

金融庁 金融研究センター・企業開示課主催
第18回 企業財務研究会

統一演題 「本年度の株主総会の動向」

副題:
「企業と投資家の建設的
対話～成果必達のための
再挑戦～」

2014年7月9日(水)

15時00分～17時00分
金融庁13階共用第1特別会議室

三瓶 裕喜

ディレクター・オブ・リサーチ
フィデリティ投信株式会社

目次

- 1 本年度株主総会の振り返り
- 2 議決権行使
- 3 対話（エンゲージメント）
- 4 日本版スチュワードシップ・コード
- 5 建設的対話

1. 本年度株主総会の 振り返り

1. 本年度株主総会の振り返り

- フィデリティ投信の2014年 議決権行使公式結果は集計中(毎年8月末までにHPにて開示)
- 速報としては、前年の傾向に変化なし
- <ご参考>2013年の傾向(反対票)

議案別議決権行使の結果 (2013年)

1. 取締役選任議案、監査役選任議案に多い
主な理由:
 - 社外役員の独立性が不十分な場合
 - 株主価値創造に継続的に成果を上げていない場合
2. 買収防衛策に対しては通常反対票を投ずる

1. 会社提出議案に対する賛成・反対・棄権・白紙委任の議案件数

	賛成(A)	反対(B)	棄権(C)	白紙委任(D)	合計
a. 剰余金処分案等	2,678	8	0	0	2,686
b. 取締役選任	30,231	2,446	3	0	32,680
c. 監査役選任	3,205	1,354	0	0	4,559
d. 定款一部変更	1,190	47	0	0	1,237
e. 退職慰労金支給	135	280	0	0	415
f. 役員報酬額改定	849	27	0	0	876
g. 新株予約権発行	330	25	0	0	355
h. 会計監査人選任	8	4	0	0	12
i. 組織再編関連(※1)	37	16	0	0	53
j. その他会社提案(※2)	35	344	0	0	379
合計	38,698	4,551	3	0	43,252

(※1)合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等

(※2)自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、買収防衛策(上記a~iの議案を除く)等

(出所:フィデリティ投信HP)

2. 議決権行使

2. 議決権行使①

フィデリティ投信の議決権行使方針

- 当社内規及び議決権行使ガイドラインに従う
- 保有する全銘柄について議決権を行使する
- 経営陣を原則支持（企業の将来性、経営の方向性を考慮した投資価値評価に基づくアクティブ運用のため）
- ただし、特定の提案に対しては反対票を投ずる場合もある
 - 例えば、
 - 公開買付防止提案
 - 株主権利が毀損される恐れのある議案
 - 株主から取締役会への権限委譲を求める議案
 - 株主権利が制限される、あるいは格差のある議決権の付いた株式の発行、等

2. 議決権行使②

フィデリティ投信の議決権行使方針(続き)

