

# 第10セッション「投資家との対話・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) Bコース

2021年3月14日(日) 9:00-16:00 (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. 企業価値創造の現状
2. 最近の資本市場環境の変化
3. 直面する経営課題
4. 制度改革による後押し
5. エンゲージメント事例
6. 補足

# 1. 企業価値創造の現状

---

# 企業価値評価の構造～株価が示唆する市場の情報解釈

従来のビジネスモデルは持続可能か、成長可能か。その先を問い、評価(試算)する。

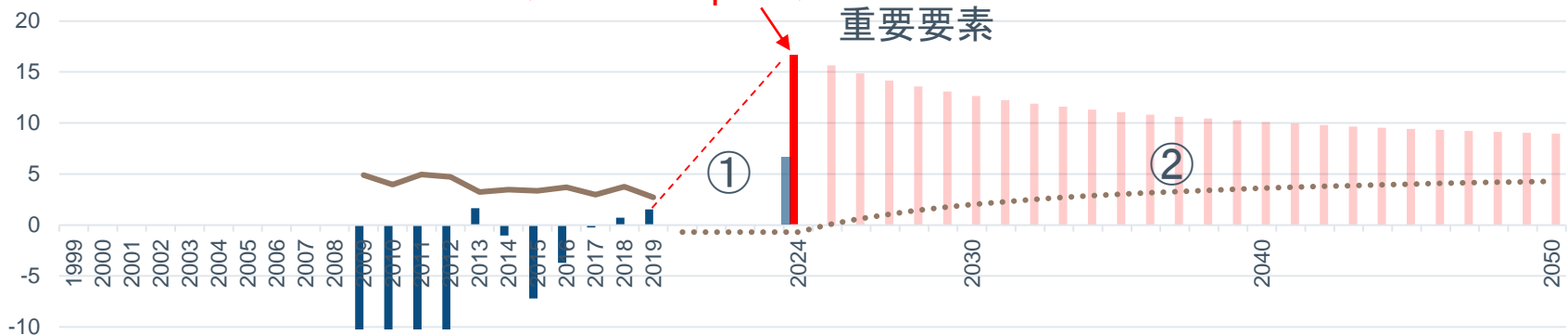
## トヨタ自動車 CFROI実績とインプライド



①具体的な情報の積み上げを定量化して導きだされる部分 (Forecasting period)

②戦略の方向性、非財務情報等から可能性を読み取り、相対評価も含め反映される部分 (Fade) があるが、企業価値全体に占める割合は②が圧倒的に大きい

## テスラ CFROI実績とインプライド



市場の期待値\* (Market Implied)

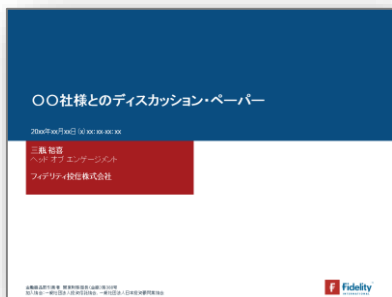
②は、1) 従来はVisibility、最近はSustainability、加えて、2) 経営力(変化・リスクへの対応力)が重要要素

\* : Market Impliedは、2021年2月1日終値ベース、データはCredit Suisse HOLT

\* : Market Impliedは、2021年2月1日終値ベース、データはCredit Suisse HOLT

# “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



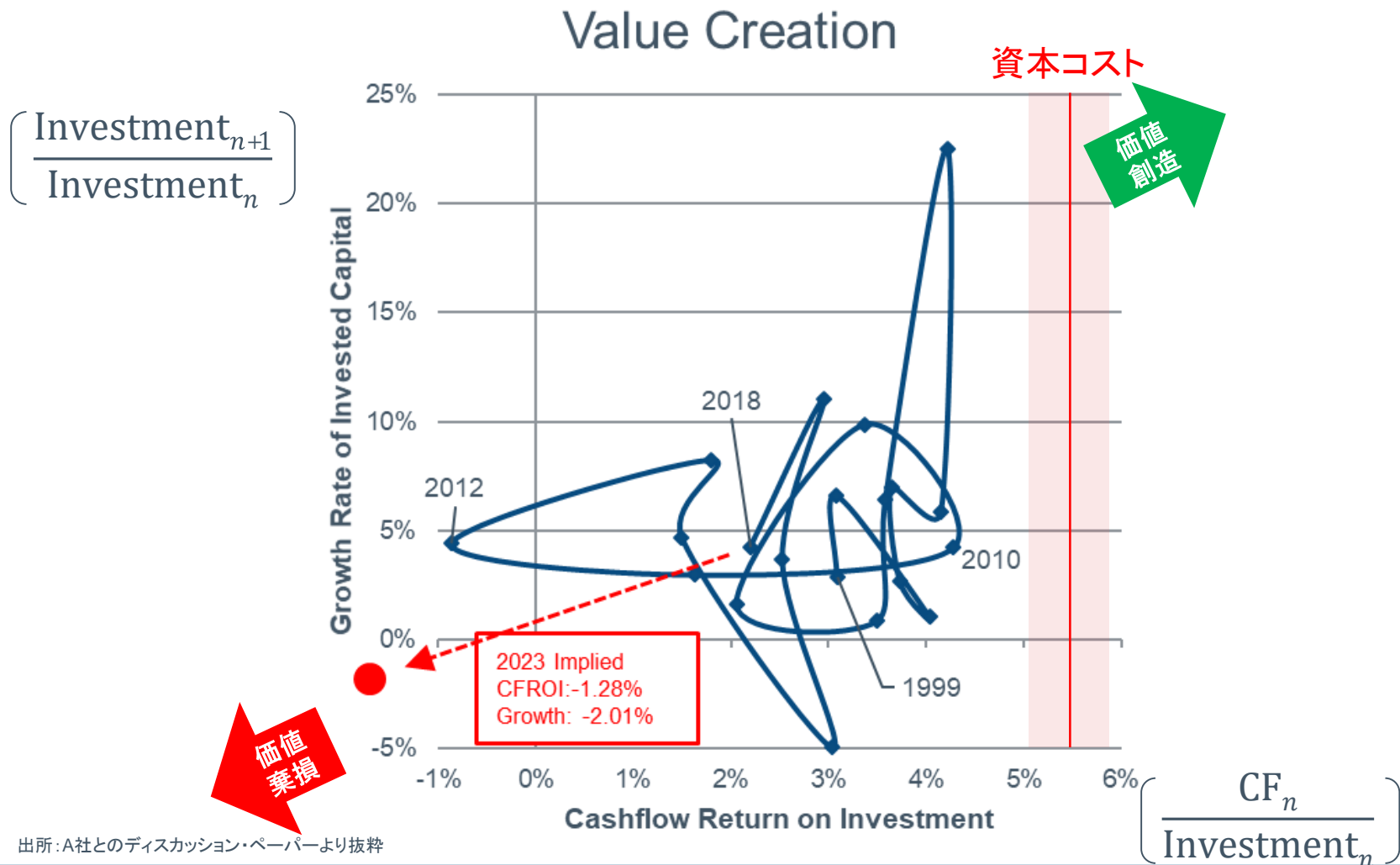
残念ながら企業側から内容のあるMD&Aが示されることは未だ少ない。したがって、当方から“診断”結果を伝える。



出所: フィデリティ投信

# “価値創造診断書”によるトラックレコードと市場評価の確認

株価が示唆する将来の価値創造に対する評価からアクションポイントを絞り込む



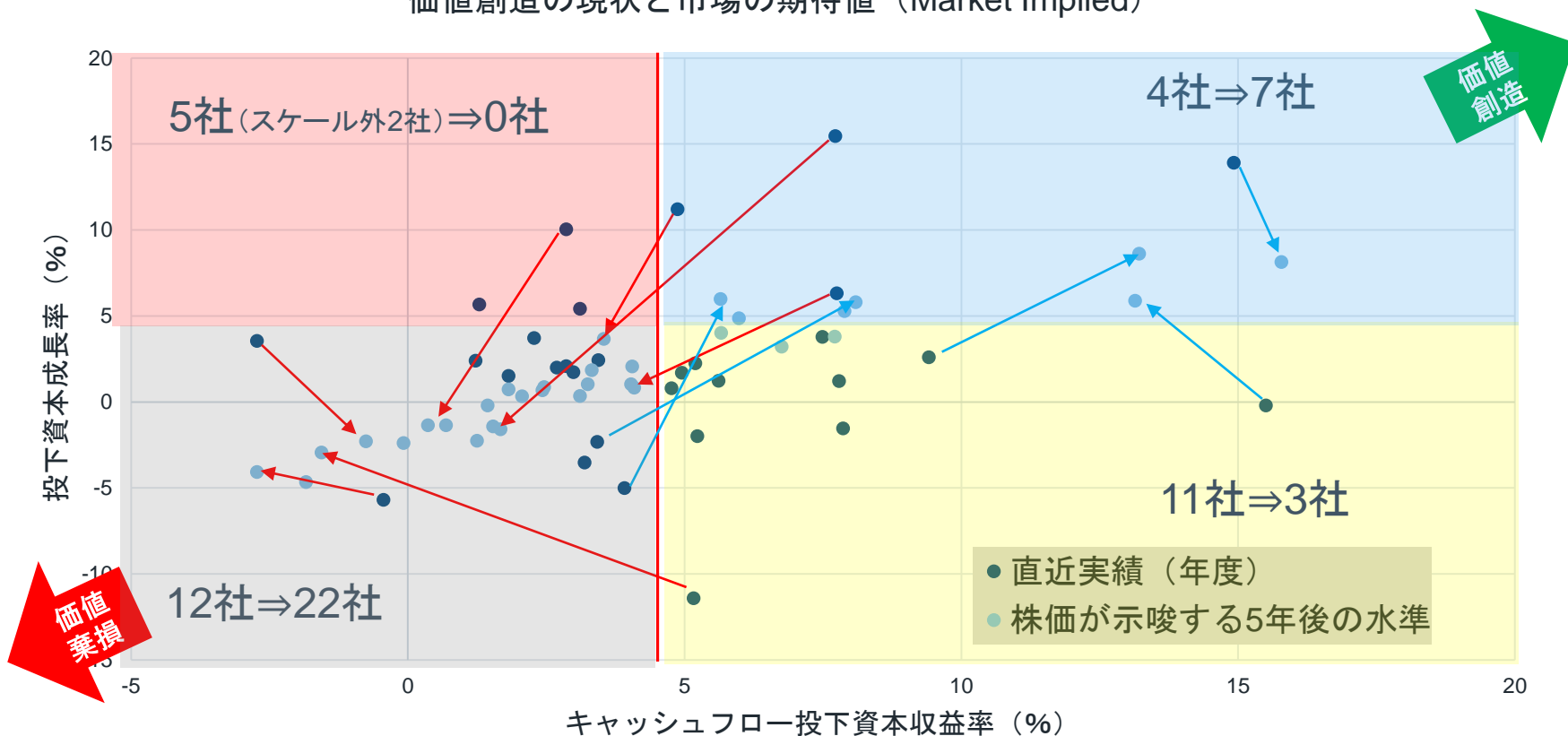
出所: A社とのディスカッション・ペーパーより抜粋

# HFLP Bコース参加企業のうち上場32社(金融除き)

直近実績と株価(3/5/2021)が示唆する5年後の位置から「市場期待」を読み取る

現状は将来性が見込みにくい領域に一番多く(■ 12社)、今後5年で更に増える(■ 22社)と市場は悲観的な見方

価値創造の現状と市場の期待値 (Market Implied)

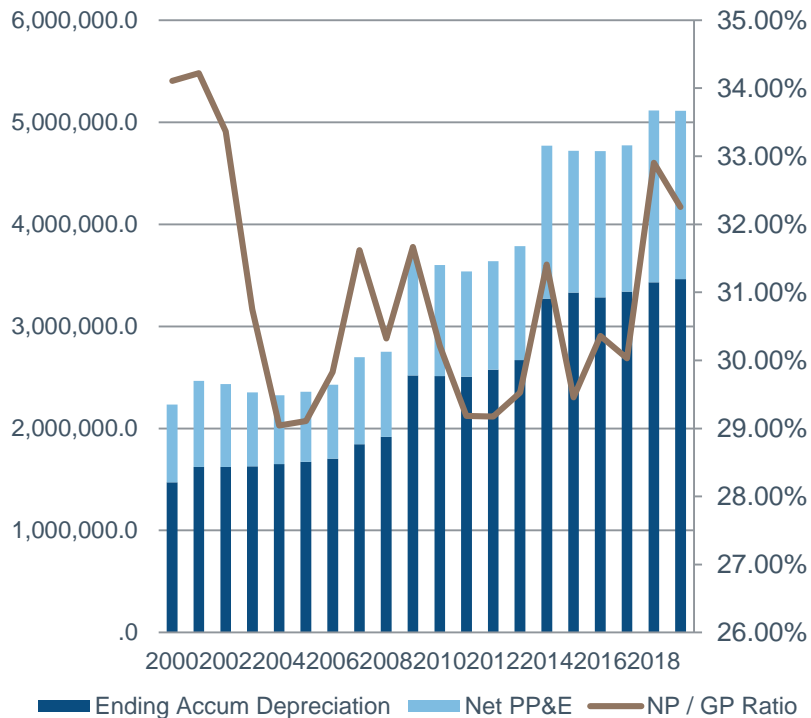


筆者作成、データはCredit Suisse HOLT

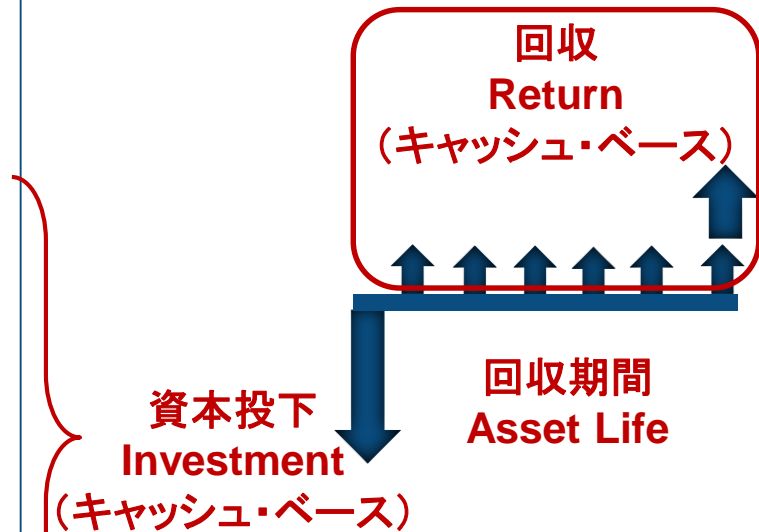
# (ご参考) キャッシュ・ベースとは... “投資家は減損を忘れない”

