

# 第8セッション「企業と投資家の対話・エンゲージメント」

## 一橋大学財務リーダーシップ・プログラム(HFLP) Cコース

2019年11月30日(日) 9:00-12:00 (於: セミナーハウス・フォーリッジ)

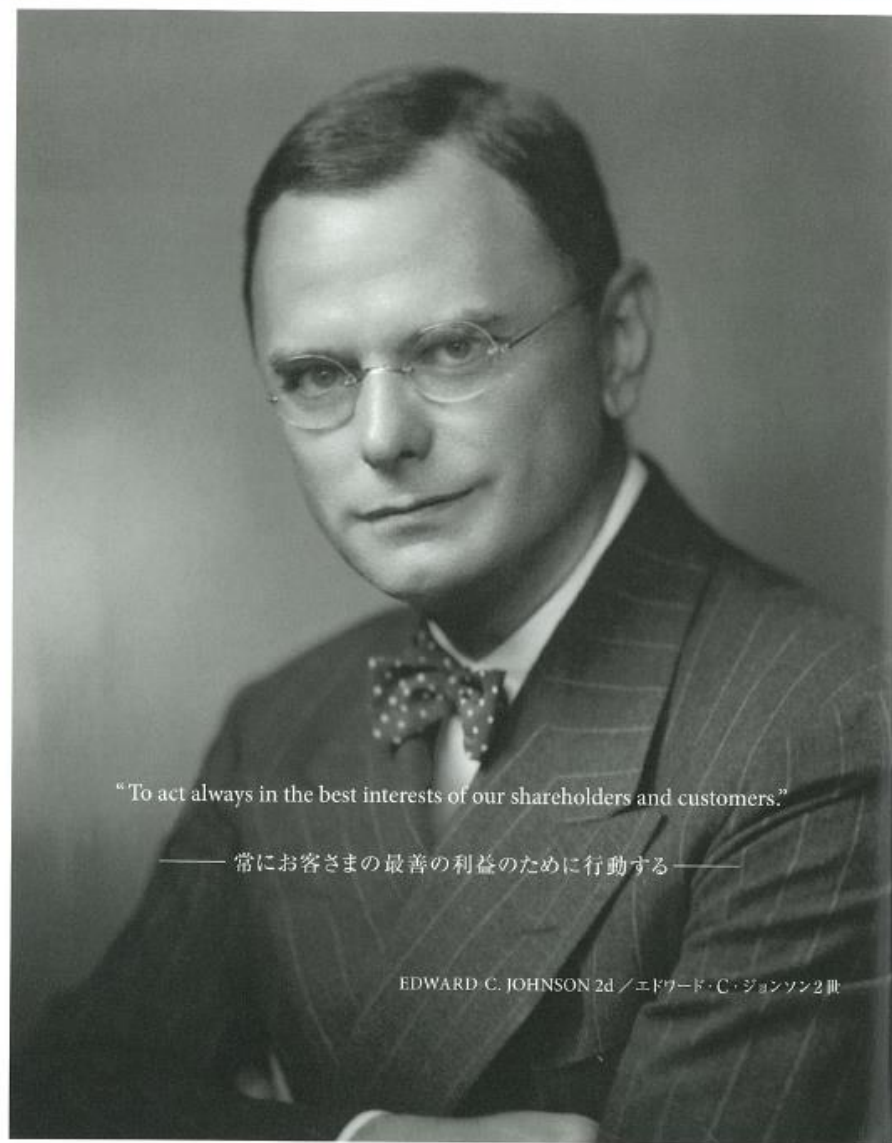
三瓶 裕喜  
ヘッドオブエンゲージメント  
フィデリティ投信株式会社

## Contents

1. フィデリティについて
  2. 企業と投資家の対話・エンゲージメントの環境変化
  3. 企業価値向上にこだわる
  4. 資本コストを意識した経営
  5. 議決権行使に関わるエンゲージメント
  6. ESGに関わるエンゲージメント
  7. 政策保有株式に関わる論点
  8. 価値協創のために
- <ご参考> (1) フィデリティのエンゲージメントについての考え方  
(2) 『価値協創ガイダンス』活用例

# 1. フィデリティについて

---



"To act always in the best interests of our shareholders and customers."

—— 常にお客さまの最善の利益のために行動する ——

EDWARD C. JOHNSON 2d / エドワード・C・ジョンソン2世

フィデリティの創業者エドワード・C・ジョンソン2世は弁護士でした。1943年、株式市場に深い興味を抱いた彼は「フィデリティ・ファンド」という小さなミューチュアル・ファンド(投資信託)の経営を引き継ぎ、資産運用の道に転じました。最善の運用成果をもたらすにはどうすればよいか…。ジョンソン2世は投資委員会が協議して投資を行うのが常識だった時代に、有能なポートフォリオ・マネージャーに権限を与え、自由に運用力を発揮できる投資スタイルを導入したのです。また、フィデリティ独自の企業調査を重視し、現在の強固な調査体制の基盤を作りました。ひとりひとりの能力を尊重するフィデリティの企業風土、常識を覆す発想、それらはフィデリティ創業以来、受け継がれています。

Photo: フィデリティ創業者 1946年当時

# 機会見いだす精神 脈々と

**聞き手から** 編集委員 藤田和明

今年、フィデリティの東京拠点が始めた取り組みに、海外拠点から「教えてほしい」との要望が相次いでいるという。注目を集めるのは、三瓶裕喜ヘッド・オブ・エンゲージメントが指揮する「パッシブ投資×アクティブ・エンゲージメント」という運用手法だ。

株式市場には、実はアクティブ運用が目を見えない空白地帯がある。時価総額は1兆円規模と大きいものの、収益性が低いままの企業だ。事業を根本的に変えようとしても成果を出すには数年がかり。景気減速がみえる局面ではなおさら手を出しにくい。

だがパッシブ運用からみると、こうした銘柄の低迷が株価全体の足を引っ張っている。時間がかかっても企業価値を高めることができれば、時価総額が大きいだけにパッシブ全体の底上げにつながる。「誰もやっていない分野」に着目したのが三瓶氏だった。

なぜ株価が安いのか。三瓶氏は当該企業の20年分の資本効率や資本コストをもとに、詳細に分析する。

評価を高めるため、必要な施策は何か。具体的な提案を並べ、経営者にコミットメントを促す。提案書のタイトルは「価値創造診断書」とした。成果

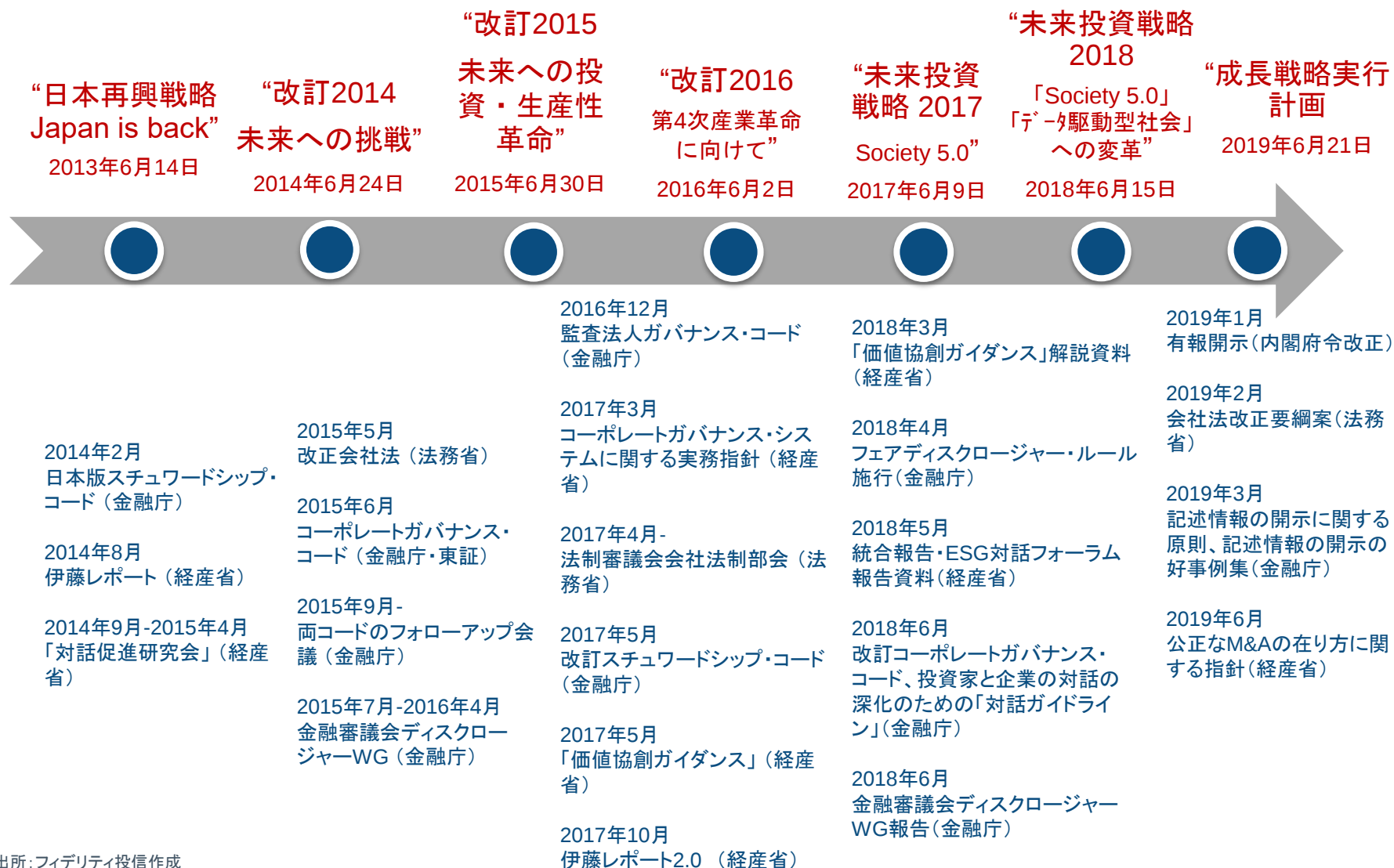
を引き出す時間軸は3年、いや5年かかってもいい。そして企業価値を5割以上高められそうな銘柄に、重点的にアプローチしている。

市場は本来非効率で、ファンダメンタルズの調査で優れた投資アイデアを見つける——。これがフィデリティの創業以来の哲学だ。パッシブ全盛期を迎え逆風が吹くなかでも、他者が気づかぬ視点を持ち、足で調べ、投資機会を見いだす精神は脈々と流れている。

## 2. 企業と投資家の対話・エンゲージメントの環境変化

---

# 企業と投資家の対話・エンゲージメント促進の環境整備



出所: フィデリティ投信作成

## Ⅱ.(1)コーポレートガバナンス改革と開示制度の見直し-①:全体像

### 記述情報(有価証券報告書)の見直し

- 記述情報の記載の充実(※)  
(経営戦略、経営者による経営成績等の分析(MD&A)、リスク情報等)
- 監査関係の情報の拡充  
(監査役会等の活動状況、  
監査人の継続監査期間等)

- ガバナンス情報の拡充  
(役員報酬、政策保有株式等)

「記述情報の開示に関する原則」、  
「ベストプラクティス」の公表

(※) 経営の目線での開示など、記述情報の開示の考え方を整理

2021年3月期～

2020年3月期～

2019年3月期～

企業情報の  
開示充実

KAM  
全面適用開始

KAM  
早期適用開始

### 監査報告書の見直し(KAMの導入)

監査報告書に「監査上の主要な検討事項(Key Audit Matters:KAM)」を記載することなど

21

出所:金融庁企画市場局「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討課題」(平成31年3月5日、フォローアップ会議 資料1-1)

# 2020年に向けた動き

「企業関連制度・産業構造改革・イノベーション」会合  
未来投資会議構造改革徹底推進会合

2019年11月25日(月) 15:30-16:30

三瓶 裕喜  
ヘッド オブ エンゲージメント

フィデリティ投信株式会社

## Contents

コーポレートガバナンスの現状と課題

上場子会社問題

市場構造改革

- ✓政策保有株式と企業年金
- ✓資本コスト、企業価値
- ✓建設的な「目的を持った」対話

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第388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

- ❑ 記述情報の開示の好事例集 2019年12月(金融庁)
- ❑ スチュワードシップ・コード改訂 2020年(金融庁)
- ❑ 改正会社法施行 2021年3月期~(法務省)
- ❑ コーポレートガバナンス・コード改訂 2021年?(金融庁・東証)

# コーポレートガバナンスの現状と課題(政策保有株式と企業年金)

「上場会社は企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである。」(原則2-6)

みなし保有株式

| 銘柄           | 当事業年度             | 前事業年度             | 保有目的、定量的な保有効果<br>及び株式数が増加した理由                                                                                                                                                                                                          | 当社の株式の<br>保有の有無 |
|--------------|-------------------|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|
|              | 株式数(株)            | 株式数(株)            |                                                                                                                                                                                                                                        |                 |
|              | 貸借対照表計上額<br>(百万円) | 貸借対照表計上額<br>(百万円) |                                                                                                                                                                                                                                        |                 |
| ■■■■株式会<br>社 | 575,000           | 575,000           | <ul style="list-style-type: none"> <li>・同社株式は当社住設・管材・空調部門の事業活動の円滑化のため保有しています。</li> <li>・定量的な保有効果については取引先との営業秘密との判断により記載いたしません。前記特定投資株式銘柄と同様の検証の実施により、十分な定量的効果があると判断しております。</li> <li>・退職給付信託株式であり、当該株式に係る議決権行使の指図権限を有しております。</li> </ul> | 有               |
|              | 7,457             | 6,747             |                                                                                                                                                                                                                                        |                 |

(注) 貸借対照表計上額の上位銘柄を選定する段階で、特定投資株式とみなし保有株式を合算しておりません。

# コーポレートガバナンスの現状と課題(政策保有株式と企業年金)

確定給付企業年金法は年金積立金に関する法律であり、年金資産に含まれる「退職給付信託」にはその規制は及ばないことから、同法において善管注意義務違反には当たらないと解される。

(2) 年金資産の期首残高と期末残高の調整表 ((3)に掲げられた簡便法を適用した制度を除く。)

|              | 前連結会計年度<br>(自 2017年4月1日<br>至 2018年3月31日) | 当連結会計年度<br>(自 2018年4月1日<br>至 2019年3月31日) |
|--------------|------------------------------------------|------------------------------------------|
| 年金資産の期首残高    | 6,686百万円                                 | 7,066百万円                                 |
| 数理計算上の差異の発生額 | 380                                      | 779                                      |
| 年金資産の期末残高    | 7,066                                    | 7,845                                    |

