

2018年（平成30年）8月31日

スチュワードシップ活動のご報告 (2017年7月～2018年6月)

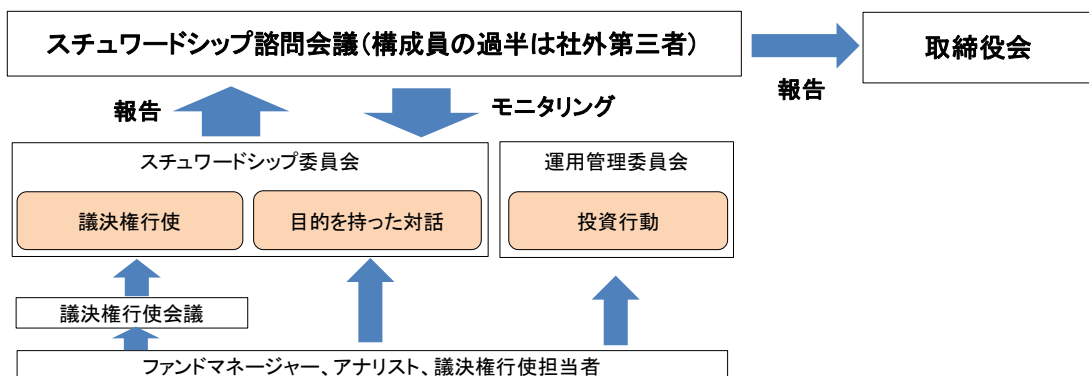
三菱UFJ国際投信株式会社

当社は、お客さまから委託された資産の運用を行う立場として、投資先企業が株主利益を考慮して企業価値の向上や持続的な成長を果たすことに資するため、企業との「目的を持った対話」や明確な方針のもとでの議決権行使などのスチュワードシップ活動を実施しております。

当社は、責任ある機関投資家として適切に受託者責任を果たすため、「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》の受入を既に表明していますが、より一層のガバナンス強化を目的として「スチュワードシップ諮問会議」を設置しております。

本諮問会議では、お客様から委託された資産の運用における議決権行使や投資先企業との「目的を持った対話」および投資行動が、投資家の利益最大化を確保するために十分かつ適切であることを検証しています。独立性・中立性を確保するため、取締役会が指名する議長を含めた3名で構成し、構成員の過半を社外第三者から選任しています。なお、本諮問会議による検証結果は取締役会へ報告するとともに、本諮問会議が改善を必要と判断した場合、取締役会に対して勧告を行うこととしています。

＜スチュワードシップ活動の牽制機能の強化＞



当社では引き続き、資産運用者である機関投資家としてのスチュワードシップ活動の実効性向上およびガバナンス体制の高度化を通じて、投資家の利益最大化の確保をめざして参ります。

それでは以下に、＜三菱UFJ国際投信のスチュワードシップ・コードへの対応方針＞に則り実施した、2017年7月～2018年6月（以下、2017年度）の活動状況をご報告いたします。

1. 投資先企業との「目的を持った対話」の活動状況

当社は、投資先企業との「目的を持った対話」を通じた様々な問題についての認識共有化や改善への取り組みが資本効率向上や持続的成長につながり、ひいては中長期的な投資成果の拡大につながると考えております。こうした考えのもと、当社は投資先企業との「目的を持った対話」を積極的に推進するために、「目的を持った対話」の方針を策定し、その方針に基づき対話を行う企業の選定を行い、対話を実施しました。さらに対話実施後は、対話内容を記録、集計するとともに、対話についての自己評価を行い、今後の対話の改善に向けての対応を図りました。

以下が、その概要となっております。

(1) 「目的を持った対話」の方針

中長期的な企業価値向上及び持続的な成長に向けて、事業戦略や事業構造、資本構造、コーポレートガバナンス、株主総会の議案等において当社が重要視しているポイント、注目している点等について対話を行い、認識の共有化や改善への取り組みを推進しました。

具体的な対話方針は下記の通りとなっております。

◎ 「目的を持った対話」の具体的な対話方針

| | 対話の種類 | 対話方針 |
|---|-------------|---|
| 1 | 事業戦略(成長戦略) | 不透明な事業戦略の是正、納得性のある戦略策定 |
| 2 | 事業構造 | 非効率な多角化、成長性及び収益性の低い事業、競争優位性のない事業等についての改善、リストラ |
| 3 | 資本構造 | 過剰資本、不透明な資本政策(配当政策、投資戦略、ファイナンス)の改善 |
| 4 | コーポレートガバナンス | 経営の規律を正し、企業価値の最大化を図る体制の構築(取締役会の監督機能、多様性、経営者報酬、情報開示、反社会行為) |
| 5 | 株主総会 | 株主総会議案を基にした資本政策、取締役会等の改善、強化 |

また、企業との課題認識の共有化を図ることに加えて企業価値向上に向けた具体的な対話を効果的に行うため、中長期的に企業に求める成果と具体的な対話のポイントを定めております。

◎ 目的を持った対話の実践におけるポイント

| | 対話の種類 | 具体的な対話のポイント | 中長期的に求められる(めざす)成果 |
|---|-------------|---|--|
| 1 | 事業戦略(成長戦略) | <ul style="list-style-type: none"> 中長期の具体的な事業戦略が作られているか 事業戦略の実現性があるのか 事業戦略の実行により収益性及び資本効率の改善が見込まれるのか 事業戦略の実行により持続的な成長性が確保されるのか | <ul style="list-style-type: none"> 利益率向上、資産効率向上等を通じたROE向上 持続的な利益の成長、トップライングロース等 |
| 2 | 事業構造 | <ul style="list-style-type: none"> 多角化による事業の収益性及び資本効率の低下は見られないのか 主力事業の収益性、成長性などに変化はないのか 取り巻く市場環境や競争環境に変化はないのか 問題事業に対する改善策の有無及び適切な改善策か 経営陣の問題認識は妥当か | <ul style="list-style-type: none"> 事業の選択と集中 戦略分野への資源配分等最適な資源配分の実施 不採算分野の撤退基準の明確化と実行等 |
| 3 | 資本構造 | <ul style="list-style-type: none"> 過剰資本が内部留保し有効に活用されずにいるのではないのか 資本コストを低下させるべき最適資本構成が考慮されているか 配当及び自社株買いなど資本政策に対する明確な戦略はあるのか ファイナンスは投資、財務状況から合理的に行われているのか | <ul style="list-style-type: none"> 企業ステージに合わせた成長戦略等を考慮し、必要なキャッシュ、想定されるリターン等を考えた上での最適資本構成の明示 株主還元の目標と根拠の説明等 |
| 4 | コーポレートガバナンス | <ul style="list-style-type: none"> 取締役会は経営執行を的確に監督できる体制が構築されているか(執行と監督の分離、CEOと議長の分離、多様な取締役、各種委員会の存在等) 取締役会が経営戦略や経営者の交代など重要な意思決定を適切に行っているか 経営者報酬が業績連動や事業計画にコミットしたインセンティブ体系となっているか | <ul style="list-style-type: none"> 取締役会の実効性評価 後継者含む取締役選解任の透明性・説明力向上 政策保有株の考え方の明確化 ダイバーシティを含めた人材の有効活用等 |
| 5 | 株主総会 | <ul style="list-style-type: none"> 当社議決権行使ガイドラインに適合しているか 株主提案の妥当性 経営効率向上に向けての取組みが行われているか コーポレートガバナンス強化に向けての取組みが行われているか | <ul style="list-style-type: none"> 各種議案の説明力、透明性の向上 最適な資本構成を示したうえで配当政策 監督機能(ガバナンス)の強化 取締役等の選解任理由の説明力向上等 |

(2) 目的を持った対話を行う企業の選定

「目的を持った対話」を行う企業の選定に当たっては、対話の内容が、事業戦略や資本構造、コーポレートガバナンス等経営の最重要課題にかかわることから、経営陣との対話を重視しました。また当社は、より能動的に「目的を持った対話」を行うためにスクリーニングによる企業選択を行って優先的に対話を行う企業群を選定しておりますが、2017年度は従来のスクリーニング基準を一部見直し、コーポレートガバナンス面での懸念のある企業のリストアップ強化や収益性低下傾向が続く企業等のピックアップ等も行い、より実効性が伴った対話を行えるようにしました。これに、企業価値に大きな影響を及ぼすと思われる事象が発生した企業や投資家と積極的に対話を行う意思のある企業等、定性判断により対話が必要と判断した企業を加えて「目的を持った対話」を推進いたしました。

