

# 企業のサステナブルな経営を実現する HR ガバナンスの強化

三菱UFJ信託銀行㈱

HR戦略コンサルティング室長/プリンシパル

内ヶ崎 茂



## — 目 次 —

1. はじめに
2. 英国コーポレートガバナンス改革の動向
3. 英国のガバナンス改革に伴う企業・投資家の動向
4. 英国のステュワードシップ改革とエンゲージメント・ポリシー
5. 英国企業のサステナビリティ・ガバナンス
6. 英国企業の経営者報酬プラクティス
7. 英国の先進的事例が示唆する日本企業の課題

## 1. はじめに

私からは「企業のサステナブルな経営を実現する HR ガバナンスの強化」と題して、日本企業のサステナブルな成長のためのサステナビリティ・ガバナンスにつき、日本発のオリジナルな HR ガバナンスモデルの創設に向けた、多少の提言ができればと思っている。

資料1頁をご覧ください。「サステナビリティ経営」に向けた、「サステナビリティ・ガバナンス」という表現は、我々の造語なので、まずは定義から説明したい。「サステナビリティ経営」とは、“人が輝く未来社会の設計図を描く”のために、企業が社会的な貢献や責任を果たしながら、持続的に成長する経営である。「サステナビリティ・ガバナンス」は、コーポレートガバナンスのモニタリング

モデルを発展させて、企業の「サステナビリティ経営」に対して、投資家を含む社会として、どういった形でモニタリングを効かせていくかといった観点で捉えたものである。経営者から捉えると、未来の社会から信認を得て、世界視点で大胆な経営を遂行して、社会価値と経済価値を両立するガバナンスモデルといえる。当該コンテキストで捉えると、正にフィデューシャリー・デューティー経営としての信託らしいテーマだと、共感してもらえるかと有難い。

平たく言うと、日本版コーポレートガバナンスとは、「稼ぐ力を強化する仕組みである」。私の理解では、日本のコーポレートガバナンス・コードは、地域社会、取引先、顧客、従業員、株主など、さまざまなステークホルダーの利益を勘案した「マルチステークホルダ

一経営」を前提としている。そして、ブレークダウンすると、コーポレートガバナンスの要諦は、経営の自律性を後押しするために、多様な価値観を有する独立社外役員がボードメンバーとしてモニタリングを通じて、経営の正当性の根拠を提供することにあると捉えている。

「サステナビリティ・ガバナンス」のコンセプトで言うと、社会の多様な構成員の代表として独立社外役員が選任されるからこそ、独立社外役員のダイバーシティが重要になってくる。そういった社会の多様な価値観を、独立社外役員を通じて経営に反映させていく取組みが「サステナビリティ・ガバナンス」であり、敷衍すると、企業が持続的に成長し続けるための間接民主的なモニタリングモデルの取組みであると解釈していただければと思います。

大げさな言い方になるが、私は、世界の社会課題を解決するために、企業がアースドリブン（earth driven）でサステナブルな経営を行うことが、「サステナビリティ・ガバナンス」であると考えている。

プリンシパルとエージェントの間で情報の非対称性があるので、それを埋めるためにコーポレートガバナンスがあると考える人もいます。

また、200～300年前のアダム・スミスの時代から、「株主は有限責任であり、経営者も有限責任であるので、株式会社は二重の意味での無責任である。しかし、株式会社という優れた経済システムの指揮者である、経営陣が暴走しないためにコーポレートガバナンスがある」といった議論もされている。

つまり、社会のさまざまな視点を会社の「サステナビリティ経営」に反映させていく取組

みが、「サステナビリティ・ガバナンス」として重要であると、個人的には思っている。正に、「マルチステークホルダー経営」を前提とした「サステナビリティ経営」を強化する仕組みが、「サステナビリティ・ガバナンス」であると言っても過言ではない。

資料2頁は本日のアジェンダである。英国のコーポレートガバナンスとスチュワードシップの活動を通じて、日本のオリジナルな「サステナビリティ・ガバナンス」のあり方を考えていきたい。英国のコーポレートガバナンス・コードが2018年7月に改訂され、2019年の1月から適用されている。スチュワードシップ・コードも2019年10月に改訂され、2020年の1月から適用されている。

## 2. 英国コーポレートガバナンス改革の動向

英国の過去30年の歴史では、まず企業や機関投資家（運用機関）のベストプラクティスが議論をリードしてきた。当該ベストプラクティスが、ソフトローであるコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードに時代の要請で反映される。それから数年経つと、企業に対する会社法等の規制や投資家に対する受託者責任等の規制という、ハードローの世界に移行することになる。つまり、企業や投資家のベストプラクティスが数年後にソフトロー、それからハードローに規律付けられるといった、30年間の歴史のプラクティスがあるので、日本としては、英国の大企業や機関投資家の最先端のプラクティスを学び、日本仕様のオリジナルガバナンスにトランスフォームして世界に発信していくことが重要である。

資料4頁をご覧ください。英国コーポレートガバナンス・コードの改訂ポイントとして、4点を挙げている。(当時の)メイ首相が政治的、経済的な背景に基づいてガバナンス・コードを改訂したが、新たに設けた項目として、「従業員エンゲージメント」と「企業文化(コーポレートカルチャー)」がある。それからバージョンアップしたものが、「ダイバーシティ」と「(CEO)サクセッションと経営者報酬」である。

英国にはブレグジットの問題や格差社会の問題、政治や経済の分断の問題があって、いかに従業員意思を、経営を通じて社会に反映させていくかを重視している。CEOのサクセッションや報酬も、社会の多様な意見を反映したダイバーシティの利いたボードで論議し、そういった従業員意思を踏まえた「サステナビリティ経営」のために、CEO自らがコーポレートカルチャーを創造するといった考え方がガバナンス・コードに織り込まれたと解釈している。とてもストーリー性のある、ビジョナリーなガバナンス・コード改訂であると、私は評価している。