資本的支出により取得した資産は保有している限り、支払ったキャッシュに資本コストがかかっているため、減価償却費や減損費用を足し戻して把握する

BS上はネット、キャッシュベースはグロス(比率30%は危険ライン)  
PP&E



キャッシュ・ベースIRRの構造



注:IRRは、赤字又はキャッシュフローがマイナスでなくても、投資が回収できなければマイナスになる。



# (ご参考) 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

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

$$CF_1 = \frac{CF_1}{\text{Investment}_1} \times \text{Investment}_1$$

① 資本生産性 → X軸

② 成長性 → Y軸

$$CF_2 = \frac{CF_2}{\text{Investment}_2} \times \text{Investment}_2$$

営業利益率

資産回転率

売上高成長率

売上原価

販管費

有形固定資産(グロス)\*

在庫

売上債権

買掛金

販売数量

販売価格

\*減価償却費累計額を足し戻した有形固定資産

## 2. 最近の資本市場環境の変化

---

# ESG・サステナブル投資の潮流に潜むリスク

主導権争い、規制強化、選択肢の制約など

- 規制強化      EU taxonomy, SFDR, SEC regulation S-K
  - SFDRでの4段階分類 no/some/integration/impact
  
- 活動家主導でIntegrationからintervention (exclusion, divestment)
  - Engagementよりもexclusionへの圧力
  
- MSCIなどESG格付け機関によるファンドに対するESG格付け(適格・不適格)

しかし、

- 企業の対応・価値観の画一化は、「ハーディング」、「レッド・オーシャン」へ向かう危険
  
- 資本市場が、「画一的価値観」且つ、「現状での判断で優劣をつける」のでは、投資対象の選択肢を狭め、これからの変化・改善への許容度の低下という危険・矛盾をはらむのでは

# 欧州の機関投資家に対する開示規制の示唆

投資先企業選別や対話にどのような影響があり得るか

## (2) 欧州の動向②(行動計画ごとのスケジュール)

- 2019年12月、欧州委員会は2050年までの気候中立目標の法制化を含む「欧州グリーンディール」を公表。現行のアクションプランは「サステナブルファイナンス戦略」として改訂される予定。
- 投資家及び企業に開示を求める取組みも進んでいる。

各行動計画の進捗状況と今後のスケジュール

	2019年	2020年	2021年	2022年
<b>全体</b>	欧州グリーンディール公表 (19年12月)	サステナブルファイナンス戦略に係る市中協議 (20年4月～7月)	戦略公表 (20年Q4予定)	
① タクソミーの策定	タクソミー法案の政治的合意 (19年12月)	タクソミー規則制定 (20年6月)	気候変動関連の委任法制定 (20年末)	気候変動以外の項目に関する委任法制定 (21年末)
② グリーン商品の基準と認証作成	EUグリーンボンド基準に係る報告書の公表 (19年6月)	EUグリーンボンド基準に係る市中協議 (20年6月～10月)	結果公表 (20年Q4予定)	
③ サステナブルプロジェクトの投資促進	中期投資計画"インベストEU"の議会承認 (19年4月)	(2021年～2027年の7年間運用を予定)		
④ 投資アドバイスへのサステナビリティの組入れ	法改正案を公表 (19年1月)	修正案を公表 (20年6月)		
⑤ サステナビリティベンチマークの開発	ベンチマーク規則の改正 (19年12月)	適用開始 (20年4月)		一部基準のみ適用開始予定 (21年末予定)
⑥ 格付け・市場調査へのサステナビリティの組入れ	当局が信用格付会社向けガイドラインを公表 (19年7月)		欧州委がESG格付けに関する調査報告書を公表 (21年1月)	
⑦ 投資家義務の明確化	サステナブル金融開示規則(SFDR)の制定 (19年12月)		適用開始予定 (21年3月)	
⑧ 健全性規制へのサステナビリティの組入れ	規制当局が技術的助言を公表 (19年5月)	規制当局がESGリスク管理・監督に係る文書公表 (20年10月)		<b>投資家の開示</b>
⑨ 企業開示の強化	非財務情報開示ガイドラインの改訂 (19年6月)	非財務報告指令(NFRD)改正の方向性に係る市中協議 (20年2月～6月)	改正案公表 (21年Q1予定)	
⑩ サステナブルなコーポレートガバナンスの促進	当局が短期主義に関する調査報告書を公表 (19年12月)	欧州グリーンディールの中で提言	法改正の必要性に係る市中協議 (20年10月～21年2月)	結果公表 (21年Q2予定)

タクソミー規制の対象は、現時点では企業開示、金融商品、グリーンボンド等を想定

(出所)各種ホームページ等より金融庁作成

32

2021年2月15日 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」資料3 P.32

## (2) 欧州の動向④(金融機関等を対象にした開示規制)

- 2019年に、EUの金融機関等を対象としたサステナビリティ関連の開示規制(SFDR)を公表。
- その細則案(2020年9月1日にパブリックコメントの募集を締切)では、開示を求めるサステナビリティに関する項目が詳細に示されている。

### 金融機関等を対象にした開示規制(SFDR<sup>(注)</sup>) (前々頁⑦)

(注) EU Regulation no Sustainability-related Disclosure in the Financial services sector (2019年12月公表)

対象	・ 主に資産運用サービスを提供する金融機関等及び金融アドバイザー
開示媒体	・ 多くの項目は自社ウェブサイト(一部の項目は業態別にアニュアルレポートなどの指定あり)
開示内容	<p><b>【事業体レベル】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ サステナビリティリスクについての方針、<b>サステナビリティへの悪影響</b>、サステナビリティリスクの統合など(原則Comply or Explain。ただし、一定の場合は一部の項目が義務付け)</li> </ul> <p><b>【金融商品レベル】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ <b>サステナビリティへの悪影響</b>、「環境」又は「社会」の促進についての開示、サステナブル投資についての開示など(原則Comply or Explain。ただし、一定の場合は一部の項目が義務付け)</li> </ul>

「サステナビリティへの悪影響」について、同規則の細則案では、様式に沿って以下のように32項目の開示が求められている。

細則案における開示項目	温暖化ガス	1 炭素排出量、2 カーボン・フットプリント、3 加重平均炭素排出原単位、4 固体化石燃料セクターエクスポート
	エネルギー・パフォーマンス	5 非再生可能エネルギーからの消費の比率、6 非再生可能エネルギーからの消費の内訳、7 エネルギー消費原単位、8 セクター毎のエネルギー消費原単位
	生物多様性	9 生物多様性とエコシステム保護の慣行、10 天然種と保護エリア、11 森林破壊
	水	12 水排出、13 高いストレスの地域へのエクスポート、14 未処理排水
	廃棄物	15 危険廃棄物レシオ、16 リサイクルされない廃棄物レシオ
	社会・従業員	17 ILO憲章の実行、18 ジェンダー・ペイ・ギャップ、19 過剰なCEOペイ・レシオ、20 取締役会のジェンダー・ダイバーシティ、21 不十分な内部通報者の保護、22 現場でのアクシデントの保護ポリシーをもたない企業への投資
	人権	23 人権ポリシー、24 デューデリジェンス、25 人身売買を防止するプロセスと手段、26 児童労働事故の重大なリスクをもつオペレーションとサプライヤー、27 強制労働事故の重大なリスクをもつオペレーションとサプライヤー、28 重大な人権問題が起きた数と性質、29 伝統的な武器へのエクスポート
	反腐敗・賄賂	30 反腐敗・賄賂ポリシー、31 反腐敗・賄賂の基準に反した場合に取られた不十分なアクション数、32 関連法律違反での有罪数、罰金額