(8) 年金資産に関する事項

①年金資産の主な内訳

年金資産合計に対する主な分類ごとの比率は、次のとおりであります。

|     | 前連結会計年度<br>(2018年3月31日) | 当連結会計年度<br>(2019年3月31日) |
|-----|-------------------------|-------------------------|
| 株式  | 95%                     | 95%                     |
| その他 | 5                       | 5                       |
| 合 計 | 100                     | 100                     |

(注) 年金資産は全てポイント制に基づく退職金制度等に対して設定した退職給付信託であります。

出所: 某社2019年3月期有価証券報告書

# コーポレートガバナンスの現状と課題(資本コスト、企業価値)

資本コストの理解なくして企業価値の向上、ガバナンスの実効性の向上はない

$$\text{DOE: } \frac{\text{配当金}}{\text{株主資本}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本}} \times \frac{\text{配当金}}{\text{当期純利益}}$$

|         |                 | DOE／株主<br>資本コスト  | 株主資本<br>コスト        | DOE                | ROE                  | 配当性向            |
|---------|-----------------|------------------|--------------------|--------------------|----------------------|-----------------|
| 2019年9月 | 日本<br>ドイツ<br>米国 | 40%<br>66<br>100 | 7.3%<br>7.1<br>5.7 | 2.9%<br>4.7<br>5.7 | 9.1%<br>11.4<br>17.6 | 32%<br>41<br>32 |
| 2018年3月 | 日本<br>ドイツ<br>米国 | 34<br>59<br>93   | 7.3<br>7.2<br>5.9  | 2.5<br>4.2<br>5.5  | 10.1<br>12.9<br>17.6 | 24<br>33<br>31  |
| 2017年3月 | 日本<br>ドイツ<br>米国 | 35<br>62<br>99   | 7.0<br>6.8<br>5.5  | 2.4<br>4.2<br>5.4  | 9.4<br>12.7<br>15.8  | 26<br>33<br>34  |
| 2016年3月 | 日本<br>ドイツ<br>米国 | 32<br>59<br>94   | 7.4<br>7.4<br>5.8  | 2.4<br>4.3<br>5.5  | 9.4<br>12.9<br>15.1  | 25<br>33<br>36  |

出所: 金融審議会 市場構造専門グループ第4回に提出された、川北英隆 京都大学経営管理研究部 特任教授の資料P.13掲載データから筆者が算出。  
株主資本コストは、簡便法として益利回りを使用。

# コーポレートガバナンスの現状と課題(建設的な「目的を持った」対話)

## 「価値向上のための対話」(日本経済新聞出版社、2017年)P.98-99

例えば、あるメーカーA では本業ではない不採算リゾートホテル事業から撤退することが投資家から見た経営課題の1つの焦点であった。

IR 担当者とのミーティングで現状認識を再確認し、財務担当役員、社長へと徐々に段階を踏んで当該不採算事業からの撤退を真剣に検討してもらうようお願いした。

社長は事業撤退に伴う従業員の解雇を連想し強い難色を示したが、ノンコア事業という位置付けでギリギリの予算しか割り当てられない状況の方が当該事業で働く従業員は不幸ではないかと疑問を投げかけた。

むしろ、リゾートホテル業が本業である企業へ譲渡して、その傘下で効果的な宣伝広告や改修が行える環境で働く方が幸せなはずではないかと伝えた。

我々の分析では、リゾート事業の事業価値を十分に引き出すことができていないとの「診断」であり、連結経営母体と事業のミスマッチがあるという結論だったからである。

この約9 カ月後にA 社はリゾートホテル事業を不動産開発会社へ譲渡することを発表<sup>(注)</sup>し株価は上昇した。

(注) さらに約2年後以降、個人旅行で同リゾートホテルを数回訪れたが、施設の改修が進み息を吹き返したようだった。従業員に経営母体の変更の影響をどう感じているか、変更の前後で従業員の入れ替えがあったかなど宿泊客としては奇妙に思われる質問をしたが、従業員は従前通り変わらず、施設への投資や宣伝広告が積極的になり、稼働率も上がり生き生きとしているとのことだった。

出所: 公益社団法人 日本証券アナリスト協会編「価値向上のための対話」(日本経済新聞出版社、2017年)P.98-99 第5章 三瓶裕喜 著

# コーポレートガバナンスの現状と課題 (建設的な「目的を持った」対話) 「価値向上のための対話」(日本経済新聞出版社、2017年)P.98-99

(続き)

企業価値向上への影響が限定的であればエンゲージメントとして成功とはいえない。

そのために入念な準備が必要であることは言うまでもない。

また、表面的なコーポレートファイナンス理論だけでは心を動かすことはできない。

前例の場合、もし社長に気づきがあったとすれば、ノンコア事業でも安定雇用していることが「従業員のため」であるという考え方に対し、従業員が「もっと幸せになれる経営母体があるかもしれない」ということだろう。

より多くのステークホルダーの利害を同時に満たす改善策があったということである。

出所: 公益社団法人 日本証券アナリスト協会編「価値向上のための対話」(日本経済新聞出版社、2017年)P.98-99 第5章 三瓶裕喜 著

# 上場子会社問題

経営の選択肢(平時) VS 少数株主保護(有事)、支配権と経済的利益の不一致

上場会社が支配株主の場合

|    | 上場子会社肯定論                                                                                                                         | 上場子会社否定論                                                                                                                  |
|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 平時 | <ul style="list-style-type: none"><li>■ 親会社との事業シナジー</li><li>■ 資本業務提携の第一段階</li><li>■ 段階的事業譲渡</li><li>■ 投資理由の明確さ（ピュアプレー）</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>■ 子会社経営陣の責任と裁量で経営されていないことによるディスカウント（経済的損失・非効率性）</li><li>■ 経営支配権と経済的利益の不一致</li></ul> |
| 有事 | <ul style="list-style-type: none"><li>■ 親会社に有利な価格での買収・完全子会社化</li><li>■ 親会社主導の子会社事業の統廃合</li></ul>                                 | <ul style="list-style-type: none"><li>■ 情報の非対称性を利用した親会社による不公正取引</li><li>■ 親会社と子会社間での合意なき事業の統廃合</li></ul>                  |

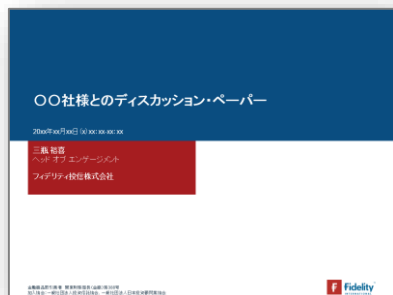
「公正なM&Aの在り方に関する指針」および、会社法改正による社外取締役を置くことの義務付けの実効性を高めるために、①取引所主導でCGコード原則4-14.取締役・監査役のトレーニングを通じて浸透を図る、②取引所規則にて、改正会社法で義務付ける社外取締役を独立社外取締役と規定する、などの方策が必要。

### 3. 企業価値向上にこだわる

---

# ボトム・アップ・アプローチを活かした“価値創造診断書”

論点・根拠を明確化・共有するためのディスカッション・ペーパーを用意



残念ながら企業側から内容のあるMD&Aが示されることは未だ少ない。したがって、当方から“診断”結果を伝える。



出所: フィデリティ投信

# MD&A\*の課題

\* : Management Discussion & Analysis （経営者による経営成績等の分析）

長期投資家の視点と四半期決算説明会のギャップ

□企業は、予算遂行状況または計画との差異分析を開示しているのが現状

- ウォーターフォール・チャートで、対計画、対前年との差異分析を示しているが、
- それが企業価値向上にどう寄与しているのか、
- 戦略は企業価値向上に貢献しているのか、課題は何か、などは示されていない

□投資家は、企業価値向上の検証・自己評価を求めている

# バランスシート・マネジメントの重要さ

投資家の視点かもしれないが、マネジメントにも有用ではないか

キャッシュフローを**資本生産性**と**追加投下資本**に分解

$$CF_1 = \frac{CF_1}{Investment_1} \times Investment_1$$

上記の形に置き換えることのメリット

- ビジネスモデルに**必要な資産※**と**CF創出の再現性**の関係を理解
- 将来像のイメージ(成長余地、飽和感、市場変化によるリスク)
- CFをP/Lから予想するよりも、将来CFの予見可能性が高まる

※資産には、有形固定資産のみならず、人材、ブランド、営業権など無形資産も含む

# 価値創造ドライバーの分解

価値創造の結果と要因、成長戦略、戦略のWhyと戦略執行のHowと結びつける



$$CF_1 = \frac{CF_1}{Investment_1} \times Investment_1$$

① 資本生産性 (CFROI) → X軸

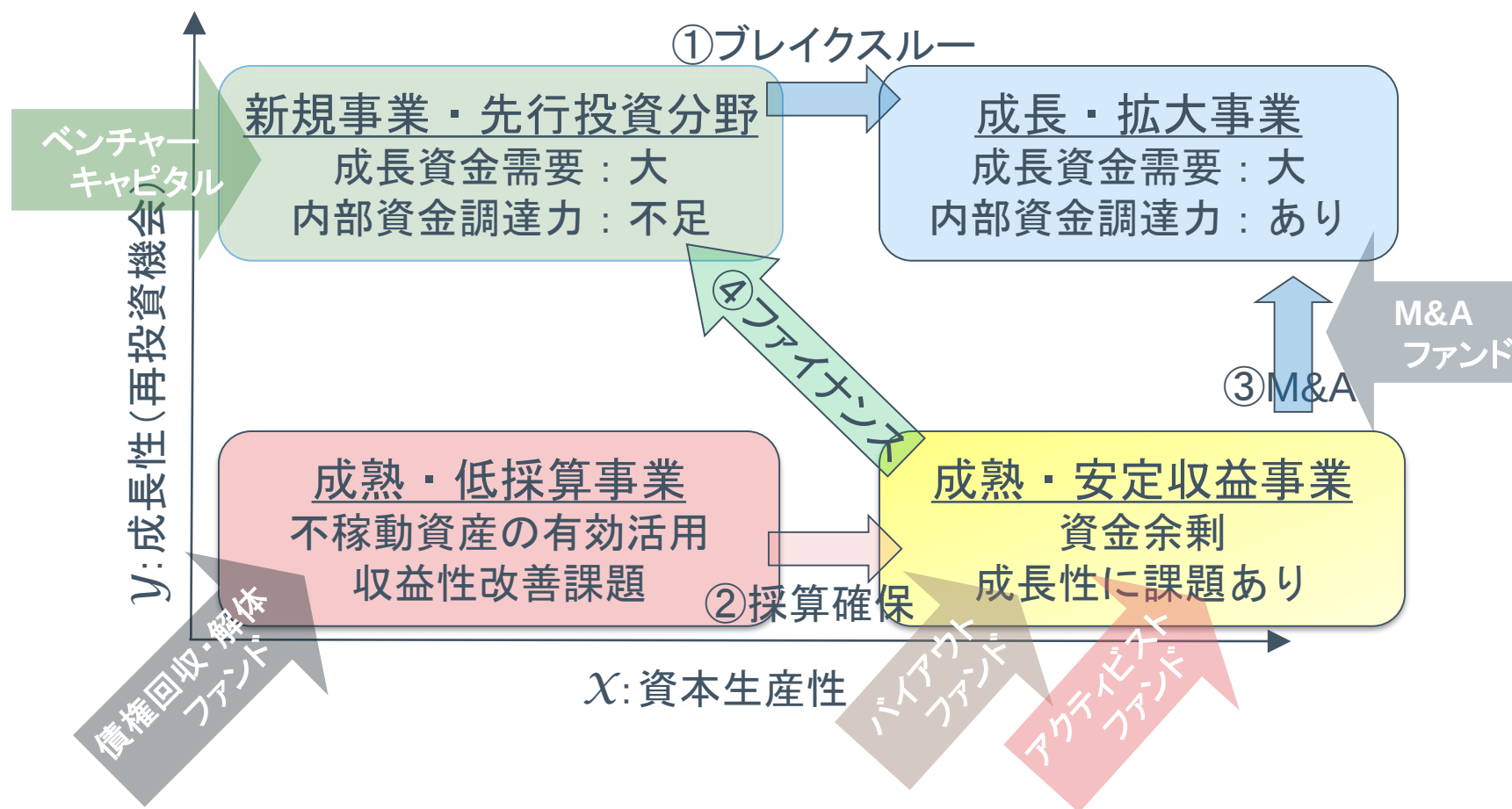
② 成長性 (追加投下資本 = 成長投資) → Y軸

$$\text{企業価値} = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

\*減価償却費累計額を足し戻した有形固定資産

# 解決すべき経営課題の見える化(バリュードライバーの確認)

## 戦略的課題とタイプ別投資家の関心



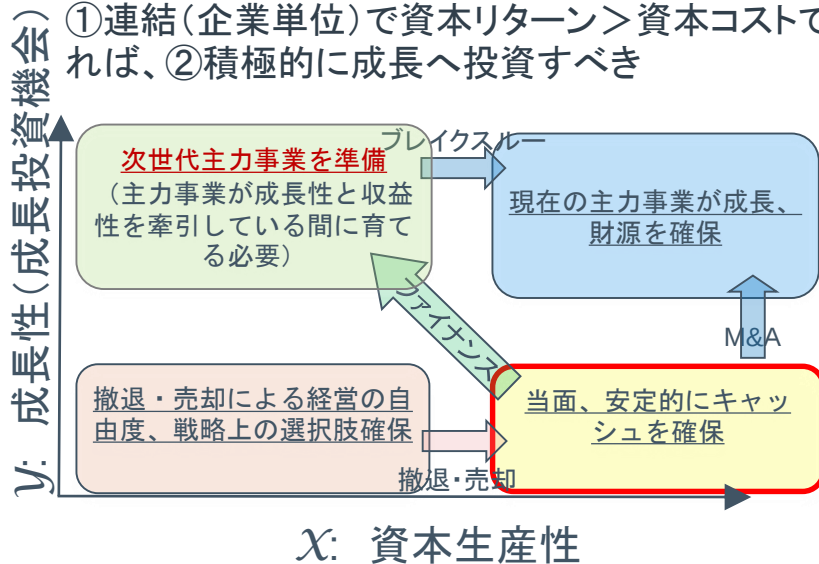
出所: 筆者作成

# 成長が先か、収益性が先か

投資家が考える、 $X$ (独立変数)と $Y$ (従属変数)

視点:

①連結(企業単位)で資本リターン>資本コストであれば、②積極的に成長へ投資すべき



問題点:

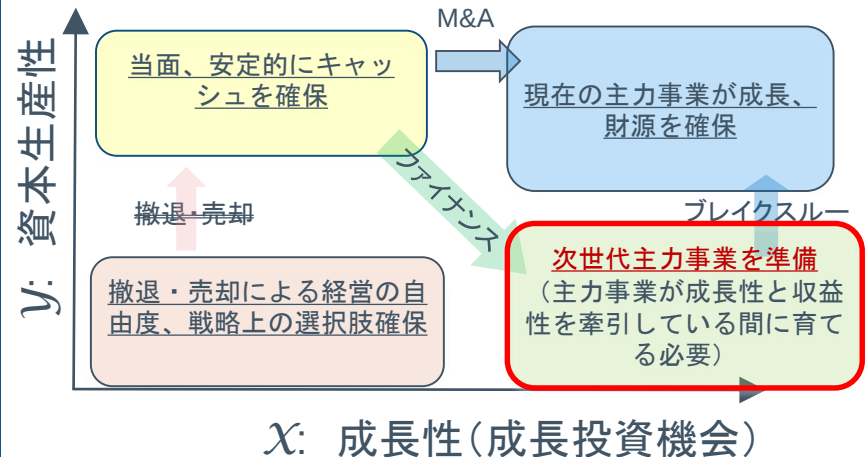
事業単位でも同じ考えを当てはめがち。結果、新規事業立ち上げの先行投資への許容度が低い

出所: 筆者作成

企業開示に見られる、 $X$ (独立変数)と $Y$ (従属変数)

視点:

先ず成長機会をとらえる・参入する(?)