- 不支持、反対票を投ずる場合の基本的考え方

「当社が反対する理由を経営陣に理解してもらうように努めます。」

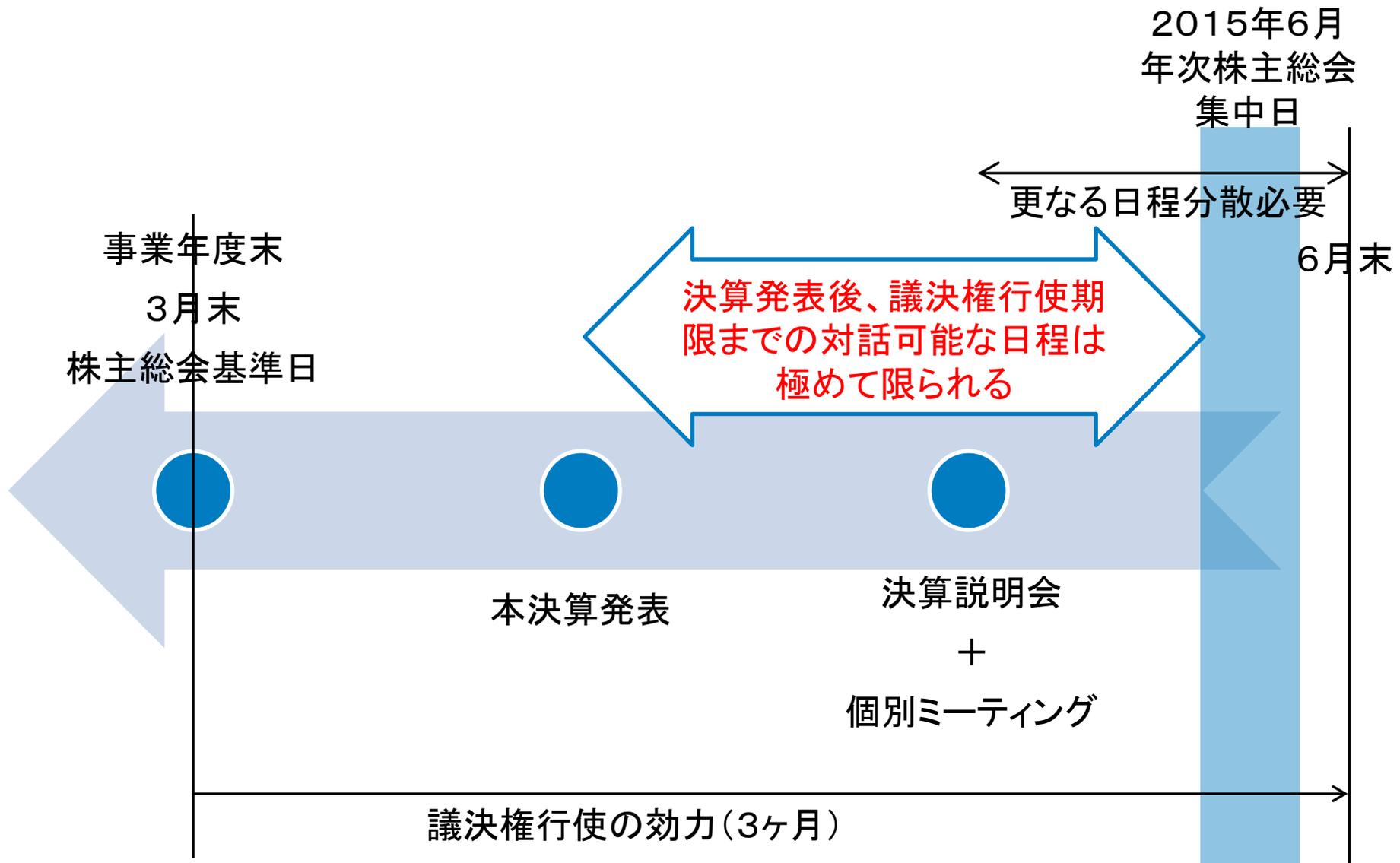
「株主総会において株主と企業側とが対峙することは基本的に好ましくないと考えます。」

「株主総会に決議案を提出する前には、事前に主要株主と相談するよう取締役会に推奨します。」

(当社HP「コーポレート・ガバナンスと議決権行使の原則」から抜粋)

