っています。



体制

私たちは、株主に権限を与え、取締役会および経営陣が確実に説明責任を果たすガバナンス体制が重要であると考えています。



## 取締役会

優れたガバナンスは優秀な取締役会から始まります。私たちは主に、すべての株主の利益を代表する取締役が、独立性(考え方においても、また利害関係においても)、能力(企業および業界に関連するあらゆるスキル)、適切な経験(各自の役割に有益な視点をもたらすことができるような)を備えていることが重要だと考えています。また、個人的な特徴(性別、人種、年齢など)とともに、それぞれの考え方やバックグラウンド、経験における多様性が、株主利益を効果的かつ積極的に管理する能力に大きく貢献すると考えます。企業の取締役会が適正に構成され、よく機能していれば、良い結果に繋がるでしょう。

## 取締役会

---

### 企業への働きかけを通じて私たちの懸念を軽減

ある米国の素材関連企業の実務取締役会が対話のために主要株主を招いた際、私たちは喜んで応じました。同社の取締役会の独立性と多様性に懸念を抱いた私たちは、その対話を呼びかける行為が、私たちの見解を受け入れる用意がある兆候だと捉えたからです。この取締役会を中心とした考え方が、バンガードのインベストメント・スチュワードシップのアプローチ基盤となり、多くの企業との対話の指針となっています。同社の取締役会は独立性のない取締役の比重が高く、私たちは独立取締役や新しい取締役が、在任期間の長い取締役の声に押し切られてしまう可能性があるかと懸念していました。しかし、生産的な働きかけを行い、取締役会の構成に対する会長の思慮に富んだアプローチについて理解を深め、企業とその株主間の対話の重要性に対する私たちの信念が強まりました。

### 考え抜かれた取締役会の進化

2017年のアニュアルレポートで取り上げた企業への働きかけについて最新情報をお伝えしたいと思います。2016年以降、私たちは米国のある消費財関連会社に対して働きかけを続け、年齢、性別、任期の多様性が欠けている取締役会に関して懸念を示してきました。過去18か月にわたり有意義な進展が見られ、過去6か月間では大きな進歩を遂げています。特筆すべき変化としては、取締役会が定年を定めたことです（2017年12月に発効）。その結果空席が3つ生じ、新たな取締役が就任して、新鮮な視点が加わりました。ジェンダーの多様性という点では、取締役会は遅れを取っていた状態から先進的な立場へと変貌を遂げ、女性取締役を積極的に登用しようとしています。

### エネルギー・セクターにおけるリスク監視に対する見事なアプローチ

私たちは、リスクの監視および開示に対する取締役会のアプローチについて理解を深めたいと考え、オランダのあるエネルギー関連企業に対して働きかけを始めました。思慮に富んだガバナンスのアプローチを採用する企業に対して働きかけ、アプローチの実行により株主にとってどのように価値が高まるかを理解する機会を私たちは歓迎します。そして、取締役会が企業の株主の意見を代弁することを前提とし、取締役会が果たす役割を強調しています。この事例では、同社が異なるシナリオに対してどのように広範な計画を立て、それぞれの対処方法について取締役会を教育しているかを聞き、喜ばしく思いました。また、戦略的な進化への取締役会のアプローチや、取締役会が真に多様なスキル、経験、視点を取り込もうとする努力に感銘を受けました。私たちは、取締役会がシナリオの策定に込めた意図を理解し、バンガードのお客様の投資について心配することはないと確信し、同社への働きかけに手応えを感じました。



## リスクおよび 戦略の監視

取締役会は、企業の戦略を管理し、リスクを監視する責任を負っています。リスクと戦略は、一枚のコインの表と裏のような関係だと考えられます。どの戦略にもリスクは存在しますし、どのリスクにも戦略的な機会をもたらす可能性があるからです。

特にここ数年間、私たちは企業への働きかけを通じて、取締役会が戦略の監視に、より重点的に取り組むようになってきている様子を目にし、喜ばしく思っています。長期的な投資家として、私たちは企業が翌四半期や翌年度の先をどのように考えているかを知りたいと考えています。私たちが取締役会に期待することは、企業の存在意義や、今後数十年間にわたり企業がどのようにしてその必要性を高めていくのかという点について明確に述べてもらうことです。企業は、ここに至るまでにほぼ絶え間なく、試練にさらされ続けています。取締役会が企業の長期的な戦略を真に理解していることが、同社が軌道を外れないという投資家に対する保証になります。