問題点:

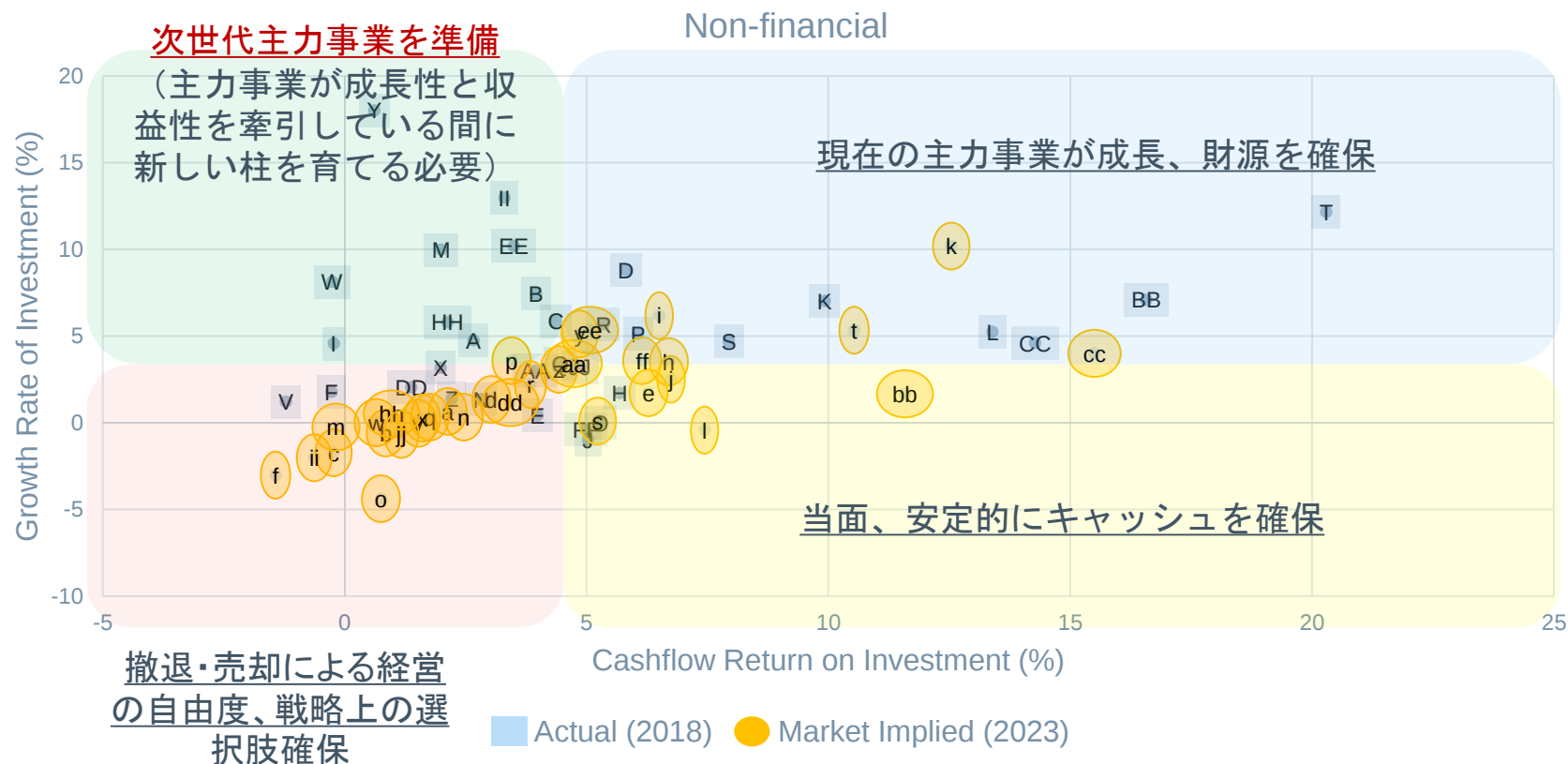
収益性・資本生産性は結果、軌道に乗れば後からついてくる(?)

思い切った成長投資をする余力がなく、新規事業は次の柱に育たない

# HFLP Cコース参加企業のポジショニング(上場事業会社)

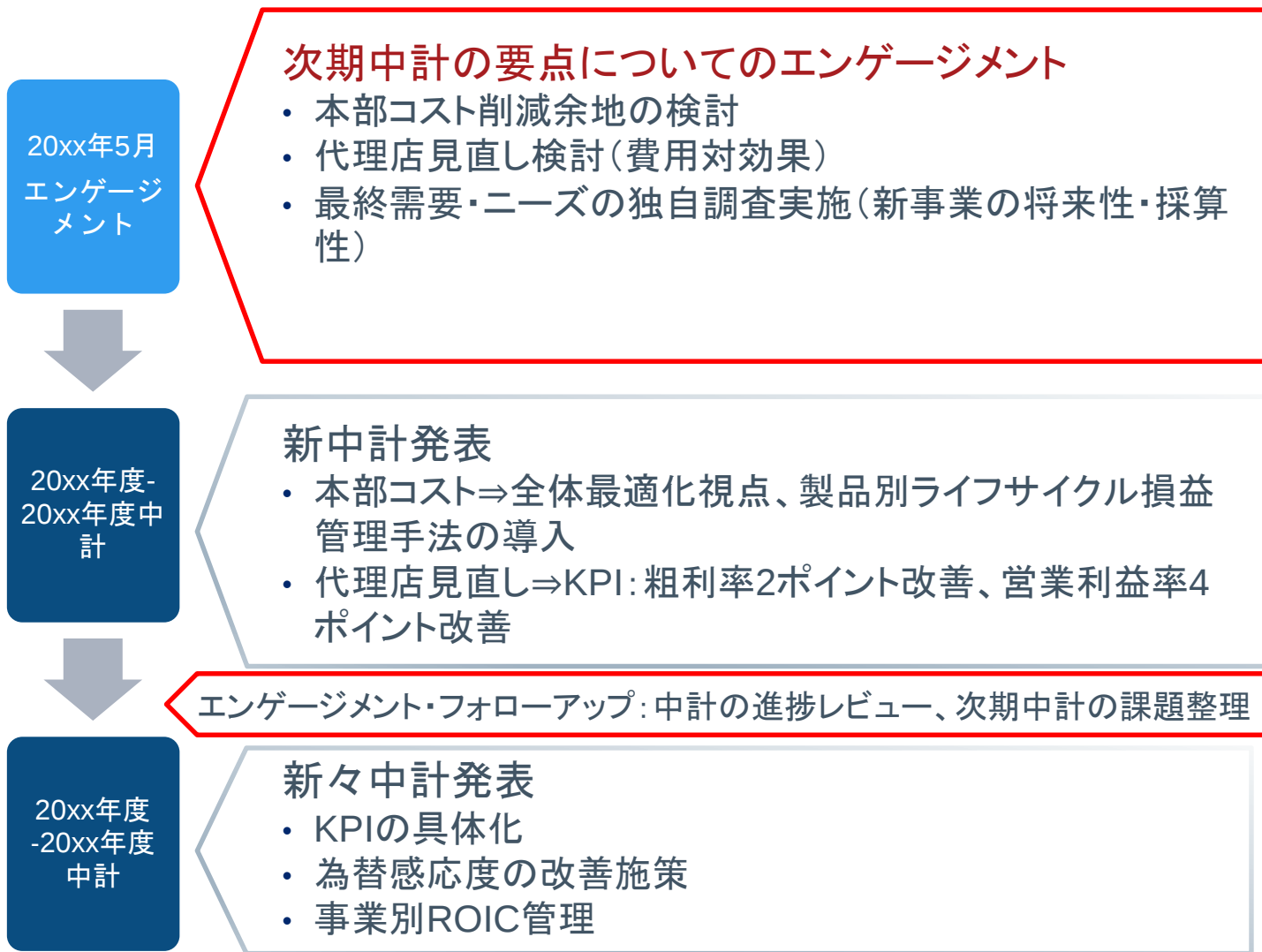
2018年度実績と株価(11月22日終値)が示唆する2023年の資本生産性と成長性

価値創造ドライバー(資本生産性と成長性)



出所: フィデリティ投信

# ■ エンゲージメント事例: 中計で取組むべき重要課題



出所: 同社 中期経営計画資料から筆者作成

## 4. 資本コストを意識した経営

---

# キャピタルアロケーションの見直し急務

## 多くの日本企業に共通する課題

- 不採算事業の負担が優良事業の利益を相殺している、または、有望事業への経営資源配分を抑制している。
- 事業セグメント毎には目立った不採算部門は少ないが、本部コスト負担が大きい、または、内部消去のため連結ベースでは収益性は高くない。
- 撤退の決断と、新たな柱になる事業の構築をかなり早い段階で行う必要がある。

念のため、「**撤退＝従業員の失業ではない**」。

その事業を最も有効に活かせる企業が経営すべきである。“**A good parent of the business**”という表現がある。Businessが悪いのではなく、Parentが相応しくない場合が少なくない。相応しいParentの下でそのBusinessを行えば、潤沢な経営資源のサポートがあるし競争力がついて成長する。**したがって、従業員は報われる**。

- ポテンシャルの高い事業が最適な企業の傘下に置かれているとは限らない。従来の固定観念に陥っていないかチェックする必要がある。

# ■ エンゲージメント事例: 事業撤退・構造改革促進

## KPI設定と新たな重点施策追加

### 20xx年度-20xx年度 中期経営計画

#### ■ 当社 生産思想の形成と、製品製造に最適な仕組みの構築

- － TPS、TPMの全面展開
- － SCM活動と連動した在庫削減

#### ■ 生産拠点の見直し

- － 拠点の整備、再配置
- － 海外子会社の軌道乗せ

#### ■ 調達コスト削減

- － グローバルな材料調達・供給能力の拡大

#### KPIの設定

リードタイム短縮:  
受注残、在庫、CCC、原価

資産効率:  
資産回転率、在庫回転、歩留り

#### 新たな重点施策追加

4施設の譲渡発表

### 20xx年度-20xx年度 新中期経営計画

#### ■ 重点施策

- ・ 譲渡決定した4施設のスムーズな引渡し
- ・ 残った2施設の一層の価値向上

出所: 同社 投資家向け情報から筆者作成

# 投資家はCEOメッセージからどう読み取るか

「事業環境認識」: 不確実性が増大、環境の大きな変化

⇒ 株主資本コスト上昇

「オープンマインドを持って失敗を恐れずチャレンジ」

⇒ 先行投資、リスクテイク

⇒ 株主資本コスト上昇

さまざまな事業や技術の連動性を高め新たな価値創造を図る

⇒ 効率的にキャッシュフロー創出

⇒ 道筋が見えれば(確信度が上がれば)、株主資本コスト低下

“「資本コストを意識する」とは、  
単に●●.●%を  
計算することではない。

資本コストを踏まえた  
合理的なキャピタルアローケーション  
(資本の配分)  
を行うことを求めている。”

出所：東京証券取引所 企業価値向上経営セミナー「『資本コスト』認識の経営戦略上の意義」(2018年12月18日・25日)筆者講演資料

# 資本コストを意識した配当政策DOE

安定配当: 配当金(固定)

業績連動:  $\text{配当金} = \text{当期純利益} \times \frac{\text{配当金}}{\text{当期純利益}}$

株主資本連動:  $\frac{\text{配当金}}{\text{株主資本}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本}} \times \frac{\text{配当金}}{\text{当期純利益}}$