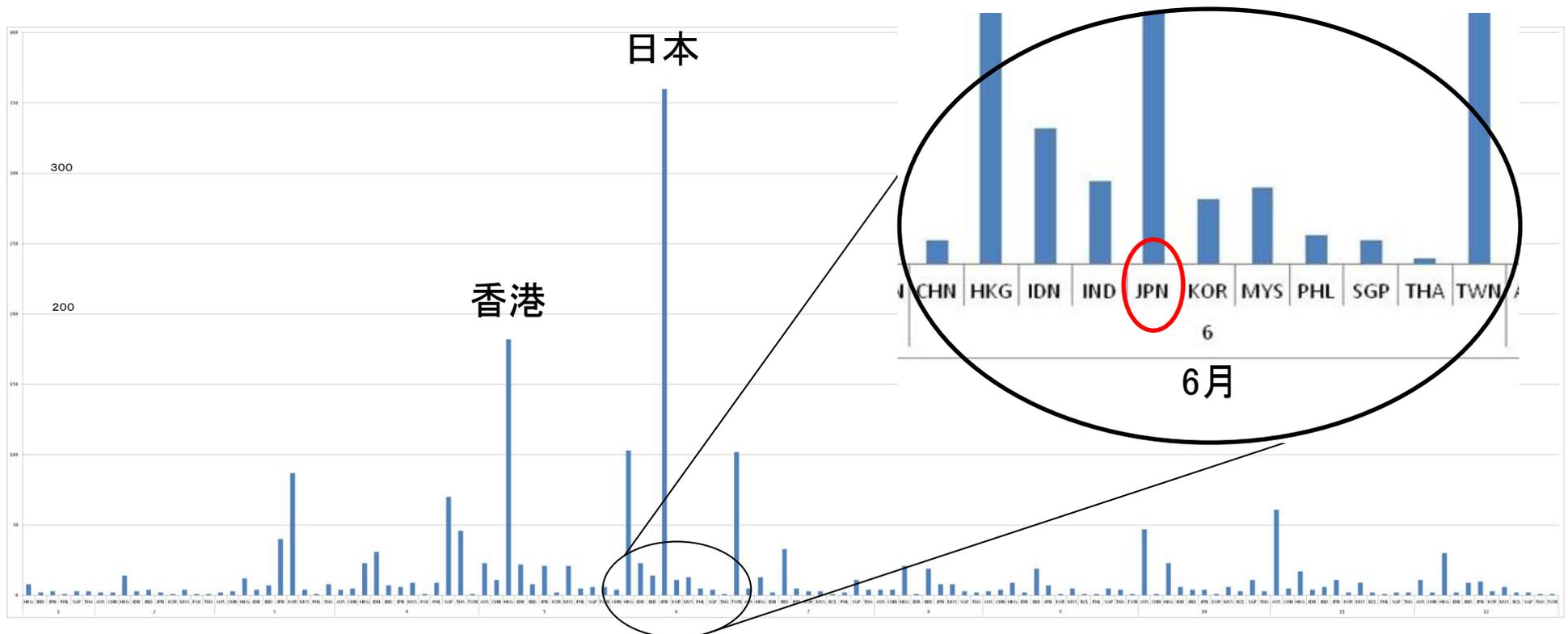
⇒事前の丁寧な対話が重要

<ご参考> 議決権行使判断までのリードタイムは限られる



<ご参考> 保有銘柄の議決権行使~~メ~~切集中度

- 2014年株主総会日集中率は1983年以来最低の38.7%（東証発表）
- しかし、国際比較の中では依然集中度が高く、総会前までに丁寧な対話をすることの障壁になっている



(出所: Fidelity Worldwide Investment)

3. 対話 (エンゲージメント)