資料5頁をご覧ください。まず、1点目の「従業員エンゲージメント」については、従業員の声をしっかり経営に反映させていくという動きの中で、従業員とのエンゲージメントを担当する独立社外役員を設置するといった取組みが企業のベストプラクティスの1つとして、ソフトローに織り込まれている。

次に、ペイレシオは社会的な富の分断として問題となっている。日本の場合は、従業員の平均賃金が例えば500万円程度だとすると、CEOの報酬は1億～1億5,000万円程度なので、20～30倍程度の格差しかない。しかし、欧米では数百倍の格差があるという状況なの

で、ペイレシオの開示を強化しようという動きに繋がっている。米国では、例えばCEOの1日のジョブが、従業員の1年分のサラリーに相当するという状況にある。

資料6頁をご覧ください。改訂の要点の2つ目は、「企業文化(コーポレートカルチャー)」である。グローバルでさまざまな研究が出ているが、企業価値の源泉の8～9割が非財務的なインタンジブル(無形)な価値にあると言われている中で、そのうちの半分ぐらいはコーポレートカルチャーが寄与しているのではないかと、個人的には思っている。

コーポレートカルチャーは、2つの観点がある。攻めの意味、会社の成長戦略の意味では、イノベーションが生まれるような人や組織をどうやって創っていくか。政府が掲げる「両利き経営」もそうだが、ダイバーシティを利かせて既存の組織でもプチイノベーションを起こしていく。それから大胆なイノベーションを起こしていくためには、スピノフを使って、オープンな「出島」で新たなカルチャーを創っていくなどである。

また、もう1つの観点、守りの部分としては、経済産業省が「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針(グループガイドライン)」を策定しているように、グループでリスクやコンプライアンスの管理をしていく意味で、3線ディフェンスの発想がある。現場と内部統制セクションと最終的には経営の監督の3線を機能させる、という意味である。

そういった、攻めと守りのガバナンスを機能させるためのエコシステムが、コーポレートカルチャーの考え方であると思っている。

海外の機関投資家と話していると、コーポレートカルチャーの議論で少しかみ合わないことがある。日本企業の場合は創業理念を守

っていくという文脈でコーポレートカルチャーを重視しており、例えば、より具体的な「クレド」（信条・価値観）としてステークホルダーに発信している。ところが海外の機関投資家は、コーポレートカルチャーはCEOが創造するものだとの認識が強いので、その辺りにコミュニケーションギャップがあると思っている。

私は「両利き経営」の発想ではないが、両方重要だと思っている。世界で200年以上続いている企業の6割が日本の企業であると言われてるように、会社の「クレド」のような創業理念を中核に置く日本企業が重視する求心力経営があり、その遠心力の部分では、GAFGAがスタートアップ企業を買収することで新たなテクノロジーをグループ内でシナジー化するという、オープンイノベーションの発想がある。遠心力経営の部分では、特に米国CEOのリーダーシップが際立っているところだと思う。

英国コーポレートガバナンス・コードでは、そのようなコーポレートカルチャーの考え方を、経営の戦略、事業のプラクティスやポートフォリオの管理、それから経営者報酬等に反映すべきだという考え方が織り込まれている。

私は、CEOを「Culture Employee Organization」と訳し、CEOのジョブの一丁目一番地とは、正に「ヒトと組織を開発して、企業文化を創造する」ことにあると捉えているので、英国コーポレートガバナンス・コードの思想に大変共感できる。

資料7頁をご覧ください。改訂の要点の3つ目として、「ダイバーシティとサクセッション」部分のバージョンアップがある。ダイバーシティについては、日本では女性や

外国人をボードメンバーに招聘しようという形式的な議論に終始している。本質的には、経営の執行サイドと監督サイド、具体的にはTET（Top Executive Team）とBoD（Board of Directors）の全体をOne teamとしてスキルマトリックス（社会的背景等のバックグラウンド）を創り、それぞれの会社がオリジナルなダイバーシティを利かせていくことが肝要である。

英国では特にその辺りの考え方が進んでいて、少し余談にはなるが、外部のコンサルファームにもそういったガイドラインが課せられている。例えば、サーチファームが経営人財のready、next、futureのプール人財を会社に推薦する際に、ダイバーシティの利いたプール人財を推薦すべしというガイドラインが課されているところが特徴的だと思う。

資料8頁をご覧ください。改訂の要点の4つ目は、「経営者報酬」である。日本では、かつて社長が権力の源泉として、密室のブラックボックスで経営陣の指名と報酬を決めていたと、海外から揶揄されていた。

しかし昨今では、海外投資家の圧力や金融庁の施策もあり、事前にガラス張りにフォーミュラベースで報酬を決め、なぜ会社として当該KPI（Key Performance Indicator；重要業績指標）を活用したのかという目的、それからKPIと実績をしっかりと開示した上で投資家とエンゲージメントしていこうといったフェーズに移っている。報酬開示については、アメリカのアニュアル・プロキシーステイトメントで開示されている、CD&A（Compensation Discussion and Analysis）を参考にする日本企業が増えてきた。

ところが英国ではその先まで行きついでおり、フォーミュラベースだけでなく、定性的

な評価をしっかりと入れていくといった世界にまで進んでいる。報酬哲学に基づくフォーミュラベースでインセンティブ報酬のプラクティスを予め決めて、経営者報酬のPDCAを回すのは当たり前で、事後的にボード（取締役会や報酬委員会）の裁量を適用するステージに入っている。経済環境や競争環境を踏まえて、独立社外役員が経営陣のパフォーマンスにつき裁量をもって適切に事後評価をし、かつ、論議の過程をしっかりと開示し、独立社外役員が投資家や株主へのアカウンタビリティ（説明責任）を果たしている。