なお従前は、優先的に対話を行う企業群の選定はアクティブ運用においてのみ行っておりましたが、2017年度からはパッシブ運用におきましても同様にスクリーニングによる企業選択を行い、優先的に対話を行う企業群を新たに選定し、パッシブ運用もアクティブ運用同様に「目的を持った対話」を積極的かつ能動的に推進しました。

◎優先的に「目的を持った対話」を行う具体的な基準

| | | 対話を行う条件 |
|------|---|--|
| 定量判断 | 1 | 継続的に資本効率が悪く、短期的にも明確な改善が見られない企業 |
| | 2 | 継続的に株主還元性向が低く、短期的にも明確な改善が見られない企業(成長企業は除く) |
| | 3 | キャッシュリッチにもかかわらず継続的に株主還元性向が低く、資本効率の悪化懸念がある企業 |
| | 4 | 継続的に収益性が低下傾向にある企業 |
| | 5 | ガバナンス体制に懸念がある企業 |
| 定性判断 | 6 | 企業価値に大きな影響を及ぼすと思われるイベント等の発生した企業(不祥事、減損、M&A、事業戦略の変更等) |
| | 7 | 経営陣等が積極的に投資家との対話を行う意思のある企業(会長、社長、副社長、CFO等) |

加えて、「目的を持った対話」を実施した場合、継続的な対話の要否を判断し、投資先企業の改善状況をモニタリングしつつ、さらなる改善を促す対話のプロセスを明確化しております。

なお、過去の対話記録はライブラリー化し、継続的かつ効率的な取り組みや経験値の蓄積につなげられるようにしております。

こうした取り組みにより、投資先企業との認識共有化の進展や中長期的な企業価値向上に向けて努めてまいりました。

(3) 目的を持った対話の実施状況

当社はスチュワードシップ活動を、投資先企業との「目的を持った対話」、議決権行使、企業調査の3つの活動と定め、2017年7月～2018年6月までの期間におけるスチュワードシップ活動実施件数は以下の通りとなっております。

◎スチュワードシップ活動による企業調査総件数

スチュワードシップ活動による企業調査総件数（REIT含む）は、5,124件となりました。内訳としては、企業との個別対話が2,443件、説明会等が2,681件となっています。この内、投資先企業との「目的を持った対話」の実施件数、及び対話の内容については以下の通りとなっております。また、執行役員を含む企業経営陣との対話については、約5

割となりました。その中で、社外取締役との対話も実施しております。社外取締役から見るコーポレートガバナンスの実態や課題、改善点等、有意義な対話となりました。その中で、機関投資家の議決権行使ガイドラインに対する意見交換等も行いましたが、社外取締役の任期や構成、報酬体系等について当事者としての貴重な意見を伺える機会となりました。引き続き経営陣との対話を重要視していきませんが、対話の重要性を理解している企業は対話内容を経営層で共有する仕組みを確立しており、IR部門、経営企画部門、法務部門等の担当者との対話であっても手ごたえを感じる対話が増えてきました。実際にその後の企業側の行動につながったケースやよりテーマを絞り込んで臨んだ経営陣との対話実現に至ったケースが出ており、企業価値向上を促す「目的を持った対話」の機会は積極的に活かしていく方針です。

◎投資先企業との「目的を持った対話」実施件数

| | 2016年度 | 2017年度 |
|-------------|--------|--------|
| 事業戦略(成長戦略) | 59 | 85 |
| 事業構造 | 9 | 10 |
| 資本構造 | 7 | 11 |
| コーポレートガバナンス | 85 | 97 |
| 株主総会議案 | 50 | 52 |
| 合計 | 210 | 255 |

実際の対話においては、複数のテーマにまたがるケースが多いため、厳密な区分けではありませんが、主に中心となった内容に基づいて分類しました。その結果、主たる対話内容としては、コーポレートガバナンスに係るものが最も多くなりました。当社ではコーポレートガバナンスは、企業の中長期の持続可能性を考える上で要となるものと考えており、昨年度に引き続き高い水準となりました。政策保有株式の考え方、取締役会の実効性、(任意の)人事・報酬委員会の実効性、中長期計画と連動させたインセンティブプラン等効果的な報酬体系、後継者育成プラン等について内容の伴ったものになっているか、質の面に焦点をあてた対話を行いました。また企業の中長期的な企業価値向上を促す中で、成長戦略を中心とする事業戦略についても積極的に対話を行い、高位のテーマとなりました。加えて、優先的に対話を行う企業の選定において、収益性低下傾向が続く企業のピックアップ等を行ない、成長戦略だけではなく、事業構造や資本構造に起因すると思われる低収益性についても対話を推進した結果、それら内容の対話も増加しました。

これに加えて「目的を持った対話」を通じて企業と①認識の一致、②一定の理解、③一致せず、という3段階の自己評価を行い、継続的な対話に向けての判断に活用しております。尚、自己評価の結果は以下の通りとなっております。

◎ 「目的を持った対話」実施後の自己評価

| | 2016年度 | 2017年度 |
|-------|--------|--------|
| 認識の一致 | 47 | 59 |
| 一定の理解 | 157 | 193 |
| 一致せず | 6 | 3 |
| 合計 | 210 | 255 |

一定の理解も含めれば、多くの企業と認識の共有が図られました。一方、任意の委員会の実効的な活用や政策保有株式の考え方等のガバナンス面や、株主還元の考え方、資金の有効活用等の面で、企業側の取り組み姿勢に課題が見られる事例が見受けられました。引き続き企業との対話等を通じて相互理解を深め、認識の共有化を図っていく考えです。

◎スチュワードシップ活動を通じた企業の変化と課題点

| 投資先企業の変化と課題 | |
|----------------|---|
| 投資先企業のポジティブな変化 | <ul style="list-style-type: none"> ①連結純利益は2期連続最高益。 ②ROEの改善(東証一部上場企業の過半数が8%超え)。 ③財務体質改善続く。 ④顧問・相談役の廃止や情報開示を行う動きの広がり。 ⑤株主総会の活性化。 ⑥海外M&Aの拡大 ⑦事業の撤退・縮小の公表など、事業の選択と集中の動きも一部に見られる。 ⑧複数の社外取締役の導入企業は東証1部で全体の9割以上。 ⑨取締役会の役割として、監督機能強化の動き。 ⑩非財務情報の積極的な拡充に取り組む企業も見受けられる。 ⑪株式報酬制度の導入、拡充の動き。 |
| 投資先企業の課題 | <ul style="list-style-type: none"> ①品質に絡む不祥事の多発。 ②資本コストを意識しない経営を行う企業は依然多い(過剰資本、不採算事業温存等)。 ③取締役会の多様性(ダイバーシティ)への取り組み。 ④資金の有効活用。 ⑤政策保有株式の縮減進まず。説明不足も。 ⑥後継者育成計画(サクセッションプラン)の作成が進まず。 ⑦大胆な事業ポートフォリオの見直し進まず。 ⑧インセンティブを効かした役員報酬体系の導入(依然として固定報酬の割合が高い企業も目につく)。 ⑨買収防衛策の継続(そもそも本当に必要なのか)。 ⑩株主総会月の集中緩和進まず。 ⑪任意の委員会を設置するも有効に活用されていないケースも。 ⑫親子上場、安定株主多数企業に対する株主のチェック機能空洞化 |