長期的な株主価値に影響を与える可能性があるリスクの特定、理解、数値化、また適切な場合の開示を監視するうえで、取締役会は綿密かつ、総合的で 思慮に富んだアプローチを採るべきです。重要なことは、取締役会が、通常の業務を通じて、リスク監視へのアプローチを株主に伝える必要があるということです。

## リスクおよび戦略の監視

---

### 社会的リスクと株主リスク

全国的に健康危機が注目される中、ある医療関連会社に対して、同社が直面するリスクに関する有意義な対話の継続のために働きかけました。私たちは、同社の取締役会がこの危機に関連するリスクの監視を適切に行っているかを確認したいと考えました。同社は、取締役会の独立性強化を求める2件の株主提案を受けただけでした。健康危機の深刻さを踏まえ、私たちは、取締役会がどのようにして積極的にリスクを軽減し、またリスク軽減に失敗した場合に、取締役会および経営陣の責任をどのように維持するかという点について、より深く理解しようとする一方で、私たちの懸念点を繰り返し表明しました。この働きかけが、大株主として、議決権がこれまで果たしてきた以上に、私たちの懸念点を明確に示す機会となりました。

### 株主資産の保護

私たちのチームは、支持を検討していた株主提案について対話するために、オーストラリアのエネルギー関連企業に連絡を取りました。同社への働きかけを通じて、その株主提案が、根本的な開示改善に取り組むために同社が実行中の様々な取り組みを妨げる可能性があることがわかりました。また、同国におけるガバナンスのエコシステムの微妙に異なる側面について洞察を深めることができ、株主提案への反対票を投じる意思を固める判断材料の一つとなりました。結果として、マイナスに働く可能性のある株主提案に賛成票を投じるのではなく、生産的な対話を通じて、私たちの懸念点に取り組むことができました。

### 地域特有の基準を通じての対話

私たちのチームは、ある南アフリカの素材関連会社に対して、次の年次総会における議決権行使に関する意見の提供を求め、コーポレート・ガバナンスに関する私たちの考えを伝えるために連絡を取りました。私たちは、同社のリスク開示基準がガバナンスのベストプラクティスの水準を満たしていないと考えていました。同社との対話を通じて、この特殊なタイプの開示は南アフリカでは求められていないものの、同社が投資家

に対して要請に応じて開示したいと考えていることを知りました。積極的な株主として同社に働きかけ、デュー・ディリジェンスを行うことで、私たちは、単に市場基準における地域毎の微妙な差異の産物についての誤解を回避しました。

### 新たな対話関係

私たちは、ある中国の通信会社の取締役会が、企業戦略をどのように監視しているかについて理解を深めるとともに、バンガードのガバナンスの原則を伝えるために、同社に対して働きかけました。そして、私たちの働きかけに取締役会が驚いたことを知りました。取締役によると、通常はインデックス運用の投資家と関わりを持つことがないため、私たちと会合するなど考えたこともなかったそうです。取締役会は、同社の長期的価値の創造についての私たちの関心を歓迎し、企業戦略やその監視における取締役会の役割について有意義な見解を示してくれました。グローバル全体で投資先企業に対する働きかけを継続する中、有意義な洞察を得て、私たちの見解を伝えることを楽しみにしています。



## 報酬

長期の業績に連動する報酬方針は、投資家が長期的な利益を獲得し、それを維持するための基本的な推進力になると私たちは考えています。同業他社や競合相手と比較したインセンティブを組み込みながら経営陣の報酬を決定する際、取締役会が中心的な役割を果たします。これらの慣行、企業業績との整合性、そしてその結果を効果的に開示することは、インセンティブと報酬の相互関係や長期的な価値の創造に対する信頼を株主に与えるうえで重要です。



### 長期的価値の創造と報酬を対応させること

私たちは、ある米国のテクノロジー企業に対して、議決権行使が迫っている中、私たちが株主利益との整合性がないと考えている報酬体系について話し合うために、土壇場での対話に同意しました。私たちはこの対話を、同社にフィードバックを提供する機会と捉え、私たちが議決権行使するうえで一つの判断材料になるだろうと考えました。私たちは取締役との対話の中で、取締役会が提案する報酬体系に対し反対票を投じる予定であると伝えました。そして、その報酬体系があまりに複雑であり、投資家の長期的な利益と完全な整合性があるわけではないと伝えました。