資料8頁の中央で、「長期インセンティブの権利移転期間及び譲渡制限期間の合計（LTI）は5年以上とすべき」と書いているが、日本で長期的な経営をするためにLTIを3年にしていこうという議論が、かなり普及してきている。日本企業の中期経営計画の期間は3年が多いので、3年後の会社の営業利益、EPS（Earnings Per Share；1株当たり利益）、ROE等の達成度に応じて株式報酬を渡そうといったコンテクストの議論が日本では多い。

英国では3年ではなく、以前から5年と言われている。3年後の業績に連動して経営陣が株式報酬をもらい、かつ2年間の譲渡制限をかけて5年という枠組みの中で、会社の中長期的な経営をリードして欲しいといった考え方が入っている。

経営者報酬の全体の考え方も、6つの項目を書いているように、シンプルでクリアなものにしていこうという考え方が浸透している。過去、欧米の経営者報酬改革の歴史では、どんどん複雑なものになっていった。例えば、基礎的なKPIとして、売上げ、営業利益、EPS、資本部分のROE、ROIC（Return

on Invested Capital；投下資本利益率）を活用する。さらにショートタームやロングターム志向の株主や投資家、それから顧客、従業員、社会等、色々なステークホルダーのことを考えて、親子各会社や管掌部門・個人評価の財務KPIや、「SDGs」や「ESG」の非財務KPI等を採用することで、どんどんKPIが複雑化していった背景がある。

日本はそういった歴史をまねる必要はなく、シンプルでクリアな日本的なKPIの考え方を構築して、グローバルに発信していければと思っている。KPI設定は、経営の哲学や戦略が色濃く反映されるものなので、日本的な「三方良し」等の経営哲学や現場重視等の経営戦略を開示して、投資家とのエンゲージメントで活用していくべきである。

### 3. 英国のガバナンス改革に伴う企業・投資家の動向

ここからは、コーポレートガバナンス改革に伴う企業と投資家の動向について、ベストプラクティスと言えるような、企業と投資家の動向を紹介したい。

資料10頁をご覧ください。英国のロールス・ロイス（Rolls Royce）は、従業員エンゲージメントの面で高く評価されている企業である。毎年5万人の従業員の中から応募で350人を選んで、その350人の従業員と経営陣（ボードメンバー）がエンゲージメント、つまり懇親会をしている。従業員エンゲージメント担当の独立社外役員が中心に、懇親会の中で従業員の意見・意思・考え方を経営に活かしている好事例である。労働組合とは違い、労使間で権利義務関係を争うということではなく、サステナブルな経営に向け、同じ

ベクトルを向いて従業員の意思を経営に反映させるといった取り組みである。

資料11頁をご覧ください。投資家側の取り組みだが、Workforce Disclosure Initiative (WDI) という NGO 団体が、世界中の機関投資家に声をかけて大企業にレターを送っている。企業の就業規則や労働環境等をチェックしながら、従業員とのエンゲージメント等、いかに従業員をモチベートするような経営をしているかという取り組み等をアンケート調査して、その結果に基づいて、世界中の機関投資家が大企業 CEO とビジネスのチャンス（「多様性の受け入れ」等）とリスク（「優秀な人材の確保と引き留め」）につき、エンゲージメントする動きが広がっている。今後、日本でも、HR 領域について、機関投資家の協働エンゲージメントが始まると思われる。

データは少し古いが、2018年当時では、日本企業にはまだ11社しかレターが届いていない。多くの日本企業が世界の大企業の仲間入りをしていくと、こういったレターがどんどん増えてくるので、日本の従業員を大切にす、従業員を起点にした経営をアピールできる絶好のチャンスである。

皆様の記憶に新しいと思うが、2019年8月に米国のビジネス・ラウンドテーブルから共同声明が出ている。米国の200人弱の CEO 達（Amazon や JP Morgan の CEO 等）が、これからは株主資本主義ではなくステークホルダー資本主義であり、ステークホルダーを大切にす経営に米国の大企業は変革するということを声明として発表した。もちろん、背景には米国企業の経済成長が少し鈍化してきていて、経営陣も株主や財務に焦点が当たると自分達の身も危なくなるということもあるのかもしれないが、いずれにしても世界の

共通言語として「SDGs」経営や「ESG」投資の考え方、さらにその2つを統合した「サステナビリティ経営」の考え方を、米国の CEO も無視できない状況になっているのではないか。

米国のパッシブの投資家であるブラックロックの CEO も、2019年のレターの中で、「Purpose & Profit」と言っている。社会に対する存在意義が重要であり、企業がどう社会に貢献するのか。社会に貢献しながら利益を上げるのが、社会の公器としての上場企業である。経済的な利益を上げていても、そこに社会的な目的や意義がなければ投資をしないといった考え方だと解釈している。先に企業の目的・意義があるということが重要なポイントで、お金にも色があるのだと個人的には思っている。

資料12頁をご覧ください。企業文化に対する投資家の動きとしても、英国の投資協会が Long Term Reporting Guidance の中で、会社のコーポレートカルチャーを経営の戦略や事業にしっかり反映して欲しい、そのコーポレートカルチャーは従業員と一緒に創って欲しいといった考え方を打ち出している。