(4) 目的を持った対話内容の抜粋

投資先企業との「目的を持った対話」の具体例の一部を御紹介いたします。

| 社名 | 当社の意見 | 企業の意見 |
|----|---|---|
| A社 | 経営・資本戦略、ガバナンス等について対話。経常利益率3%以上、ROE 7%以上、配当性向25%が目標とする重要業績評価指標(KPI)だが、それぞれが上場企業、同業他社比で見ると低い水準。より高める考えはないのか。生産、物流、販売体制の見直しで資本効率改善を実現するという議論はないのか。自己資本利益率(ROE)と配当性向が低いと、結果的に株主資本配当率(DOE)が平均よりも低い水準となっている。なぜ、配当性向25%目標なのか、納得できる説明となっていないのは問題。現在1名体制となっている社外取締役の増員を検討していると思うが、企業経営経験者採用を検討してはいいかか。指名委員会がなく、報酬委員会も社内の方のみ。より透明性、客観性、公平性を高めるために、社外の人を活用していただきたい。また、取締役会の役割について、現在の取締役会の経営自ら監督する形から、執行役員により権限委譲し、取締役会は全体最適の見地からの視点をより強化して、監督と中長期の戦略により注力するといった考え方をどう受け止めるか。加えて監査役への退職慰労金については当社ガイドラインでは反対。ただ、役員報酬はインセンティブが有効に機能する制度設計について議論すべきだと考えているが、いかがか。 | 経常利益率3%以上の体制はできた。工場再編等は長期の戦略としては議論も必要になる時が来ると思うが、今は現体制でより生産性、効率性を上げていくことに注力している。物流面ではグループ全体で再編を含め効率化を図る必要性について議論している。グループ企業については、以前は各社の数字を集める事が中心だったが、月1回の定例会で各社の社長と本社が課題と対応を共有化する取り組みを行っている。配当性向が世間的には30%以上が多いことは認識している。25%はかなり前に安定配当をベースに決めた水準をそのまま維持しており、検討課題だ。当社は社長が長期継続で、その間交代を経験していない。すぐに後継者問題を含めて議論する雰囲気ではなく、指名委員会等の設置もすぐには無いだろう。但し、現在1名の社外取締役の増員は行う考え。社外取締役は経営者も検討対象ではあるが、まずは今回受け止めた法曹界から探すことになる。当社の取締役会の機能は、業務執行者の集団として経営に責任を負う形をめざしている。監査役への退職慰労金については課題として検討している。報酬制度も当社は古い体制であり、インセンティブが求められている中で、今後の重要な検討課題の一つと認識している。 |
| B社 | 経営戦略、ガバナンス等について対話。前回指名諮問委員会でも社内取締役の人数が多く、サクセッションプラン等の議論することも考慮すれば構成を見直すべき意見したが、その後、委員会構成見直しを先行しており前進と受け止めている。中身を伴った変化が起きているか委員会の活動状況や議論となっている点について確認したい。取締役会の実効性評価は、評価ポイントを分かり易く整理している点が良いが、課題とその対応についても記載が欲しい。将来に向けた投資を先行しつつ、配当性向を引き上げた点の評価。政策保有株への対応が進んでいないようなので説明してほしい。ESG関連ではグローバルコンパクト参加しているのに、持続可能な開発目標(SDG's)への記載が無いのは残念だ。新中計は4年間で2500億と積極投資だが、中計中に年平均成長率1%計画の国内に900億、10%成長を見込む海外は700億の投資となっているが、どういう理由か。利益率でみて、海外は18.2%、国内は9.0%と大きな差。この差はどこから来るのか。国内の収益性改善のため、赤字のA事業を含めどのように対応していくのか。供給責任は大事だが、全て自前でやる必要があるのか、工夫の余地は無いのか。加えて、新領域事業でのB製品は、過去5年売り上げがほぼ横ばい。赤字幅は縮小しているものの赤字。この中計での考え方を教えて欲しい。 | 投資家からの指摘を受けて、社内取締役の人数を絞り、委員会の構成を見直した。サクセッションプランはまだカッチリとしたものは出来ていない。委員会の実開催は年1-2回だが、今、取締役のスキルマップを準備している。加えて、社外役員にこの1年海外を含めて各地区を回ってもらい、事業理解と幹部社員とのコミュニケーションの場を提供する取り組みを行っている。実効性評価については、社外の方から情報共有をどうするかといった課題が出ていたり、経営会議と取締役会の内容等をもっと毎月3-4時間かけて説明したり、製販執行会議に出席してもらったりして、改善を図っている。配当性向は、今までの取り組みの中でしっかりと利益を出せる体質になってきたことから、まずは投資を行うことも還元を強化する事にした。政策保有株については、取締役会で議論し、不要なものは落としてきている。一方、持っていないとテーブルに付けないようなケースもあってここからは先は困難を伴う。SDG'sの記載は、今までに考えていたところ。新中計での投資については、国内はマザー工場の位置付け。設備がかなり古くなっているものもあり、最大の投資額になっている。技術のいこうしても日本でないといけない研究開発部分がある。海外は増産投資がほとんど。利益率の違いは、国内は高級品から廉価版まで供給責任を果たす必要がある。海外は付加価値の高い高級品を販売しているのが大きい。A事業も赤字だが、今のところ黒字化できると考えている。B製品も商材をかなり絞り込んでいるので来期、さ来期には黒字化したい。一方、新領域のC製品は非常に好調。半導体の静電チャックが半数だが、取り換え需要がこれから旺盛と考えていて、投資を行う。社外取締役の人からは当社の通常の回収期間ではなく、これは2年ぐらいで回収しないとけないビジネスと、取り組んでいて、値上げもし、2年ちょっとで回収できる利益率に設定して、取引組んでいる。 |
| C社 | 社外取締役2名体制は取締役会構成比を見ても少ない。社外取締役を増やして、まずはモニタリング機能の強化を図るといった考えをどう捉えるか。社外取締役に、ヒト、モノ、カネを実際に動かした企業経営経験者を加えると今まで見えなかったものが見えてくるかもしれない。資本コストからみた事業ポートフォリオの組み替え等は議論されているのか。従前から各事業とも投下資本利益率(ROIC)が資本コストを上回る事をKPIとされていたと理解しているが、A事業やB事業は相対的に利益率が低く、規模も小さい。キャッシュカウといった位置付けでもないように思う。サクセッションプランでは、委員会でも議論しているが、開催実績はどのくらいか。年に1-2回では、議論が深まらないように思う。重要な事なので、より深い取り組みをお願いしたい。顧問相談役制度について、開示される予定はあるか。制度そのものが問題とは考えておらず、その役割や任期、報酬の決め方等が不透明な事が問題。開示に向けてもらいたい。また、政策保有株式の更なる圧縮を進めてもらいたい。 | 実効性評価であがってきた課題としては、中長期的な経営指針の議論が更に必要といった指摘。社外取締役増員の声もあったが、執行にウエイトがかかった当社の場合、今の構成が適しているという意見や人選の問題もあったので今回は増員予定なし。各事業部門のROICが資本コストをある一定の最低ラインをクリアする事を目標にしている。部門によって資本のかけ方も違うので、全体的な観点も考えて今の事業体制としている。サクセッションプランは、CEOの後継者も大事だが、それを支える各事業部門のトップの育成も重要との意見が出ていた。委員会の開催実績は1-2回程度。社長が退任すれば相談役、取締役が退任すれば顧問となり、辞めた時の役割で何歳までと上限が決まっている。開示するかは検討中。政策保有株は、政策保有審議会で各事業部の意見も聞きながら検討している。今後も検討を続ける。また、報酬制度は固定、変動3で、変動の半分が配当連動、残り半分が部門業績連動としていた。固定の70%分から10%分を昨年役員持ち株会に強制的に出させるようにしている。 |
| D社 | 成長戦略とガバナンス中心に対話。再起動かつ挑戦のフェーズに2018年度は入るが、事業の選別の徹底では、北米で大きな減損も行い、現時点において手を付けずに先延ばししているものは無いとの理解が良いか。今年度は、構造改革の反動で利益も出やすいが、その先利益率が5%、8%へと上がっていく姿を描ききれていない。プログラムの説明中心で地域ごとの戦略が示されていないのは残念。改善をお願いしたい。加えて、構造改革効果も累計で2017年度で416億、2018年度で760億、2019年度で1000億の計画。単年度で見れば戻すほみ。業務プロセス改革が本当に浸透すれば、もっと効果が拡がるはずだ。既存顧客をベースに縦横軸にビジネスを広げる成長戦略の実現性に関しては、御社の強みを交えながら説明して欲しい。グローバルな管理体制強化の面から、ガバナンス検討会を実施したが、その中で見えてきた御社のグローバル管理体制の問題点は何か。 | 昨年、指名委員会で業績不振にどうすべきかの議論の中で社長交代が必要と決定し、取締役会へ提案した。必要な構造改革、成長戦略もスピード感を持つために、執行部側で検討し、実行報告し、取締役会がモニタリングして必要に応じて方針を変更する一般的なプロセスから、重要項目については執行を取締役に同時に一同に会してナマの議論からやる形で行ってきた。そうした中で、事業の選別では大きなもので先送りしているものは無い。成長戦略では、産業界のデジタル化のなかで支援していく会社としてビジネス展開していく。まずは成長戦略0のエリアからの収益貢献が先に出てくるだろう。ここでは、日本は、大きく伸びた。デジタル化の中で大きなビジネスチャンスがたくさんある。その中で複合機の在り方など手を入れるところがあり、これをやると提案の幅が更に広がる。海外は、モノの提供は全世界に出しているが、それを客のニーズに合わせてソリューション仕立てて供給する事が弱かった。それをやる仕掛けをクラウド含め、今作っている。地域エリアや強みの説明については、今後意見を参考にしたい。日欧は中小企業、米圏は中大手中心。それによってソリューションニーズも大きく違い、苦勞もしている。構造改革については、まだ議論が十分尽くされていない面がある。今後、継続的に効果が出るものに重点を置いて検討していく。取締役会では、社外のウエイトを高めると同時に社内のノウハウは持つが執行責任を持っていない非執行の社内取締役との合計で過半数にしたことが大きかった。その中で過去のしがらみにとらわれない構造改革に取り組んでいる。グローバルな管理体制では、内部監査、監査法人、監査役会の3段階のチェック体制で海外の件などが止められなかったことを重視。地域ごとに能力のバラつきがあるなら、グローバルな内部監査チームを作ったり、監査法人も力のあるところに任せる。監査役会も能動的に対応を迫るなどの方針を出している。 |