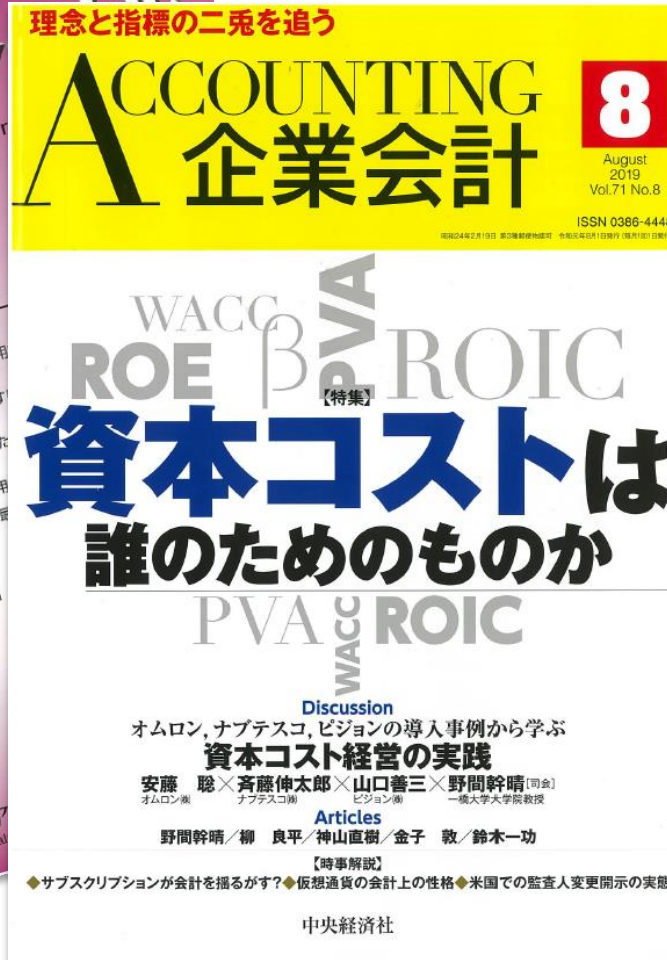
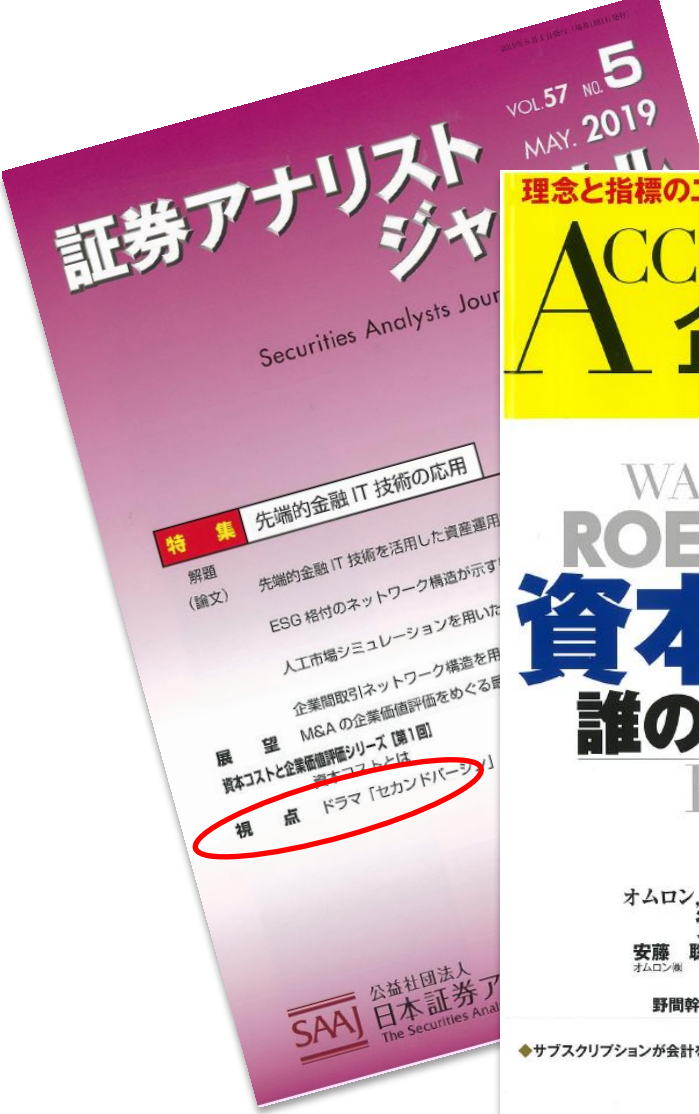
(DOE)  $\frac{\text{DOE}}{\text{株主資本コスト}} = \frac{\text{ROE}}{\text{株主資本コスト}} \times \frac{\text{配当金}}{\text{当期純利益}}$

例)  $\frac{6\%}{8\%}$  : 株主資本コストの75%を毎年カバー(還元)  
(株主資本コスト)

具体例: エーザイ

|                             | Mar-16 | Mar-17 | Mar-18 | Mar-19 |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| DOE (7%)                    | 7.3%   | 7.4%   | 7.3%   | 7.0%   |
| ROE                         | 9.4%   | 6.8%   | 8.8%   | 10.4%  |
| 配当性向                        | 78.0%  | 109.0% | 82.8%  | 67.8%  |
| 資本コスト・カバー率 (株主<br>資本コスト=8%) | 91%    | 92%    | 91%    | 87%    |

# 今さらの『資本コスト』ブーム



## 5. 議決権行使に関わるエンゲージメント

---

# ■ エンゲージメント事例:プロキシファイト

## 会社側、提案株主側双方と対話し、独自に判断

### LIXILグループの例①

LIXILの2019年定時株主総会での取締役選任議案におけるプロキシファイトでは、指名委員会等設置会社に関する理解が経営者および投資家の間で深まっていなかったことが露呈した。

フィデリティは、2019年定時株主総会に向け、会社提案及び株主提案を吟味しそれぞれの提案者に意図・根拠を確認するとともに当社の見解を伝えた。

同社の株主総会議案を検討する際に重要視したことは、①会社提案、株主提案双方ともに取締役会の刷新を意図していること、②経営刷新はLIXILグループの再構築が目的であること、③経営の透明性を確保すること。

また、上記②、③を達成するには、取締役会の適正規模を確保することも重要。会社提案では、当初、取締役会の適正規模は8名程度としていたが、最終的に候補者が2名追加され10名となった。株主提案では8名の候補者が提出されたが、フィデリティが考える一般的に適正と考えられる規模は10名程度。これらを考慮し、同社取締役会の適正規模は8～10名と判断した。

次に適正規模の範囲で取締役会の多様性を確保するため<sup>(注)</sup>に、スキルマトリクスを下書きした。それは当社がそれぞれの面談で指摘するまで、提案側双方ともに自ら候補者全員のスキルマトリクスを提供していなかったため。

エンゲージメントの結果、会社側は6月11日に暫定CEO選定を公表した。当社は、双方からヒアリングした結果を考慮の上、スキルマトリクスを作成した。

(注) コーポレートガバナンス・コード2018 原則4-11 “取締役会は、＜中略＞多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。”

# ■ エンゲージメント事例:プロキシファイト

## 会社側、提案株主側双方と対話し、独自に判断

### LIXILグループの例②

面談では、以下のような点を指摘し、前述②の観点から、同社の業績低迷(減損)原因であるペルマスティリーザの問題解決方針と課題、新生LIXILグループが今後目指す姿について確認した。

株主提案側代表者との面談:2019年5月24日

1. CEO解任に至る状況確認および、CEOとして指名委員会等設置会社の機関設計・定款を理解し使いこなせていなかったことについて指摘
2. ペルマスティリーザ売却撤退戦略について
3. 新生LIXILグループが今後目指すべき姿
4. 人選プロセス
5. 各候補に期待するスキル
6. 取締役会・委員会で期待する役割
7. 執行役の布陣
8. 「8人同時選任が条件」とした考えとガバナンスの整合性

取締役 代表執行役社長 兼 COO(会社提案側)との面談:2019年6月3日

1. CEO候補不明のまま取締役会刷新という異常事態。新指名委員会発足前であるが総会后想定しているCEO候補を暫定CEO候補として総会前に公表すべき
2. 持株会社と事業会社トップの在り方
3. ペルマスティリーザ売却撤退戦略について
4. 人選プロセス
5. 各候補に期待するスキル(公表している8つの機能・資質の適合判断)
6. 執行役の布陣

# ■ エンゲージメント事例:プロキシファイト

## 会社側、提案株主側双方と対話し、独自に判断

### LIXILグループの例③

結果として、今後の企業価値向上を左右するペルマスティリーザの問題解決と、新生LIXILグループが目指す姿に相応しいと考えられる候補を選別(旧システム、旧INAXの対立を避けるためバランスを考慮)し選任議案の議決権を行使した。  
そして取締役会の適正規模(9名)、多様性、指名理由を優先して選任判断した結果、一部候補者については反対する強い理由はないものの賛成もしないため棄権した。

| 議案   | 社内出身 | 当社議決権行使結果                                | 2019年定時株主総会決議結果(賛成比率%) / 委員会                                                |
|------|------|------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| 会社提案 |      |                                          |                                                                             |
| 1.1  |      | 賛成                                       | 可決 (57.9) / 監査                                                              |
| 1.2  |      | 賛成                                       | 可決 (51.5) / 指名、報酬                                                           |
| 1.3  |      | 賛成                                       | 可決 (53.1)                                                                   |
| 1.4  |      | 賛成                                       | 否決 (44.4)                                                                   |
| 1.5  |      | 賛成                                       | 否決 (44.9)                                                                   |
| 1.6  |      | 賛成                                       | 可決 (52.5) / 指名                                                              |
| 1.7  |      | 賛成                                       | 可決 (51.3) / 監査(委員長)、報酬                                                      |
| 1.8  | ✓    | 賛成                                       | 可決 (51.3)                                                                   |
| 重複提案 |      |                                          |                                                                             |
| 2.1  |      | 棄権                                       | 可決 (94.5) / 指名                                                              |
| 2.2  |      | 棄権                                       | 可決 (94.4) / 監査                                                              |
| 株主提案 |      |                                          |                                                                             |
| 3.1  |      | 棄権                                       | 可決 (52.0) / 指名(委員長)、報酬                                                      |
| 3.2  |      | 棄権                                       | 可決 (64.6) / 監査、報酬(委員長)                                                      |
| 3.3  | ✓    | 反対                                       | 可決 (58.7) / 指名                                                              |
| 3.4  | ✓    | 反対                                       | 可決 (50.8) / 監査                                                              |
| 3.5  | ✓    | 反対                                       | 可決 (51.4)                                                                   |
| 3.6  | ✓    | 賛成                                       | 可決 (53.7)                                                                   |
|      |      | 独立取締役 7 : 社内取締役 2<br>トステム出身 1 : INAX寄り 1 | 独立取締役 9 : 社内取締役 5 (3 業務執行取締役, 2 非業務執行取締役)<br>トステム出身 2 : INAX出身 (含、INAX寄り) 3 |

# ■ エンゲージメント事例:株主提案への対応

## 会社側、提案株主側双方と対話し、独自に判断

2019年3月26日、会社側と意見交換(個別面談)

- 株主から年次株主総会議案の提案がありそうとのことで、予想される概要について会社側から説明および反対意見の説明があった。
- 内容は、①大量の自社株買い、②独立社外取締役提案、③業績連動役員報酬、について。

2019年4月25日、提案株主側と意見交換(個別面談)

- 大規模な自社株買い、PBR1倍目標、一株当たり純資産が10年で3倍近くになるとの同株主の試算から、目標株価は7倍近くになると読み取れるが、それが達成可能とは考えていないことが確認された。自社株買いに伴う純資産の試算は、経営環境等を考慮したある程度蓋然性がある予想ではなく、様々な条件を一定と仮定した単純な試算であることも確認。

- 提案株主である運用会社の創業者であり執行パートナーである人物を社外取締役として提案。

提案株主は同社の第十位株主。

取締役を選任されるとインサイダー情報に接する可能性が高くなるが、取締役であってもインサイダー取引規制に抵触せず同社株式を売買できる一定の期間(ウィンドー)が設けられるため、「売却」は可能との回答であった。

一方、提案株主が運用するファンドへの資金流入に応じて対象会社株式への追加投資を行う場合の不都合を確認したところ、追加投資は行わない旨の回答であったため、売却しか念頭にはないと理解した。

- 当社の判断として、同株主提案は市場の注目を集める目的には成功するかもしれないが、提案に基づく企業価値向上の実現可能性は低く、そのような提案株主からの取締役受け入れは取締役会運営に混乱を来し時間を無駄に浪費する懸念があるため「反対」することとした。

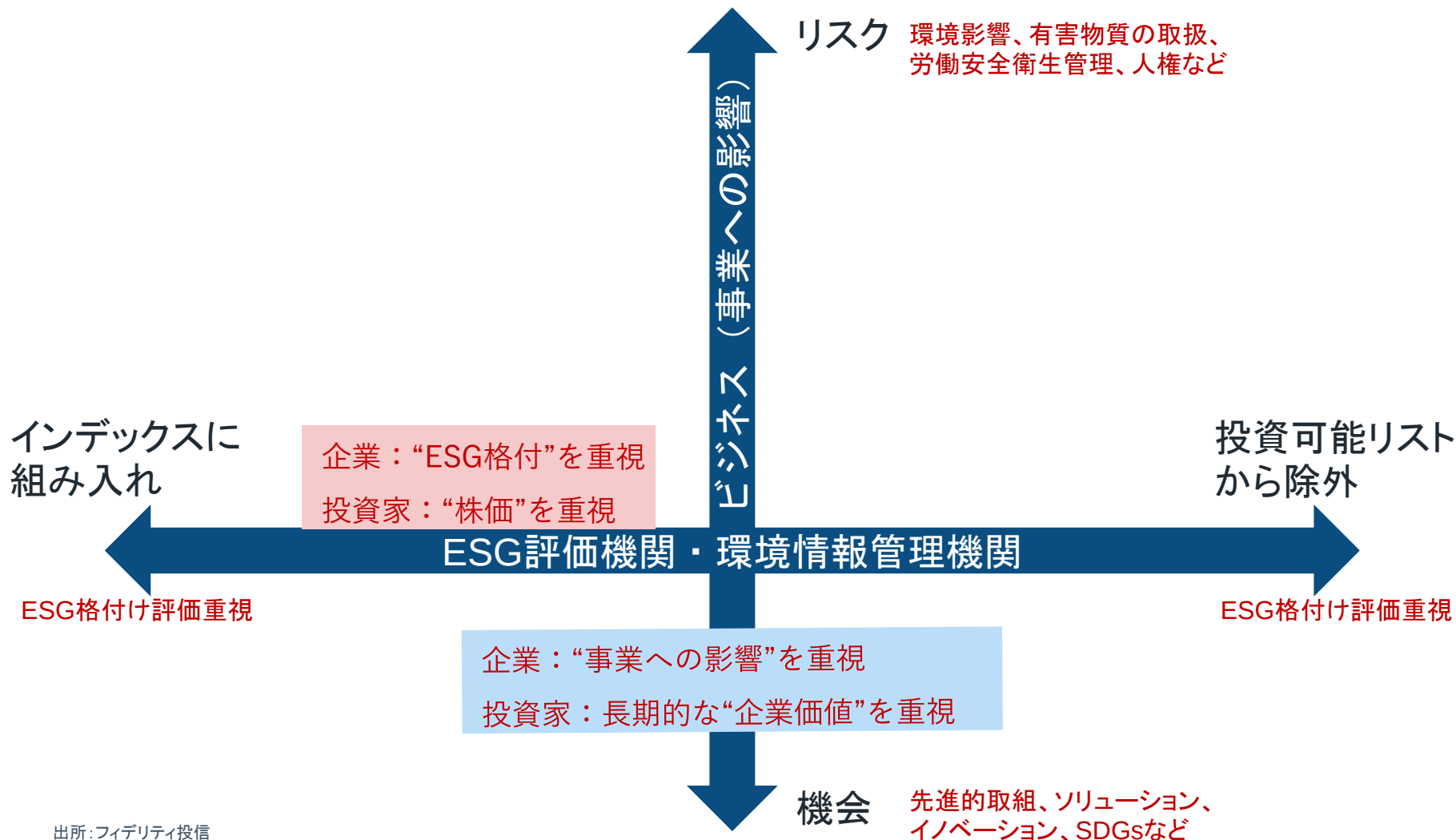
※当社は、大株主からの社外取締役受け入れは、一般株主との利益相反の可能性があることを懸念し「反対」する基準を設けている。

## 6. ESGに関わるエンゲージメント

---

# ESGを巡る“格付け軸”と“ビジネス軸”

ESG投資は“株価材料”視が先行、企業価値向上への働きかけは出遅れ気味



出所：フィデリティ投信

# ■ エンゲージメント事例: ESGサプライチェーン

## サプライチェーン上のリスク

A社は統合報告書を開示しておりESGへの関心が高い。ここで紹介するのは、その統合報告書や価値創造プロセスについて、投資家の評価フィードバックを求められ面談を実施した例。