(出所)各種ホームページ等より金融庁作成

34

2021年2月15日 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」資料3 P.34

# “ESG Integration”か、それとも“ESG Intervention”か

投資プロフェッショナル主導から環境活動家主導へ、インベストメントチェーン変質の兆候

資本アロケーションには介入するが、投資リターンを追求せず、責任を持たない

アセット・オーナー

NPO・環境活動家



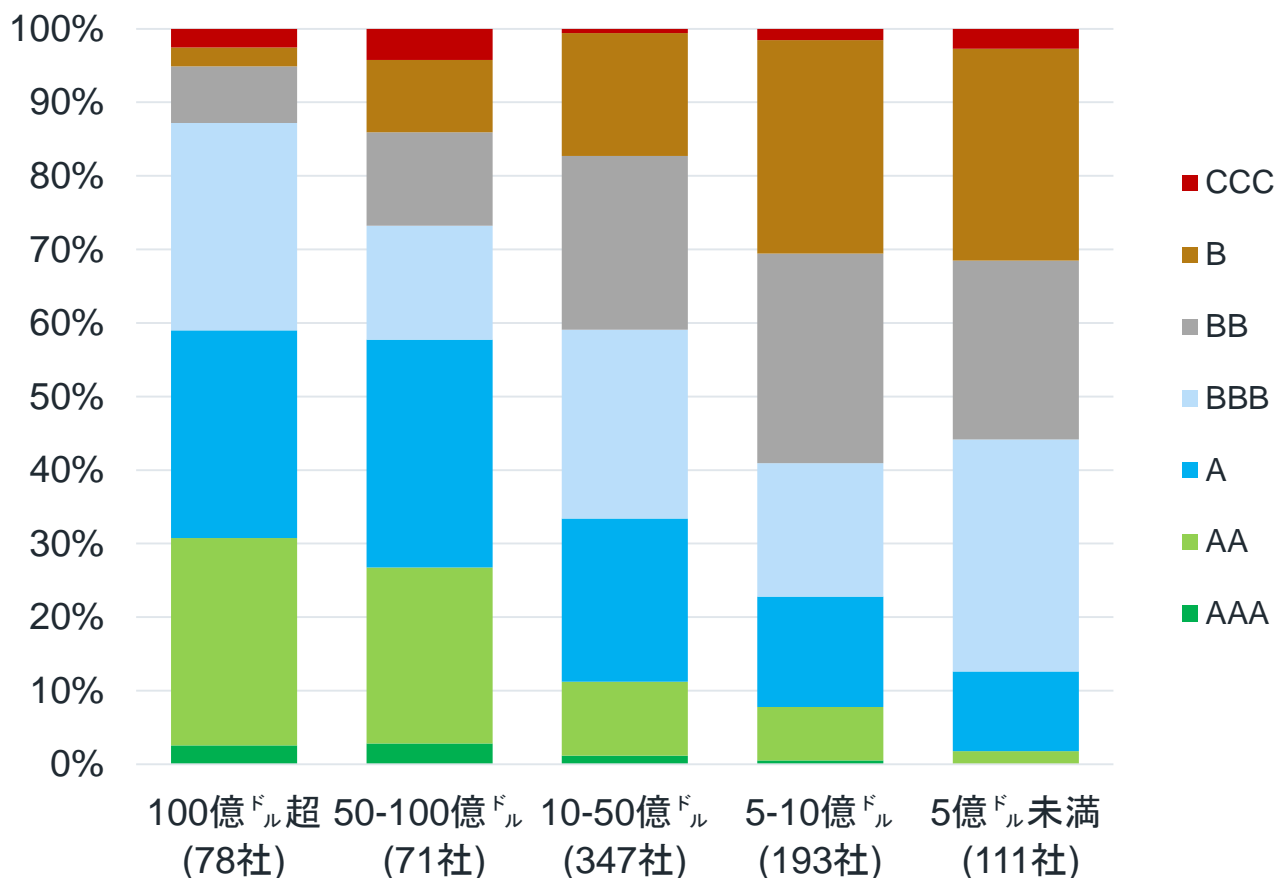
アセット・マネージャー

筆者作成

# 日本企業のESG格付け

ESGへの取組みは、企業規模に因らずの存在・活動を社会に受け入れてもらうための新たな条件になりつつあるとの認識が必要

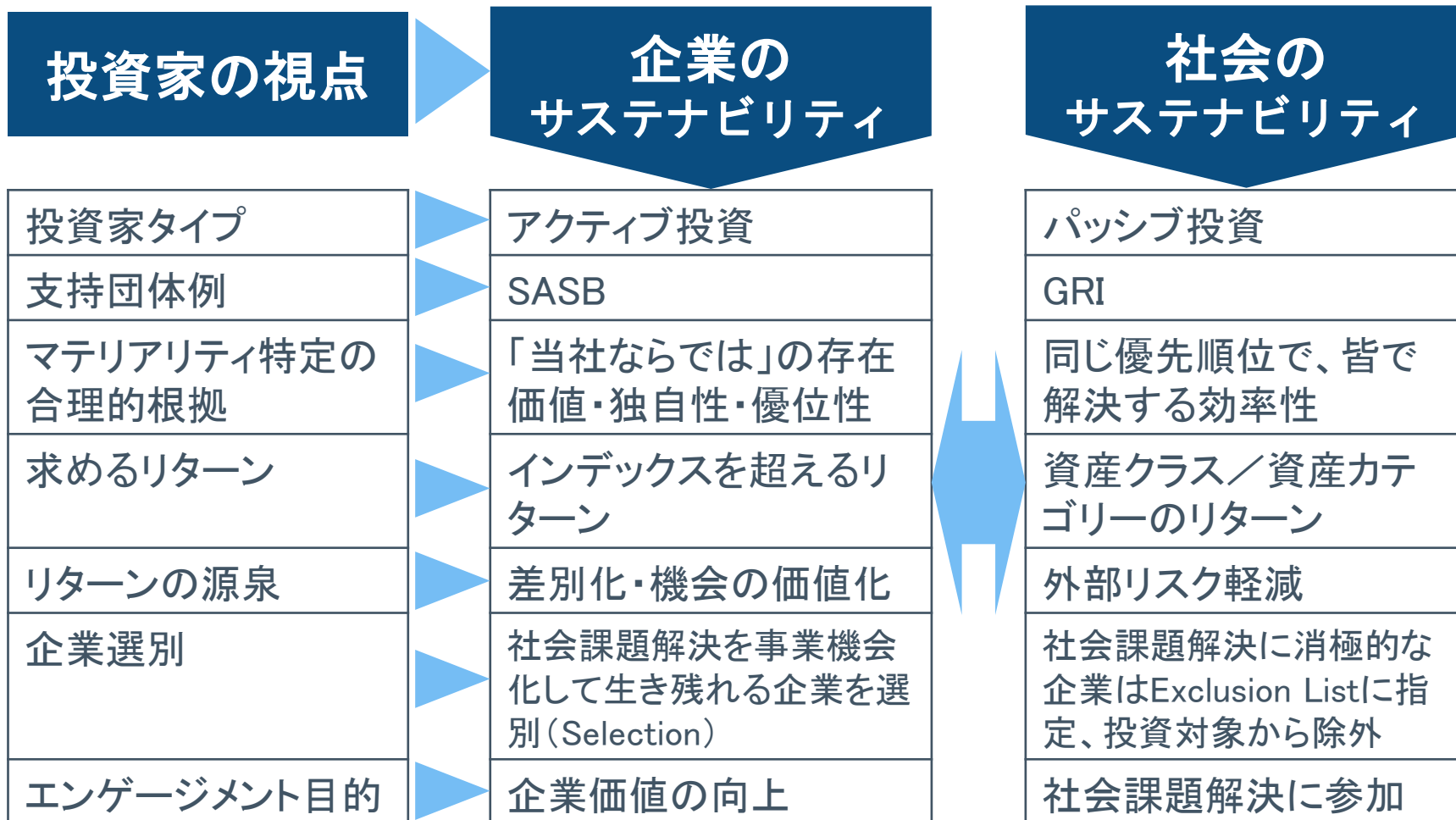
## 時価総額とESG格付け



出所：2020年7月2日現在のデータに基づきフィデリティ投信にて作成。ESG格付けデータはMSCI。

# マテリアリティの特定

「ダブル・マテリアリティ<sup>(注1)</sup>」の混乱、「ダイナミック・マテリアリティ<sup>(注2)</sup>」提唱、投資家の立ち位置も様々



(注1) SASB:「投資家の意思決定にどんな影響を与えるか」、GRI:「世の中(経済、環境、社会)にどんな影響を与えるか」

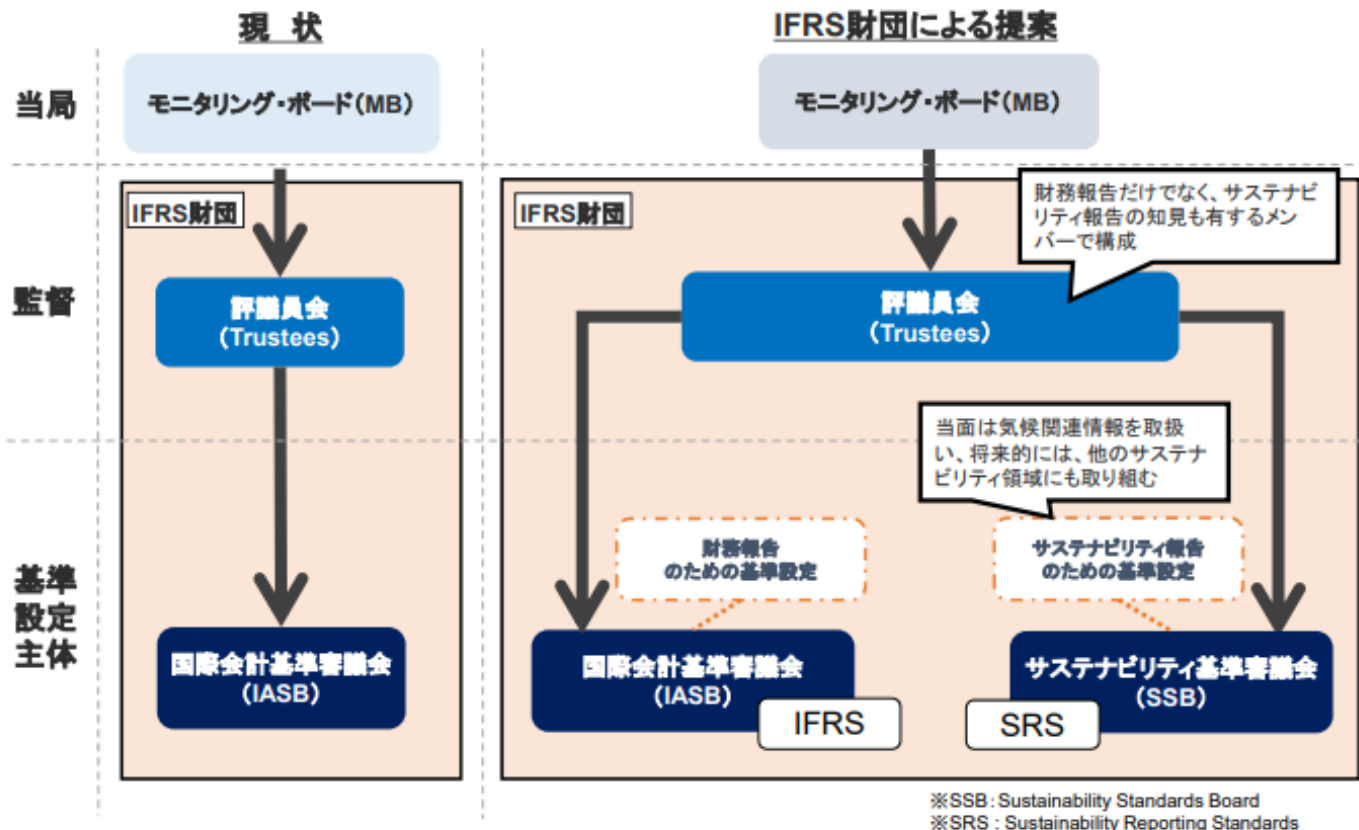
(注2) ダイナミック・マテリアリティは、GRI、SASB、IIRC、CDP、CDSBの5団体合同の提唱

筆者作成



# サステナビリティ基準審議会(SSB)は「シングル・マテリアリティ」を基本とする

## (2)IFRS財団のサステナビリティ報告にかかる新たな基準設定主体設置のイメージ



(出所)IFRS財団「サステナビリティ報告に関する協議ペーパー」(2020年9月30日公表)に基づき金融庁作成

19

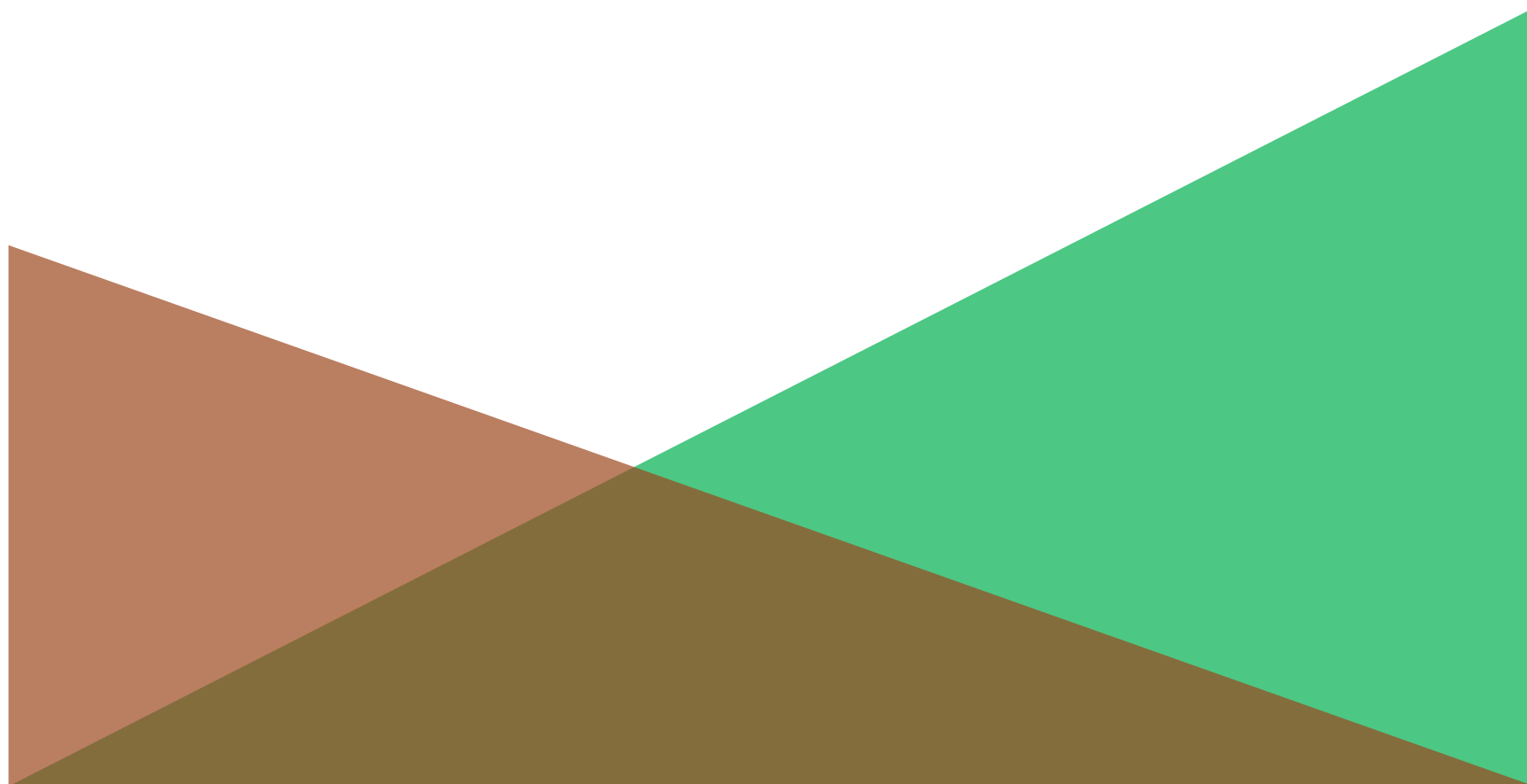
2021年2月15日 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」資料1 P.19

### 3. 直面する経営課題

---

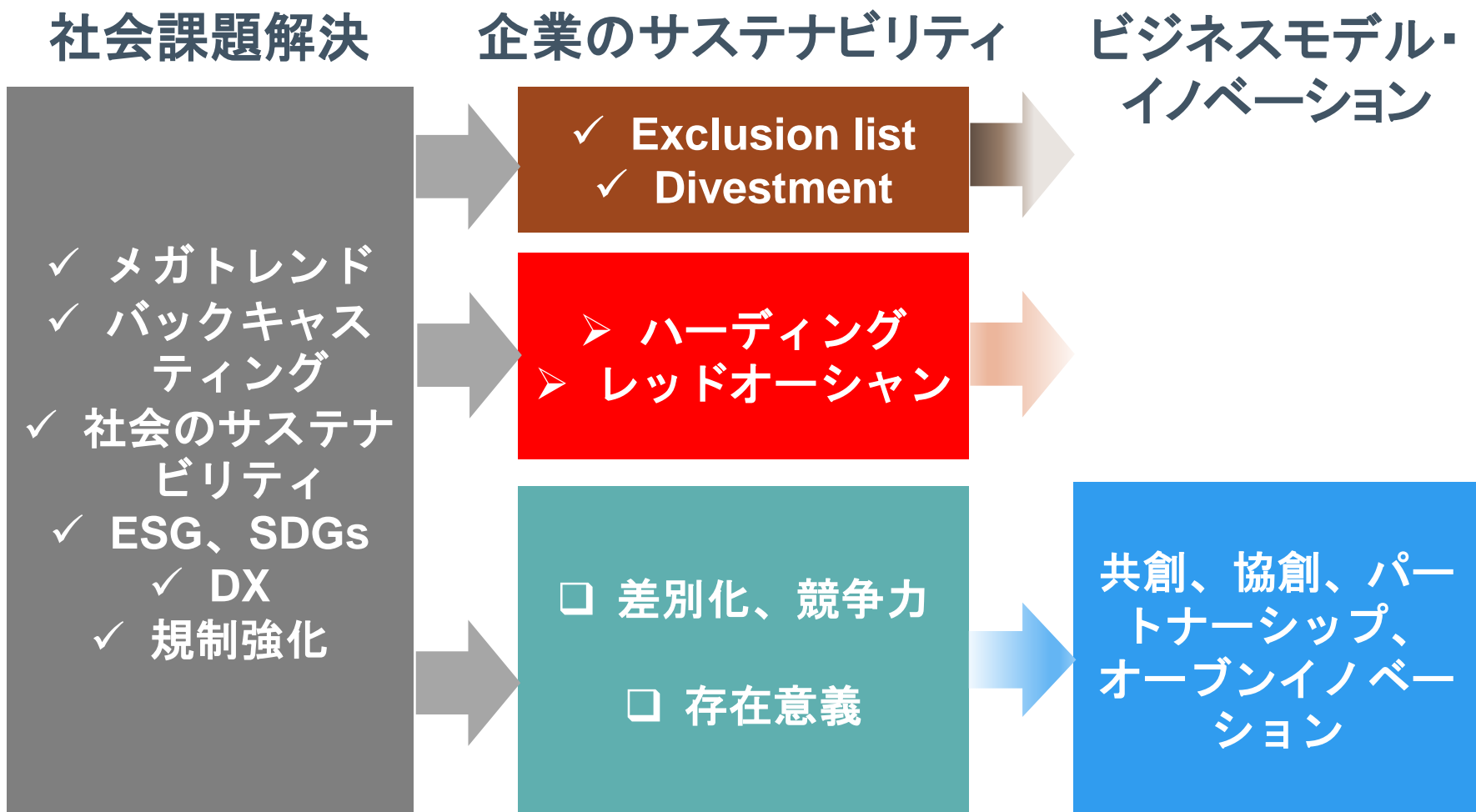
# 多くの産業・企業が直面している課題・リスク・存続危機

ダイベストメント ⇒ トランスフォーメーション ⇒ グリーン・リカバリー/グリーン・グロース



# 多くの企業がハーディングに向かっている

同じゴールを分担して解決するビジネスモデル・イノベーションが鍵ではないか



# イノベーションの本質

技術的ブレイクスルーでビジネスモデルの変革が起こる

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。

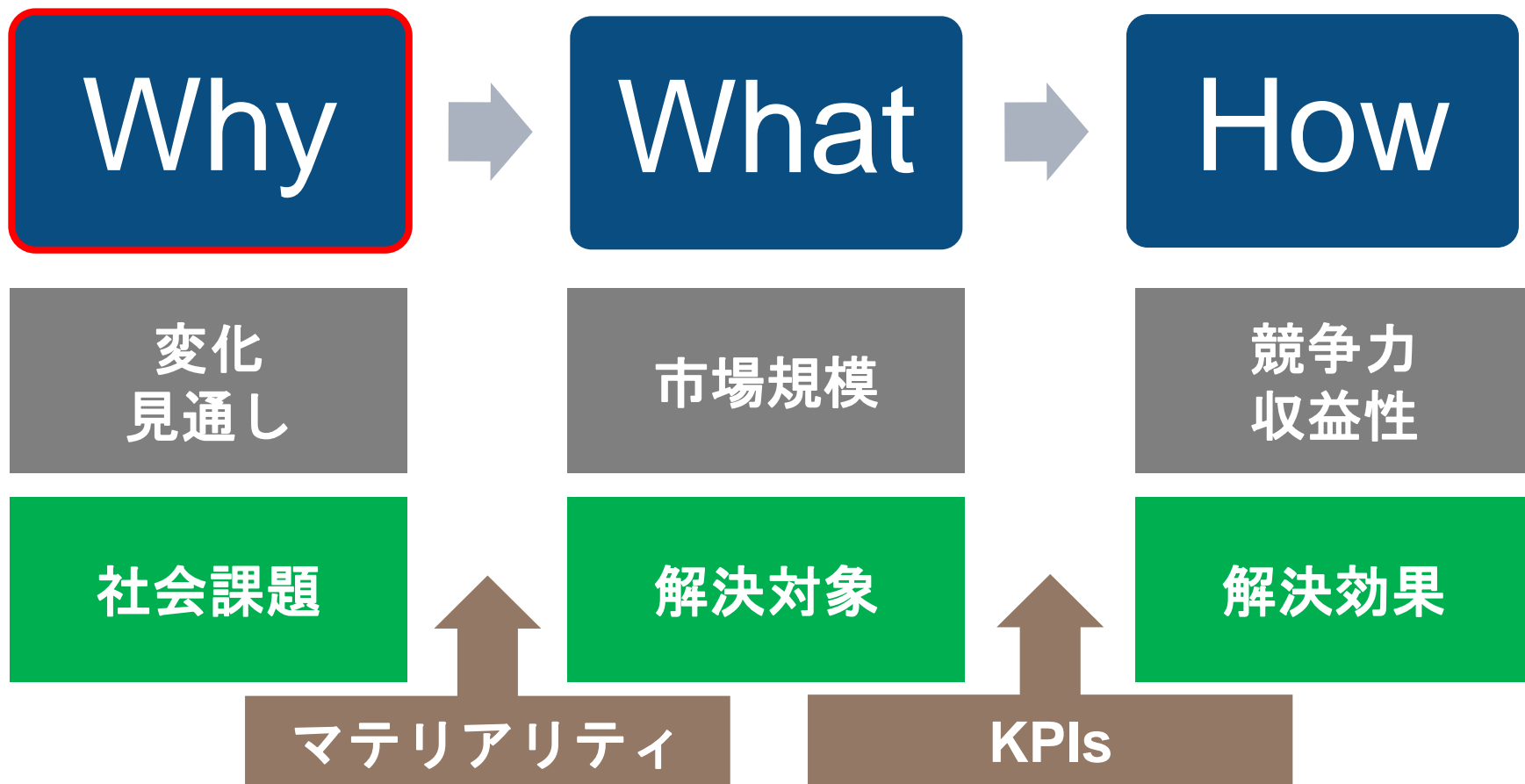
- ただし、従来の方法を捨てる決断が必要（' Must have ' と ' Nice to have ' の見極め）
- 捨てるものを持たない新規参入者には始めやすい
- 遅かれ早かれ、新旧交代となる