なお2018年6月には、東京証券取引所において、実務的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめた「コーポレートガバナンス・コード」の改訂が行われました。この中で注目を集めたのは、①政策保有株式について、②最高経営責任者（CEO）等の後継者育成計画（いわゆるサクセッションプラン）の策定及びCEOの選解任プロセス、③資本コストの把握及び事業ポートフォリオの見直し等に関する部分です。当社では従前よりこれらのテーマについては、重要な項目であると認識しており、投資先企業との「目的を持った対話」においても、取り上げてきました。この他にも④不祥事関連、⑤株主総会議案における株主提案、⑥環境・社会・企業統治（ESG）関連等は、2017年度に注目を集めました。これらについても、投資先企業との「目的を持った対話」を実施しております。

① 政策保有株式について

当社では、政策保有株式はそもそも不稼働資産との見方もできることや議決権行使を通じたガバナンス機能向上の妨げになるリスクについて懸念を持っています。このため、事業を行ううえで本当に政策保有株式が必要かを企業に問い、出来るだけ成長投資に資金を振り向けることを対話を通じて促しました。

| | 当社の意見 | 企業の意見 |
|----|--|--|
| E社 | (中略) 政策保有株式についても、持ち株会社で約300億、子会社で1000億保有している。出来るだけ減らして成長投資に振り向けていただきたい。国内の需要が伸び悩む中、海外への展開を図っている状況からそのような方向(海外への投資)で検討してはいかがか。 | (中略) 政策保有株式は、減らしていく方向だが、〇〇チェーン店等は、実際に売却すると影響がある。確かに、海外の利益率は国内よりも格段に高い。一方、額が大きく国内はキャッシュカウになっており、それを基に海外に投資している面がある。簡単にはいかない。 |
| F社 | (中略) ガバナンス面では、政策保有株式540億は、多い印象。ビジネス上持っていないと影響が大きいのか、今後どうするかについて考え方を伺いたい。 | (中略) 政策保有株式については、事業取引の中で歴史的に持ったものが非常に多い。持たないとビジネスに大きな支障が出るとは考えないが、時間軸の問題がある。今までも減らしてきたが、今後も先方と時間軸を含めて協議して、方向性としては減らしていきたい。 |

② 最高経営責任者（CEO）等の後継者育成計画（いわゆるサクセッションプラン）の策定及びCEOの選解任プロセス

CEOの後継者育成計画や選解任プロセスは、企業のガバナンス上重要な項目であると認識しています。ただ、企業と対話を行っていても明文化された状態で整備されている企業は少ないというのが実感です。こうした実態を見ると、人事や報酬に関する任意の委員会設置企業は増えてきているものの、十分に活用されているのか疑問です。このため、企業との対話において、ガバナンス上重要な問題であり、任意の委員会等を活用した制度の整備を促しました。

| | 当社の意見 | 企業の意見 |
|----|---|---|
| G社 | (中略) サクセッションプランについては、どのような時間軸で検討し、公表されていくお考えか。併せて取締役会の構成や規模等についても議論されているのか教えて欲しい。委員会でのサクセッションプランの議論内容の取締役会への報告は、個人名よりも求められる資質、経験、育成プロセスや選別のプロセスの透明性や客観性を中心に説明すればよいと思う。 | (中略) 人事委員会の機能強化を行い、サクセッションプランも議論。決定まで終盤に来ている。委員長を社外取締役にすることは、それまで暗黙的な事項を明文化する事をしないとできない。形だけでなく、実質的に透明性、客観性の強化につながっている。ただ、取締役会への報告について、候補者の個人名など、どこまで報告するかは悩んでいる。 |
| H社 | (中略) 任意の委員会を導入していない理由を、もう一度教えて欲しい。サクセッションプランや場合によっては経営トップの選解任、報酬制度の見直し等は、こうした委員会等を活用して十分に議論をしていただきたい。サクセッションプランについては、存在するならば開示もお願いしたい。 | (中略) 委員会は、現状でも社外取締役の方にきちんと機能してもらっているため置いていないが、意見は検討していく。サクセッションプランは社外取締役の合議体が実際は月1回の割合で開催されており、後継者の育成もそこで議論している。開示も可能だと思う。選解任や報酬の件も議論していきたい。 |

③ 資本コストの把握及び事業ポートフォリオの見直し

企業全体の資本効率を表すROEは、上昇してきているものの、まだ不採算事業を抱え込んだり、手元資金を成長分野に十分に投資できていない企業も目につきます。企業側には、不採算事業への取り組み姿勢や事業ポートフォリオの考え方、その中での取締役会の関わり方等について対話を行いました。

| | 当社の意見 | 企業の意見 |
|---|--|---|
| 社 | (中略) 業績面では、9年ぶりにA事業が黒字転換したが、そもそも8年間赤字が異常事態。まず、黒字は定着したのかに加えて、売り上げ規模では御社の1/3近い中、収益性が低すぎるが、どう改善していくのか伺いたい。先ほどのA分野でも8年間赤字が続く中で、取締役会はキチンと対応をおこなっていたのか疑問に思える。厳しい決断を社外の人材も活用して行っていくことも必要な場合があると思われるので、どういった人材が必要か、社外取締役を求める役割は何か等も含めて委員会を設置して議論を行って欲しい。 | (中略) 配送効率化や人材の再配置等により黒字化。現状は、どこまでの縮小が最適かを見極めている段階。次の中計では、今持っている機能をどう他の分野に融合させるか、顧客接点をどう活用するかについてつめていきたい。委員会については検討中。 |
| 社 | (中略) 事業ポートフォリオの中で、A事業は規模が大きい一方、収益が安定している状況ではなく、差別化をするのも難しい分野とするなら、ここをどうするのか。規模を縮小させてより安定した利益体質にしていこうとしているのは分かるが、事業ポートフォリオとしてどうするのか。戦略・ビジョン会議でも2016年4月に一度取り上げられているが、しっかり議論はされているのか。C事業を次世代の中核事業と位置付けている割に、足下の計画では具体的な投資等が見えていない。足下が不採算事業の立て直しが必要なのはわかるので中計をローリングする中で、10年後のありたい姿に向かってこの事業を含めどう成長戦略を描くのかを打ち出して欲しい。 | (中略) B事業については、規模を縮小させ、市況が良い時も悪い時も安定した収益が出せる体質への転換が終了した。A事業は、リソースも割いており、問題意識を持っている。昔は大きな利益を上げていたが、メーカーの海外生産の進展、競争の激化、採算の良かった新興国向けが原油価格の下落で数年前の半分くらいになっている。今は規模を縮小させ収益を安定させるとともに新興国向け等の状況の改善を待っている状況で、今のところどうするといった明確な解は無い。C事業は一つは〇〇関連事業。あとは中長期的なもの。 |