翌日、同社からフォローアップの電話を受けました。私たちは長期的価値の創造に対して、より明確なインセンティブを与える報酬体系の構築方法についての的を絞ったフィードバックをしました。取締役会は議決権行使のプロセスを通じて、株主からのフィードバックを得ることはできますが、賛成か反対かを問う投票では株主の見解について十分な理解を得ることはできません。

### 落胆させられる反応

ある米国の資本財関連企業に対して、取締役会の構成および役員報酬の枠組みに関する強い懸念を表明した後、同社との対話を始めました。同社の取締役会は、株主資産を積極的に管理するうえで必要だと私たちが考える多様性と独立性を欠いていました。また、私たちの考えでは、同社の経営陣の報酬体系は、株主利益にとって最良の意思決定を行うインセンティブを与えていませんでした。しかし、私たちからの働きかけは、懸念の軽減には繋がりませんでした。私たちのフィードバックに対する同社の受容力の欠如に失望させられましたが、同社に引き続き働きかけ、この問題の進展を促し続けていく予定です。

### 関係構築の機会

あるオーストラリアの消費者関連企業から、役員報酬体系について対話するために、私たちとその他の大株主に連絡がありました。一つの議案のみに焦点を当てて対話するのではなく、私たちはこの機会を同社との関係構築にも活かそうと決めました。バンガードのインベストメント・スチュワードシップの4本の柱について同社に伝え、私たちのプログラムがバンガードの核となる価値観と使命の自然な延長線上にあるものだと説明しました。この企業との対話を通じて、バンガードと同社は、同社の長期的価値の創造について共通の高い関心があることが明らかになりました。同社のガバナンスについての認識をより深め、共通の視点を深く理解することができました。

### 報酬における株主利益との整合性の欠如

私たちは、ある医療関連企業の報酬体系に関して、数年間に渡り対話を継続してきました。私たちの考えでは、役員報酬が企業業績と不釣り合いな水準に設定されていました。そのため直近の対話では、取締役会の透明性を高め、株主への説明責任を強化する方法に関していくつかの提案を行いました。しかし、1年後この報酬体系について、大幅で好ましい変化は見られないまま、私たちはセイ・オン・ペイ（役員報酬に対する、拘束力のない株主投票）に反対票を投じることを選択しました。私たちの不満を伝えるために、意見や議決権を利用する必要に迫られました。同社への働きかけを継続し、株主の継続的な懸念への対処ができなかったことについて説明を求め続けていくつもりです。

### 正しい方向に進むこと

2年連続で、私たちはあるオーストラリアのテクノロジー企業の報酬体系に対して反対票を投じました。その一方で、私たちは取締役会に継続的に働きかけ、的を絞ったフィードバックを提供し、報酬に関する私たちの哲学を伝えました。ほぼ恒久的な株主としての立場が、私たちの議決権行使の経緯に関係なく、取締役会との対話を継続する行動に繋がりました。私たちは、同業他社・競合相手の業績と比較したインセンティブを組み込みながら経営陣の報酬を決定する際、取締役会が中心的な役割を果たすと考えています。

今年の議決権行使では、継続的な対話の結果、ようやく同社の報酬体系を支持できるようになりました。同社は、情報開示を改善し、固定給および変動報酬の機会を減少させ、報酬体系を簡素化しました。私たちのチームは、同社に対する働きかけを継続し、進展を促していきます。

### さらなる理解への一歩

2017年下期、中国のガバナンス分野における微妙な差異を明確にするために、私たちはある中国のエネルギー関連企業に働きかけました。例えば、同社のCEOは同社株式の所有が禁じられており、私たちは、同社CEOが個人として企業の長期的な業績にどのように責任を負うのかという疑問を持ちました。また、女性取締役が一人も存在しない取締役会の構成についても疑問視しました。私たちは、バンガードが優れたガバナンスをどのように定義・評価しているのかという同社からのフォローアップの質問に励まされました。私たちは、引き続き熟考された対話を求め、同社および同地域における他企業への働きかけを継続していきます。