“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

# 何を見て、どう判断するのか

投資家が企業に求める情報発信の要素と相互関連性



筆者作成

# 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):ハーディングはレッドオーシャン。避けるには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  
多様性を受け入れ取り入れる準備として、マイノリティ側の体験が必要
- 独自に市場調査・データ収集を行っていますか？ 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？
- 企業の目的、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

## 4. 制度改革による後押し

---



# 事業再編促進および少数株主保護のための施策

	完全子会社化	MBO	事業譲渡・グループ再構築	スピンオフ
2019年6月28日公表	公正なM&Aの在り方に関する指針 <sup>1</sup>			
2019年12月11日公布、2021年3月1日施行		会社法改正 <sup>2</sup>		
2020年1月7日～中間整理2020年9月		従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会 <sup>3</sup>		
2017年4月1日以後適用				平成29年度税制改正
2020年2月～実務指針2020年7月	事業再編研究会 <sup>4</sup>			

出所：筆者作成；1：経済産業省；2：法務省；3：東京証券取引所；4：経済産業省

# 経営環境激変への備え

	DX (デジタル・トランスフォーメーション)	課題解決イノベーション	人的資本	無形資産	デジタル基盤
2020年1月17日～中間整理 2020年9月		持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会 <sup>5</sup>			
2020年1月22日～デジタルガバナンスコード、法認定基準案策定 2020年11月		Society5.0時代のデジタル・ガバナンス検討会 <sup>6</sup>			
2019年11月26日～中間取りまとめ 2020年8月		サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会 <sup>7</sup>			
2020年2月～中間取りまとめ 2020年9月		環境イノベーションに向けたファイナンスのあり方研究会 <sup>8</sup>			

出所:筆者作成: 5,6,7,8: 経済産業省

## (1) 事業再編＝キャピタル・アロケーション

---

# 事業再編ガイドラインのポイント

## 取締役会の役割（事業再編ガイドライン3.1）

### 会社法上の位置づけ

会社法上、会社の機関設計にかかわらず、事業ポートフォリオに関する基本方針5の決定、及びその基本方針に基づき経営陣が行う職務の執行に対する監督は、取締役会の重要な役割である。－また、取締役は、善管注意義務に基づき、事業ポートフォリオに関する基本方針の決定及び監督に関して、中長期的に企業価値を向上させるべく、最善を尽くすことが求められる。

### 取締役会における事業ポートフォリオに関する基本方針の見直し

取締役会においては、(i)少なくとも年に1回は定期的に事業ポートフォリオに関する基本方針の見直しを行うとともに、(ii)経営陣に対して、事業ポートフォリオマネジメントの実施状況等に関して監督を行うべきである。－取締役会において上記の見直しや監督を行う際には、株主に対する受託者責任を踏まえ、中長期的な企業価値の向上に向けて、全社レベルの視点から検討するとともに、①事業ポートフォリオマネジメントに関する実施体制・事業評価の仕組み・情報開示及び②事業ポートフォリオの内容について具体的に確認すべきである。

## 経営者の役割（事業再編ガイドライン2.1）

### 従業員利益の確保の観点から、事業再編をどう考えるか

自社が「ベストオーナー」ではない事業を抱えていても当該事業の成長戦略の実現は難しいため、従業員利益の確保という観点からも、黒字であっても、例えば（その事業における）資本収益性が資本コストを下回り、回復が難しいと見込まれる段階で早期に切出しの決断を行うことが重要である。また、事業の切出しをスムーズに実行するためにも、普段から、事業ポートフォリオを見直すことの意義について従業員の理解を深めておくことが重要である。

# 事業再編ガイドラインのポイント

## CFOの機能強化（事業再編ガイドライン2.2）

事業ポートフォリオマネジメントにおいては全社的な観点からの財務的な規律付けが重要であり、CFOがその担い手になるべきであるが、日本企業においても、その機能強化を図り、積極的な役割が期待される。－そのためにも、経営企画(CSO)のラインとCFOのラインとの連携を進め、特に事業ポートフォリオに関しては一体的に議論できるような関係を構築することが望ましい。－また、サステナビリティやイノベーションの観点から、CTOやCIOの役割や連携強化も重要である。

## 事業評価の仕組みの構築と運用

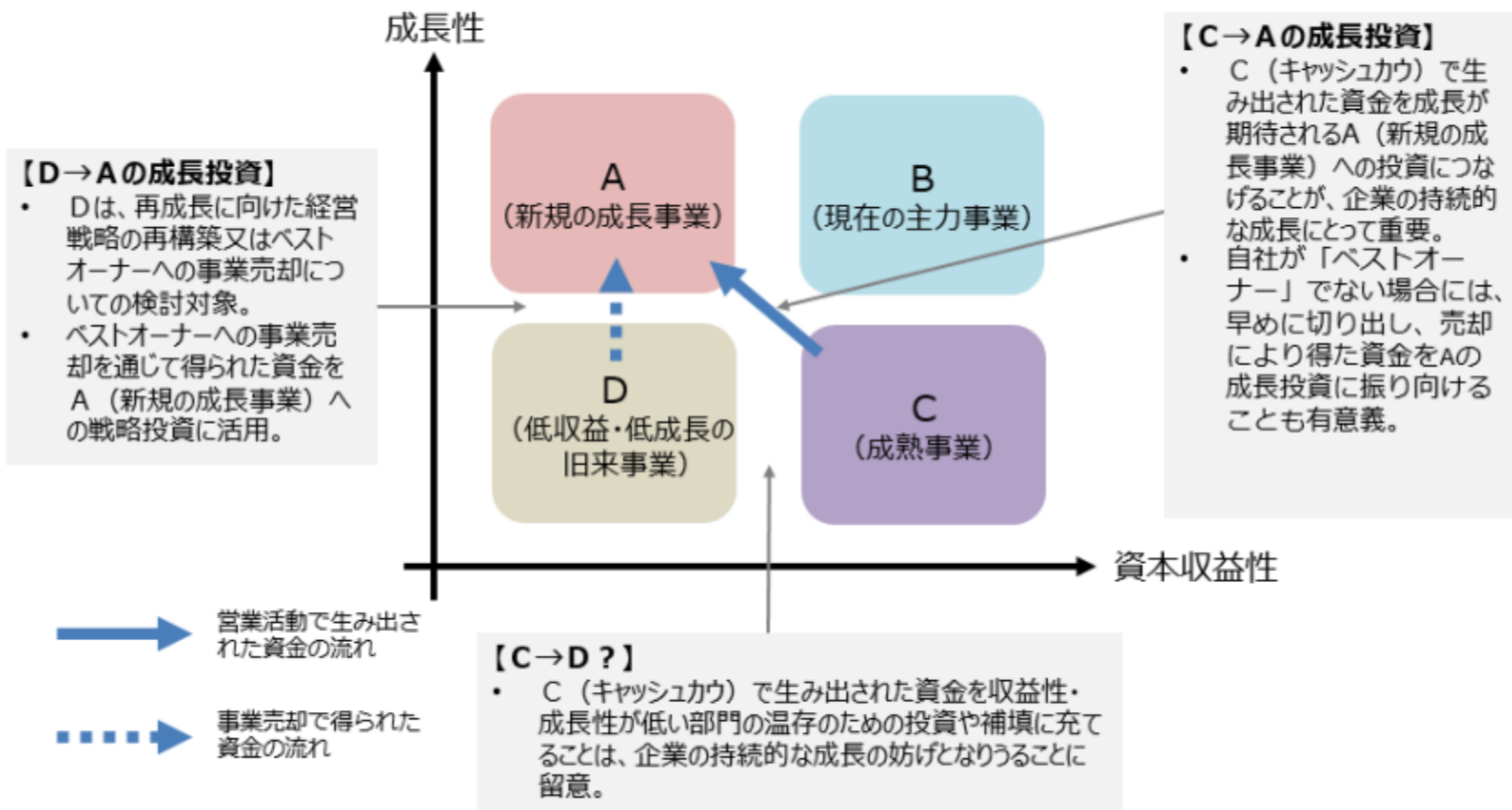
事業ポートフォリオを見直し、最適化を図る際の出発点となるのが既存の事業(又は事業セグメント)の評価分析であり、その際、最も重要な視点が、その事業にとって自社が「ベストオーナー」かどうかということである。事業評価においては、可能な限り、具体的なデータに基づく定量評価を踏まえた検討により、適切な事業評価とそれに基づく判断を行うことが重要である。

## 「4象限フレームワーク」

事業ポートフォリオマネジメントを適切に行うためには、資本収益性と成長性を軸として事業評価を行うための標準的な仕組みである「4象限フレームワーク」を活用することが有効である。

# 「4象限フレームワーク」

【参考資料 2.2.4-14：4 象限フレームワークに基づく資金の流れ（イメージ）】



（出典）本研究会第1回資料7三瓶委員意見書3-4頁を基に経済産業省において作成。

# 具体事例：ベストオーナーによる事業の活性化

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し株価は上昇した。

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

# 具体事例：ベストオーナーによる事業の活性化

(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。

(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



# 具体事例の後日談

対話の際に社長に本を手交・・・同社取締役CFOとの対話から、その後社内研修に採用されていたことが、13年後にわかった。



## 本書を読んで得られることは何か？

- — 組織における人的資源に関する従来の仮説に疑問をもち、新しい、より広範な枠組み（パラダイム）を開発する。

## (2) ‘動的’な人的資本＝キャピタル・アロケーション

---

# Capitalとは「能力」

## CFOとCHROの共通言語、相互連携がますます重要になる

### □Capitalとは、“能力”、それに対しResourceとは、“役立つ材”を意味する

As defined, resources are the total means available or an available supply that can be drawn on when needed. Resources, quite simply, can be drawn on until exhausted. Capital, however, is defined as any form of wealth employed or capable of being employed in the production of more wealth. Capital can grow with investment to produce more capital.

<http://www.informationexperts.com/>

### □例えば、Human Capital(人的資本)とは、“人間が持つ能力”(知識、スキル、資格など)を資本として考えることを指す。

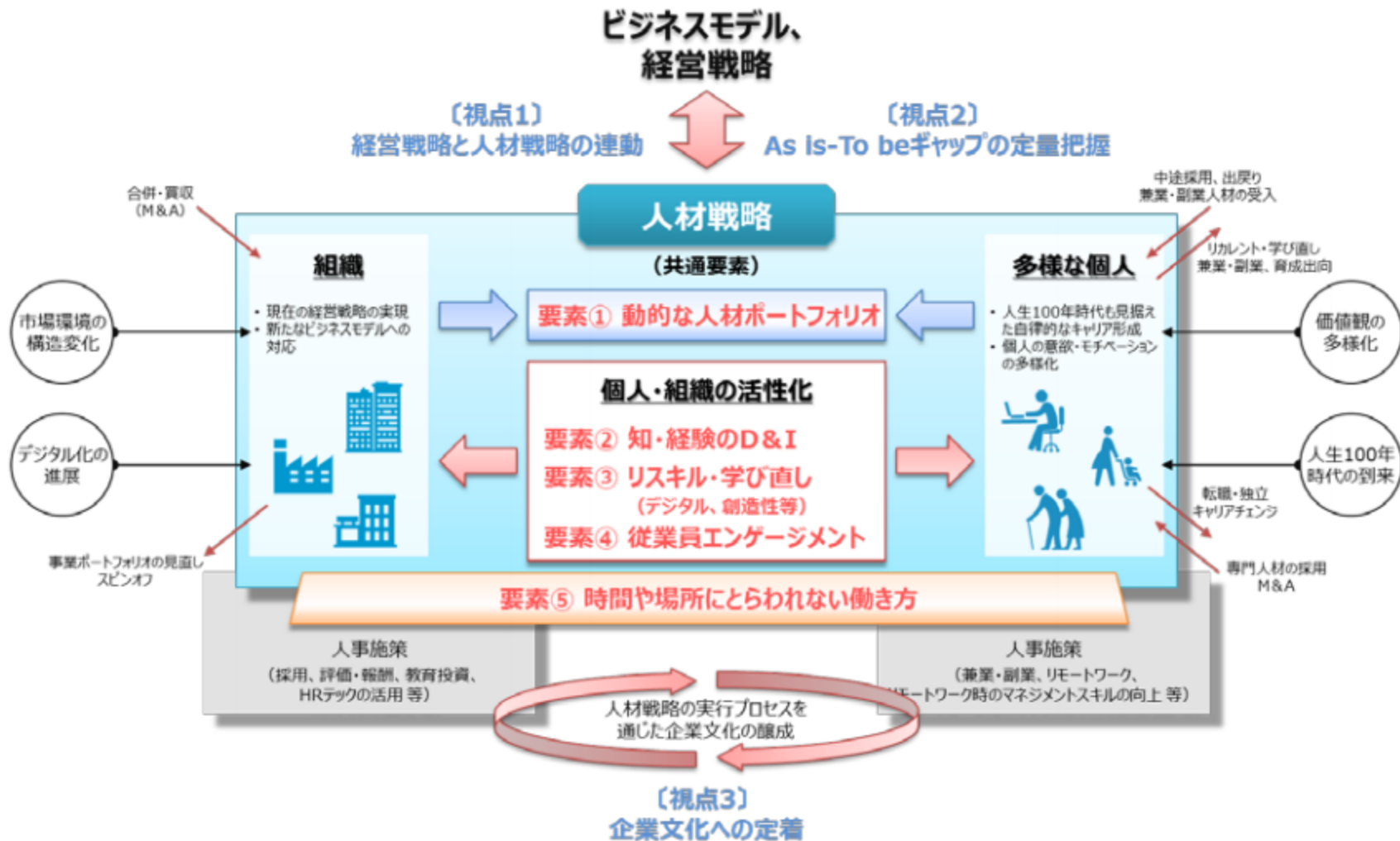
一方、Human Resource(人材)は、“役に立つ個人、即戦力”を指す。

⇒ この違いは、「状況に応じて必要な能力を確保しようとする考え方」と「持っているものを活かすことを優先する考え方」に通ずるのではないか。

⇒ 資本は投資(Capitalize)して、元本及びリターンを回収して増幅するもの、資源は活動のために消費するもの(Expense)、の違いにも表れている。

# 「人材版伊藤レポート」(経済産業省2020年9月)

## 図表10：人材戦略に求められる3つの視点・5つの共通要素 (3P・5Fモデル)



経済産業省「人材版伊藤レポート」

### (3) DX=ビジネスモデル・イノベーション

---

# 正解はない、「正解を創る」経営力のためのDX

- 客観的視点、大局観
  - エビデンスベース
  - 分析
  - 視野・視点（多様性）
- 変化への対応力改革
  - 決断力
  - タイミング
  - 完遂スピード
- 正解のない決断の説明責任
  - 判断根拠
  - 合理的判断
  - 修正