資料13頁をご覧ください。3点目のボード・ダイバーシティについては、ロイズ (Lloyds) の事例を紹介する。彼らはスキルマトリックスの中で、経験、性別、年齢、人種といった要素についてダイバーシティを利かせるということを KPI として具体化している。例えば、2020年までにボードメンバーの女性を33%以上にするとしている（英国の「30%クラブ」を超えている）。また、2021年までに取締役の中に黒人、アジア人、少数民族を入れたいといった KPI としての目標を

しっかりと掲げている。

資料14頁をご覧ください。いつも好事例としてウォルマートを取り挙げているが、エイジ・ダイバーシティが利いている例であり、30歳代から70歳代までボードメンバーがいる。日本大企業の取締役は50歳代から60歳代が中心だが、ウォルマートはB to Cの企業で、消費者が子供からシニアまで幅広い層にわたる企業として、ボードメンバーにもそういった多様なエイジの価値観を入れるために、幅広い年代層メンバーで構成されており、特にテクノロジーの分野等は若手のボードメンバーに担当させている。

#### 4. 英国のステュワードシップ改革とエンゲージメント・ポリシー

資料16頁をご覧ください。英国のステュワードシップ・コードが2019年の10月に改訂されており、そのポイントは「ESG」と「企業文化（コーポレートカルチャー）」の2つである。

「ESG」については、長期的視点のアクティブ運用の機関投資家が投資リスクの観点から、先行してエンゲージメント・ポリシーを示しながら、企業の経営者との対話を重ねている。ソフトローであるステュワードシップ・コードを署名した機関投資家は、「ESG」投資の方針を事前に公表した上で当該方針に基づき企業とエンゲージメントをし、当該エンゲージメント内容を開示することが課されている。

また、コーポレートカルチャーについては、企業側だけでなく、投資家側としても、投資の哲学や活動に反映させるなど、インベストメントチェーンの担い手として責任を果たす

上で重要視されている。

資料17頁をご覧ください。ここでは、経営者が機関投資家とのエンゲージメントをする上でポイントとなる視点を紹介する。短期視点か長期視点かという軸と、エンゲージメントに積極的か受動的かという軸で見ると、企業としては長期視点のアクティブ運用の機関投資家の中でも、特に、持続的な企業価値向上に向けた「ESG」評価を重視するエンゲージメント型の機関投資家の獲得が重要である。株主構成の中で、中長期的に企業の成長を支援してくれるビジネスパートナーとして、ロングのアクティブ機関投資家をしっかりSR（Shareholder Relations）戦略の中で大切にしたい経営をしていくことが、正に「サステナビリティ・ガバナンス」の肝である。

ただ、ロングのアクティブ機関投資家だけで構成するというのも適切ではなく、ダイバーストメント（投資撤退）をしないパッシブ運用の機関投資家も株価の下支えとしても大切である。パッシブの機関投資家の資産には、国民年金や投資信託等個人の資金が入っているので、広く国民の資産を投資対象として企業に投資してもらい、社会的な視点でサステナブルな経営をしていく、令和はエクイティガバナンスの時代だとも言える。

欧米では、短期視点のアクティビストであるヘッジファンド等に株付けをされて社外役員を送り込まれるような事案が増えている。今後、日本でもヘッジファンドが猛威を振ることが予想される。会社としては、平時から未来志向でプロアクティブに「サステナビリティ経営」をリードしていくことで、ロングのアクティブ機関投資家とパッシブ機関投資家を増やしていくことが可能であり、安定的な経営に繋がることになると思う。

資料18頁をご覧ください。近年、日本企業に積極的に投資している、ロングのアクティブ機関投資家のエンゲージメント・ポリシーを少し紹介する。例えばベイリー・ギフォード (Ballie Gifford) は、企業がサステナブルな経営をする上で、まずは取締役会の構成メンバーのダイバーシティをしっかりと利かして、社会の多様な価値観を経営に反映させることで、実効性を高めることを求めている。その上で、経営をリードする経営陣の指名と報酬についても、株主の代表である独立社外役員を通じて長期的な視点や社会的な視点を確保することを謳っている。

企業としては、自社の「サステナビリティ経営」を統合報告書で総花的にストーリーとして語り、所謂、アワードを受賞することも勿論重要ではあるが、それ以上に、自社が本当に大切にしたいビジネスパートナーとしての機関投資家にさらに株式を持ってもらうために、彼らのエンゲージメント・ポリシーをしっかりと分析しながら、彼らと共通の言語で会話をしていくことが、よりコミュニケーションとしては重要になってくると思っている。

資料19頁をご覧ください。アバディーン・スタンダード・インベストメント (Aberdeen Standard Investment) のエンゲージメント・ポリシーでは、ステークホルダー経営の結果として、最終的には株主への利益配当が重要であると述べている。そこに至る過程では、優れたリーダーのビジョン・戦略とマネジメント、それから「ESG」推進のためのコーポレートカルチャーも、重要なマテリアリティとして挙げている。さらにはダイバーシティが利いたメンバーで長期視点での経営を重視することが、サステナブルな経営を推進する原動力となる、カスタマー・エ

クスペリエンス (顧客体験) に繋がり、顧客重視の視点で経営をすれば最終的に株主価値が創造されると謳っている。

先ほど紹介した米国のビジネス・ラウンドテーブルの声明でも、重視するステークホルダーの順番を、これまで株主が一番上だったのを、最後に変更した。米国大企業の経営者達は、顧客、従業員、取引先、地域社会、株主の順番に重視して、今後経営を行っていくという思想、先ほど紹介した機関投資家の考え方にも沿う流れかと思っている。

資料20頁をご覧ください。リーガル&ジェネラル (Legal & General) は、最近、大変人気があり、半分冗談だと思うが、彼らに投資をしてほしいと世界中の経営者もエンゲージメントで行列をなしていると聞いたことがある。また、彼らと実効性のあるエンゲージメントをしたことをベストプラクティスとして紹介して欲しいという、企業側からの依頼が殺到しているようである。