フィデリティのエンゲージメントの目的は、企業価値向上の課題を共有し改善に向けた取り組みを促すこと。同事例においては、①これまでの価値創造についての診断、②成長戦略の妥当性、③目標達成への課題、について当社の見解をA社と共有した。特に、③目標達成への課題の一つとして、ESGに関するサプライチェーン・マネジメントにおいて、見落とし又は、ある問題について軽視しているリスクを取り上げた。

A社はサステナブル調達を掲げ、人権・環境に配慮した主原料調達に臨んでいたが、同主原料分野で注目されている苦情対応・処理についての開示が世界標準に照らし不十分であることを伝えた。

企業価値への直接の影響として懸念されるのは、A社の最重要顧客である米国企業との取引が縮小または停止されるリスクである。当該顧客企業は世界的なブランドとして知名度が高く、消費財を扱っていることから自社のESG評価に非常に敏感である。

これまでは、顧客企業に供給する製品の品質、納期遵守、供給能力などがサプライヤー評価の主項目だったが、現在はそこにESG評価が重要項目として加えられている。なぜならサプライヤーのESGへの取り組みが顧客のESG評価に反映されるからだ。そして前述の開示が不十分であるだけでなく、当社のグローバルな情報収集によれば、A社の主原料調達先に人権・環境上の「問題企業」が含まれていることが判明した。このことから、現在の最優先サプライヤーの地位を失い劣化したサプライヤーに転落するか、契約を失うことになるリスクさえあることを指摘した。

その結果、A社は面談の約2か月後には開示を大幅に改善し、一次生産者・一次加工業者であるA社のサプライヤーとのエンゲージメントやトレーサビリティを含め公表。モニタリング・プロセス、エスカレーション、情報更新時期など結果的にはベストプラクティスといえる水準まで進化した。

加えてA社に外部ESG評価機関を紹介し、両者で進捗について情報交換するよう促した。その結果、約1年で外部ESG評価機関の評点ランクが20%ポイント大幅に改善した。また、A社の開示はベストプラクティスとして他の企業とのエンゲージメントの際にも紹介し参考にしてもらっており、エンゲージメントの横展開の効果にも貢献している。

# ビジネス軸でリスクを機会に変える例：丸井グループ

## ①ガバナンス、②事業戦略、③リスク管理、④指標と目標

丸井グループの共創経営レポート2019のP.52-53  
にリスクを機会に変える取り組みが紹介されている。

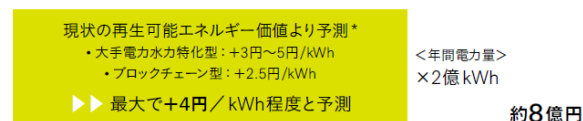


要約すると、再生可能エネルギーの使用率増加によるコスト増8億円、炭素税（導入の可能性）22億円、計30億円費用増に対し、再エネ100%による炭素税非課税、電力小売の共同事業等合計45億円増収を見込む。