# デジタルガバナンス・コード

経産省 Society5.0時代のデジタル・ガバナンス検討会 2020年11月9日公表

- 企業が DX の取組みを自主的・自発的に進めることを促すとともに、特に、経営者の主要な役割として、ステークホルダーとの対話を捉え、対話に積極的に取り組んでいる企業に対して、資金や人材、ビジネス機会が集まる環境を整備していく。
- ステークホルダーという用語は、顧客、投資家、金融機関、エンジニア等の人材、取引先、システム・データ連携による価値協創するパートナー、地域社会等を含む。

## <デジタルガバナンス・コードの柱立て>

1. ビジョン・**ビジネスモデル**
2. **戦略**
  - 2-1. 組織づくり・人材・企業文化に関する方策
  - 2-2. IT システム・デジタル技術活用環境の整備に関する方策
3. 成果と重要な成果指標
4. ガバナンスシステム

(4)コーポレートガバナンス・コード再改訂＝「変化への対応力」

---



# コーポレートガバナンス・コード再改訂のキーワードは「変化」

## 企業経営への期待3つ

- 正解のない「決断」と、その決断に対する「説明責任・結果責任」
- (そのために) 合理性と透明性が不可欠
- (期待する成果は) 変化への有効なスピードでの対応

取締役会の独立性  
(執行と監督の分離)  
• 指名委員会の設置  
• 報酬委員会の設置  
サステナビリティの確保

## 人材に関して

- (企業は) 個の重視
- (個人は) 自主性
- 変化への抵抗を乗り越えるのは危機感が高まった現在が好機
- D&I(ダイバーシティ&インクルージョン)による視野拡大・新たな視点のフル活用

多様性からの学び  
• スキルマトリックス  
• 外部人材の中核機能への登用

## 変革

- DX(デジタル・トランスフォーメーション)を起点とした経営・ビジネスモデルの再構築
- トランスフォーメーションには、引き算が不可欠、足し算だけでは変化が遅すぎて有効ではない

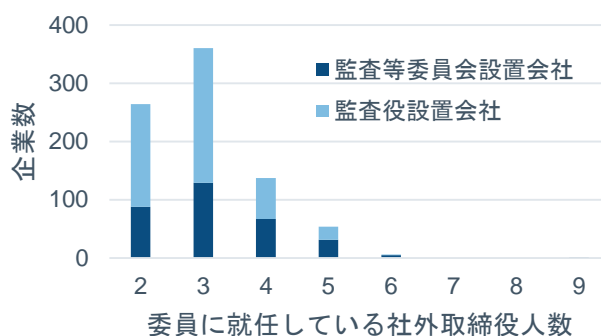
事業再編・再構築  
グループガバナンスと利益相反管理

# 「より高いガバナンス水準を備える企業向けの市場」(プライム市場コンセプト)

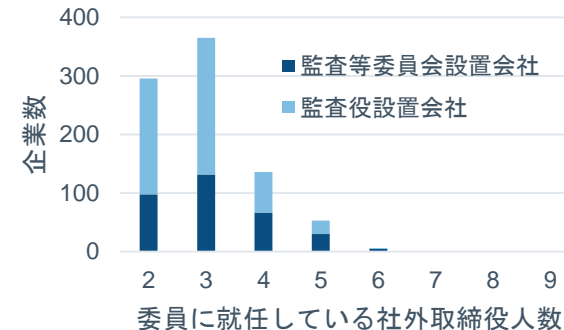
考え方・ねらい “機関投資家との間の建設的な対話の実効性を担保する基盤”

	企業数	1部比率	形態別
2021年2月15日現在			
東証1部	2192	100%	
指名委員会等設置会社	66	3%	
監査等委員会設置会社	678	31%	うち
任意の指名または報酬委員会設置	405	18%	60%
任意の指名委員会設置	383	17%	56%
社外取締役過半数	321	15%	47%
任意の報酬委員会設置	402	18%	59%
社外取締役過半数	333	15%	49%
監査役設置会社	1448	66%	うち
任意の指名または報酬委員会設置	919	42%	63%
任意の指名委員会設置	857	39%	59%
社外取締役過半数	501	23%	35%
任意の報酬委員会設置	911	42%	63%
社外取締役過半数	524	24%	36%
独立社外取締役1/3以上選任	1294	59%	
招集通知(要約)の英文開示	1249	57%	
支配株主有り	94	4%	
親会社有り	156	7%	

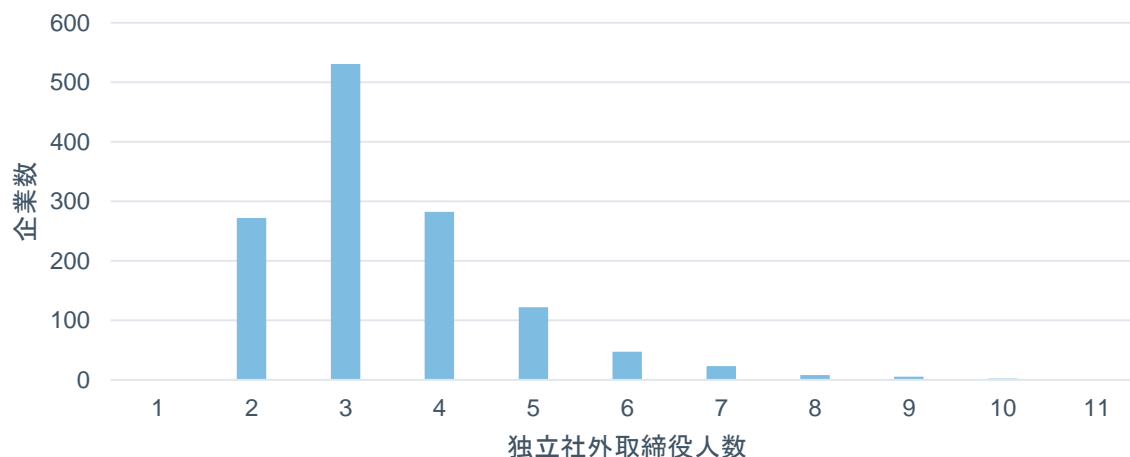
社外取締役が過半数の任意の  
**指名**委員会設置企業数



社外取締役が過半数の任意の  
**報酬**委員会設置企業数



1/3以上の独立社外取締役を選任している企業数



筆者作成、データは東証コーポレート・ガバナンス情報サービスより取得、2021年2月15日現在

# (ご参考) 米国Reg. S-Kに基づく人的資本管理に関する開示例

## The Walt Disney Company (2020年Form 10-K)

### *Human Capital*

The Company's key human capital management objectives are to attract, retain and develop the highest quality talent. ...Some examples of key programs and initiatives that are focused to attract, develop and retain our diverse workforce include:

#### •Diversity and inclusion (D&I).

- Established six pillars
- Created a pipeline of next-generation creative executives ...the Executive Incubator, Creative Talent Development and Inclusion (CTDI), and the Disney Launchpad: Shorts Incubator
- Championed targeted development programs for underrepresented talent
- Hosted a series of culture-changing, innovation and learning opportunities
- Sponsored over 70 employee-led Business Employee Resource Groups (BERGs)

#### •Health, wellness and family resources.

- Healthcare options for employees ... aimed at reducing out-of-pocket costs
- Coverage of all COVID-19 testing and treatment
- Child care programs for employees
- Free mental and behavioral health resources

#### •Disney Aspire.

- Investment of \$150 million in Aspire's first five years to cover 100% of tuition, books and education fees
- Access to a wide variety of degree, certificate, high school completion, college start, language learning and trades programs
- Chosen fields of study do not have to be related to an employee's current position, and employees do not have to stay at the Company upon completion of their studies

#### •Talent Development.

•Community & Social Impact. Due to the current climate, including COVID-19 impacts, and changing environment in which we are operating, the Company has generated efficiencies in its staffing, including limiting hiring to critical business roles, furloughs and reductions-in-force. As part of these actions, the employment of approximately 32,000 employees primarily at Parks, Experiences and Products will terminate in the first half of fiscal 2021. Additionally, as of October 3, 2020, approximately 37,000 employees who are not scheduled for employment termination were on furlough as a result of COVID-19's impact on our businesses.

# (ご参考)スキル・マトリクス(英ユニリーバ)

## Non-Executive Directors

	Nils Andersen	Laura Cha	Vittorio Colao	Marijn Dekkers	Judith Hartmann	Andrea Jung	Susan Kilsby	Strive Masiyiwa	Youngme Moon	John Rishton	Feike Sijbesma
<u>Age</u>	61	70	58	62	50	60	61	59	55	62	60
<u>Gender</u>	Male	Female	Male	Male	Female	Female	Female	Male	Female	Male	Male
<u>Nationality</u>	Danish	Chinese	Italian	Dutch / American	Austrian	American / Canadian	American / British	Zimbabwean	American	British	Dutch
<u>Appointment date</u>	April 2015	May 2013	July 2015	April 2016	April 2015	May 2018	August 2019	April 2016	April 2016	May 2013	November 2014
Committee membership*	CC, NCGC (Chairman)	NCGC	CC (Chairman)	CC, NCGC	AC	CC	AC	CRC (Chairman)	CRC	AC (Chairman)	CRC, NCGC
Leadership of complex global entities	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
Broad Board experience	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓
Geo-political exposure	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓		✓	✓
Financial expertise	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓
FMCG/consumer insights	✓		✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓
Emerging markets experience	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓		✓
<u>Digital insights</u>			✓			✓					
Marketing and sales expertise	✓		✓	✓		✓		✓			✓
Science, technology and innovation expertise			✓	✓				✓			✓
<u>CSR experience</u>	✓		✓	✓		✓					✓
<u>HR and remuneration in international firms</u>	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓
Attendance at planned Board Meetings	6/6	5/6	6/6	6/6	6/6	5/6	2/2	6/6	6/6	6/6	6/6
Attendance at ad hoc Board Meetings	2/2	1/2	2/2	2/2	2/2	2/2	2/2	2/2	2/2	1/2	1/2
Tenure as at 2019 AGMs	4	6	4	3	4	1	0	3	3	6	5

\* AC refers to the Audit Committee; CC refers to the Compensation Committee; CRC refers to the Corporate Responsibility Committee; and NCGC refers to the Nominating and Corporate Governance Committee.

## 5. エンゲージメント事例

---

# 企業とフィデリティ投信の個別エンゲージメント事例

スチュワードシップ責任の遂行状況について「自己評価」として公表

- 個別のエンゲージメント事例について「議題」、「取組」、「成果」に整理して公表
  - 2013年以降の事例を掲載
  - 数年に亘るエンゲージメントも多数
  - 経営陣のみならず、内容に応じて社外取締役、社外監査役とも対話を実施

エンゲージメントの成果＝‘change’（持続的な企業価値向上）

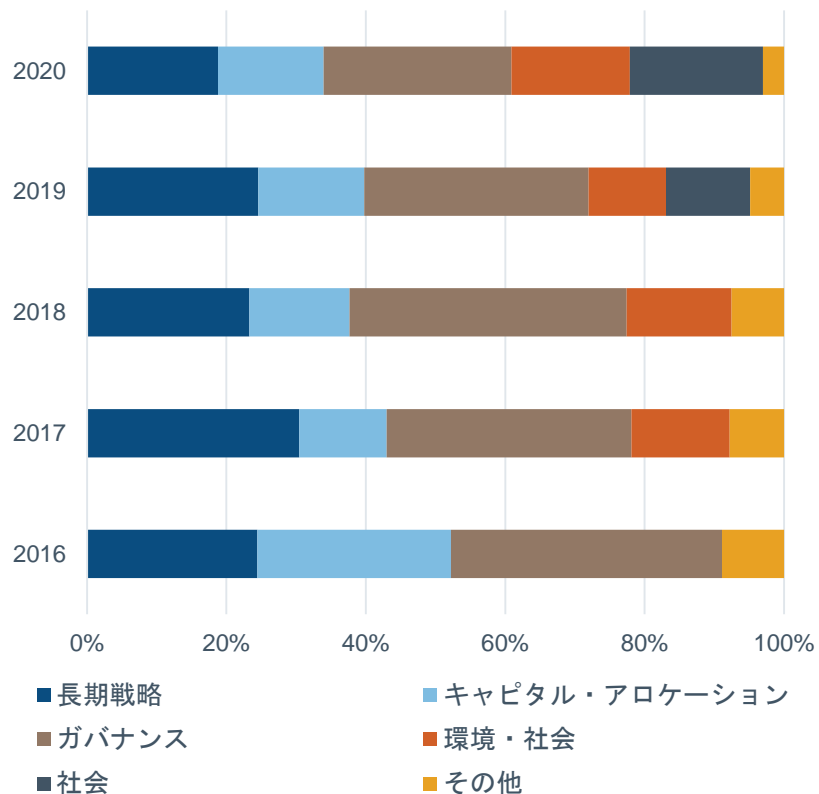
投資家が企業に求めるchange＝企業がある課題に取り組んで解決すること

企業が投資家に期待するchange＝投資家が理解・納得して経営を支持すること

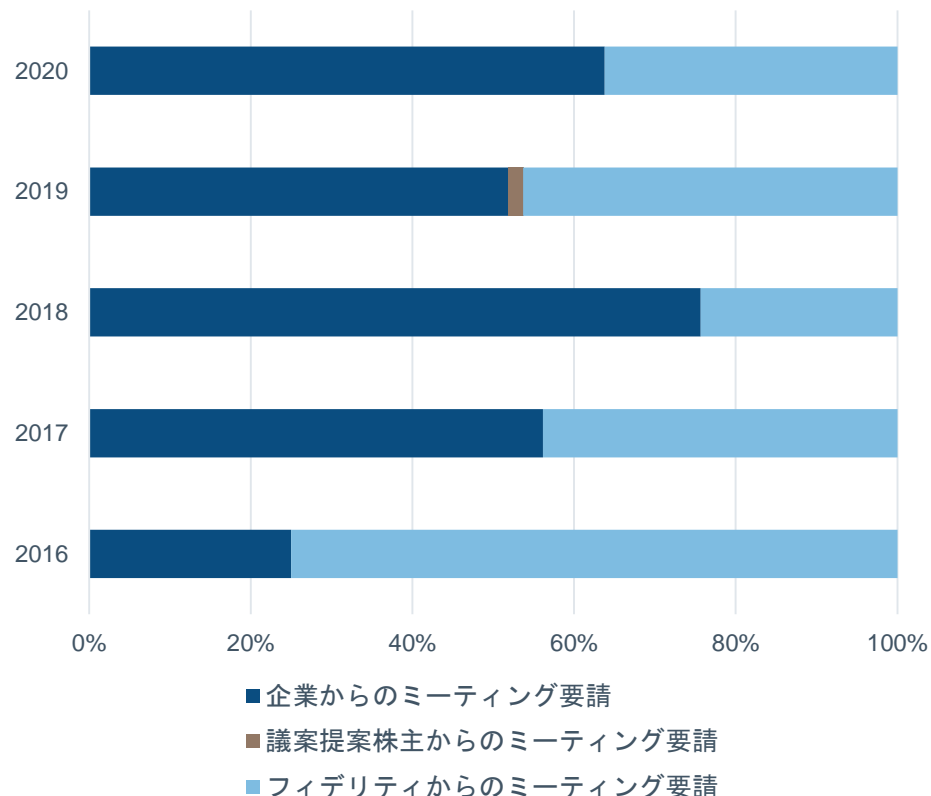
# 直近5年間の傾向変化(フィデリティ投信のエンゲージメント)