人気の1つの理由としては、経営者と論議したい機関投資家としてのアジェンダがエンゲージメント・ポリシーとして、テーマ別にかなり明瞭に開示されていることが挙げられる。具体的には、気候変動リスクへの対応、経営者報酬、M&A、取締役のダイバーシティと独立性、そしてサクセッション・プランニング等があり、エンゲージメントの課題・内容・面談相手まで開示されている。

資料21頁をご覧ください。特に気候変動のテーマでは、ブレイクダウンしており、投資家としての運用方針・アセスメント項目を開示して、その上で大企業にアンケートを送るだけでなく、実際にエンゲージメントを行い、その取組みをしっかりと評価をして、改善されなかった場合には投資を引き揚げた

り、チェアマン（取締役会議長）の選任議案に反対したりといったアクションも起こしている。右上に、リーガル & ジェネラルがベストプラクティスとして企業名を公表しており、ボードガバナンスではトヨタ自動車の名前も出ている。

## 5. 英国企業のサステナビリティ・ガバナンス

ここまで企業側のコーポレートガバナンス対応と、投資家側のスチュワードシップ活動を紹介したが、この2つを統合する「サステナビリティ・ガバナンス」の方向性について、ポイントを絞ってお話する。

資料23頁をご覧ください。「サステナビリティ・ガバナンス」という文脈で考えると、社会の多様なステークホルダーの代表であるBoD（Board of Directors；取締役会）のメンバーである独立社外役員を中心にサステナビリティ委員会を創り、このサステナビリティ委員会がステアリングコミッティとなり、企業のサステナビリティ・ストーリーや戦略を開示した上で、投資家と対話していくということである。この対話により、当然、情報の非対称性を埋めることで投資家の期待する資本コストも下がるし、ロングのアクティブ機関投資家を株主として獲得できれば、彼らとの対話の中で示唆に富む気付きをもらい、会社としてのキャッシュフローにも成長にもプラスに繋がるといった取組みができると思っている。

海外の機関投資家と話をしていると、なぜ日本の企業はサステナビリティ委員会を創らないのか、理由が分からないとよく言われる。日本の企業が「六方良し」の経営をされ

ていたり、素晴らしい統合報告書を出していても、独立社外役員を巻き込んで、どういった態勢で、誰がどんな議論をしているのかが見える化されていないので、取締役会の実効性が高まっていないと、ガバナンス面での評価がディスカウントされてしまっていると思っている。英国では指名・報酬・監査の各委員会は、トップ100社では100%近く組成されている。各企業のオリジナルな個性が発揮される、4つ目の委員会創りが盛んで、中でもサステナビリティ委員会は、イギリスのFTSE150社の中では20%以上の企業で既に活動をしている状況にある。

ちなみに、サステナビリティ課題を企業ガバナンスに統合するグローバルなフレームワーク（国連環境計画・金融イニシアティブ作成）では、サステナビリティ委員会を組成して、最高サステナブル責任者（CSO）が議論をリードすることを推奨している。

取締役会という大所帯の組織ではなく、下部の専門委員会を活用するプラクティスは、独立社外役員を中心に少人数で論議することで本質的かつ未来志向での取組みに繋がるといふ知恵の結晶であるので、日本でも活用しない手はないと思う。

資料24頁をご覧ください。サステナブル・リビング・プランを掲げて、ビジョナリー経営の好事例で必ず挙がるユニリーバ（Unilever）では、サステナビリティ担当役員がCR（Corporate Responsibility）委員会をリードしている。

サステナビリティ活動をSRに活かしていることは、特筆すべき点である。会社のビジョンに賛同する、ロングのアクティブ機関投資家にフォーカスして、積極的なエンゲージメントを展開している。その結果として、ユ

ユニリーバの上位25位までの株主の内、実に8割近くがPRI (Principles for Responsible Investment; 責任投資原則) に署名している投資家である。「ESG」投資を重視している投資家がユニリーバの上位の株主を占めることで、そういった投資家にさらに株式を持ってもらうことこそが、彼らのSR活動ということになる。サステナビリティ活動を推進することで、自社のビジョンに賛同するビジネスパートナーとしての投資家を獲得することをSR活動と位置付けるバックキャスト思考は、学びたいものである。

彼らは、実はショートターミズムとの戦いの歴史の中で、四半期報告も利益予想も止めている。ショートターム主義の株主・投資家には、むしろ株式を持って欲しくないといったメッセージを出している。ちなみに、背景には、日本や米国では取引所ルールで四半期報告書を出さなければいけないが、ヨーロッパでは中間・本決算と年に2回しか義務付けられていない国もある。

資料25頁をご覧ください。ユニリーバは、独立社外役員がCR委員会で現場での「SDGs」の主要なKPIの進捗状況をモニタリングした上で、当該KPIの内、特にリビング・プラン推進のために重要なマテリアリティを経営者報酬LTIの25%のKPIと活用している。

先ほど紹介した国連のイニシアティブでも、サステナビリティ・インセンティブに対するパフォーマンスを測る指標の導入が推奨されている。

私は、経営者報酬とは、未来社会から信託を得るためのコミュニケーション・ツールであり、かつ、世界課題解決型の大胆な「サステナビリティ経営」を推進するためのコミッ

トメントであると考えている。経営者が自社の「SDGs」経営の正当性の根拠を得るためには、自らの経営者報酬にサステナビリティKPIをビルトインすることで、経営者の覚悟が伝わる。