しかし、同社のこの取り組みの成功の鍵は、同社カード会員の再エネへの切り替え賛同、電力小売事業参入に対する株主・投資家の支持にある。

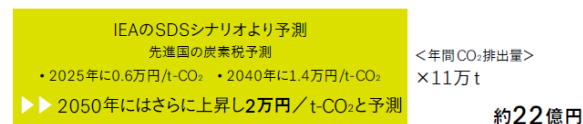
図3：「リスク」の財務影響

再生可能エネルギーによるコスト増：約8億円



\* ピーク時(2030年ごろ)の予測

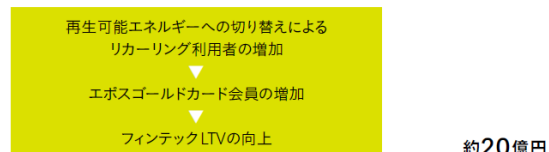
炭素税：約22億円



計30億円

図4：「機会」の財務影響

電力小売との共創：約42億円



CO<sub>2</sub>排出量ゼロ達成による炭素税の非課税化によるコスト削減

約22億円

電力小売事業参入：約3億円



計45億円

図5：グリーン・ビジネスの「リスク」と「機会」



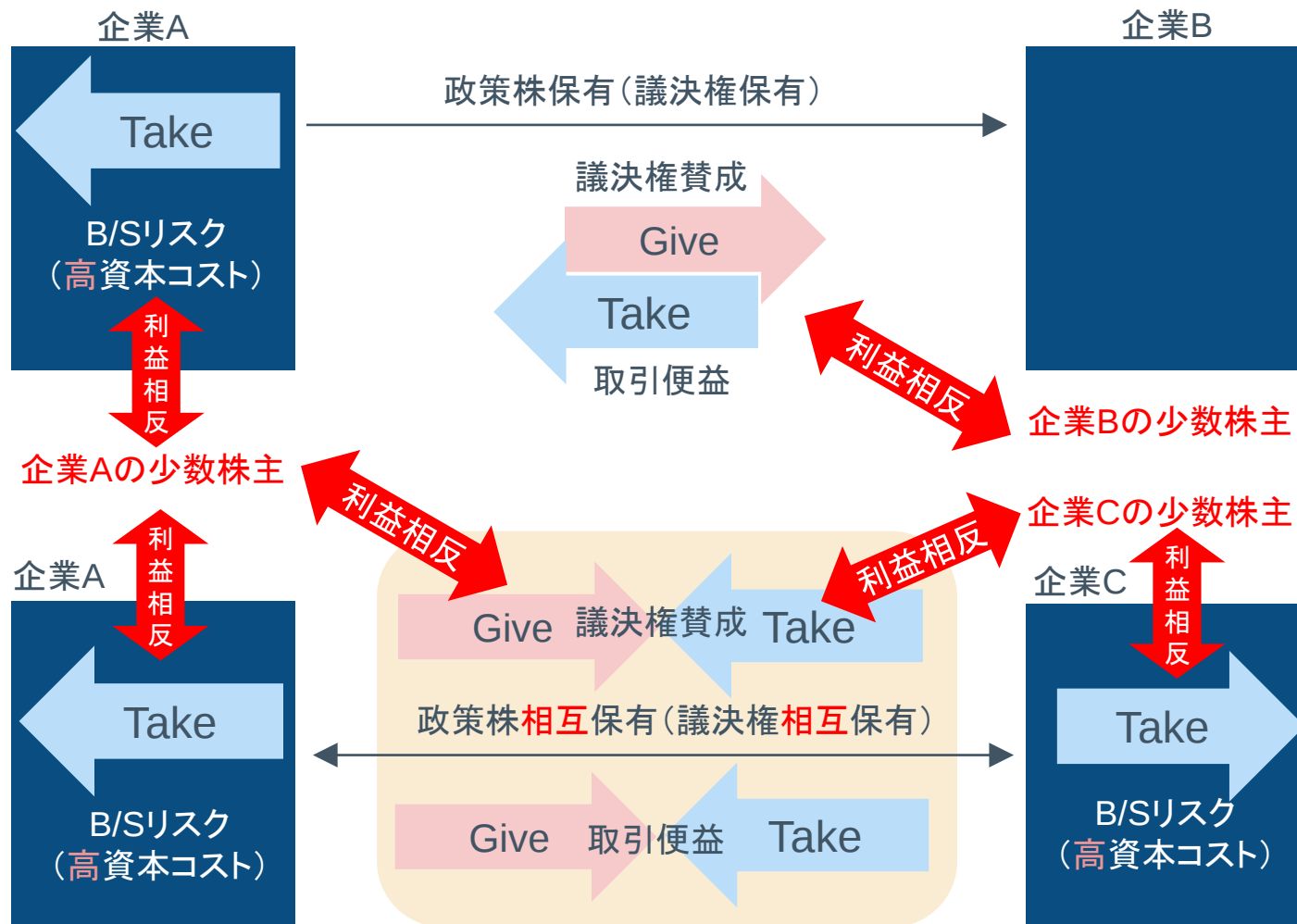
出所：丸井グループ 共創経営レポート2019

## 7. 政策保有株式に関する論点

---

# 政策保有株式に関する問題点

## 政策保有株式と利益相反の構造

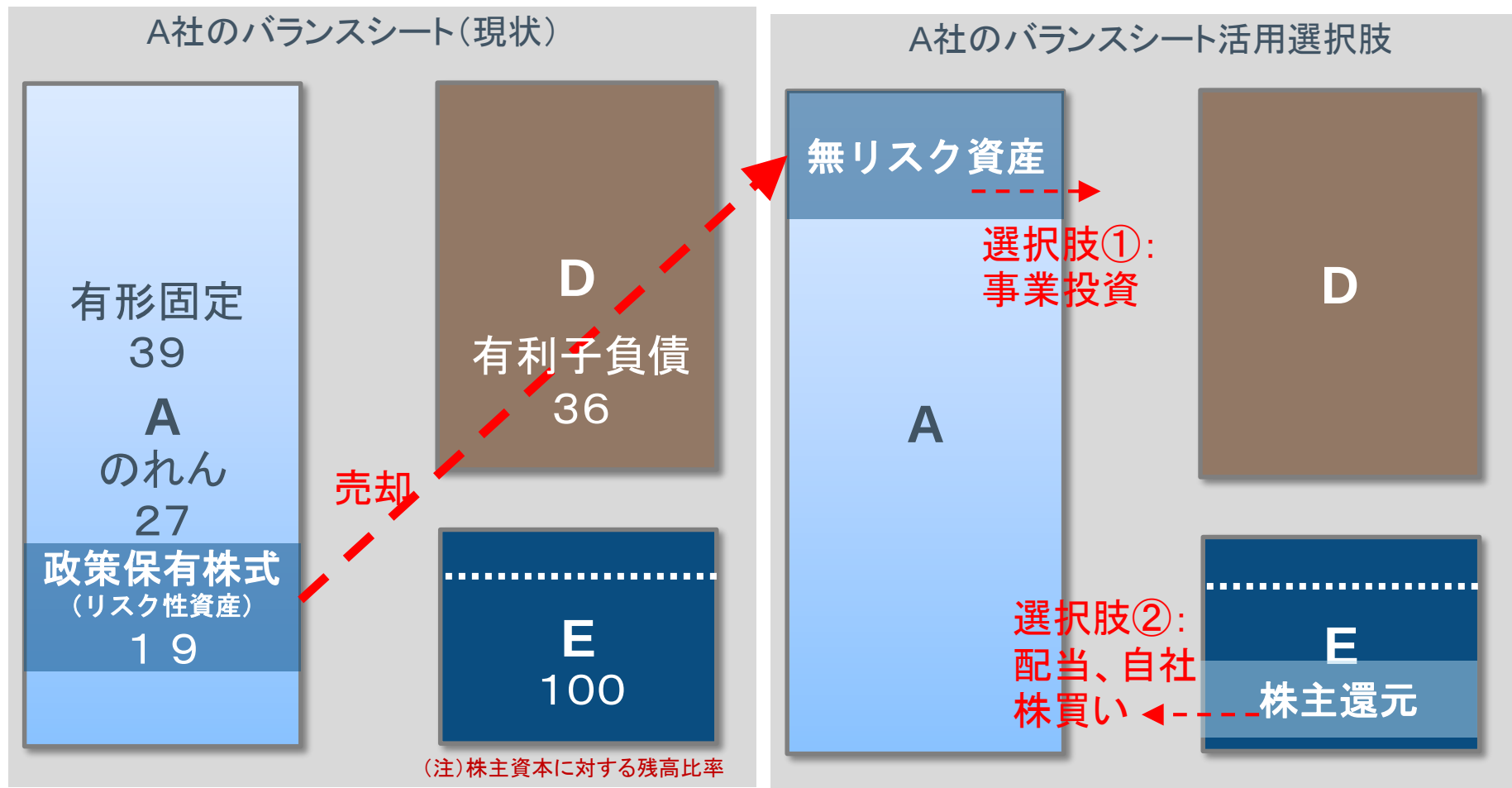


出所: フィデリティ投信作成

# 政策保有株式売却の意義

意識改革への影響大、資本の活性化のはじまり

株主資本の使い方(資本コスト認識)、リスクへの備え方、競争力の向上

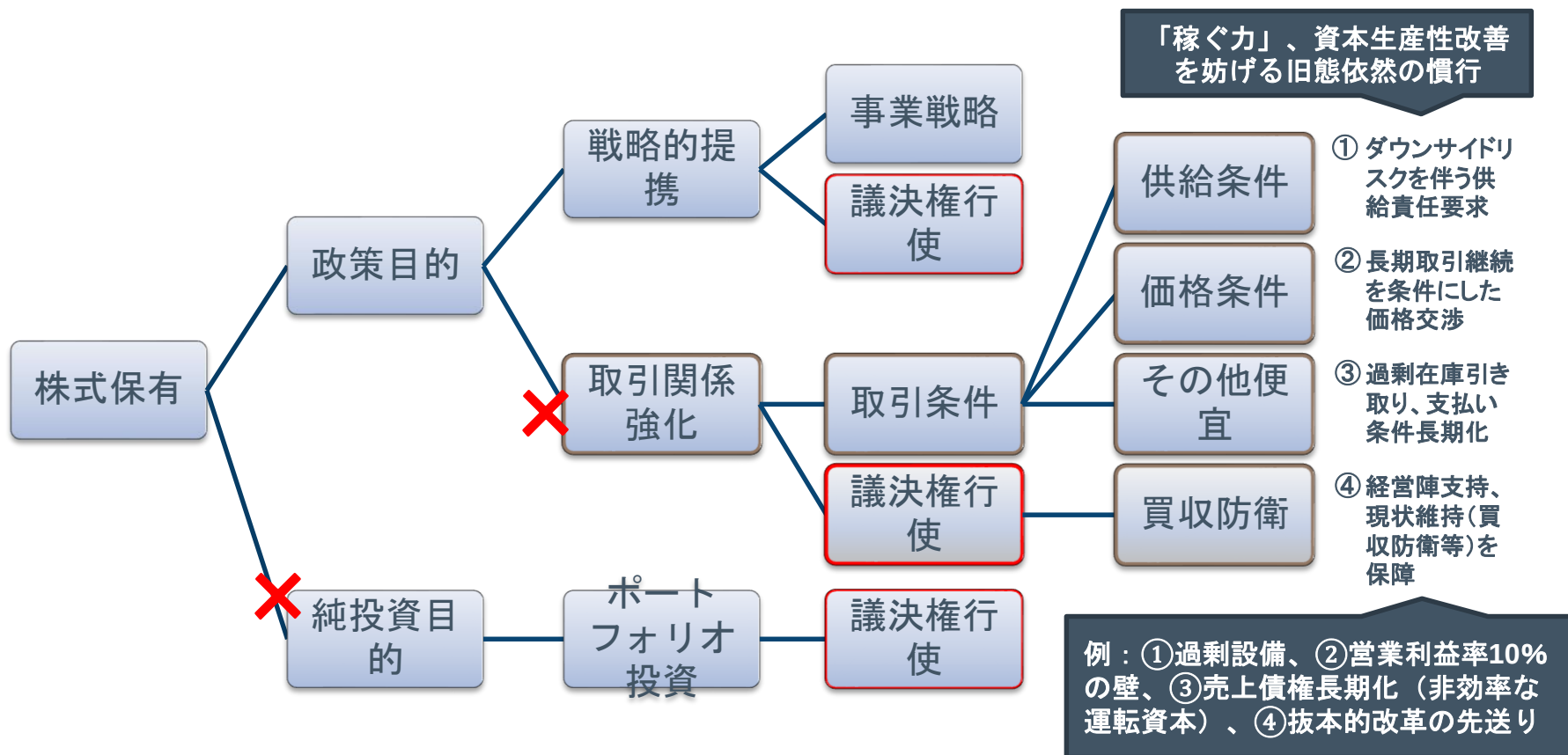


出所: A社有価証券報告書よりフィデリティ投信作成

# 個々の政策保有株式の問題

## 保有目的と経済合理性の論理矛盾

ビジネスモデルの競争力や製品・サービスの質の優劣ではなく、株式保有（議決権行使）を梃子にした取引条件交渉が国際競争力を損なう一因となっている可能性がある。



出所：フィデリティ投信作成

# 企業年金資産の問題

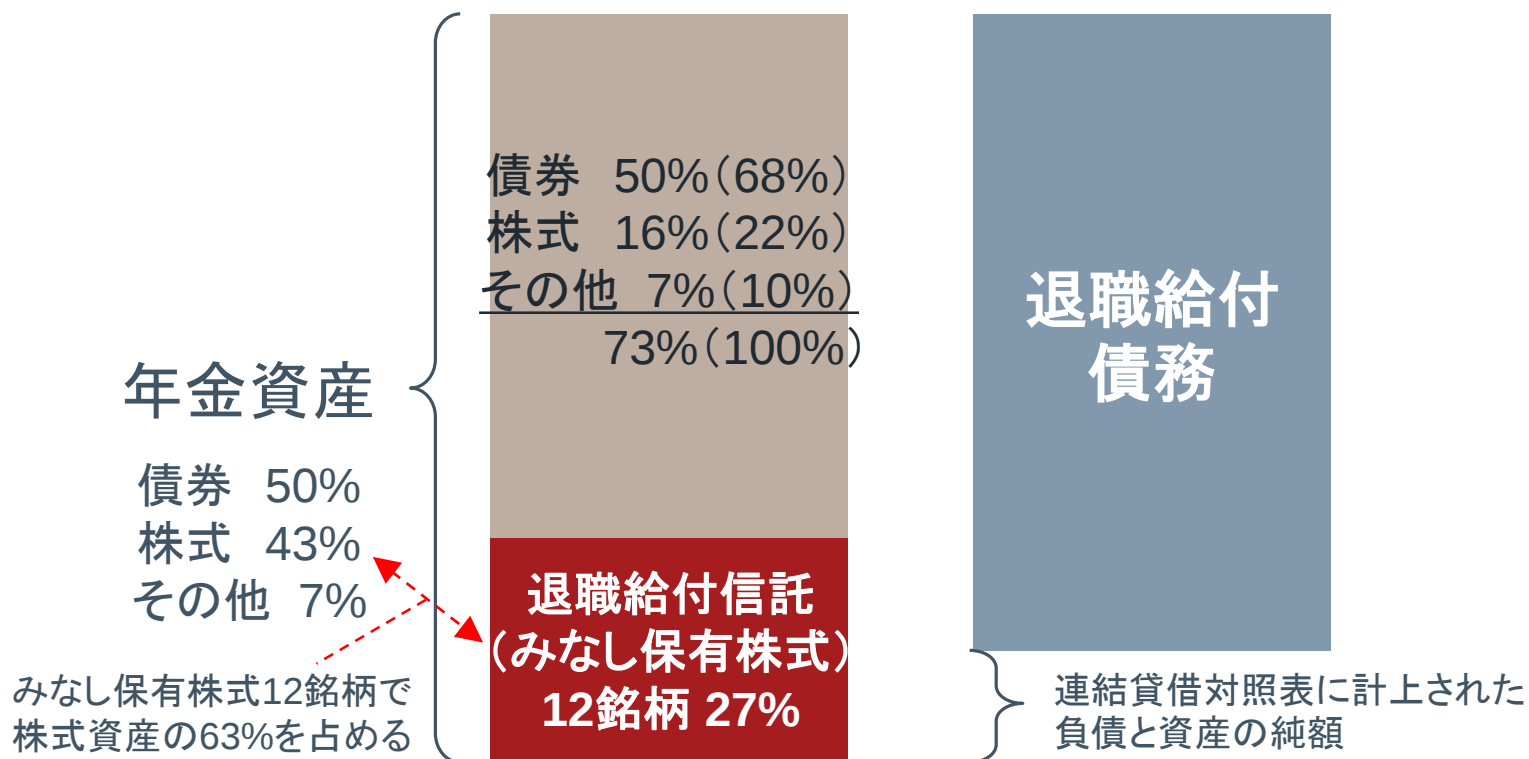
## 従業員に対する無責任な管理、母体企業の論理優先

みなし保有株式の保有目的・・・退職給付信託契約に基づく議決権行使の指図権限

例) みなし保有株式 12銘柄で年金資産の27%を占める

年金資産の株式資産の63%を占める歪な状況

しかも、退職給付信託は特別枠として棚上げされ、事実上管理されていない。



出所: 某会社の2018年3月期有報より作成

## 8. 価値協創のために

---

# 成長の鍵

## 破壊・混乱を伴う革新 (Disruptive Innovation)

物理的・時間的制約を取り除き、ユーザーに必要な機能・便益だけを提供する方法を見つけたとき、新たなビジネスモデルの機会が生まれる。

- ただし、従来の方法を捨てる決断が必要
- 捨てるものを持たない新規参入者には始めやすい
- 遅かれ早かれ、新旧交代となる

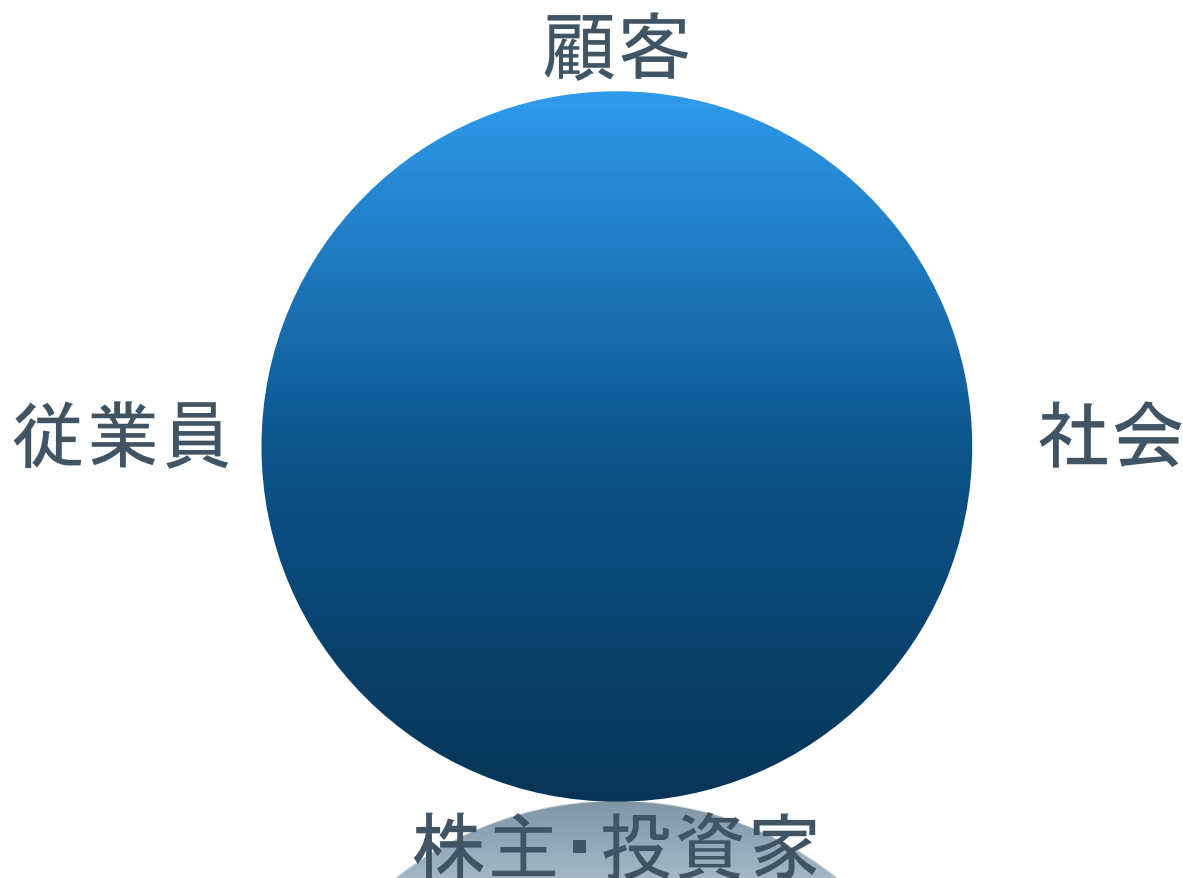
“いかなる問題も、それをつくりだしたときと同じ意識によって解決することはできない。” アルバート・アインシュタイン

# 閉鎖性のチェック

- 取締役会に「阿吽の呼吸」、「暗黙の了解」を持ち込んでいませんか？ Y／N  
“空気”ではなく、合理的判断ができる環境整備が必要不可欠
- 行動経済学のワナにはまらない体制はありますか？ Y／N  
ハーディング(群がり)を避ける＝不完全な情報で決断する必要  
損失バイアス: 損失に対する不満足は、同じ大きさの利益から得られる満足よりも大きい(損失回避、損失への過敏性)  
現状維持バイアス: 現状を改める行動や選択には心理的な負担が掛かるので、現状を維持しようとするバイアスが働く  
時間割引率のバイアス: 時間割引率が“低い”とは、将来の満足のために現在の満足を我慢する行動バイアス。起業家・創業者に見られる。このような「忍耐強い」判断と「問題の先送り」を混同していませんか？(一方、投資家には時間割引率が“高い”行動バイアスが見られることがある。)
- マイノリティ経験はありますか？ Y／N
- 独自の市場調査を行っていますか？ Y／N  
マクロ・トップダウンでは先行できない・・・ハーディングに陥り易い  
直接の顧客(納入先)ではなく、最終需要市場を独自に調査し、納入先の発注の確からしさをチェックしていますか？
- 長期ビジョンを経営陣・従業員で共有できていますか？ Y／N