1) ESGのEとS議題の増加、2) 特に2020年はS議題増加、3) 企業からの要請持続

エンゲージメントの議題



エンゲージメント要請者の割合



フィデリティ投信作成

企業  
30

## 繊維・化学、TOPIX500対象企業

## 議題



## 株式市場とのコミュニケーションのあり方、気候変動への取り組み

- 前例踏襲型の過度に保守的な業績見通しについて、業績見通しは単なる数値計画ではなく、会社の方向性や経営陣の覚悟を株式市場に示すメッセージであるべき
- CO2排出量等の抑制に向けた具体的な計画を立てるべき
- 政策保有株式残高が業界内でも突出しており、一般株主との利益相反の懸念

## 取組



## 企業30

2019年12月

- IR

2020年1月

- IR

2020年3月

- 代表取締役社長
- 常務執行役員
- 執行役員経理部長ほか

2020年5月

- IR

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者
- ポートフォリオ・マネジャー
- 担当アナリスト

## 成果



- 2020年3月に社長面談が実現。社長にとって就任以来初めての投資家との面談となったが、情報開示の改善や政策保有株式の縮減等について取り組んでいくことを約束
- 2020年6月の有価証券報告書では政策保有株式残高の縮減を確認
- その後発表された新中計はこれまでになく意欲的な内容であり、株式市場に対するコミットメントを示すものとなった
- 初めて統合報告書、ESGデータブックを発行し、CO2排出量削減計画の開示など、ベストプラクティスと呼べる水準にまで改善

フィデリティ投信HP「2020年 日本版スチュワードシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」



企業  
29

## 電気機器、TOPIXコア30対象企業

## 議題



## 社外取締役に対する株式報酬

- 社外取締役においては、一般株主の利益保護の観点から経営陣暴走のブレーキ役としての役割が期待されており、株式報酬制度の対象とすることで、こうした役割が損なわれてしまうことが懸念される
- 仮に導入するとしても、全体の報酬に占める割合設定や株式報酬を享受するまでの期間の長期化など、設計において牽制機能の無効化懸念を払拭する工夫が求められる

## 取組



## 企業29

2020年2月

- 総務部長

2020年6月

- 取締役常務執行役員
- 総務部担当者

2020年9月

- 取締役常務執行役員
- 総務部担当者

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者

## 成果



- 有能な社外取締役確保のためには株式報酬が必要。株式報酬の仕組みについては、2月の当社の指摘を踏まえ、非業績連動の譲渡制限付株式とし、金額が固定され支給時点の株価に応じて株数変動する建付けとする内容に変更するとの説明があった
- 金額固定・株数変動という仕組み上、会社の実力以上の株価上昇を目指すインセンティブは抑制されていること、検討プロセスの適切性が確認できたため、賛成票を投じた
- 当社の賛成票について、また、6月の面談時の当社からの意見が他投資家への議案説明の際に非常に役に立ったとの謝辞があった

フィデリティ投信HP「2020年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

企業  
28

## 自動車関連、TOPIX500対象企業

## 議題

みなし保有株式のリスクとあるべき  
企業年金資産の管理

- コーポレート・ガバナンスに関する有識者会議の場で、みなし保有株式について同社代表取締役会長に対し問題提起。年金資産における株式資産の約半分が10銘柄で占められていることについて、取締役会の善管注意義務違反の懸念を伝える
- 後日改めて同会長と面談を実施し、重ねて歪な年金資産ポートフォリオによって従業員がさらされているリスクを早急に解消することの必要性、万一損失が発生し会社が補填した場合の株主価値毀損の懸念を伝える

## 取組



## 企業28

2019年1月

- 代表取締役会長

2019年12月

- 代表取締役会長
- 常務取締役

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者

## 成果



- 政策的に保有している株式については定期的に見直しを進めており、積極的に売却を図る方針であることを確認
- 主にみなし保有株式で構成される退職給付信託は返還を着実に進めており、年金資産合計に占める退職給付信託の割合は、2017年度におよそ半分であったものが2019年度に3割程度まで減少

フィデリティ投信HP「2020年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

企業  
27

## 繊維・化学、TOPIX100対象企業

## 議題



## マテリアリティの特定

- 新経営体制に変わってSDGs・ESG視点を経営の中核に位置付けた中で、マテリアリティの見直しについて相談に乗ってほしいと会社より依頼
- 会社から候補として提示されたマテリアリティは、「世の中で優先すべき課題は」との視点で選ばれていたが、株主の観点からは「会社こそが事業を通じて貢献できる・しなければならない社会課題は何か」という視点が重要であることを伝える

## 取組



## 企業27

2020年6月

- IR責任者
- ESG推進責任者

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者

## 成果



- 2020年10月に発表されたマテリアリティは、会社の事業の特性が色濃く反映された項目が選ばれており、会社らしさへとつながる内容となった
- 新型コロナウイルス環境下で社会価値と経済価値を対立軸で語る風潮も目立ってくる中、統合報告書では株主とそれ以外のステークホルダーの関係を見事に整理しており、視点の違いからくるマテリアリティの違いの議論が活かされている

フィデリティ投信HP「2020年 日本版スチュワードシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

企業  
26

## 自動車関連、TOPIXラージ70対象企業

## 議題



- メディアへの寄稿を見て関心を寄せた社外取締役から面談依頼。支配株主を有する上場会社は特に少数株主権利の保護に注意を払う重要性があることなどを伝えた
- 少数株主権利の保護を考慮したガバナンス体制構築が重要であり、機関設計、取締役会構成、委員会構成等について投資家の視点を伝えた

## 取組



## 企業26

2018年12月、2019年3月（メール）

- 社外取締役
- 2019年5月・6月（メール）
- IR

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者
- 担当アナリスト

## 成果



## 執行と監督の分離

- 2019年6月定時株主総会において、同社の指名委員会等設置会社への移行が可決された
- 取締役会議長は独立社外取締役が務めることとなり、取締役会構成、3委員会の構成に関する規定などが明らかにされ、ガバナンス改革が実行された

企業  
25

## 銀行、TOPIX500対象企業

## 議題



- 会社側より、予想される株主提案(多額の自社株買いや社外取締役派遣など)について、内容と反対理由について説明を受けた
- 実際に株主提案があり、提案株主と面談。本源的価値から大幅にディスカウントされているとすることの根拠や、提案内容の実現見込みと効果、取締役就任以降にインサイダー情報に接した場合のファンド持分の売買の取扱いなどについて確認した

## 取組



## 企業25

2019年3月

- 常務執行役員
- IR

## 提案株主

2019年4月

- 代表取締役

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者
- 担当アナリスト

## 成果



- 当該株主提案に基づく企業価値向上の可能性は低く、提案株主からの取締役受入れは取締役会の運営に混乱を来す懸念があると判断したこと、提案株主の関係を社外取締役とすることは提案株主が運用するファンドとの利益相反を生じることなどから、反対票を投じた
- 2019年10月、同社からの依頼により、社長を含む同社全ての執行役員向けに、サステナブル投資の考え方について講演を行った。併せて、上記議決権行使理由についても説明した

フィデリティ投信HP「2019年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

企業  
24

## 医薬品、TOPIXコア30対象企業

## 議題



## 役員報酬制度のあり方

- 2019年6月株主総会における取締役の株式報酬制度改定に係る会社提案議案、取締役の報酬方針に係る株主提案議案について会社と意見交換
- 監督機能が期待される社外取締役に對する過度なインセンティブ、情報開示の不足により報酬の妥当性について検証できないことについての懸念を伝えた
- 取締役会議長(独立社外取締役)との面談申し入れ

## 取組



## 企業24

- 2019年6月
  - 人事責任者
  - 法務責任者
  - IR責任者
- 2019年10月
  - 社外取締役(取締役会議長)
- 2019年11月
  - 人事責任者
  - 報酬責任者
- 2020年6月
  - 人事責任者
  - 法務責任者
  - CFOほか

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者
- ポートフォリオ・マネジャー
- 担当アナリスト

## 成果



## 取締役会議長との課題共有

- 2019年6月株主総会前に取締役会議長名で公表された開示方針は、法改正で義務化が予定される内容を踏襲するに過ぎず、積極的な姿勢とは評価できないことから、会社提案に反対、株主提案に賛成した
- 総会後に実現した同議長との面談では、議長は役員報酬に関する情報開示の不十分さを認め、改善に向け取り組むことを確認した
- 2020年6月株主総会前に、会社側から役員報酬に関する解説資料を作成し公表したとの連絡。透明性が飛躍的に改善しており、会社側からは当社の意見が開示内容の決定に役立ったとの謝辞があった

フィデリティ投信HP「2020年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

企業  
23

## 家庭・事務用品、TOPIX500対象企業

## 議題



- プロ経営者として招かれたものの解任となった元社長が、株主提案として自身を含む8名の取締役候補を一人も欠けることなく一括して選任されることを提案。会社側も10名の候補者を提案(2名は株主提案と重複)し、プロクシーファイトに発展
- 当社は双方と意見交換を実施。会社提案か株主提案かに依らず、取締役会刷新により同社がいかに海外事業を再構築し、将来像を描くかの点で妥当性および実現可能性を探った。その際スキルマトリクスを独自に作成し、検討の一助とした

## 取組



## 企業23

2019年6月

- 取締役 代表執行役社長

## 提案株主

2019年5月

- 株主提案側代表者(前社長)

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者
- ポートフォリオ・マネージャー
- 担当アナリスト

## 成果



- 取締役会の適正規模、スキル、多様性、指名理由、合併によるグループ構成の中心を成す旧2社の分断を避け同社の再構築を図る観点で、9名を選別
- 上記を優先して選任判断をした結果、候補者個人に反対する強い理由はない候補者選任議案は「反対」とせず棄権
- 決議結果は、会社と株主の提案が重複した2名の社外取締役候補は9割超で可決。会社単独の提案8名は、2名が否決、残る6名も辛うじて過半数超えで可決した。株主単独の提案6名も、5-6割の賛成で可決され、結果14名が選任された

フィデリティ投信HP「2019年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

企業  
22

## Eコマース、東証第一部

## 議題



## 独立社外取締役の複数選任を要求

- 2018年6月、株主総会の8日前（信託銀行への議決権行使指図期限後）取締役CFOより、社外取締役が1名であることに多くの株主が懸念を示しており、代表取締役社長再任が否決される可能性が高いため、賛成してほしいとの打診があった。当社は4年前から反対理由を伝えており再考の余地がないと回答
- 代表取締役社長再任議案は、過半数をわずかに上回る賛成率で可決。2018年7月、可決理由を調べるため議決権行使書面の閲覧謄写請求の準備を伝達。改めて独立社外取締役増員の必要性を伝えた

## 取組



## 企業22

2018年6月・7月

- 取締役CFO

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者

## 成果



- 2018年8月、臨時株主総会を開催、社外取締役選任議案を上程することが公表された
- 2018年11月、臨時株主総会にて新たに1名の独立社外取締役の選任が決議された



企業  
21

## 医薬品、TOPIXラージ70対象企業

議題

みなし保有株式のリスクとあるべき  
企業年金資産の管理

- 事実関係の確認、
- 問題意識の共有

取組



## 企業21

2018年4月

- 社長

2018年11月

- IR

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者

成果



- みなし保有株式の売却完了

(メールにて売却実施の適時開示についてIRより連絡あり:2018年12月)

企業  
20

## 自動車関連, TOPIX 500対象企業

議題



## ガバナンス体制改善

- ガバナンス(指名・報酬)、ESG取組の開示改善について、好事例・考察を紹介しながら、統合報告書に求められる要素、考え方につき説明

## ESG取組評価

- 第三者ESG評価機関による評価項目、評価内容についてフィードバックを実施

取組



## 企業20

2017年3月・7月

- IR
- SR

2017年3月

- 社長

2018年7月

- 指名・報酬諮問委員会事務局(人事部)
- 業務執行取締役

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者
- ポートフォリオ・マネージャー
- ESGアナリスト

成果



- ガバナンス体制改善
- ESG外部評価向上

企業  
19

## 加工食品、TOPIX 500対象企業

## 議題



## ESG に関するエンゲージメント

- 仕入れ原材料の特定の海外の一次生産者について、社会的責任に関する疑義が第三者ESG評価機関に指摘されていることを共有（サプライチェーン・リスク）
- 対応の遅れ・放置は、同社の世界的に知名度の高い重要顧客との取引に重大な影響を及ぼす可能性がある」と注意を喚起
- 同社と同ESG評価機関に双方を紹介、相互の情報交換を促進

## 取組



## 企業19

2018年9月

- IR

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者

## その他

- 第三者ESG評価機関

## 成果



- サプライチェーンに関するモニター体制、疑義回避や未然防止のプロセス、進捗状況の開示透明化（日・英）を実施（2018年11月）

企業  
18

## 自動車関連、TOPIXラージ70対象企業

## 議題



## 経営の執行と監督の分離

- 2018年3月、品質検査に係る不正が発覚し、けじめをつけるため代表取締役社長(CEO)が社長を退任し、代表取締役会長(CEO)に就く人事が発表された
- 2018年5月、企業風土改革には強いリーダーシップと明確な執行と監督の分離が必要との観点から、同方針について反対する旨を伝えた。一方、同氏が非業務執行取締役として取締役会議長を務めることは合理的であるという意見を伝えた

## 取組



## 企業18

- 2018年5月
  - SR担当
- 2019年7月
  - 社外取締役

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者

## 成果



- 一旦は当初方針通りで変更なしとの連絡があったものの、新たな不正が発覚したことを受け、代表取締役会長(CEO)就任予定だったがCEO職辞任と代表権の返上、取締役会長への就任が発表された。当方が強調して説明してきた観点に沿った決定であり、議決権行使は賛成に変更した
- 2019年7月、監督機能の確認の観点から同社社外取締役と面談を実施。投資家が期待する社外取締役が果たすべき役割について共有した

フィデリティ投信HP「2019年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

# 3 | 参考資料2 2018年の個別エンゲージメント事例

企業  
17

## 繊維・化学、TOPIXラーズ70対象企業

### 議題



#### 不祥事調査結果開示

- 不祥事は子会社での事由であるが、グループ会社の総点検を行うと発表するも、その結果は公表しないと明言。年度内に総点検結果を公表しなければ、定時株主総会に向け判断材料が大幅に不足すると指摘