資料26頁をご覧ください。「サステナビリティ・ガバナンス」体制の好事例として、ロシュ(Roche)の活動を紹介する。BoDの下に独立社外役員が中心のコーポレートガバナンス・サステナビリティ委員会があり、また、経営執行側にはコーポレートサステナビリティ委員会がある。つまり、経営執行側でのグループ全体の「SDGs」の取組みを、ボードレベルの委員会がモニタリングしている。

資料27頁をご覧ください。株主や投資家とのエンゲージメント体制の好事例として、BHPを紹介する。例えば、アニュアルのセルサイド・アナリストへのIR活動等は、CEOやCFOを中心に執行側で対応し、「ESG」ファンド・マネージャー対応等のより中長期的な視点でのエンゲージメント活動は、チェアマンを中心に独立社外役員が行っている。世界でもここまで役割分担を深化させ、「サステナビリティ・ガバナンス」を徹底している企業はないと思っている。

資料28頁をご覧ください。BHPでは、株主や投資家からのアドバイスをボードメンバーで共有・議論して、経営に活かしている。ボードでの議論を可視化することで、投資家からすると、自分達の経営課題に関する指摘を経営戦略に活かしてもらっているという安心感に繋がり、ロングのアクティブ機関投資家を惹き付け、さらに投資を増やしたいという好循環サイクルの土壌になる。

## 6. 英国企業の経営者報酬プラクティス

時間の関係で、この章は簡単に説明する。資料30頁は説明を割愛し、31頁をご覧ください。先ほど紹介したBHPの経営者報酬のフレームワークはバランスト・スコアカードに似ているが、まず、戦略目標があり、次にそれに基づく経営者報酬のフィロソフィーがあり、それに対するアクションプランがある。

例えば「サステナビリティ」の項目では、企業のオポチュニティとリスクのバランスの観点から、また、株主との長期的な利益共有の促進として、同じ船に乗って経営するというセイム・ボート (same boat) の考え方を打ち出した上で、具体的な対応策として、HSEC (健康・安全・環境・地域社会) を評価するような、非財務の「ESG」関連KPIを経営者報酬の中核に据えるといった取組みをしており、好事例である。

資料32頁をご覧ください。日本企業では、米国から役員を招聘する時には、最高経営責任者であるCEOよりも、なぜその役員の方が、報酬が高いのかということがよく問われると思う。英国企業でも、同じ議論はある。当然米国がマーケットリーダーなので、米国から有能な経営陣を招聘する時には、英国のCEOより高い報酬を払うことはあり得る。ただ、そこの考え方をロジックとして開示して、説明責任を果たすことがより重要である。

グラクソスミスクライン (GlaxoSmithKline) という製薬会社は、基本的に英国人のCEOとCFOを招聘することを前提に、英国の大企業水準をベンチマークとして報酬水準を決めている。一方、サイエンスのオフィサーについては、世界中のリーダーの中から招聘している。したがって、CEOより人財競争力

の観点から報酬をもらうことは合理的だといった説明に繋がる。

経営者報酬の水準ベンチマークでは、ピア・グループの設計自体が、経営戦略そのものである。経営側から捉えると、経営者報酬は、経営人財のアトラクト&リテインの視点が重要である。経営者報酬は、英国では、CEOと投資家とのエンゲージメントにおける最頻出テーマだと言われていることから、報酬のフィロソフィーや戦略を、独立社外役員と一緒にロジック化し、報酬委員会での論議自体が投資家とのエンゲージメントに向けた戦略会議であり、シミュレーションであると言えよう。

資料33頁をご覧ください。経営者報酬に非財務のKPIを採用しているユニークな好事例として、スーパーマーケットのTesco (Tesco) を紹介する。Tescoでは、株主以外の顧客や従業員、サプライヤーの満足度を株式報酬のKPIにかなりの割合で採用している。

特に従業員アンケートのところが興味深いが、例えば従業員が週末にTescoで買い物をするのかというKPIである。経営陣は、従業員が自社のスーパーマーケットで週末に買い物をしてくれないと、世の中の消費者に訴求することはできないという考えから、従業員アンケート結果を自らの株式報酬のKPIに採用している。

従業員エンゲージメントをコア・バリューとする「サステナビリティ経営」の思想を、経営者報酬のフレームワークの中で、より具体的にストーリーとしてKPIに落とし込んで表現する。これが、社会や投資家からの信任に繋がっているのだと思う。

資料34頁をご覧ください。鉱業会社のリオ・ティント (Rio Tinto) は、大切な従

業員を守るために、工場現場での死亡事故を起こさないことを繰り返し挙げている。工場現場で事故を起こすことが、会社にとってプロフィットの点でもレピュテーション・リスクの点でも大きいので、経営者報酬の中核KPIとして採用している。勿論、従業員エンゲージメント強化によるES向上が、事業競争力の源泉である人財を大切にした「サステナビリティ経営」にも繋がる。

## 7. 英国の先進的事例が示唆する日本企業の課題

最後に、こういった英国の先進的な事例から見た日本企業への示唆についてである。資料36頁をご覧ください。今後日本企業では、CEO (TET) とチェアマン (BoD) のチームを One team としてスキルマトリックスを創り、オリジナル豊かなコミッティを組成することで、日本的な「サステナビリティ経営」の形をデザインしていきたい。

日本企業では、CEO の傘下にサステナビリティ推進部を置いている企業が増えている。「サステナビリティ・ガバナンス」の要諦は、独立社外役員の活用にあるので、独立社外役員のリテラシーの問題もあると思うが、是非とも独立社外役員を積極的に巻き込んだ議論を展開して欲しい。

そういった一連の活動を、報酬のプラクティスの中でしっかり投資家とコミュニケーションしていくのも重要である。日本企業の経営者は、自社の取組みは、良いことをしていれば投資家は分かってくれるといった思いもあり、あまり経営者報酬の哲学を語らないが、今後は是非とも日本企業の「六方良し」の精