3. 対話（エンゲージメント）①

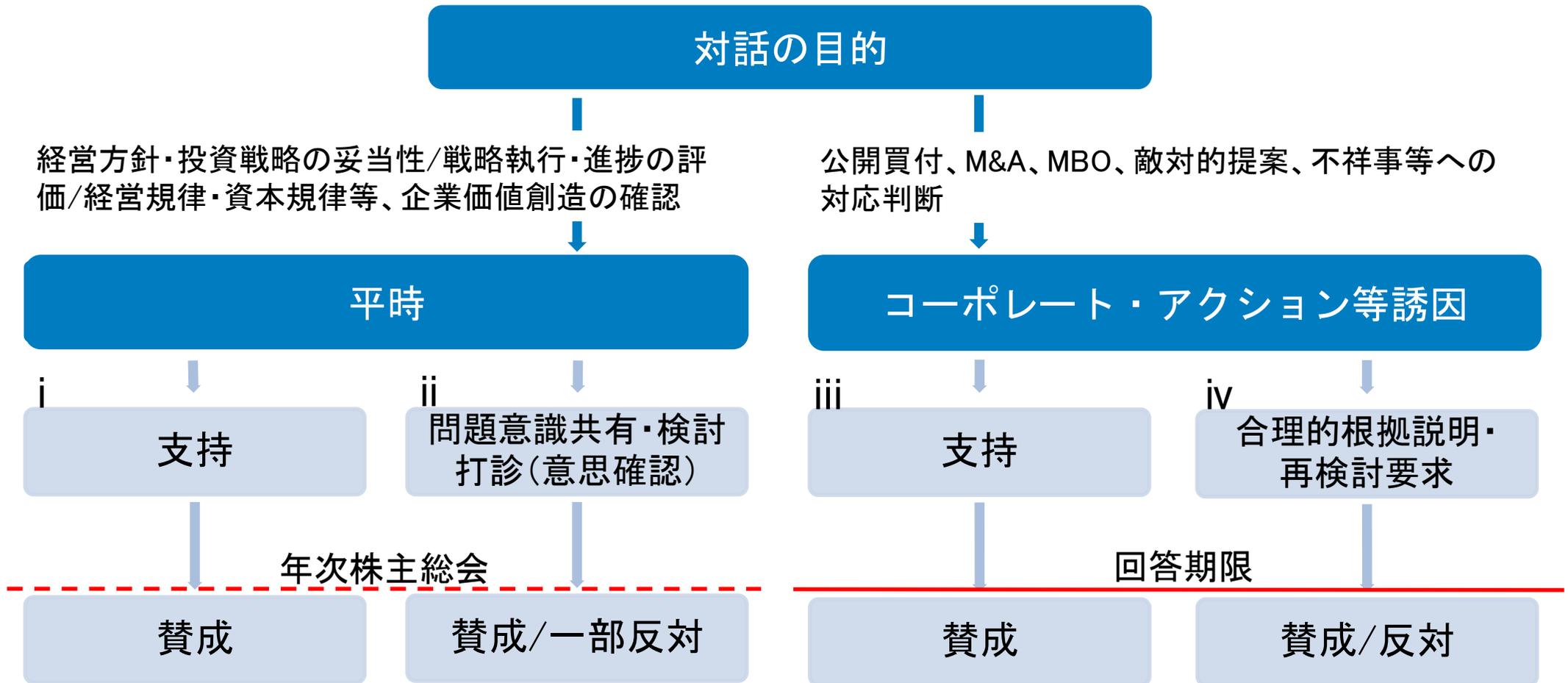
フィデリティ投信の受託管理責任（Stewardship）の考え方

- 「当社は、ポートフォリオ運用に係る投資判断、株主総会における議決権行使、経営陣との継続的対話を通じた、アクティブな投資方針を推進しています。そのため、様々な企業へ定期的に訪問し、特定の業績結果や直近の企業動向について話し合うことや、企業見学やその他の調査活動を通じて理解を深めるように努めています。経営陣との対話を継続的に行うことは当社の投資プロセスにおいて非常に重要であり、また各社経営陣には、市場関係者に事業動向についての最新情報の迅速な開示をお願いしています。」
- 「当社の基本姿勢として、投資先企業の経営陣を原則支持し、経営陣との対話は基本的に企業調査を目的としています。が、企業戦略やコーポレート・ガバナンスに関してフィデリティ独自の見解も持つこともあり、場合によっては当社の見解が投資先経営陣と異なることも起こりえます。その際、会社のアドバイザーや取締役と意見交換をする場合もあります。」

（当社HP「コーポレート・ガバナンスと議決権行使の原則」から抜粋）

⇒形式や数値で単純に一律対応するのではなく、個別に状況をよく理解し判断する

3. 対話（エンゲージメント）②



(出所:経産省 企業報告ラボ「投資家フォーラム」作業部会 議事録より筆者作成)

3. 対話（エンゲージメント）③

- 前頁 i ~ iv のケースでは、それぞれ企業側の誰と対話すべきか

	i ~ iv	企業側	根拠
平時	i 支持	・代表執行役 (CEO)	
	ii 問題意識共有・検討 打診 (意思確認)	・代表執行役 (CEO) ・非執行役 (社外) 取締役	取締役会のモニタリング (監督) が機能しているか
コーポレート・アクション等 誘因	iii 支持	・代表執行役 (CEO)	
	iv 合理的根拠説明・再 検討要求	・代表執行役 (CEO) ・非執行役 (社外) 取締役	非執行役 (社外) 取締役は期待される役割を果たしたか

(出所: 経産省 企業報告ラボ「投資家フォーラム」作業部会 議事録より筆者作成)

3. 対話（エンゲージメント）④

- 日本版スチュワードシップ・コード策定準備を視野に社外取締役との対話を促進、以前よりも対話の実現し易くなった。

- 事例

A社	2013年3月	社外取締役(元上場会社副社長CFO)
B社	2013年4月	社外取締役(元上場会社社長)
C社	2013年10月	社外取締役(大学教授)
D社	2014年2月	社外取締役(社外取締役複数兼任)
A社	2014年4月	社外取締役(元証券会社副会長)
E社	2014年5月(2回)	社外取締役(元会社社長、上場会社社長)
F社	2014年6月	社外取締役2名(元会社代表取締役・CFO、元官僚)

- 一方、未だに社外取締役との個別面談が謝絶されるケースもある。

4. 日本版スチュワード ドシップ・コード

4. 日本版スチュワードシップ・コード①

- 日本版スチュワードシップ・コードは企業価値向上に資するのか？

ポイント1.

原則主義、Comply or Explainは、自ら考え行動することを期待してるが、果たして理解されているだろうか。

ポイント2.

試行錯誤は止むを得ないが、それによって不協和音を生じる可能性には要注意。

(1991年CaIPERS日本企業にモノ申す宣言、2000年代半ばアクティビスト、2014年？)

ポイント3.

上手く機能するか否か、傍観者的ではなく、能動的に活用し企業価値向上に資する責任と義務が、企業と投資家双方にある。

⇒ 既にスチュワードシップの考え方が投資家に広く浸透して、企業側では株主重視が当たり前の英国よりも、日本の方が伸びしろ(導入効果)が大きいと期待できる。英国の場合は、短期志向是正に力点が置かれている。

4. 日本版スチュワードシップ・コード②

⇒ポイント2. 想定される不協和音(反発、批判、逆行)

- 議決権行使開示に伴い反対票が急増する可能性
 - “反対票”の数が議案内容精査の証と誤解されている可能性
 - 建設的対話が早いタイミングで重ねられ、対話の成果(企業と投資家間の相互理解)があれば、本来は“反対票”は減る