## ガバナンス体制

私たちは、株主に権限を与え、取締役会および経営陣が確実に説明責任を果たすガバナンス体制が重要であると考えています。必要に応じて、取締役が説明責任を果たすことを、特定のガバナンスや細則の規定を通じ、株主が要求できるべきだと私たちは信じています。優先規定の中には、取締役が取締役会に加わるもしくは留まるためには、毎年株主によって選任され、過半数の票を獲得しなければならないというものがあります。私たちはまた、取締役会が株主の意見に反対している場合には、適切な割合の株主が臨時株主総会を招集し、取締役候補者を推薦する権利を支持します。

## ガバナンス体制

---

### プロキシ・アクセスに関する基準との整合

私たちは、あるカナダの金融機関と、株主提案として提出されたプロキシ・アクセス(会社が株主に送る委任状勧誘書類に、株主が推薦する取締役候補者の記載を認めること)について話し合いました。私たちは、プロキシ・アクセスが長期投資家にとってプラスになると考えています。とはいえ、同社に対して有意義かつ長期的な関心を持たない投資家によるプロキシ・アクセスの乱用を防止するために、プロキシ・アクセス規定は適切に制限されるべきであるとも考えています。

この対話を通じて、同社が、プロキシ・アクセスについては5%の保有比率を閾値とするカナダの市場基準に従っていることを知りました。これにより適切に状況を認識することができたので、私たちはこの提案に反対票を投じることがファンドにとって最善の利益となると考え決断しました。しかし、同社との対話の中で、プロキシ・アクセスのための保有比率閾値を引き下げるメリットについて私たちの見解を伝えました。例えば、米国企業では、3%の保有比率閾値が広く採用されています。

私たちは、フォローアップの対話の中で、同社が業界全体にわたるプロキシ・アクセスのための保有比率閾値の引き下げについて、カナダの財務大臣と対話する機会を作るべく同業他社と共に取り組んでいるということを知り、喜びました。

### すべての株主のために立ち上がる

私たちは、2017年の議案であった報酬体系に対し株主からの支持が低かったことが判明した後、ある運輸会社と対話を行いました。私たちは、同社が株主利益との整合性の改善に着手できるよう、的確なフィードバックをするためにこの機会を利用したいと考えました。

対話の準備を進める中、同年の議決権行使で、「署名による同意に基づき行動する権利」に関する株主提案が可決されたことを知りました。これら2つの議案は異なるガバナンスのテーマに関するものにもかかわらず、いずれも株主による不支持を表していたため、私たちの目を引きました。

私たちは、特にこの株主提案を支持しませんでした。株主に対する企業の対応の重要性を明確に示すためにこの対話の機会を活用しました。

## リスクに関する情報

- ここで紹介されるバンガードファンド(「当ファンド」)及びバンガードETFシリーズ(「当ETF」)は、株式や公社債を実質的な主要投資対象としており、株式や公社債の投資に係る価格変動リスクを伴います。一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動し、また、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、当ファンド及びETFはその影響を受け、基準価額が下落し、損失を被ることがあります。当ファンド及びETFの基準価額の変動要因としては、主に「価格変動リスク」や「為替変動リスク」、「カントリーリスク」、「信用リスク」、「流動性リスク」などがあります。
- 当ファンド及びETFは外貨建資産に投資し、原則として為替ヘッジを行いませんので、為替変動の影響を受け、基準価額が下落し、損失を被ることがあります。したがって、ご投資家の皆様の投資元金は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元金が割り込むことがあります。当ファンドについて詳しくは販売会社より交付されます投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。
- 当ETFはそれ自身が証券取引市場で売買されるため、その投資対象先の有価証券の価格変動リスクに加えて、ETFそのものの市場取引に伴う流動性リスクが生じます。ETFの市場での取引量が少ない中で大量の売買を執行すると理論価格から乖離した価格での執行となる恐れがあります。