神を「サステナビリティ経営」戦略にブレークダウンして、「SDGs」の共通言語と活用しながら経営者報酬として語って欲しい。日本の得意とする従業員エンゲージメント等は、日本企業の現場力として、競争力の源泉だと思っているので、もっともっと見える化してアピールしたら良いと思っている。

なお、個人的には、「サステナビリティ・ガバナンス」をリードするCSGOは、欧米のコーポレートガバナンスを未来志向で総合的に描くコーポレートセクレタリー機能に似ていると思っている。日本企業でも、「サステナビリティ・ガバナンス」担当のCSGOが誕生し、活躍することを期待している。

最後に、資料37頁では提言として、日本企業の進むべき姿、換言するとオリジナルなガバナンスと、各社のオリジナルなエコシステムとしてのコーポレートカルチャーを構築するグランドデザインを挙げている。

例えば、アメリカのジョンソン・エンド・ジョンソンは、テクノロジー・サイエンス・サステナビリティ委員会を設けている。つまり、これは、会社の競争力の源泉として新商品の開発のパイプラインが重要であり、サイエンスとテクノロジーを梃に世界課題を解決するイノベーションがR&Dとして重要だというメッセージである。外部のアカデミックな研究者等も積極的に活用して、コミッティで議論している。

このようなオリジナルな取組みを投資家が評価する時代に益々なっていくであろうから、日本企業の良さを世界に発信できる好機だと思っている。日本企業の伸びしろは無限大で、トラストの価値はサステナブルな世界で益々光り輝くと期待している。

## 【コメントと回答】

(コメント) 戸村肇氏

コメントに先立ち、「SDGs」を自分なりに四つに分けてみたいと思う。資料2頁をご覧ください。ダイバーシティ、雇用環境の改善などは、「各企業の



長期的な生産性を上げるもの」と考えることができるように思う。また、本日、山崎氏から、くにうみアセットマネジメント社の取り組みについて紹介いただいたが、再生エネルギー、インフラ、都市づくり、食糧の安定確保なども、実は「各企業に対して新しいマーケットを創出するもの」であり、今日は山崎氏から成功事例を紹介いただいたと思っている。

残りが市場メカニズムで括り切れないところとして、環境問題のような、竹村先生から力強いプレゼンテーションがあり、私もたいへん印象深かったが、「企業活動の負の外部性に関するもの」があり、最後は政府にしかできないものが「SDGs」に入っているように思う。この分類を踏まえ、今日の内ヶ崎氏の報告にコメントさせていただく。

3頁をご覧ください。今日、内ヶ崎氏が詳細に紹介したコーポレートガバナンスの改革は、第1の分類の「各企業の長期的な生産性を上げるもの」と考えることができ、実はそれほど企業が慈善事業をやっているということではなく、長期的な企業価値を高めるという、従来型のミッションの一環としてや

っていることで、「SDGs」を機会として新しい、より良い取り組みを始めていると思う。

4頁をご覧ください。2番目の「各企業に新しい市場を創出するもの」としての「SDGs」は、鷹羽氏から報告いただいた、サステナビリティインデックスの開発が深く関わると思う。こういうインデックスは持続可能な環境社会の構築に関連する企業の選別を行い、株式パフォーマンスを記録していると思うが、祝迫先生から、なぜこういうインデックスのパフォーマンスが良い例があるのかわからない、というコメントがあった。私も専門家ではないので、経済理論家として理屈づけるのであれば、一つ考えられる理由としては、竹村先生がおっしゃったように、企業が持続するには、当然、社会・環境も持続しなければいけないので、今後、竹村先生から見せていただいたようなベシミスティックなシナリオが出たときには、どこかで法規制や国際協調イニシアティブが入るだろう。そうすると再生エネルギーなどは、山崎氏から紹介していただいたように、ハイリターンはすでに出ているということだが、その他の点についても、環境・社会関連の事業は、将来的には見込みが高い、リターンの高い事業だと投資家が思えば、そういう会社の株式を買っていくことも自然な投資家行動だと思う。

インデックスが重要なのは、インデックスがあると GPIF のような公的な機関投資家も投資しやすくなるし、一般の方も投資しやすくなるので、インデックスの開発があると、将来の事業価値を先取りしていくような投資家の行動をより促進されていく。そうすると、内ヶ崎氏から紹介していただいた報酬改革については、従来型の財務KPIのほうに「ESG」、「SDGs」の要素が間接的に入ってくるという

ことで、これらの点については市場メカニズムと「SDGs」の達成が実はアラインしていて、実は市場メカニズムで「SDGs」の結構大きな部分は達成することに貢献できるといった趣旨の話を今日いただいたと思っている。

資料5頁をご覧ください。私は、貧困問題と環境問題を三つ目の企業活動の負の外部性に分類したのだが、こちらについても内ヶ崎氏の発表の一部にあったように、CSRのような社会貢献活動を非財務 KPI に導入するような動きも、広がっているとは言えないかもしれないが、見られつつある。

また、皆様ご承知のように、マーク・カーニー率いる FSB のほうで、気候関連リスクを開示しようという動きもあるので、貧困・環境問題に関連するような取り組みも見られている。ただ、これは、特に TCFD の動きをお考えいただければわかると思うが、これも将来、法規制が導入されたときに、石炭などはもう価値がない、そういうリスクをきちんと把握しておこうということなので、結局は各企業の長期的な金銭的企業価値の向上に帰着させている動きだと思う。