- 対話(エンゲージメント)の濫用、非建設的な対話となるリスク
 - 短期的視点でのエンゲージメント: 多様なステークホルダー間での軋轢を生むだけでなく、株主間での利益相反を生じる
 - 成長と還元のバランス、事業リスク、ビジネスサイクルへの理解を欠く株主還元要求(例、成長原資の先食いとなる過度な配当または自社株買い要求)
 - 経営の時間軸(事業投資回収期間や事業再構築)と投資家の時間軸の乖離についての認識不足
 - 説得力ではなく、議決権行使の圧力による強要

- 企業側の反発
 - 対話の機会限定(対話拒否)
 - グローバル競争力強化、成長投資、事業再構築への本格的な経営改革が進まず、配当性向引き上げ、一時的な自社株買いに終わる危険

「責任ある機関投資家の諸原則」
 ≪日本版スチュワードシップ・コード≫

<ご参考>

主なパブリックコメント(和文)の概要及びそれに対する回答

No.	コメントの概要	回答
▼「目的を持った対話」とは		
5	短期運用の視点でエンゲージメントをすると、短期的利益の極大化に走り、長期的な企業価値創造に反する場合も想定されるのではないかと懸念。「目的を持った対話」の範囲や目的について、当事者間で現時点において共通理解がないため、「当該企業の中長期の企業価値向上に資する目的を持った対話」などと解釈指針で明示してはどうか。「目的を持った対話」の「目的」とは何を指すのか明確にして欲しい。	対話の「目的」については、指針4-1において、「 <u>中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すこと</u> 」である旨を記載しておりますが、ご指摘を踏まえ、原則1においても、同様の記載を新たに <u>脚注に追加することにより、更に明確化を図ることとしました。</u>
●原則4(建設的な対話を通じた認識の共有と問題の改善)		
14	原則4では、平時より「目的を持った双方向の対話」、「認識の共有」、「問題の改善」を求めている。こうした行動パターンはアクティビスト等に該当するが、全ての機関投資家に対して、この特定の運用スタイルを求めることは、本コードの本意ではないと推察する。したがって、本原則は非常時レベルの規定であることが分かるように修文すべきではないか。	<p>企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な対話を求めるべき(指針4-1後段)と考えられますが、本コードは、そうした場合においてだけ対話を求めているわけではありません。むしろ、<u>企業に問題がある場合にだけ対話するというスタンスの大きな転換を求めるものです。特定の問題を抱えていない企業とも対話を行い、例えば、企業の中長期的なビジョンについて意見交換することにより、機関投資家と投資先企業の双方において、短期的視点に偏らない投資先企業の持続的な成長に向けた取組みが促進されるものと考えます。</u></p> <p>ただし、対話先の選定は、各機関投資家が自らの置かれた状況に応じて判断すべきであり、いたずらに対話の数を積み重ねるなど、対話を行うこと自体が目的であるかのような「形式主義」に陥ることは避けるべきであると考えます。</p> <p><u>他方、企業側においても、機関投資家から対話を申し込まれたからといって、必ずしも自身が問題視されているわけではないという発想に立って対応していただきたいと考えます。</u></p>

(出所:金融庁HP)

<ご参考> 経営者の時間軸・投資家の時間軸

	日~週	月	四半期	1~2年	3年	5年	10年	40年	60年	100年
トレーダー	○	○								
短期投資家		○	○							
一般的機関投資家				○						
長期投資家					○	○				
社債投資家						○	○			
月次売上		レ								
四半期決算			レ							
年度決算				レ						
中計					レ					
事業再編						レ				
長期プロジェクト							レ	レ		
終身雇用								レ		
年金受給									レ	
事業継続										レ