④ 不祥事関連

日本を代表するような大手メーカー等において品質問題に絡んだ問題をはじめ、不祥事案件も多く公表されました。弊社でも、なぜそのような事態が起きたのか、再発防止策はどうなっているのか等を確認しながらガバナンス体制の再構築等について、企業側と対話を行いました。また、過去に不祥事があった企業とその後の対応策の状況等の確認の対話等も実施しています。なお、不祥事の中でも企業経営への影響度が大きいものや組織ぐるみ等の悪質なもの、同様なケースが繰り返し発生しているもの等については、株主総会において取締役選任議案等の議決権行使に反映させる事も行いました。

| | 当社の意見 | 企業の意見 |
|---|---|---|
| 社 | (中略) 会社側の不祥事再発防止対応に一定の成果/効果が上がっていると感じられた。実際に具体的な事例を示してもらいながら説明を聞き、またレポートラインのPathや事案対応の記録などもきちんと担保されていることを確認。実際、2015年度以降に深刻な不祥事は発生していないことから、同社の取り組みは有効であり、成果が上がっていると考えます。 | (中略) 2015年度の労基法違反(超過残業)に対する対応として、全店/全社で労務管理のシステムを導入。これに伴い、実勤務時間を反映させた就業時間管理と、超過労働の抑制に向けた仕組みづくりを確立。また、違反や被害などを受けた見聞した人がコンプライアンス部署に通報できる「ホットライン」体制も構築し、就業管理/就業環境の整備・拡充に注力している。 |
| 社 | (中略) もっとも重要なのは再発防止に向けたトップの強い意志をいかに全社に浸透させるか。昨年の7月のガバナンス報告書では、取締役会の実効性評価において、体系的リスク管理体制の強化などを課題、としているが、この時点では何を指していたのか。しわ寄せが起きている部署や無理が起きているところでなぜそういった声が上がられなかったのか、もしくは声があっても経営層に届くようなしっかりとした議論がなされなかったのか、企業風土の面からの立て直しをお願いしたい。また、大きな組織なので、本体の取締役会が実際の現場の全てを把握する事は実際は無理だろう。そうであれば、各カンパニーがその事についてしっかりと対応しているのかを十分にモニタリングしないとけない。そのために何をモニタリングするのかといった事も今後、しっかりと議論して欲しい。また、今回の総会では取締役は8名の候補のうち7名が再任。それ自身が悪いわけではないが、今回の事を受けて人事委員会はこういった議論を行ったのか。時間的に、調査結果が出たのが遅く、今回の総会に間に合わなかったのであれば、今後この問題を人事委員会でどう消化していくのか。 | (中略) 今回の不正発覚の端緒は、他のメーカーで同様の問題がある中、当社ではどうかといった点で調査を始めたことにある。その時点では、品質問題が自社にあるとは正直思ってもいなかった。その後第三者委員会を立ち上げ、広範囲に問題が分かった。品質保証への意識の低さや品質管理部門が製造から独立していないといった組織上の問題、企業風土等が背景にある。再発防止として、取締役会として品質に関するガバナンス強化に取り組み、風土改革、品質をグループ全体で統括し、監視、教育する部署の立ち上げ等を行う。まだ海外7社、国内孫会社2社の検査が終わっておらず、影響が今後出る可能性はある。ご意見は参考にさせていただく。役員が全職員を集めて、今回の問題と今後の方針を説明する事を始めたところ。定期的に浸透を促していく。体系的リスク管理体制の強化は、リスク管理を網羅的にやっていないとの指摘を受けて、取り組みを始めたところだった。人事委員会は、今回の報告書は時間的に総会議案に反映させることは難しかった。対話については今後も実施したい。 |

⑤ 株主総会議案における株主提案

2017年度も様々な株主提案が見受けられました。中には、会社側と提案者側が折り合っ
て実際の株主総会議案としては出されなかったものもありますが、精査を要すると判断
したものについては、会社側の意見だけではなく、提案者側とも対話の機会を持ち、双
方の意見を十分に理解するように努めています。

| | 当社の意見 | 企業の意見 |
|------------|---|--|
| M社 会社側 | (中略) 株主提案の中の個人については現時点で明確に反対する理由は見 当たらない。仰るように大株主の提案として6人セットで独立性に疑義 あるのではないかとの見方については、そうした面への考慮も必要と 考えるが、簡単ではない。また、(提案者側を代表する)B氏は御社と 長年一緒にビジネスをしてきて、アジアでの功績も大きく、今後も一緒 に企業価値向上をめざそうとしていると理解している。当社としては、両 社が十分納得して議案が一化されることが望ましいとも考えるが、 最終的にはどちらの提案が御社の企業価値を最大化するのか、と いった観点で判断する事になる。もし、会社側意見があるのなら、なぜそ ちらの方が企業価値向上につながるのかをしっかりと招集通知書等に 説明して欲しい。安易な決着ではなく、十分双方納得した上での一化 を望む。 | (中略) 今回の提案については、B氏と話し合いをして双方が理解できる形 にしようとしている一方で、個々の候補者については指名・報酬諮 問委員会で相応しい人物かを議論していく方向。個人は独立性 があっても、大株主の提案として6人ひと固まりで見たときの独立性 はどうかといった疑義も出されている。きっかけは、米国の買収の 件だったかもしれないが、結局は取締役会で取りやめた。取締役会 が健全に働いた証だと考えている。 |
| M社 提案者側 | (中略) 今回の提案の目的について教えて欲しい。大株主からの提案という事 で、個人には独立性があるが、まとめるかどうかとの見方も一部にあ るようだが、これに対してはどうか。企業の風土を株主価値最大化に向 けさせるために、どのくらいの時間軸を考えているのか、またKPIは何 に置くのか。取締役会の議長をどうするのか。今回の社外取締役の人 選は、何に重きを置いたのか教えて欲しい。 | (中略) 独立性は東証基準、A社基準共に満たしており、問題ない。株主価 値の最大化(MSV)をめざしているものを集め、過半数を取ることが MSVの追求を根付かせる事には必要と考えている。企業の上層 部の意識を変えれば良い。半年程度あれば可能と考える。経営資 源の配分はじめ、意思決定の際にMSVの観点に戻って決めるよう に変えていきたい。この3年間、経営がまずいという印象は無い。具 体的にここが問題だという事もない。ただ、悪くなければそのまま 良いとは思えない。そうではなく、もっと良くしたいと考えている。あ えて言えば、M&Aが過去の案件では貢献していない、買収価格 が高かった。今回の人選ではM&Aに知見の深い人も居る。KPIは 投資家の目線と変わらない。一株当たり利益と倍率(株価)、配 当。議長については大切なことだが、今の時点ではまだ具体案は 無い。 |