## 手数料に関する情報

- ファンドの売買等取引に掛かるコストにつきましては販売会社にてご確認ください。
- ETFの売買の際には取次ぎ販売会社に対しての手数料をご負担いただくこととなります。購入の際には購入代金と手数料をお支払いいただき、売却の際には売却代金から手数料を引いた金額を受取るようになります。手数料及び取引に掛かるコストにつきましては販売会社にてご確認ください。
- ファンド及びETFへの投資家は間接的にその投資期間分の経費率(エクスペンスレシオ)を負担します。経費率とは、ファンドの内部で徴収される運用管理費及びその他費用です。経費率は毎年決算時に見直され、変動します。当ファンドについて詳しくは販売会社より交付されます投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。
- 投資信託への投資家は間接的にその投資期間分の信託報酬を負担します。信託報酬は、投資信託の内部で徴収される運用管理費及びその他費用です。ファンド・オブ・ファンズに投資する場合は国内籍の投資信託の信託報酬に加え投資信託が投資する先の外国籍ファンドにも別途信託報酬がかかります。各々の投資信託、もしくは外国籍ファンドの信託報酬の料率の表示の方法や決算期毎の見直しのルールは各々異なりますので、詳しくは販売会社にお問い合わせ下さい。
- 投資信託を売却される際に解約代金の額に応じて算出される信託財産留保額を差し引いて資金が払い戻される場合があります。この信託財産留保額(もしくはレデンプション・フィー)はファンドの財産として残り、運用会社・販売会社等の第三者に払い出されません。

## お取引に関する情報

- バンガードETFシリーズのETFを各国のバンガードから直接購入する事は出来ません。バンガード・インベストメンツ・ジャパンはバンガードETFシリーズのETFの売買に係る勧誘もしくは推奨を行なうものではありません。購入を検討される場合は、海外の上場有価証券を取り次ぐことのできる証券会社にお問い合わせ下さい。

**Connect with Vanguard™** > [vanguardjapan.co.jp](http://vanguardjapan.co.jp)

バンガード・インベストメント・スチュワードシップに関する詳細は、下記のウェブサイトをご覧ください。

<https://www.vanguardjapan.co.jp/retail/about-vanguard/investment-stewardship.htm>

- バンガードETFはクリエイション単位での買い戻しのみ可能です。バンガードETFは証券会社の取り次ぎにより流通市場で売買することができます。
- バンガード・インベストメンツ・ジャパンは、金融商品取引業1種の登録を受けておりますが、お客様に金融商品取引の執行に関わるサービスを提供していません。個別の金融商品取引に係る説明、告知、もしくは報告等、及び同取引に係る売買代金の受け渡しも行っておりません。金融商品の売買を行う場合は、当社以外の金融商品取引業者からあらためて必要な情報入手し、法令上の手続きをお済ませのうえお取引下さい。

## その他

- バンガードファンドは、目論見書等による開示を受ける事を条件に申込が可能です。
- すべてのETF商品は株式市場のリスクにさらされており、元金を失うおそれもあります。中型株及び小型株のETF商品は、大型株ETF商品よりも通常大きく変動します。世界各国への投資を行うETF商品には、通貨の変動あるいは特定の国々や地域における混乱などのリスクが加わります。新興国市場投資のETF商品のリスクは一般的に、先進諸国向け投資のETF商品よりも高くなります。セクターETF商品はセクターのリスク及び分散リスクにさらされているため、市場全体よりも大きく変動します。さらにサンプリング法を採用しているセクターETF商品は、他のETFよりも大きなトラッキング・エラーを示すことがあります。債券ETF商品への投資は金利、信用、及びインフレリスクを伴います。
- 「Vanguard」(日本語での「バンガード」を含む)、「Vanguard ETF」、「Vanguard ETFs」及び帆船を模したロゴは、「The Vanguard Group, Inc.」の商標です。
- 本資料に含まれる情報は金融商品の募集や取得の勧誘を意味するものではありません。そのような募集や勧誘が違法である管轄区において、または、ある人に対しそのような募集や勧誘を行うことが不法である場合、または、募集や勧誘を行う人にその資格がない場合、本資料に含まれる情報は金融商品の募集または取得の勧誘とみなすべきではありません。
- 本資料は金融商品取引法に定義される開示資料ではありません。
- 本資料の内容に関しては公正を期しておりますが、内容の正確性を保証するものではありません。本資料の内容は作成時の状況及び見解であり、今後、予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載のコンテンツ(イラスト・写真・文章・表・グラフ等)の無断転載を禁じます。これらのコンテンツの著作権はThe Vanguard Group, Inc.あるいは引用の注記が付されているものについてはその引用先に帰属します。
- 弊社の事前許可なく本資料を第三者へ交付することはご遠慮下さい。
- 投資にはリスクが伴います。
- 特定の有価証券その他の商品への投資に係る最終的な判断は、目論見書その他関係資料等を参考の上、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。



バンガード・インベストメンツ・ジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第146号  
加入協会: 日本証券業協会、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