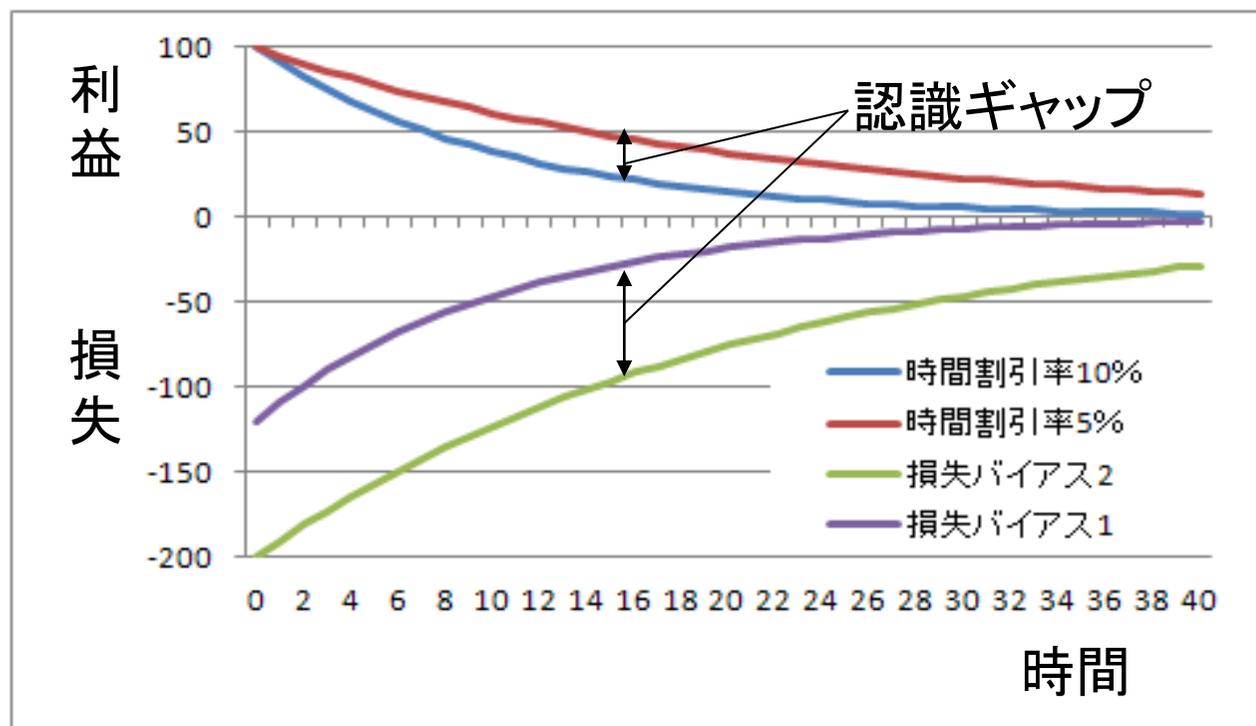
経営者の時間軸と投資家の時間軸には大きな乖離

<ご参考> 時間感覚の違い

行動経済学的解釈(時間割引率)

時間割引率の高い「せっかち」な集団: 将来よりも現在の満足に高いウェイトを置いて行動する

時間割引率の低い「忍耐強い」集団: 将来の満足のために現在の満足を我慢する



損失バイアス: 損失に対する不満足は同じ大きさの利益の満足よりも大きい(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

<ご参考>

No.	コメントの概要	回答
▼企業側のステewardシップ責任		
21	<ul style="list-style-type: none"> 機関投資家側だけでなく、企業側にも機関投資家との建設的な「目的を持った対話」について、真摯に対応する旨の内容を追記すべきではないか。 日本においても「コーポレート・ガバナンス・コード」を策定すべきではないか。 <p style="text-align: right;">(他 同旨5件)</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>なお、対話は双方向で行われるものであることから、ご指摘のとおり、機関投資家による建設的な「目的を持った対話」の実施に当たっては、<u>企業側にも真摯に耳を傾けて対応していただくことを期待しています。</u></p>

No.	コメントの概要(原文抜粋)	和訳(事務局仮訳)	回答
▼企業側のステewardシップ責任			
31	<ul style="list-style-type: none"> It is important to recognize that companies, even more than investors, should accept primary responsibility for seeking common ground with investors and initiating constructive engagement. 	<ul style="list-style-type: none"> 投資家以上に企業側において、投資家との間で共通点を探り、建設的なエンゲージメントを開始するための主要な責任を受け入れるべきことを認識することが重要である。 	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>本コードは、機関投資家が、ステewardシップ責任を果たすに当たり、有用と考えられる諸原則を定めるものであり、企業側の行動につい</p>
	<ul style="list-style-type: none"> ... the draft does not specifically mention that company boards also have responsibility for stewardship. We would suggest that it would be helpful to make this clear. This would strengthen the position of investors in instances where they wish to engage with a board that is perhaps reluctant to have a meaningful dialogue. It is perhaps beyond the strict scope of this consultation but we consider that the existing “Principles of Corporate Governance for Listed Companies” published by the Tokyo Stock Exchange in 2004 need to be reviewed and reinforced”. 	<ul style="list-style-type: none"> 本素案は、企業の取締役会にもステewardシップ責任があることについて特に言及していない。私達は、この点を明確にすることが有益だと考えている。これによって、意義ある対話を行うことに消極的になりがちな企業の取締役会を相手にエンゲージメントを行う投資家の立場を強化することができるだろう。 東証が2004年に公表している現在の「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」は見直し強化する必要があると考える。 	<p>ての原則を定めるものではありませんが、対話は双方向で行われるものであることから、ご指摘のとおり、機関投資家による建設的な「目的を持った対話」の実施に当たっては、<u>企業側にも真摯に耳を傾けて対応していただくことを期待しています。</u></p>