⑥ ESG (環境・社会・企業統治) 関連

当社では従来より、企業の長期的な価値を見る上で非財務情報の重要性を意識して対話
を行ってきました。その中でESG課題に関しても、重要性をより意識し、G(企業統
治)の観点を中心にE(環境)やS(社会)の観点の把握にも努め、必要に応じてそれ
らの取り組みや情報開示を企業側に促しました。

| | 当社の意見 | 企業の意見 |
|----|--|--|
| N社 | (中略) マテリアリティ選定は何を選んだということより、どのように選定した かがより重要であると認識しており、同社の丁寧なプロセス説明は 好感が持てる。ただ、内部と外部の2軸によるマテリアリティ選定で、 全社員アンケートは社内側と位置付けるのが普通だが、御社の場 合、社外側と并列に位置付けている。したがって、社外有識者や機 関投資家の意見を聞いたとする部分がどの程度影響しているのかあ いまいになる。どのような考えで、社内アンケートを社外側に組込 んだのか?御社を含め同業大手はグローバルコンパクト署名、人権を 含むCSR指針(ガイドライン)設定、英国現代奴隷法に対する対応な ど全社が取り組んでいるものの、その有効性を高める努力に関する 記述には濃淡がある。御社の統合報告書には人権に関する記述は あまりなかった。サイト内で人権デューデリと検索すると2013年ア ニュアルレポートで議論をしたと記載があったが、その後は一切記述 無し。他社はアンケートや現地視察、指導支援宣言、デューデリ、リ スクアセスメント、警備会社起用方針などがある。御社は研修とワ ークショップといった自己完結的活動にとどまる印象を受ける。 | (中略) 当社が属する業界のビジネスモデルはコンサルを含め外部目線では わかりにくいと考えたことやまずは社内へのESGに対する意識 啓蒙、浸透が大事と考えてこうしたプロセスとなった。今後につ いてはより良いプロセスは何なのか検討を続ける。人権に対する取り 組みは他社に劣るとは考えていない。取引先に対する確認など記 述していないものも多いので、社内議論の中でもう少し記述・開示 したほうが良いという声が強ければ今後対応するつもり。 |
| O社 | (中略) 統合報告書は、まず御社のビジネスモデルと中期、長期の戦略、そ の上でのESGとの関連を説明して欲しい。長期ビジョン、戦略を立て る上で、長期になるほど社会や環境の変化や問題、ガバナンスの面 を必然的にビジネスに絡めて議論していく事になると思うので、そ の中で何が御社にとって重要な問題なのかを説明していただきたい。 御社の強み弱みを分析すれば、何が必要で、何が重要かが出てくる と思うので、それを説明して欲しい。また、その重要な課題を決める プロセスも開示していただきたい。また、任意の人事や報酬委員会 を検討してはどうかと考えている。オーナー企業で世襲していること から、より一層透明性、客観性を高める必要がある。 | (中略) 統合報告書を始めたが、ESG含めて投資家にとって役立つものに するにはどうしたら良いか。確かに、3年の中計を説明するだけで は、投資の意味等が伝わりにくい。ご指摘の通り長期のビジョンや 戦略を示したうえでの中計の位置付けを含めた説明やESGの説明 を行ってほしいとの説明は、納得できる。 |

(5) 目的を持った対話内容の成功事例

企業との対話事例

| | 当社意見 | 企業の反応 |
|----------|---|---|
| 2017年4月 | 指名報酬にかかわる客観性、透明性を高めるために任意の指名や報酬委員会の設置を考えてはどうか。 | 直ちに検討するという感じではない。現状でも社外役員の意見を聞いている。 |
| 2017年6月 | 関連会社での不祥事を受けて、その関連会社での報酬制度の問題、取締役会のガバナンス欠如が一因であったことから、親会社として範を示す意味でも客観性、透明性が高まる仕組みの導入を検討すべき。 | 任意の委員会の設置については、まだそこまで手が回っていないが、意見については検討したい。 |
| 2017年12月 | 社外取締役すべてが新任。経営層だけではなく、社外取締役を含めたサクセッションプランが出来ていないからではないか。不祥事の件も併せて、任意の委員会等を設置して十分な議論を行ってはいかがが。 | 現在まで起きたことに対する対応にスピード重視で取り組んできたため、親会社の委員会の件まで手が回っていなかった。そろそろ議論を始めるタイミングと考えている。 |
| 2018年4月 | 関連会社への範を示す事やサクセッションプランの検討等を含めて、任意の委員会の設置と活用を検討してはどうか。 | 経営を交えて検討していく |



指名報酬委員会の設置を公表

その他主な成功事例

- ・金融関連企業において、大株主との持ち合い株式の解消について対話を行ってきたが、それに向けた具体的なアクションが実現。
- ・複数の企業において、買収防衛策の必要性について対話していた先が買収防衛策の非継続を決定。また、買収防衛策の有効期間の短縮を実施。
- ・中期経営計画が未公表であった企業と対話をする中で、公表を行った企業も現れた。
- ・役員報酬について、中長期の業績と連動する報酬体系の導入を促してきた企業で、導入を決定。
- ・取締役会の任期は2年よりも1年の方が望ましいと対話を行ってきたが、複数の企業で1年に変更。
- ・取締役会の実効性を高めるために、規模の適正化について対話を行ってきた先で、規模の縮小が行われた。
- ・報酬に関して、より詳細な考え方、仕組み等の開示を促してきた先で、詳細な開示を実施。
- ・非財務情報の充実を決意し、グローバルコンパクトなどへ参加したり、SDGsへの対応を開始した企業、統合報告書等の開示内容改善が進展。
- ・不採算事業の整理、成長分野への経営資源集中などの事業ポートフォリオ見直しを実行。

2. 議決権行使結果について

2017年7月から2018年6月に開催された投資先国内企業の株主総会における議決権行使状況についてご案内します。

議案総数 7,163 議案のうち、会社提案の 7,019 議案に関しては 1,129 議案に反対、株主提案 144 議案に関しては 3 議案に賛成しました。この結果、会社提案に対する反対行使比率は 16.1%となりました。

個別議案では、取締役選任、監査役選任、及び退職慰労金支給に対する反対行使比率が平均より高くなりました。これは、業績不振や社外取締役及び社外監査役の独立性や退職慰労金支給対象者が当社議決権行使基準に抵触したこと等が要因となっています。また、昨年5月に買収防衛策において、導入・継続の必要性について基準の厳格化を行いました。2017年度はこれが通年適用となったこともあり、買収防衛策の反対行使比率は昨年に比べて高くなっています。

株主提案については、当社のガイドラインを満たさない買収防衛策廃止提案、ガバナンス向上に繋がると考えた取締役選任議案等について妥当であると判断し、賛成しました。

議決権行使結果

| | | | 201607～201706 総会分 | | | | 201707～201806 総会分 | | | |
|---------------|---------------|--------|-------------------|--------|-------|--------|-------------------|--------|-------|------|
| | | | 提案 | 賛成 | 反対 | 棄権 | 提案 | 賛成 | 反対 | 棄権 |
| 会社提案 | 総数 | 議案数 | 7,149 | 6,004 | 1,145 | 0 | 7,019 | 5,890 | 1,129 | 0 |
| | | 構成比 | 100.0% | 84.0% | 16.0% | 0.0% | 100.0% | 83.9% | 16.1% | 0.0% |
| | 剰余金処分 | 議案数 | 1,464 | 1,427 | 37 | 0 | 1,514 | 1,462 | 52 | 0 |
| | | 構成比 | 100.0% | 97.5% | 2.5% | 0.0% | 100.0% | 96.8% | 3.4% | 0.0% |
| | 取締役選任 | 議案数 | 2,189 | 1,662 | 527 | 0 | 2,392 | 1,792 | 600 | 0 |
| | | 構成比 | 100.0% | 75.9% | 24.1% | 0.0% | 100.0% | 74.9% | 25.1% | 0.0% |
| | ※1 補欠取締役選任 | 議案数 | 119 | 96 | 23 | 0 | 152 | 118 | 34 | 0 |
| | | 構成比 | 100.0% | 80.7% | 19.3% | 0.0% | 100.0% | 77.6% | 22.4% | 0.0% |
| | 監査役選任 | 議案数 | 843 | 621 | 222 | 0 | 792 | 600 | 192 | 0 |
| | | 構成比 | 100.0% | 73.7% | 26.3% | 0.0% | 100.0% | 75.8% | 24.2% | 0.0% |
| | ※1 定款一部変更 | 議案数 | 573 | 573 | 0 | 0 | 509 | 509 | 0 | 0 |
| | | 構成比 | 100.0% | 100.0% | 0.0% | 0.0% | 100.0% | 100.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 退職慰労金支給 | 議案数 | 212 | 138 | 74 | 0 | 183 | 141 | 42 | 0 |
| | | 構成比 | 100.0% | 65.1% | 34.9% | 0.0% | 100.0% | 77.0% | 23.0% | 0.0% |
| | 役員報酬額改定 | 議案数 | 704 | 659 | 45 | 0 | 680 | 626 | 54 | 0 |
| | | 構成比 | 100.0% | 93.6% | 6.4% | 0.0% | 100.0% | 92.1% | 7.9% | 0.0% |
| | 新株予約権発行 | 議案数 | 75 | 65 | 10 | 0 | 70 | 64 | 6 | 0 |
| | | 構成比 | 100.0% | 86.7% | 13.3% | 0.0% | 100.0% | 91.4% | 8.6% | 0.0% |
| | 会計監査人選任 | 議案数 | 42 | 42 | 0 | 0 | 38 | 38 | 0 | 0 |
| | | 構成比 | 100.0% | 100.0% | 0.0% | 0.0% | 100.0% | 100.0% | 0.0% | 0.0% |
| 再構築関連 | 議案数 | 47 | 47 | 0 | 0 | 40 | 40 | 0 | 0 | |
| | 構成比 | 100.0% | 100.0% | 0.0% | 0.0% | 100.0% | 100.0% | 0.0% | 0.0% | |
| 買収防衛策 | 議案数 | 131 | 28 | 103 | 0 | 62 | 9 | 53 | 0 | |
| | 構成比 | 100.0% | 21.4% | 78.6% | 0.0% | 100.0% | 14.5% | 85.5% | 0.0% | |
| ※3 その他会社提案 | 議案数 | 750 | 646 | 104 | 0 | 587 | 491 | 96 | 0 | |
| | 構成比 | 100.0% | 86.1% | 13.9% | 0.0% | 100.0% | 83.6% | 16.4% | 0.0% | |
| 株主提案 | 総数 | 議案数 | 201 | 1 | 200 | 0 | 144 | 3 | 141 | 0 |
| | | 構成比 | 100.0% | 0.5% | 99.5% | 0.0% | 100.0% | 2.1% | 97.9% | 0.0% |