# 企業価値創造が無ければステークホルダーは協調できない

長期視点に立てば、社会的価値と経済的価値は一致する



出所:筆者作成

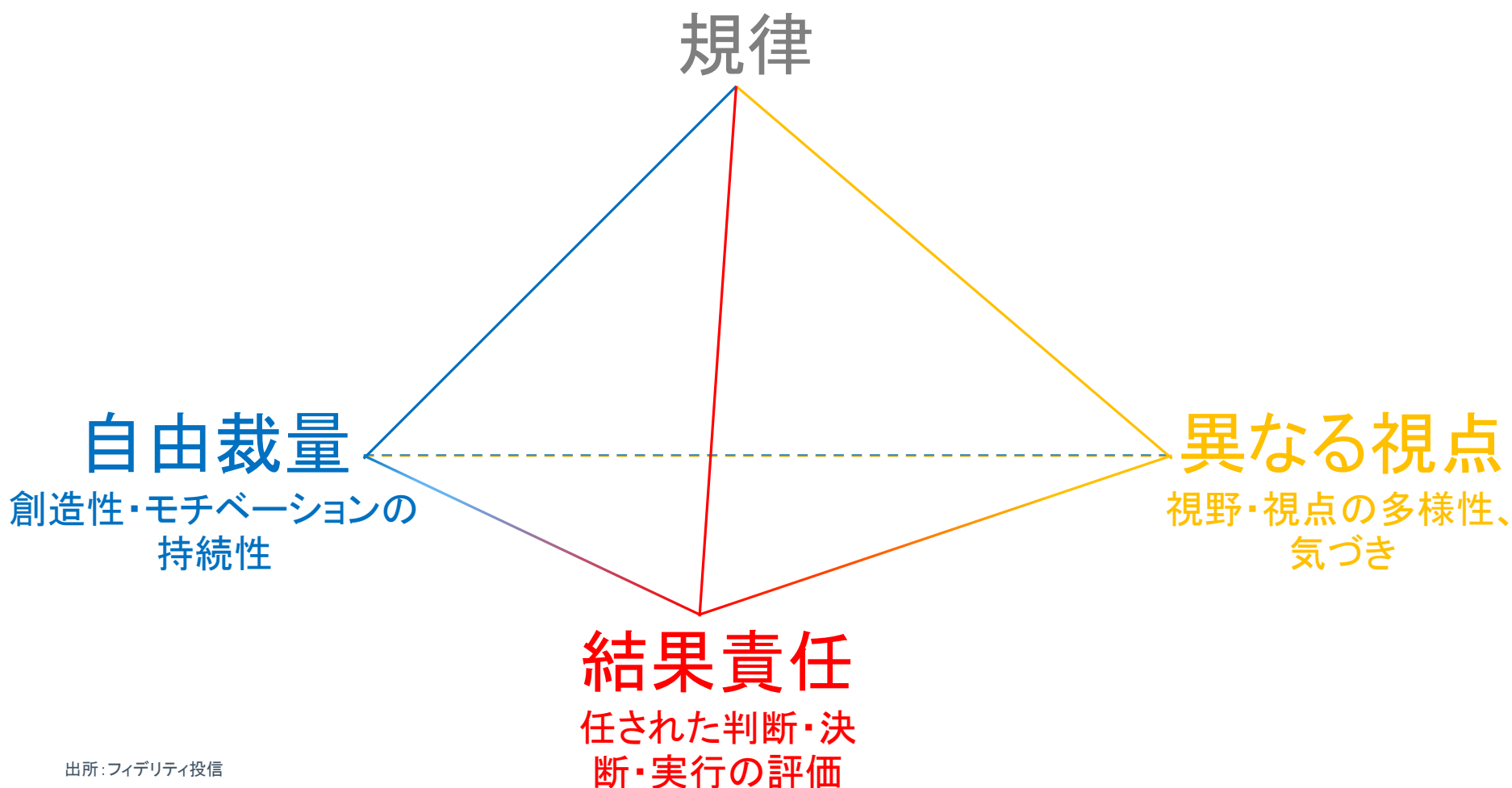
## <ご参考>

---

### (1) フィデリティのエンゲージメントについての考え方

# 企業経営の攻めと守り...

## 尊重すべき3つのバランス



出所:フィデリティ投信

# エンゲージメントの目的

## ①企業価値向上の促進、②投資判断の確信度向上

差別化、高付加価値、競争力  
市場開拓力、シェア、持続可能性  
開示、説明、対話、実績・説得力  
実行力、柔軟性、問題解決力



*Pay for*  
**Return**  
**Growth**  
**Visibility**  
**Management**

## ③取締役会の企業価値向上への取組み促進

企業文化・社風、規律、各委員会  
等機関の機能、各役員の役割



*Vote for*  
**Return**  
**Growth**  
**Visibility**  
**Management**

出所:フィデリティ投信

# エンゲージメント・アプローチ①

対話の相手と議題

財務・ビジネスモデル・戦略・執行力・課題認識・ガバナンス



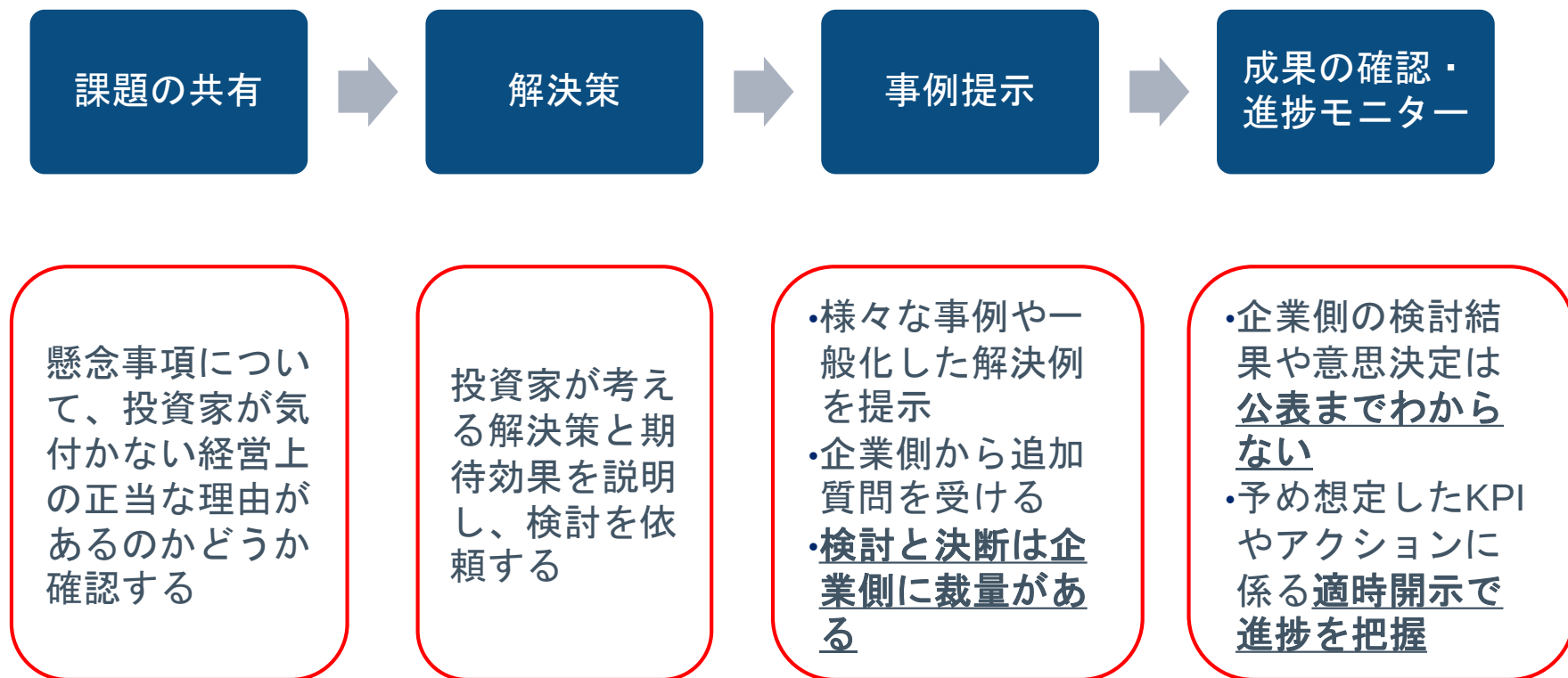
## <目的>

- ① 企業価値向上の促進
- ② 投資判断の確信度向上
- ③ 取締役会の企業価値向上への取組み促進

出所: フィデリティ投信

# エンゲージメント・アプローチ②

## エンゲージメントのステップ

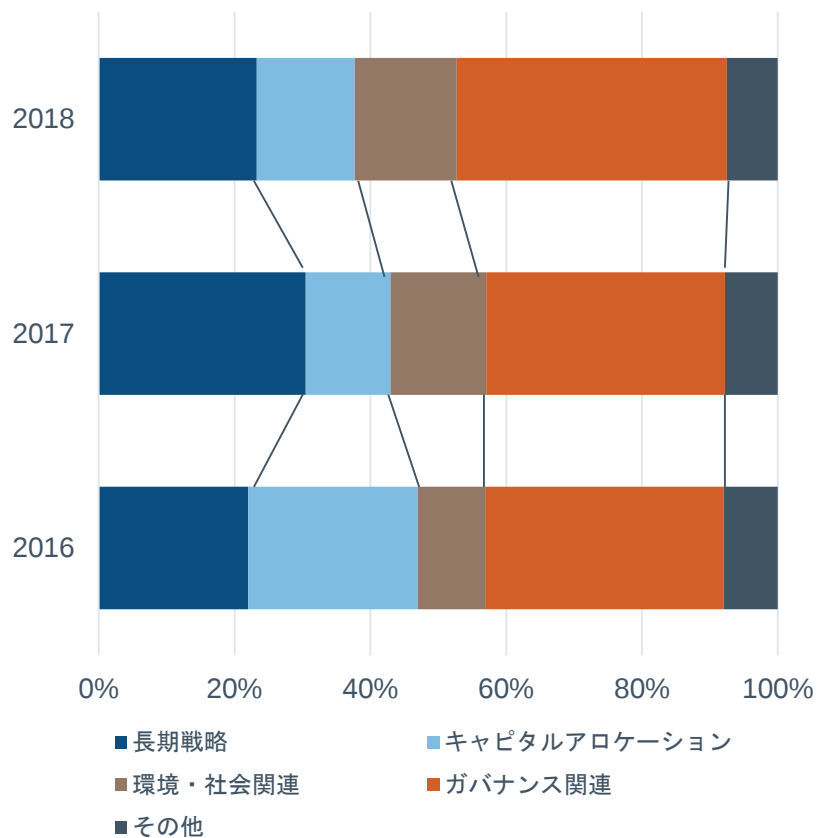


出所: フィデリティ投信

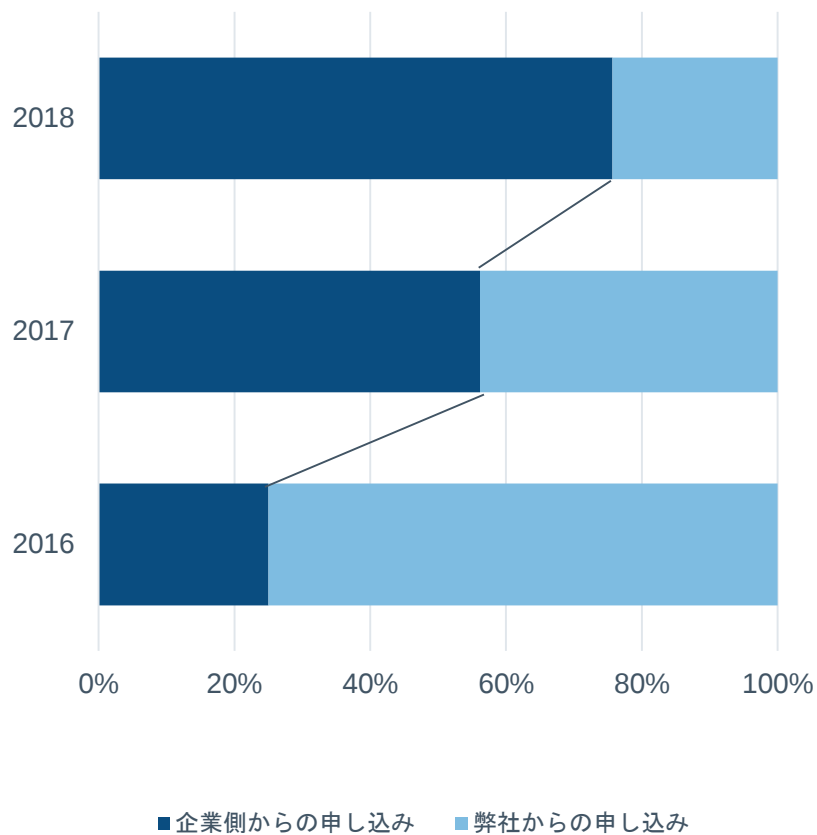
# 企業とのエンゲージメントの取り組み

## コーポレートガバナンス・コード導入以降の進展

エンゲージメントの議題



エンゲージメントの申し込み



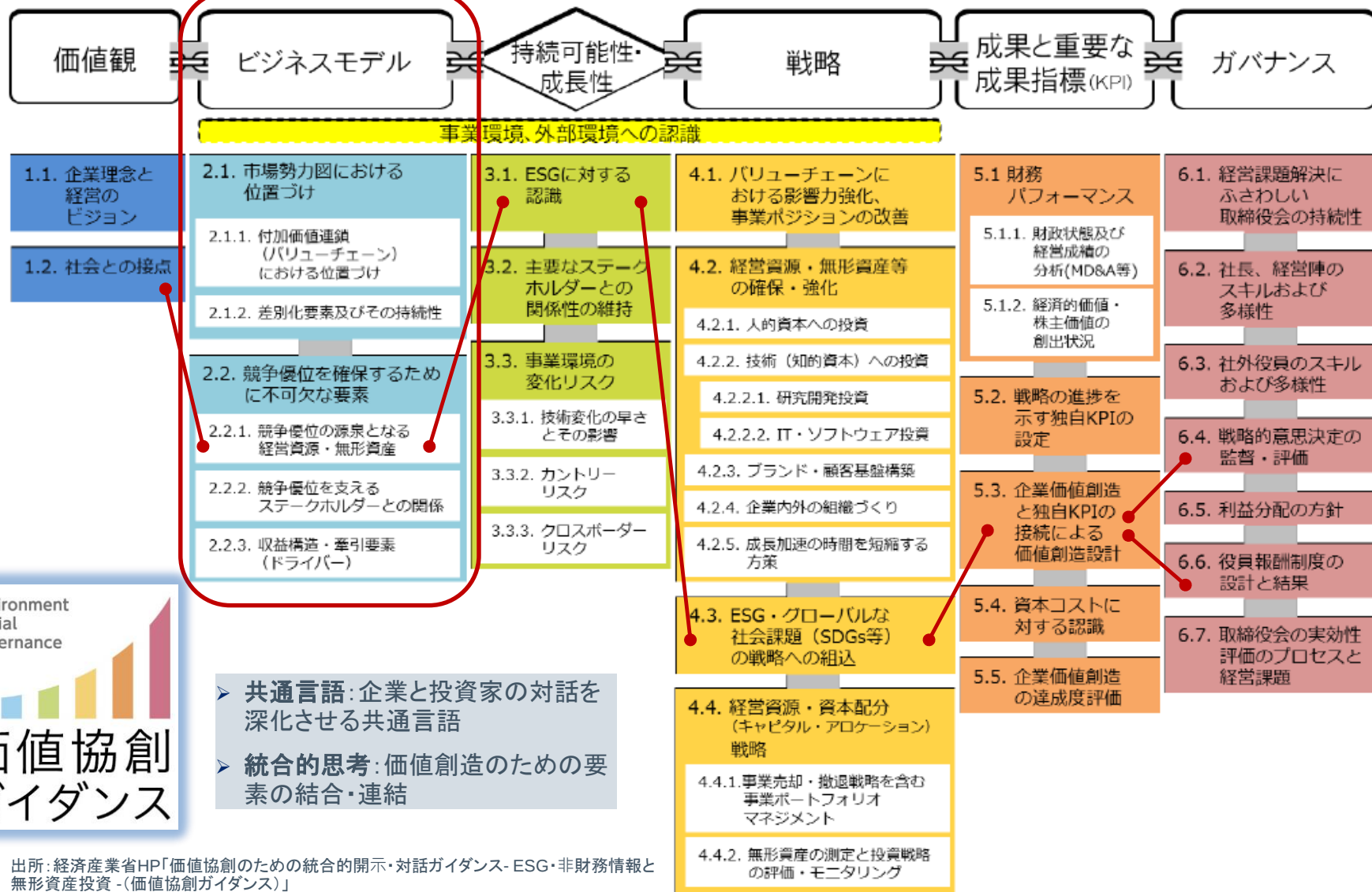
出所: フィデリティ投信

<ご参考>

---

## (2)『価値協創ガイダンス』活用例

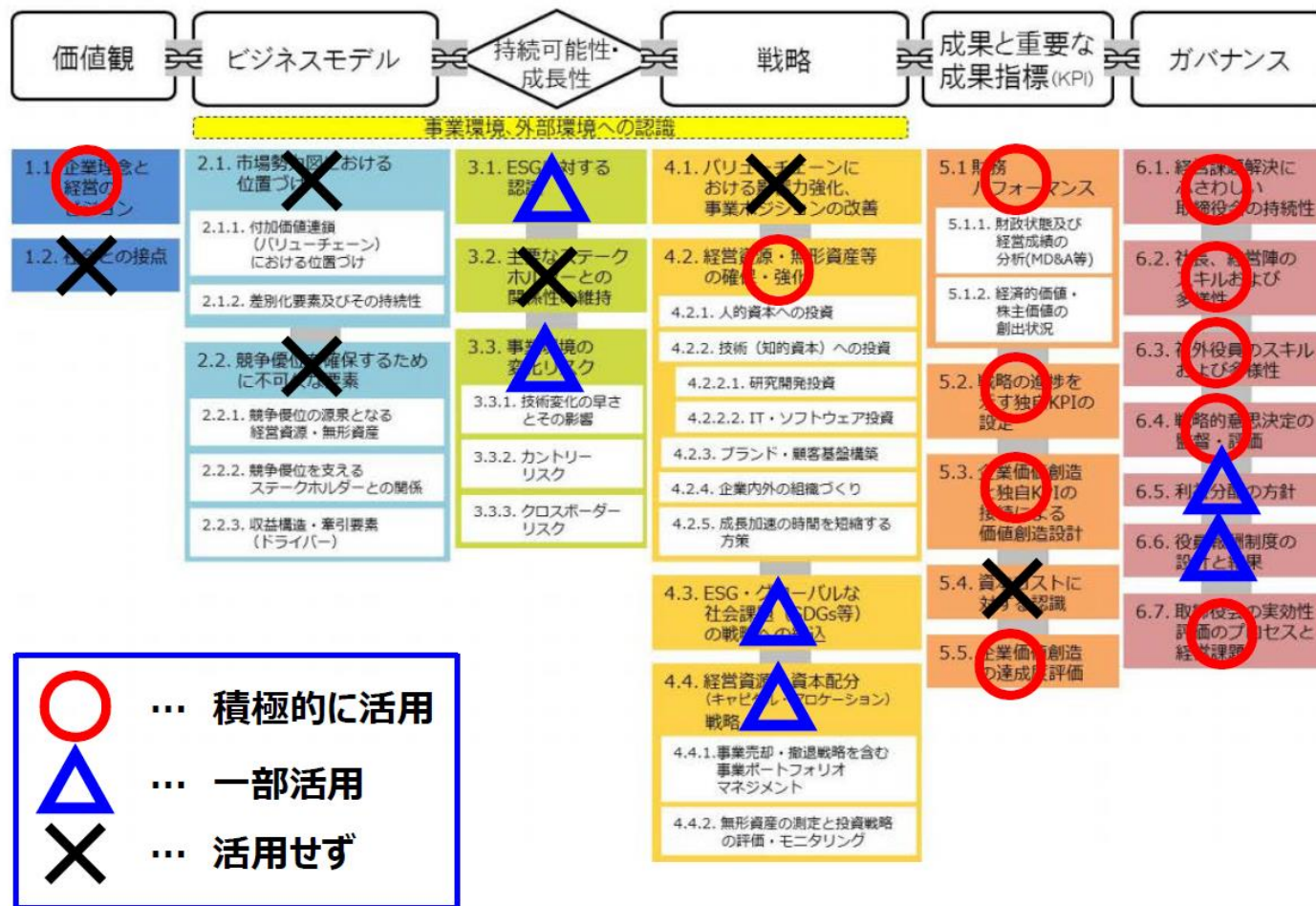
# 「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」(価値協創ガイダンス)



# 統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会：小林製薬の例①

## 価値協創ガイダンス（活用箇所）

15/20ページ

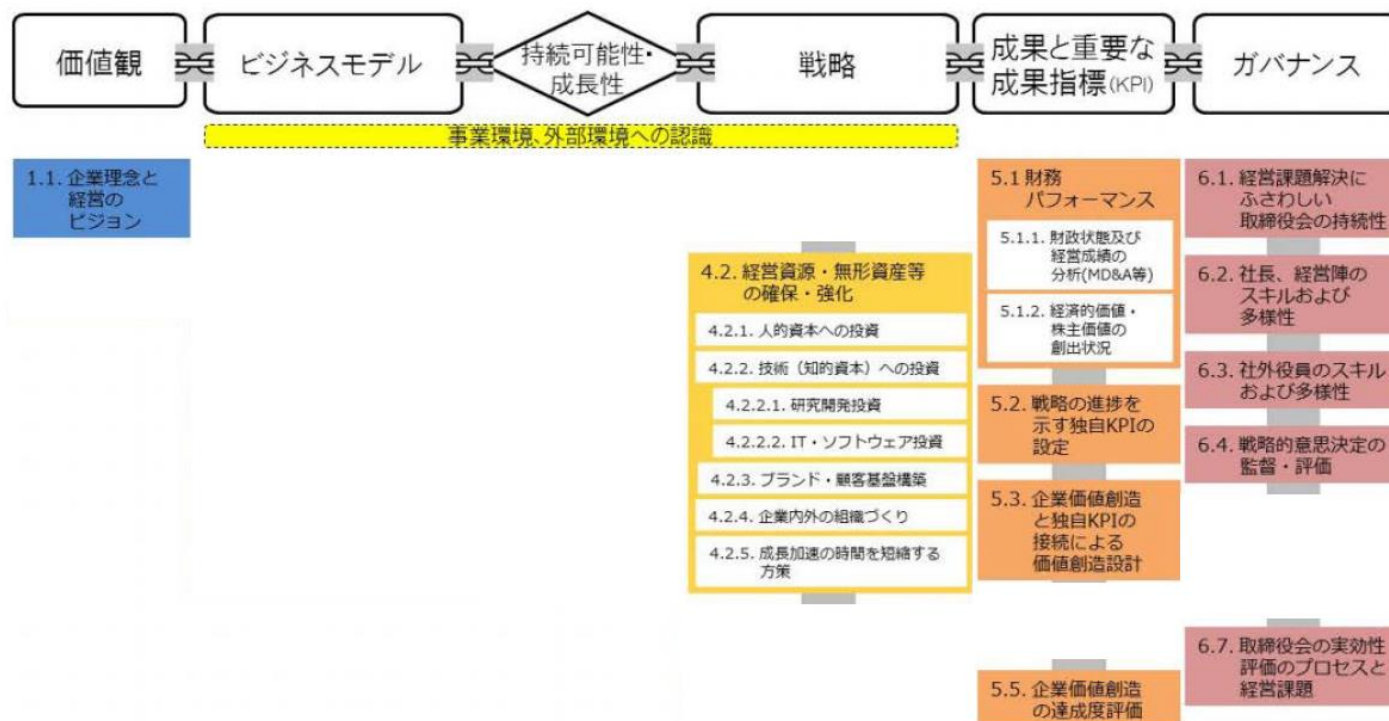


出所：統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会 参加企業によるプレゼンテーション資料 2019年1月10日（経済産業省HP）  
[https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kgigyokaikai/kansai\\_presentation.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kgigyokaikai/kansai_presentation.pdf)

# 統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会：小林製薬の例②

## 価値協創ガイダンス（「良かった」Part）

16/20ページ



「○」のみを残すと上記のとおり。

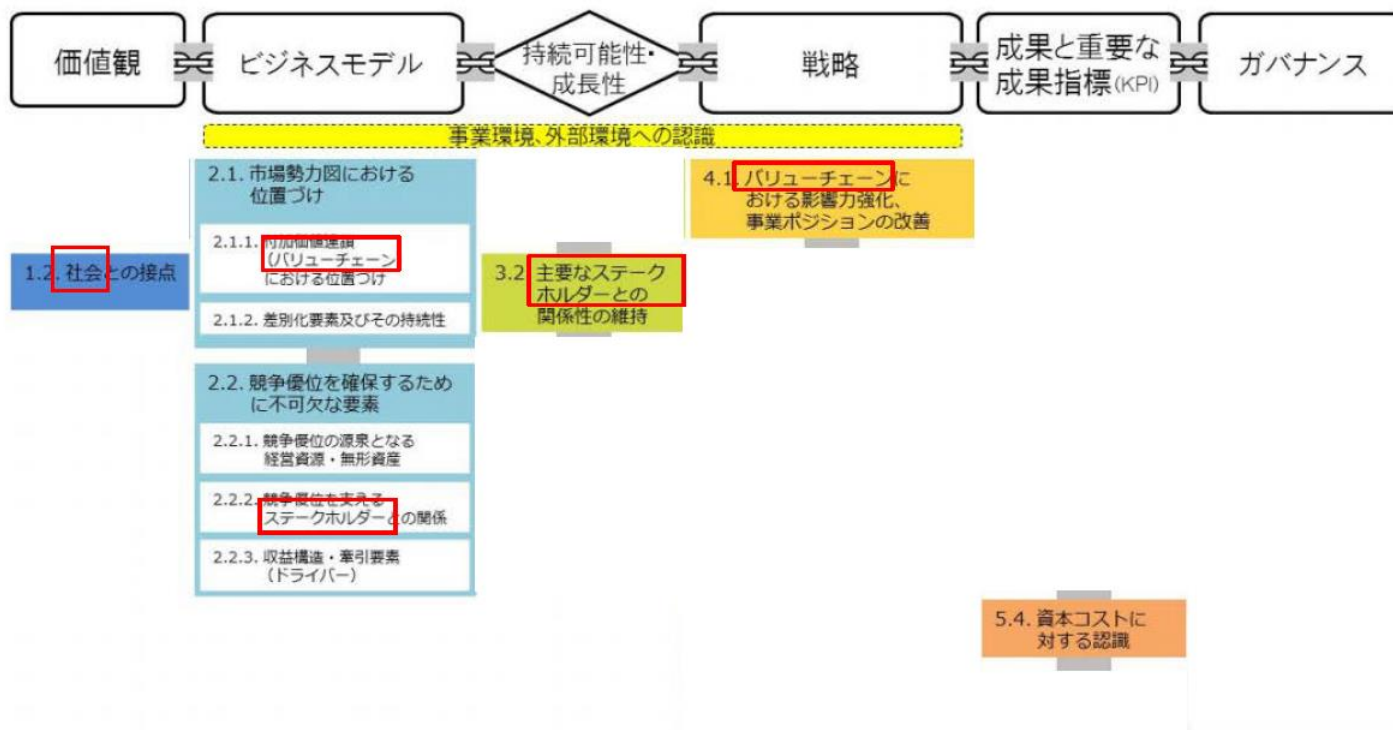
「価値観」→「戦略」→「成果と重要な成果指標(KPI)」→「ガバナンス」といった流れに。

出所：統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会 参加企業によるプレゼンテーション資料 2019年1月10日（経済産業省HP）  
[https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyokaikai/kansai\\_presentation.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikai/kansai_presentation.pdf)