<ご参考>

No.	コメントの概要(原文抜粋)	和訳(事務局仮訳)	回答
●原則4(建設的な対話を通じた認識の共有と問題の改善)			
26	We note that principle 4 is carefully worded to ‘achieve common understanding’ with investee companies. Although we recognise that it is extremely important to do this, and we practice this every day, there will always be cases where a ‘common understanding’ cannot be reached. In this case, there should be a defined procedure to escalate the issue, in order to resolve it more effectively.	原則4は、投資先企業と「認識の共有」を図るよう慎重に言葉が選ばれているものと認識している。私達はそれを行うことが非常に重要であると認識し、日々実践しているところであるが、必ずしも「認識の共有」に到達することができる場合ばかりではない。この場合、より効果的に問題を解決するために、活動を段階的に強化するための確立された手続きを用意しておくべきである。	ご指摘のとおり、対話を行ったとしても、必ずしも全ての意見が一致するわけではないことも事実です。このため、指針4-1の注7(英文では注6)において、「認識の共有には、機関投資家と投資先企業との間で意見が一致しない場合において、 <u>不一致の理由やお互いの意見の背景について理解を深めていくことも含まれる</u> 」旨の記載を新たに追加しました。 また、指針4-2にあるように、機関投資家は、実際に起こり得る様々な局面に応じ、投資先企業との間でどのように対話を行うのかなどについて、あらかじめ明確な方針を持つべきであると考えます。

(出所:金融庁HP)