* 白紙委任はゼロ件、J-REITは含まず

※1・・・「反対」には、「一部反対」も含む

※2・・・合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割

※3・・・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、補欠監査役選任等

なお、当社の議決権行使における透明性を高めるために、個別企業、個別議案ごとの議決権行使結果についても弊社ホームページ上で公表しています。

スチュワードシップ活動を行う上で重要な投資先企業に対する議決権行使の方針につきましては、弊社ホームページ上で公表しています。

3. 今後のスチュワードシップ活動強化に向けて

当社は受益者の利益最大化を図るため、今後のスチュワードシップ活動をより積極的に推進し、企業価値向上及び持続的な成長を通じて中長期的なリターンの拡大をめざしてまいります。

(1) 「目的を持った対話」のさらなる推進に向けての施策

引き続き「目的を持った対話」を行うためにスクリーニングによる企業選択を行い、優先的に対話を行う企業群を新たに選定します。企業の中長期的な企業価値を計るうえでは、現在までの企業行動の実績である財務情報に加え、ESGをはじめとする非財務情報を加味する事が重要です。また、企業価値向上を促す上でも、企業側のESGへの取り組みを把握する事が重要になっています。当社は企業の中長期的な価値分析において、実績値としての財務情報に加え、ESGデータの活用をはじめとした非財務情報の組み込みの強化を図っています。こうした中、企業側からも昨年度の対話において、ESGに特化した対話を行いたいという要望が少なからず寄せられ、テーマを絞り込んだ対話を実施しました。このため2018年度は、対話の分類や対話方針等にESG項目を追加すると同時に、スクリーニング基準を一部見直し、ESG評価でのリストアップ等を行い、より実効性が伴った対話を行っていく方針です。これに、企業価値に大きな影響を及ぼすと思われる事象が発生した企業や投資家と積極的に対話を行う意思のある企業等、定性判断により対話が必要と判断した企業を加えて「目的を持った対話」を推進してまいります。

◎「目的を持った対話」の具体的な対話方針

| | 対話の分類 | 対話方針 |
|---|-------------|---|
| 1 | 事業戦略(成長戦略) | 不透明な事業戦略の是正、納得性のある戦略策定 |
| 2 | 事業構造 | 非効率な多角化、成長性及び収益性の低い事業、競争優位性のない事業等についての改善、リストラ |
| 3 | 資本構造 | 過剰資本、不透明な資本政策(配当政策、投資戦略、ファイナンス)の改善 |
| 4 | コーポレートガバナンス | 経営の規律を正し、企業価値の最大化を図る体制の構築(取締役会の監督機能、多様性、経営者報酬、情報開示、反社会行為) |
| 5 | 株主総会 | 株主総会議案を基にした資本政策、取締役会等の改善、強化 |
| 6 | ESG | 企業戦略への組み込み、リスクと機会の掌握、社会課題解決と企業価値向上 |

◎目的を持った対話の実践におけるポイント

| | 対話の分類 | 具体的な対話のポイント | 中長期的に求められる(めざす)成果 |
|---|-------------|--|---|
| 1 | 事業戦略(成長戦略) | <ul style="list-style-type: none"> ・中長期の具体的な事業戦略がESG等も考慮して作られているか ・事業戦略の実現性があるのか ・事業戦略の実行により収益性及び資本効率の改善が見込まれるのか ・事業戦略の実行により持続的な成長性が確保されるのか | <ul style="list-style-type: none"> ・利益率向上、資産効率向上等を通じたROE向上 ・持続的な利益の成長、トップライングロース等 |
| 2 | 事業構造 | <ul style="list-style-type: none"> ・多角化による事業の収益性及び資本効率の低下は見られないか ・主力事業の収益性、成長性などに変化はないか ・取り巻く市場環境や競争環境に変化はないか ・問題事業に対する改善策の有無及び妥当な改善策か ・経営陣の問題認識は妥当か | <ul style="list-style-type: none"> ・事業の選択と集中 ・戦略分野への資源配分等最適な資源配分の実施 ・不採算分野の撤退基準の明確化と実行等 |
| 3 | 資本構造 | <ul style="list-style-type: none"> ・過剰資本が内部留保し有効に活用されずにいるのではないか ・資本コストを低下させるべき最適資本構成が考慮されているか ・配当及び自社株買いなど資本政策に対する明確な戦略はあるのか ・ファイナンスは投資、財務状況から合理的に行われているのか | <ul style="list-style-type: none"> ・企業ステージに合わせた成長戦略等を考慮し、必要なキャッシュ、想定されるリターン等を考えた上での最適資本構成の明示 ・株主還元の目標と根拠の説明等 |
| 4 | コーポレートガバナンス | <ul style="list-style-type: none"> ・取締役会は経営執行を的確に監督できる体制が構築されているか(執行と監督の分離、CEOと議長の分離、多様な取締役、各種委員会の存在等) ・取締役会が経営戦略や経営者の交代など重要な意思決定を適切に行っているか ・経営者報酬が業績連動や事業計画にコミットしたインセンティブ体系となっているか ・当社議決権行使ガイドラインに適合しているか | <ul style="list-style-type: none"> ・取締役会の実効性評価 ・後継者含む取締役選解任の透明性・説明力向上 ・政策保有株の考え方の明確化 ・ダイバーシティを含めた人材の有効活用等 |
| 5 | 株主総会 | <ul style="list-style-type: none"> ・株主提案の妥当性 ・経営効率向上に向けての取組みが行われているか ・コーポレートガバナンス強化に向けての取組みが行われているか | <ul style="list-style-type: none"> ・各種議案の説明力、透明性の向上 ・最適な資本構成を示したうえでの配当政策 ・監督機能(ガバナンス)の強化 ・取締役等の選解任理由の説明力向上等 |
| 6 | ESG | <ul style="list-style-type: none"> ・ESGの観点を含むビジネスモデル説明がなされているか ・事業継続するなかで取り組むべきESG課題を選定しているか ・リスクと機会の掌握とその対応は適切に行われているか ・目標を定め、進捗確認と改善を持続的に行う体制を整えているか ・社会課題解決に向けた取り組みと企業価値向上が関連付けられているか | <ul style="list-style-type: none"> ・成長機会の獲得 ・リスク軽減(回避) ・競争優位の確立 ・社会課題解決(SDGs等)への取組み |