#### 取締役会の規模縮小

- 別途、同社社外取締役に対し、ガバナンス体制の一つとして、多すぎる取締役人数の見直しを提案

### 取組



#### 企業17

2017年11月、2018年2月

- 業務執行取締役

2017年12月

- 社外取締役

#### フィデリティ

- エンゲージメント責任者
- ポートフォリオ・マネージャー
- 担当アナリスト

### 成果



- 3月末までの不祥事調査結果開示(2018年3月)
- 社内取締役人数を6名削減(2018年6月)

フィデリティ投信HP「2019年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

企業  
16

## 医療機器製造、TOPIX500対象企業

議題



## 相次ぐ下方修正

- 年度初に掲げた会社計画の未達が続いていることについて、経営のコミットメントが不足しているのか、目標設定が不適切なのか、社外取締役として問題認識を持っているのかといった観点から対話を実施、問題意識を共有

## 指名諮問委員会による新社長の評価

- 新設した指名諮問委員会は新社長の適性をどう確認しているのかなど、取締役会の実効性について意見交換を実施

取組



## 企業16

2018年3月

- 社外取締役  
(指名諮問委員会委員長)

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者
- ポートフォリオ・マネージャー
- 担当アナリスト

成果



## パフォーマンス改善

- 同社外取締役が会社計画に対する達成度について、予めから問題意識を持っていたことが確認された。株主の懸念を共有できたことは有意義との認識を確認
- 同エンゲージメント前まで3年にわたり株価パフォーマンスは対TOPIX、対業種ともに大幅に劣後していたが、以後は、営業利益率の改善等を伴う良質な決算内容で会社計画を超過達成。株価の相対パフォーマンスも大幅改善した(2018年9月)

企業  
15

## 繊維・化学、TOPIX500対象企業

## 議題



## 少数株主との利益相反の懸念排除

- 2017年2月、定時株主総会の承認を条件として、財団の設立と当該財団を受益者とする信託を設定し、当該信託に対して有利な価格で自己株式を処分することが発表された
- 取締役と面談を実施し意見交換。少数株主との利益相反に対する強い懸念を伝えるとともに、当該信託の議決権行使方針の策定など、株主総会での賛同条件を提示し、検討を依頼

## 取組



## 企業15

2017年2月

- 専務取締役統括本部長
- IR

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者

## 成果



- 面談の8日後、財団の議決権行使の指針が発表され、フィデリティが求めた条件すべてを反映していることを確認した。
  - 議決権行使の指針をすべて開示
  - 議決権行使指針の策定・変更がある場合は速やかに公表すること
  - 議決権行使判断に同社が関与できないように担保することなど
- 当社は当該議案に賛成した

フィデリティ投信HP「2019年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

企業  
14

## 機械、TOPIXラージ70対象企業

## 議題



- 2016年11月、空売りアクティビストの噂を入手し、IRに対して注意喚起と事前準備を促す
- 2016年12月、財務諸表の信憑性などに疑義を呈し、大幅な株価下落余地があるとする空売り推奨レポートがリークされる。会社はすぐに適時開示にて事実無根を表明
- 2017年2月、経営陣と面談。2017年3月、社外取締役とも面談を実施、市場の信頼回復策として財務健全性に余裕があることを示すこと、改善余地が大きい株主還元を見直すことなどの検討を依頼

## 取組



## 企業14

2017年2月

- 社長
- 取締役CFO

2017年3月

- 社外取締役

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者
- ポートフォリオ・マネージャー
- 担当アナリスト

## 成果



## 空売りアクティビストへの対処と説明責任

- 問題視された会計処理等に関する事実確認を行った他、ガバナンス体制などについて意見交換し会社側の回答にはビジネスモデルとの整合性があることを確認
- 2017年5月、決算発表時に大幅増配が発表された

フィデリティ投信HP「2019年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」



企業  
13

## 家庭・事務用品、TOPIX500対象企業

## 議題



## ガバナンス体制の改善を要望

- コーポレート・ガバナンス報告書の更新と更新箇所の明示
- コーポレートガバナンス・コード補充原則4-11(3)取締役会の実効性評価で明らかになった“課題”の開示
- 社内と社外の人数がほぼ同数となっている指名諮問委員会の社内役員比率削減の検討
- 社外取締役との面談を要望

## 取組



## 企業13

- 2017年2月
- 執行役員経営企画本部長
- 2017年7月
- 社外取締役

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者
- ポートフォリオ・マネージャー
- 担当アナリスト

## 成果



- 要望事項のすべてで改善を確認。指名諮問委員会の構成は、社内4:社外5から社内2:社外5に変更された

## 社外取締役との課題共有

- 社外取締役から見た経営の優先課題として、特に成長の柱として重要度が増している海外事業の監督の難しさ
- 社内の非業務執行取締役(取締役会議長)に対する業績連動報酬の考え方

フィデリティ投信HP「2019年 日本版ステュワードシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

企業  
12

## 医療機器製造、TOPIX500対象企業

## 議題



## 企業価値向上と買収防衛策の関係

- 企業価値創造の努力を通じて自社の株価がプレミアムで取引されるように導けば、買収企業側にも存在する一般株主が割高な買収を嫌うため、自ずと買収防衛につながる
- 有事の時間確保よりも平時の対話の重要性
- 買収防衛の限界と既存株主に対する潜在的価値毀損の懸念

## 取組



## 企業12

2017年1月・12月

- 取締役専務執行役員IR担当
- SR担当
- IR担当

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者
- 担当アナリスト

## 成果



- 2017年6月の株主総会では買収防衛策更新の議案は上程されず廃止となった
- 2017年12月、同取締役と面談した際、買収防衛策を検討するにあたり当社が指摘した点が取締役会での判断の鍵となり、廃止決定に至ったとの説明と感謝の意が述べられた

フィデリティ投信HP「2019年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

企業  
11

小売業、東証第一部

議題

**株主総会議案の補足説明修正**

- 2017年1月、取締役CFOとの面談で、社外取締役の独立性に関する説明が不十分な点を指摘。独立性の適合理由として社外取締役候補者と同社との取引額について「僅少」ではなく、具体的に何%未満かを明記するよう求めた。
- また、独立役員指定が可能と判断するなら、独立役員届出を速やかにすべきと進言した

取組

**企業11**

- 取締役CFO
- IR

**フィデリティ**

- エンゲージメント責任者

成果



- 同社は、当ミーティング実施後、同日中にコーポレート・ガバナンス報告書の記載を修正し、独立役員届出も速やかに行った
- 開示改善の結果、同再任議案は昨年よりも賛成率が3割超改善し可決された

フィデリティ投信HP「2019年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

企業  
10

Eコマース、ジャスダック

議題

**議決権行使結果の説明**

2017年1月

- 会社側より、定時株主総会における社外監査役選任議案についての議決権行使結果に対する判断根拠を求められた

**検討すべき課題の共有**

- 提携先企業から招聘している社外監査役は利害関係者であり独立性に欠けるため、同監査役選任議案に反対、独立社外監査役を置く重要性を説明

取組

**企業10**

- 社外取締役
- 社長

**フィデリティ**

- エンゲージメント責任者
- ポートフォリオ・マネージャー
- 担当アナリスト

成果



- 同社は、フィデリティが指摘した課題への対応として、独立社外監査役1名を新たに加えるべく、2017年4月に臨時株主総会を開催し選任決議を行った

企業  
9

## 機械、TOPIX500対象企業

## 議題



- 独立社外取締役との対話を取締役CFO同席の下実施。同社の社外取締役が投資家に会うのは初めてとのこと
- 経営支援要請である他社の第三者割当増資引き受けについて「R&D」の位置づけであり、一般的なR&Dの成功確率1%からすれば回収可能性はないとの発言。キャピタルアロケーション判断への責任意識が低いことに懸念を表明
- 後日CFOとあらためて対話

## 取組



## 企業9

- 2016年9月
- 独立社外取締役
- 2016年9月、2017年2月
- 取締役CFO
- 総務部長

## フィデリティ

- 調査部長
- ポートフォリオ・マネージャー
- 担当アナリスト

## 成果



## 議決権行使における賛否精査

- 同独立社外取締役の経営監督状況を確認。監督というより経営陣寄りの助言役であると把握
- 社外取締役としての自覚・役割認識に懸念が残ることから、会社側に同氏の再任議案に反対する旨通知、議案に反対行使

フィデリティ投信HP「2019年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

企業  
8

## 自動車関連、TOPIXコア30対象企業

## 議題



## 種類株式発行の発表を受けた対話

- 普通株主に優先した剰余金配当請求権等がある上、議決権が付与され元本保証があるなど株主平等の原則に反する懸念
- 国内の個人投資家に限定した募集、資金調達とほぼ同規模の普通株自社株買いの矛盾
- 譲渡制限期間があり安定株主の確保から生じるガバナンス上の懸念
- 代表取締役社長と機関投資家の接点がないことが相互不信感につながっている懸念を指摘、機関投資家説明会への出席検討を依頼
- 第1回種類株式の会社による買戻しが可能となる2020年9月が到来したタイミングで、改めて一般株主との利益相反の懸念を伝える

## 取組



## 企業8

- 2015年5月
  - IR
- 2015年7月
  - 企画担当執行役員
- 2015年9月
  - 経理部長
- 2016年9月
  - 執行役員
- 2017年9月
  - 代表取締役社長
  - 子会社社長他
- 2020年9月
  - IR責任者

## フィデリティ

- エンゲージメント責任者
- ポートフォリオ・マネジャー
- 担当アナリスト

## 成果



- 2015年6月、種類株式の発行に伴う定款変更は定時株主総会にて可決したものの、賛成率は4分の3程度にとどまる
- 定款上は複数回発行できるようになっているが、すでに取締役会で決議された第1回の発行にとどめ、追加発行をしないことを確認
- 2017年9月、代表取締役社長および子会社社長など多くの経営幹部と機関投資家が交流するイベントを初開催。フィデリティも招待され参加
- 2020年12月、会社側は種類株式を全て取得し消却すると発表。短期的視点では種類株式の取得は配当利回りの差で普通株式の取得に経済合理性で劣るが、種類株式の取得を選択したことは、一般株主との利益相反解消を優先した行動として評価

フィデリティ投信HP「2020年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

企業  
7

## 電気機器、TOPIXコア30対象企業

## 議題



指名委員会の規模、執行役兼務取締役人数の削減について検討を依頼

- ・ 指名委員会が機能発揮(例えば、CEO解任)するための適正な構成と規模について
- ・ 取締役会規定では指名委員会規模5名以上、うち2人は執行役兼務取締役。現行では7名で構成、うち3名が執行役兼務取締役
- ・ 例えば、CEO解任を検討する場合どのように運営するのか、機密性の極めて高い情報を取り扱うため、規模・執行役兼務取締役の人数は最小限にすべきではないか

## 取組



## 企業7

2015年4月

- ・ SR責任者
- ・ SR担当者
- ・ IR担当者

## フィデリティ

- ・ 調査部長

## 成果



2014年度有価証券報告書開示  
(2015年6月)

- ・ ガバナンス強化に向けた取組みの目的に、従前からの取締役会の独立性の確保に加え、取締役会の活発な議論を図る適切な規模の維持・確保が新たに加えられた
- ・ 取締役会規定における指名委員会の執行役兼務取締役人数の下限が、従前の2名以上から1名以上に減員となった
- ・ 指名委員会の規模は4名(社外3名)、執行役兼務取締役は1名に削減された

フィデリティ投信HP「2019年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

企業  
6

## 銀行、TOPIXコア30対象企業 (A, B, C)

## 議題



## 政策保有株式削減に向けた対話

- 主要な債権者が株主となることから生じるガバナンスの歪み、一般株主との利益相反の懸念
- 資本規制の強化が世界的に高まる中、過大な政策保有株式残高が自己資本を毀損する懸念
- 安定株主維持の対価として借入が維持される潜在的な競争力低下の懸念

## 取組



## 企業6-A

- 社長(2014年12月)
- 社外取締役(取締役会議長、2015年4月)

## 企業6-B

- 持株会社社長(2015年4月、7月)
- 銀行頭取(2015年8月)

## 企業6-C

- 持株会社社長(2015年5月)

## フィデリティ

- 調査部長
- ポートフォリオ・マネージャー
- 担当アナリスト

## 成果



- 2015年6月にコーポレートガバナンス・コードが制定され、政策保有株式に関する方針の策定と開示が盛り込まれた。各社のコーポレート・ガバナンス報告書において、政策保有株式について基本的に削減するスタンスが示された
- 2015年度の各社の中間決算説明会において、政策保有株式の具体的な削減計画が示された

フィデリティ投信HP「2019年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」



企業  
5

## 食料品、TOPIXラージ70対象企業

## 課題



## 抜本的構造改革の必要性

- 2014年8月、海外事業の低迷などから2013-2015年中期経営計画の未達が確実視される中、(当時)社長に対し次期中期経営計画については期間を延ばしてでも最終年度をV字回復させるなど、市場の信頼回復を図ることの重要性を指摘

## 社会課題の解決を経済的価値へ結実

- 2018年7月、新規事業領域を加えた事業ポートフォリオをビジネスモデルとして明確に打ち出し、価値創造の説得力を改善することを提案

## 取組



## 企業5

- 2014年8月
  - (当時)社長
- 2017年3月
  - (現)社長
- 2017年6月
  - 取締役常務執行役員
- 2018年7月
  - サステナビリティ戦略担当部署
  - IR
- 2018年10月
  - 取締役常務執行役員
  - サステナビリティ戦略担当部署

## フィデリティ

- 調査部長・エンゲージメント責任者
- ポートフォリオ・マネージャー
- 担当アナリスト

## 成果



- 2016年2月に発表された新中期経営計画では、社員にもわかりやすいシンプルかつ意欲的な目標が掲げられた。海外事業の売却など果断な意思決定を下し、計画1年目で超過達成した
- 2018年10月には、フィデリティの具体的かつ率直に意見を伝える姿勢が受け入れられ、同社のサステナブル経営方針策定のためのステークホルダーとの対話に招かれ社会課題解決の目標設定などに参画した(2019年2月に非財務目標公表)
- 2019年6月、統合報告書を発行、第3の事業領域を明確に打ち出した

フィデリティ投信HP「2019年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

企業  
4

## 卸売業、TOPIXラージ70対象企業

## 議題

投資案件のリスク管理、株主還元、  
中期経営計画策定に向けた意見  
交換

2014年9月

- ・ 事業投資判断の規律見直し、リスク管理、収益構造改革などが優先課題であるため中期経営計画については現行の2年より長期化が望ましいこと、その際、フリーキャッシュフローは単年度ではなく累計で管理することの整合性を指摘

2016年10月

- ・ 同社は、SDGsの169ターゲットとビジネスを関連付ける難題に直面
- ・ マテリアリティとして、SDGsにとらわれず同社ビジネスモデルの競争力・持続可能性に重要な5～6課題に絞ることを提案