4. 日本版スチュワードシップ・コード③

⇒ポイント3. 上手く機能するか否か、傍観者的ではなく、能動的に活用し企業価値向上に資する責任と義務が、企業と投資家双方にある。

海外投資家の日本企業に対する見方

- ROIC、ROEの低さ・・・“株主軽視”
- 成長性の低さ・・・対応策、スピード感の欠如
- 企業価値が事業価値の合計を下回る、経営と事業運営のミスマッチ

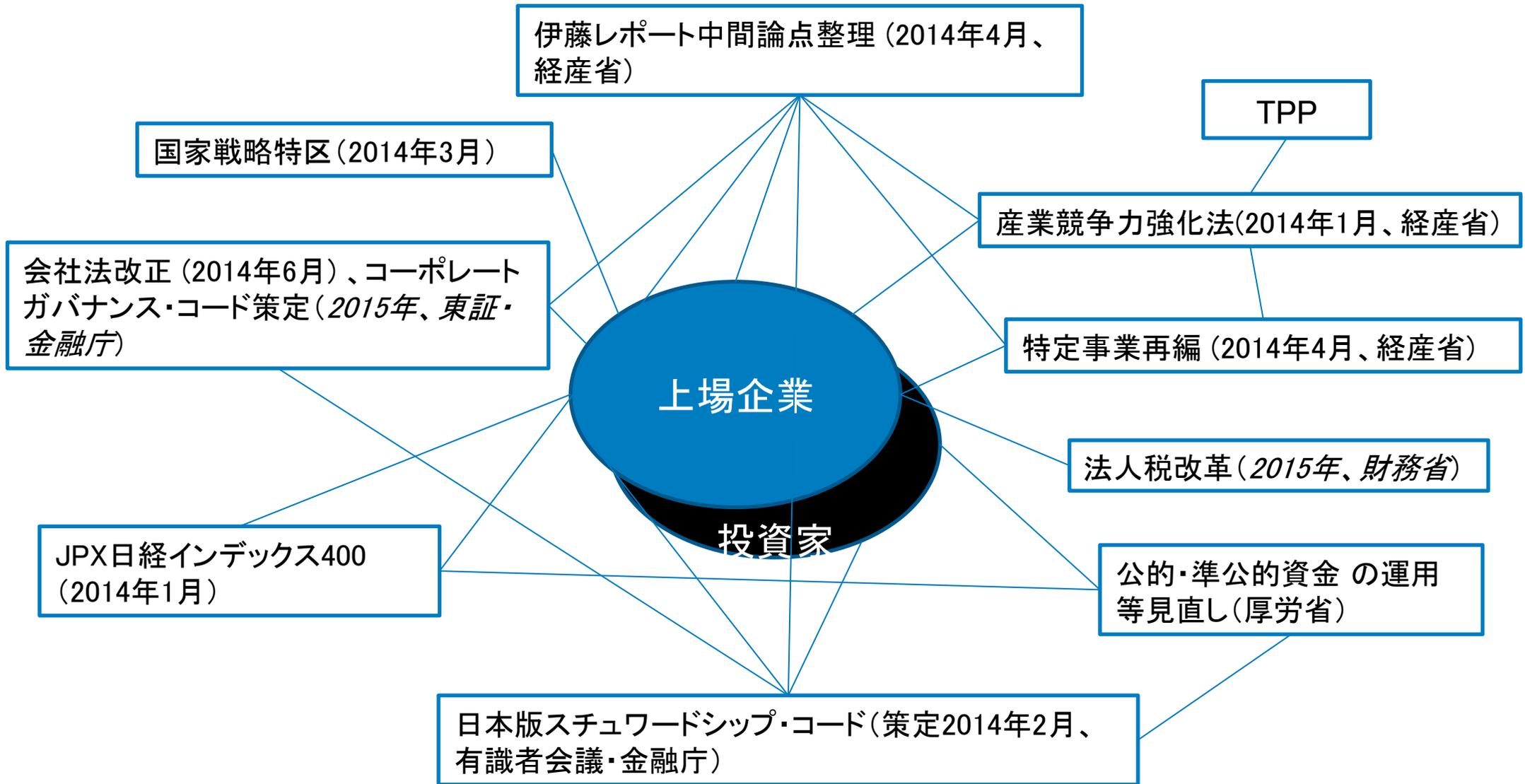
対話(エンゲージメント)の焦点

- 事業ポートフォリオの再構築：企業価値創造(全体最適)を軸にした経営資源(ヒト・モノ・カネ)配分の見直しによる競争力強化、成長力回復

<ご参考> 急速に整ってきた経営改革の環境

施策	示唆
日本版スチュワードシップ・コード(2014年2月策定、有識者会議・金融庁)	対話
コーポレートガバナンス・コード(2015年、東証・金融庁)	対話
伊藤レポート「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築を考える～」(2014年4月、中間論点整理)	対話、資本コストを意識した経営規律
JPX日経インデックス400(2014年1月)	ベストプラクティスのベンチマーク化
公的・準公的資金の運用等見直し(2014年、厚労省)	日本版スチュワードシップ・コード後押し、ベストプラクティス化
産業競争力強化法(50条、特定事業再編計画)(2014年1月、経産省)	過剰供給構造・過当競争による疲弊解消、事業再編促進
国家戦略特区(2014年3月、内閣府)	雇用指針(外部労働市場型の人事労務管理是認)
骨太の方針2014、日本再興戦略改訂2014(2014年6月、閣議決定)	コーポレートガバナンス強化、持合株式の議決権行使の在り方検討、産業の新陳代謝・PE活用、働き方改革
法人税改革(2015年、財務省)	対外競争力改善
TPP	規制改革の試金石

<ご参考> 企業が主役、投資家は黒子 環境整備は急速に進んだ



5. 建設的對話

5. 相互理解を促進する建設的対話

経済産業省主催「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築を考える～」シンポジウム(於:2013年11月21日日経ホール)

「長期投資の理解を得るためには、時間軸で事業ポートフォリオが構成されているのが望ましい。複数の事業があり、待っている間にも、以前投資した事業からのリターンが上がってくるような連続的な回収の組み合わせである。また、当社では賞味期限の長い話を聞くために、あえて数字に触れないで経営者と話すことがある。しかし、つまらない質問をしたら、経営とは何たるものか厳しく教育していただきたい。日本では反論しないが受け入れもしないという「静かなる決裂(サイレント・レジスタンス)」があるが、欧米では経営者から学ぶ機会が多々ある。そういう場面がないと、双方が切磋琢磨して向上していかないのではないかと感じている。」(三瓶)

(出所:日本経済新聞2013年12月27日朝刊)

<ご参考> 英国でInvestor Forum正式に発足

Wednesday 2 July 2014

The Investor Forum appoints Chairman and Executive Director

The Investor Forum has been formally launched today with the appointment of Simon Fraser as Chairman, and Andy Griffiths as Executive Director.

~~~~

The purposes of the Investor Forum are to improve long-term returns from investment in companies by:

1. Promoting the value of long-term approaches to investment to match the long-term objectives of the individual savers who are ultimately the beneficiaries of the long-term returns delivered by investment management.
2. Promoting cultural change throughout the investment chain – encompassing asset owners and their advisers, as well as asset managers and investee companies.
3. Forming Engagement Groups to drive constructive change when there is a critical mass of support among Forum participants that a company is failing in some way that might compromise long-term returns.

(出所: Press Release – Investment Management Association, UK )

---

---

## 留意事項

---

- 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。