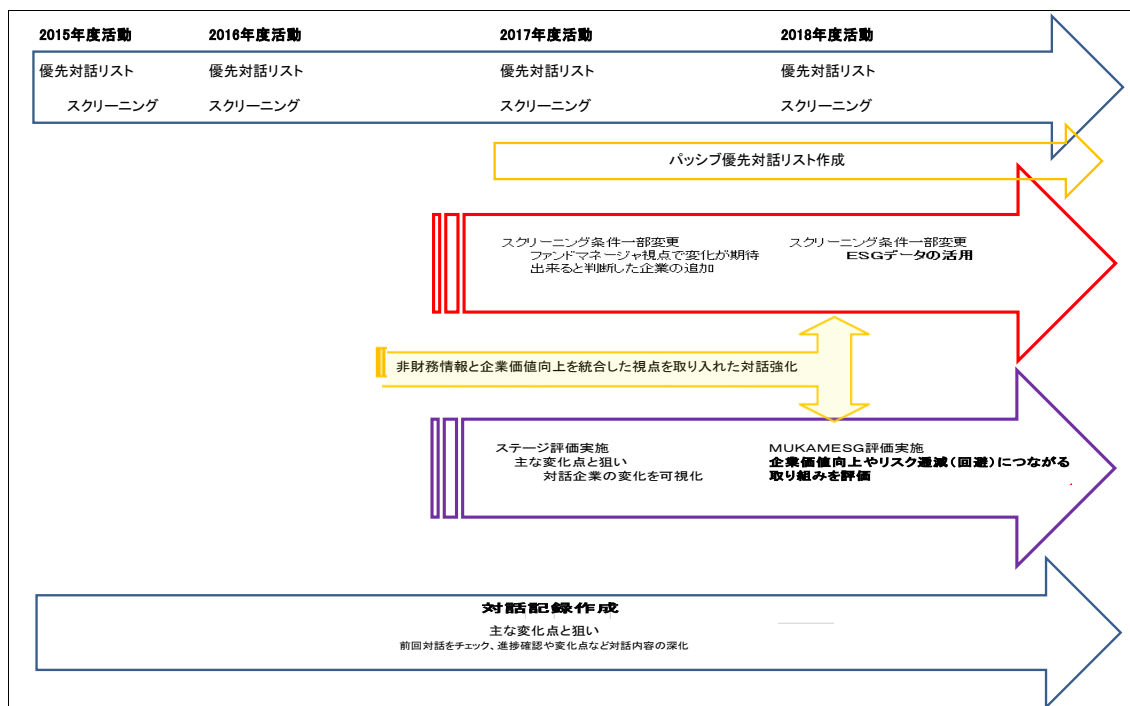
◎優先的に「目的を持った対話」を行う具体的な基準

| 対話を行う条件 | |
|---------|--|
| 定量判断 | 1 継続的に資本効率が悪く、短期的にも明確な改善が見られない企業 |
| | 2 継続的に株主還元性向が低く、資本効率の悪化懸念がある企業(成長企業は除く) |
| | 3 継続的に収益性が低下傾向にある企業 |
| | 4 ガバナンス体制に懸念がある企業 |
| | 5 ESG評価において一定の変化のあった企業 |
| 定性判断 | 6 企業価値に大きな影響を及ぼすと思われるイベント等の発生した企業(不祥事、減損、M&A、事業戦略の変更等) |
| | 7 経営陣等が積極的に投資家との対話を行う意思のある企業(会長、社長、副社長、CFO等) |

また、対話先企業が課題に対してどういった状況にあるか、変化等を可視化していく仕組みを導入しておりますが、これを当社のESGに対する考え方を加味した評価を新たに実施する仕組みに進化させ、中長期で対話先企業の状況をフォロー出来るようにしていきます。

こうした取り組みにより、投資先企業との課題認識の共有化や企業価値向上に向けた対話を行い、中長期的な企業価値向上に向けて努めてまいります。

スチュワードシップ活動の変遷と2018年度活動の変化点



(2) 議決権行使の取り組み

投資先企業との議決権行使及びコーポレートガバナンスを中心とした対話を推進し規律ある経営を促すとともに、法制度改革、企業を取り巻く環境変化などを勘案し、毎年、議決権行使方針の見直しを行い、改善を図ってまいります。

4. スチュワードシップ活動の自己評価

| コード | スチュワードシップ・コード原則 |
|-----|--|
| 原則1 | 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。 |
| 原則2 | 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。 |
| 原則3 | 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。 |
| 原則4 | 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。 |
| 原則5 | 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。 |
| 原則6 | 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。 |
| 原則7 | 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。 |

原則1につきましては、当社の方針を定めホームページ上に公表しております。

原則2の利益相反管理につきましては、一層のガバナンス強化、利益相反管理強化を目的として設置された構成員の過半が社外第三者から選任される「スチュワードシップ諮問会議」が、お客様から委託された資産の運用における議決権行使や投資先企業との「目的を持った対話」および投資行動が、投資家の利益最大化を確保するために十分かつ適切であることを検証しました。また、議決権行使の透明性を確保するために個別企業、個別議案ごとの賛否の開示（個別開示）も行いました。総じて、対応を行っていると判断しています。

原則3、4の企業との対話につきましては、2017年度からはアクティブ運用のみならず、パッシブ運用に関しても能動的な対話を推進しています。また、コーポレートガバナンス・コード改訂で注目を集めた事項や2017年度に目についた不祥事等につきましても、対話事例にお示ししましたように投資先企業との対話を推進し、企業の実態把握、課題認識の共有化等に努めました。加えて、中長期的な企業価値を計るため、あるいは高めるため、従前にもましてESGを含む非財務情報も重視して対話を行い、企業の実態把握、課題認識の共有化に努めました。こうした取り組みの結果、成功事例が見られる等、一定の成果があったと判断しています。ただスチュワードシップ活動は本来、中長期の取り組みであり、まだ多くの企業が課題を抱えている中で、今後も地道に対話を継続していく必要があると考えています。

原則5の議決権行使につきましては、取締役会の構成において複数の社外取締役を求めるなど、議決権行使基準の見直しを行いました。こうした議決権行使基準の変更は、実際の適用日に先立って公表し、企業に当社の議決権行使方針が早期に伝わるようにしました。また、企業との対話においても株主総会に関するテーマも多く行い、相互理解を図りながら、形式的な判断基準に陥らないように努めました。株主提案につきましては、結果として株主総会議案とならなかったものも含め、必要に応じて当該企業側だけではなく、株主提案側とも対話を行い、適正な判断が出来るように努めました。加えて、議決権行使結果については必要に応じて対話を行い、当該企業に詳細を説明すると共に課題認識の共有化に努めました。形式的な判断基準に陥らないためにも、今後も対話の重要性が増すものと考えています。また、特に判断に議論を要する案件等については、議決権行使会議において必用に応じて社外有識者の意見も参考にしながら、議決権行使を行いました。2018年6月の株主総会前には、利害関係人の議案や不祥事案件があった企業、株主提案の中でも取締役選任に関する議案の考え方等の議論を行い、考え方を整理しました。また議決権行使会議の結果については、スチュワードシップ諮問会議委員へ報告し、モニタリングを受けています。総じてみて、原則に対する対応を行っていると判断していますが、議決権行使の方針につきましては、投資先企業の成長に資するものとなるように毎年見直しを検討する方針です。

原則6につきましては、スチュワードシップの活動報告、議決権行使の方針、議決権行使結果等をホームページで公表する事で、顧客・受益者の皆様への報告を行いました。

原則7につきましては、スチュワードシップ活動の報告をスチュワードシップ委員会に行い、いわゆるPDCAサイクルを回し、スチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行えるように努めました。2017年度は、対話リストのスクリーニング基準を一部変更するなどして、より実効的な対話が行えるようにした他、アクティブ運用のみならずパッシブ運用においても対話リスト企業を作成し、能動的な対話を実施しました。結果、成功事例が見られるなど一定の成果を挙げたと判断しています。またスチュワードシップ活動の高度化に向けて、組織的にもESGの専担部署を運用企画部に設置し、ESGへの取り組みを推進する体制としました。

以上