## 取組



## 企業4

2014年7月

- ・ 常務執行役員

2014年9月

- ・ 取締役専務執行役員

2015年5月

- ・ 社長

2015年12月

- ・ 社長

2016年5月

- ・ 社長

2016年10月

- ・ IR部長

2016年12月

- ・ 取締役CFO

## フィデリティ

- ・ 調査部長・エンゲージメント責任者
- ・ ポートフォリオ・マネージャー
- ・ 担当アナリスト

## 成果



## 2015-2017年度中期経営計画

- ・ 2015年3月、発表された新中期経営計画は、従来の2か年から3か年の計画に長期化され、またフリーキャッシュフローの計画も3か年累計で示された

## マテリアリティ(重要課題)の特定

- ・ 2017年4月、同社の事業戦略の策定、意思決定プロセスにおける重要な要素として、事業活動を行うにあたり特に重要と捉え、解決に向け優先的に取り組む社会課題を6つのマテリアリティとして特定したことを公表

フィデリティ投信HP「2019年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

企業  
3

## 公益事業、TOPIX500対象企業

## 議題



- エネルギー供給施設の長期稼働停止に伴い財政状況が悪化する中、ステークホルダー・バランスに懸念。顧客・地域への安定供給責任、借入先銀行に対する財務健全化・資本増強取組を優先する優先株第三者割当増資は普通株主の価値を棄損する。
- 事業改正法で認められた料率改定の申請をすべきではないかと指摘、速やかな値上げ申請の必要性を伝えた

## 取組



## 企業3

2014年5月

- 理事・経営部長

## フィデリティ

- 調査部長
- ポートフォリオ・マネージャー
- 担当アナリスト

## 成果



- 2014年7月、同社は当局に対し値上げ申請を行ったことを公表
- 2014年10月、当局により承認された

フィデリティ投信HP「2019年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

企業  
2

## 電気機器、TOPIX500対象企業

## 議題



## 中期経営計画の策定に向けた意見交換

2014-2016年度中期経営計画に向けて

- 本部コストおよび、事業セグメント間の内部消去が大きく、事業部門と本社部門で販管費や製品ライフサイクルを適切に管理できていない可能性を指摘
- 新事業の将来性や採算性を図る上で、独自の最終需要・ニーズ調査の実施の必要性を提起

2017-2019年度中期経営計画に向けて

- 為替リスク管理、新事業のKPI管理

## 取組



## 企業2

2013年5月

- 取締役専務執行役
- 秘書室長・取締役会室長
- 経営管理部長

2015年3月

- 社長
- 取締役CFO

2016年6月

- 経営企画部マネージャー

2017年1月

- 取締役 開発統括本部担当
- 開発統括本部長

2017年10月

- 社長
- 取締役CFO
- 執行役常務 新規事業担当

## フィデリティ

- 調査部長・エンゲージメント責任者
- ポートフォリオ・マネージャー
- 担当アナリスト

## 成果



- 2014-2016年度中期経営計画

全体最適化の視点で本部コスト見直し、製品別ライフサイクル損益管理手法を導入  
代理店見直しによる粗利率2ポイント改善、営業利益率4ポイント改善計画が示された

- 2017-2019年度中期経営計画

KPIの具体化、為替感応度の改善施策、事業部門別ROIC管理が盛り込まれた

企業  
1

## 医療機器製造、TOPIX500対象企業

## 議題



経営陣一新による企業風土改革の  
進捗・課題

- 独立社外取締役の目からみた  
企業風土改革の進捗
  - 企業風土、取締役会運営の  
何がどう変わったか
  - 独立社外取締役として考  
える、改革進展後の優先課題  
は何か

## 取組



## 企業1

- 2013年3月
  - 独立社外取締役A氏
- 2014年4月
  - 独立社外取締役B氏
- 2015年5月
  - 代表取締役社長

## フィデリティ

- 調査部長
- ポートフォリオ・マネージャー
- 担当アナリスト

## 成果



- 社外取締役からみた企業風土  
の変化、課題が確認できた
- 投資家の懸念、および重要と考  
える取組課題を社外取締役と共  
有することができた

フィデリティ投信HP「2019年 日本版ステewardシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」

## 6. 補足

---

# アナリスト研修で「意思決定」について伝えてきたこと

他人から預かったお金を運用するのだから合理的に説明できなくてははいけない

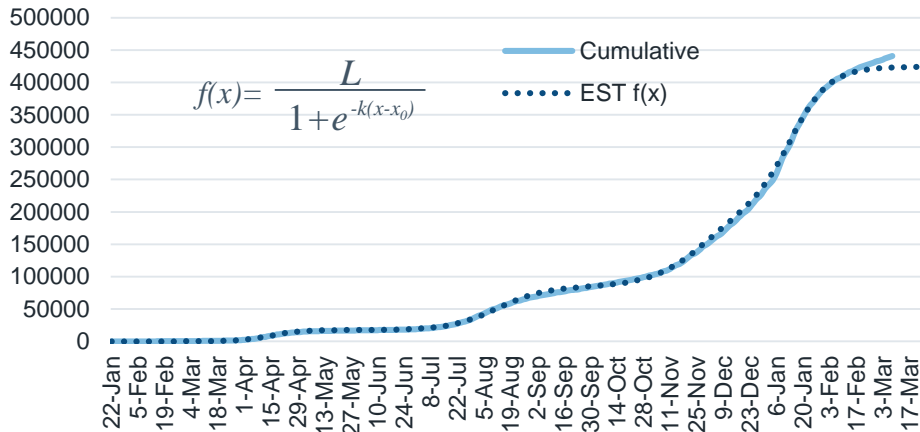
- ✓ 決断する時点で「正解」はない
- ✓ 決断を先延ばしすると事態を悪化させる  
(様子見をする場合、決断の決め手となる何をモニターするのか、どう決断するのか明確にしておく必要がある)
- ✓ 今の意思決定が次の意思決定時の心理的ハードルを下げるよう留意する
- ✓ 合理的な決断のためには曖昧さ(ノイズ、センチメント、見栄)を排除する
- ✓ 「結論」に伴うリスクを想定する
- ✓ 意思決定後、必要に応じ修正する覚悟が必要  
(自分に正直に間違いを認める、後知恵の理由で正当化しない・ごまかさない)
- ✓ 修正トリガーを想定しておく(意思決定根拠・想定からの乖離、脱線)

# (応用例) COVID-19推移予測と先行指標

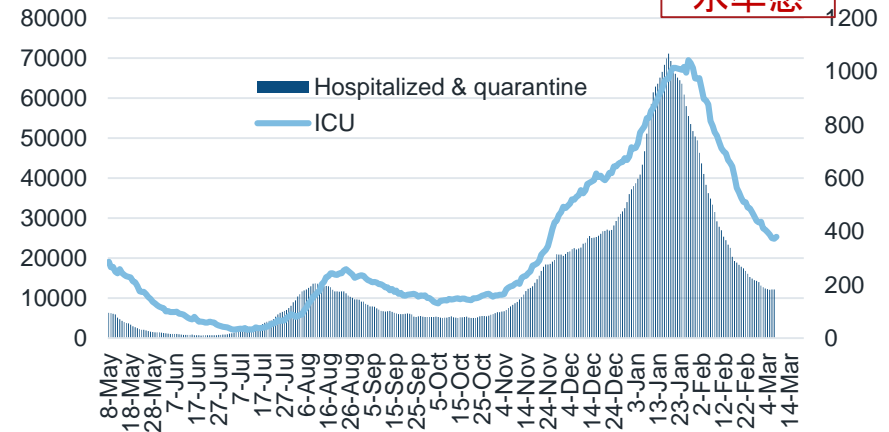
## 政策判断タイミングの妥当性チェック

### 日本全体

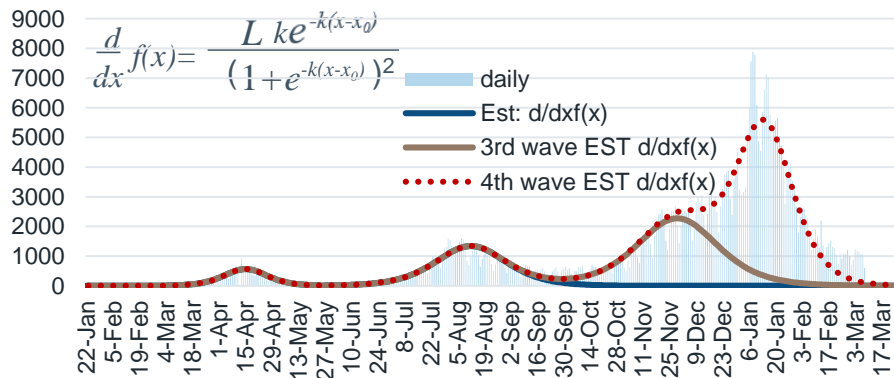
#### Infection



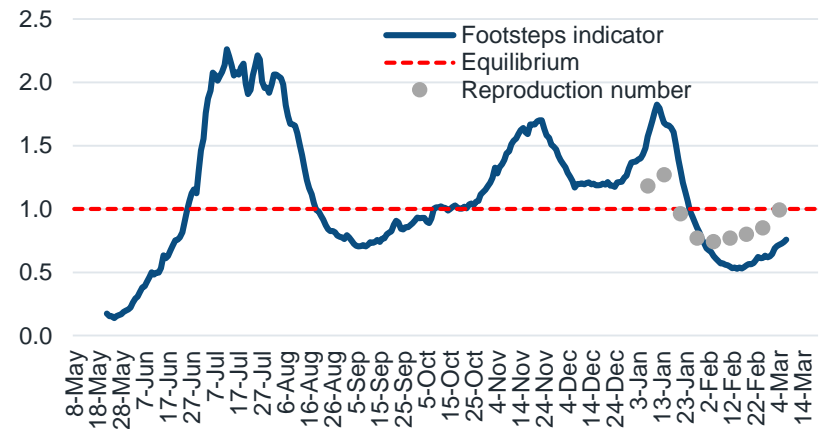
#### Hospital Utilization



#### Infection



#### Footsteps Indicator



筆者作成、NHKオンライン特設サイト「新型コロナウイルス」公表ベース

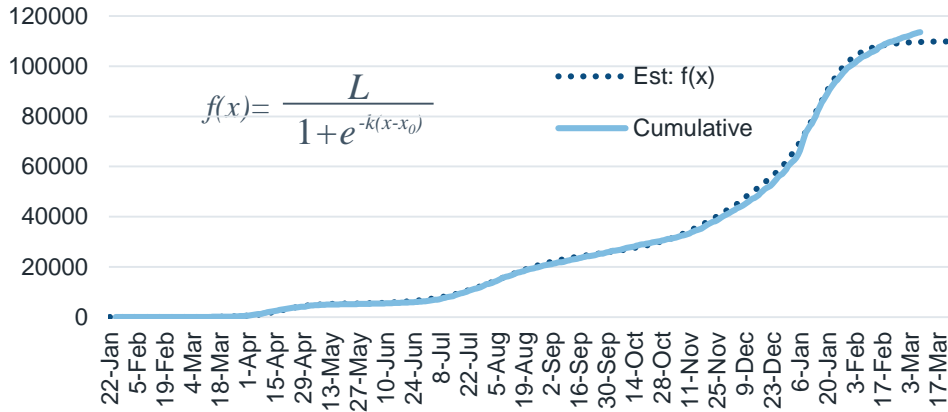


# (応用例) COVID-19推移予測と先行指標

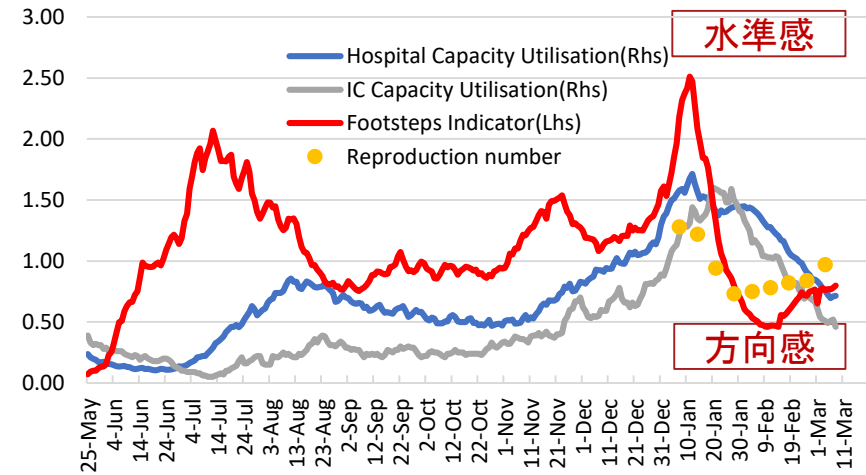
## 政策判断タイミングの妥当性チェック

### 東京都

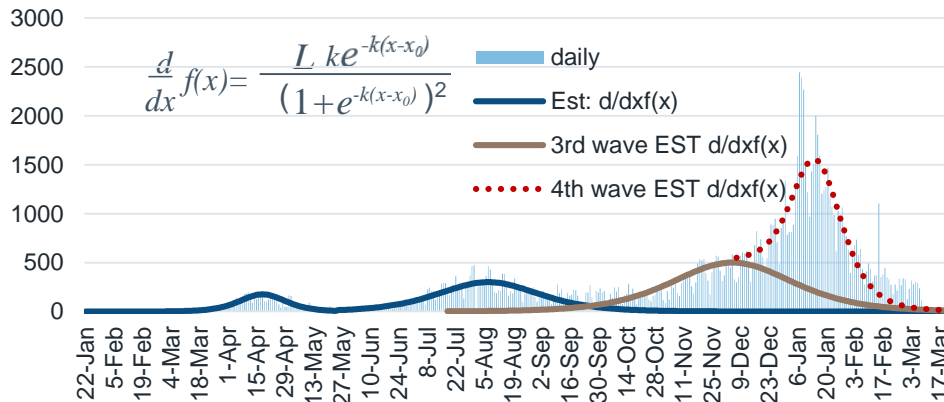
#### Infection



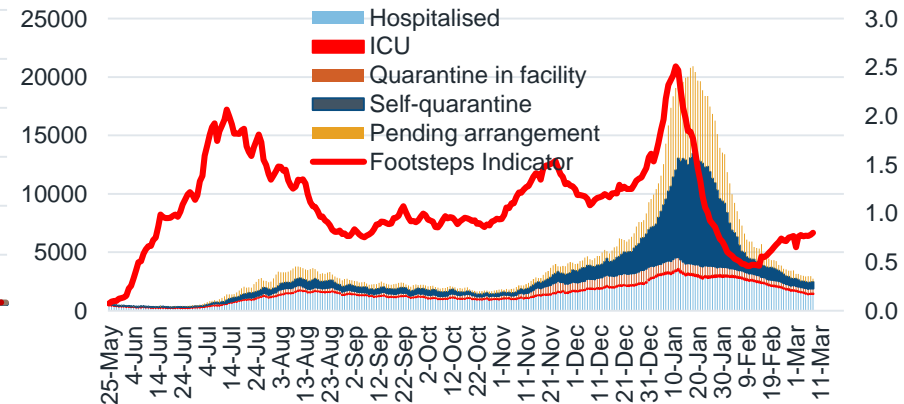
#### Footsteps Indicator



#### Infection



#### Movements



筆者作成、東京都「新型コロナウイルスに関連した患者の発生」発表ベース

## 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。