# 統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会：小林製薬の例③

## 価値協創ガイダンス（「悪かった」Part）

17/20ページ



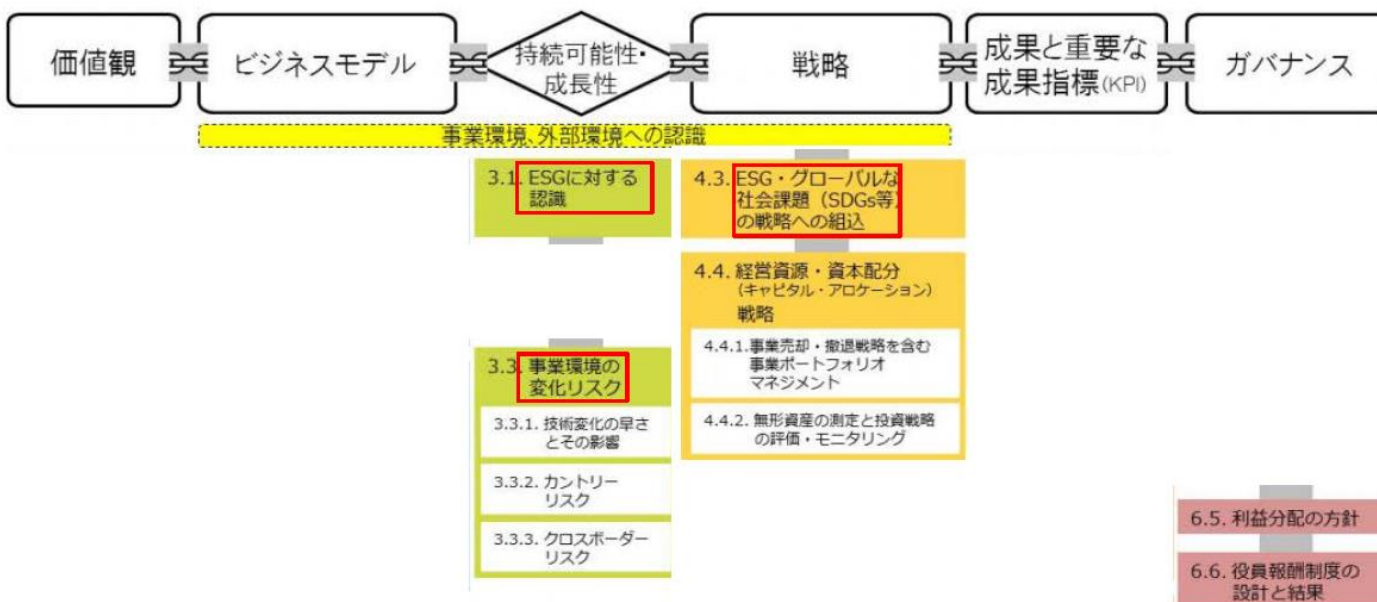
「×」のみを残すと上記のとおり。  
 「社会」、「バリューチェーン」、「ステークホルダー」など自社ではない  
 外部との関係性についての記述が少ないことがわかる。

出所：統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会 参加企業によるプレゼンテーション資料 2019年1月10日（経済産業省HP）  
[https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyokaikai/kansai\\_presentation.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikai/kansai_presentation.pdf)

# 統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会：小林製薬の例④

## 価値協創ガイドンス（「不十分な」Part）

18/20ページ



最後に「△」のみを残すと上記のとおり。

「ESGに対する認識」、「外部リスク分析」、「ESG・グローバルな社会課題の戦略への組込」が不十分。

→ つまり、ここに取り組むことで結果的に「×」の部分も改善されることがわかる。

出所：統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会 参加企業によるプレゼンテーション資料 2019年1月10日（経済産業省HP）  
[https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyoyoukaikai/kansai\\_presentation.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoyoukaikai/kansai_presentation.pdf)

# 統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会：小林製薬の例⑤

## まとめ

19/20ページ

今回は、小林製薬の「価値創造ストーリー」における  
**「価値協創ガイダンス」の活用度**を再確認させていただきました。

結果的に、現在活用されていない「**ESGに対する認識**」、  
「**外部リスク分析**」、「**ESG・グローバルな社会課題の戦略への組込**」  
といった項目が、まさに**課題として当社が取り組みつつある**内容で  
改めて**非常に有益なガイダンスであることが認識**できました。

今後、「価値創造ストーリー」を改良・修正していった際にも、  
「何が課題であるのか？」を明確にするため、  
是非、**本ガイダンスを活用させていただきたい**と思います。

以上

出所：統合報告・ESG対話フォーラム 関西分科会 参加企業によるプレゼンテーション資料 2019年1月10日（経済産業省HP）  
[https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyoukaikai/kansai\\_presentation.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/kansai_presentation.pdf)

# 価値協創ガイダンスを使えば、全体の整合性を俯瞰できる 事業部門長の視点の延長ではなく、連結経営トップの視点が求められている

グローバルに連鎖する様々な社会的課題克服のソリューションやイノベーションを考慮しているか。

全体の整合性に納得すれば、実現可能性に対する投資家の評価（確信度）は高まる。



## 重要情報

- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、データの正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。