今まで申し上げたように、こういう従来型の企業のミッションと「SDGs」はアラインしている部分も相当あるが、すべては取り切れないだろうと思うので、例えば鷹羽氏がおっしゃったようなピュアインパクト投資というものをどうするのかという質問は残るわけで、そういうことを今後、考えたいと思う。

最後に、いちばん下に書いたように、長期的な金銭的企業価値の向上につながらない活動を個別企業の目標にできるかを考えていきたいと思う。6頁をご覧ください。こう考えると、この場合に経済理論家としてどのように踏まえるかということ、二つのタスクを

企業が負うことになる。こういう状況については、すでに Holmstrom and Milgrom というノーベル賞受賞者が書いたマルチタスクについての有名な古い論文がある。この論文が言っているのは簡単なことで、二つのタスクがあり、それぞれのタスクの観察のしやすさが違う場合、経営者（エージェント）は、どうしても観察しやすいほうのタスクに経営資源を傾注するので、二つのタスクをうまくバランスよく達成しようとしなないというのが論文のポイントである。この論文から見ると、確かに「SDGs」の企業活動の負の外部性については、どうしてもメジャーメントが難しいので、まさにこの論文が捉えているような問題だと思う。

そうすると、この論文をそのまま読むと、実は内ヶ崎氏から紹介していただいたような報酬改革とは逆に、報酬インセンティブがないほうが実はうまくいくこともあるのではないかというのが理論的な帰結になる。ただ、経営者は善意であり、ある程度はインセンティブがなくても働くということを前提とした仮定になっている。

資料7頁をご覧ください。もう少し踏み込んでみると、以上のようなことを考えたときに、どのような企業のあり方になるのか。金銭的企業価値を最大化するのが従来の企業のあり方だが、マルチタスクを負う場合は、逆に金銭的リターンは制約として、あとは好きにやってもらうということにすると、マルチタスク問題の解になる。

なぜかということ、制約条件は金銭なので、計測が簡単で、あとは特に企業の内部株主、経営者が好きにやるので、インセンティブは必要ない。インセンティブとインセンティブの対象となっているタスクの観察のしにくさ

による経営資源配分の歪みを避けられるということが利点として考えられる。

8頁をご覧いただきたい。ただこのような考え方にも課題がある。最初に、経営者の善意や社会的自己実現欲求が前提になっているが、ない場合があるとの反論があるかもしれない。しかし一方で、人間は善意で動く動物だと思うので、それほど変な前提でもないと思う。もう少し難しい課題は、そういう二つのタスク、ピュアインパクト投資も行うことを前提に、私がビジネスを立ち上げた場合に、そういう企業理念に共鳴する長期株主を獲得しなければいけない。

最初に友好株主を見つけるのが簡単だとしても、普通株を発行した場合は、友好株主が売ってしまう可能性もあり、アクティブファンドなどに売られてしまうと、事後的に普通株の保有者が議決権を行使して、金銭的株式価値を最大化してほしいといった要求がされる場合もある。こういうホールドアップ問題が起こる可能性があるのが課題だと思う。

日本企業のホールドアップ問題への対応としては、株の持ち合いをして対応していたような歴史があると思う。それはある種、株の持ち合いの良い面だったと思うが、皆様も理解しているように、株の持ち合いは普通株そのものの意義を否定するものでもあるので、これが最善解にはならないと思う。

そうすると、現時点でどういう動きが必要

かと思うと、種類株である。債券・普通株以外の二つのエンドポイントの間のスペクトラムに属するような種類株、多様な証券が資金調達手段として使えるようになると、「SDGs」の解決に有用ではないかというようなことを、内ヶ崎氏の報告を伺い、また、著書も読ませていただいて感想を持った。

こういう種類株の例としては、トヨタ自動車が発行したAA型種類株式が私の念頭にあるが、ご承知のように議決権は持つが流動性は抑えた株式で長期株主を洗い出し、そういう人に持ってもらうという取り組みであり、日本ですでに起きてきている。こういう取り組みが増えると、今まで申し上げたような企業の金銭的なリターン追求とアラインする「SDGs」とそうでない「SDGs」の両方とも企業活動の一環として達成に貢献するような動きが出てくるのではないかと思う。そのためには、コーポレートファイナンスの改革が必要ではないかと思う。

最後に、今日は実務の方からいろいろたいへん興味深い発表があり、全体的には個別企業でどれだけ「SDGs」の達成ができるのか。達成できる部分も大いにあるというような、たいへんエンカレッジなメッセージとして私は受け取った。残った部分については政府の対応が必要だという感想を持った。私のコメントは以上である。

信託経済コンファレンス

## 企業のサステナブル経営を実現するHRガバナンスの強化

2019年11月9日

三菱UFJ信託銀行  
HR戦略コンサルティング室長  
プリンシパル 内ヶ崎 茂

三菱UFJ信託銀行



### はじめに

#### サステナビリティ経営

株主・投資家を中心としたステークホルダーとの協働のもと、CEO・経営者が、持続的な企業価値向上に向け、社会的責任を重視した経営を行うこと

#### サステナビリティ・ガバナンス

独立社外役員を中心とした「サステナビリティ委員会」を取締役会の傘下に設置することで、執行サイドのサステナビリティ施策を監督・モニタリングする体制

多様なステークホルダーの視点を経営に反映し、取締役会の実効性を高めることを目的としており、欧米の先進企業で積極的に採用されている

## アジェンダ

---

- 英国コーポレートガバナンス改革の動向
- 英国のガバナンス改革に伴う企業・投資家の動向
- 英国のステュワードシップ改革とエンゲージメント・ポリシー
- 英国企業のサステナビリティ・ガバナンス
- 英国企業の経営者報酬プラクティス
- 英国の先進的事例が示唆する日本企業の課題

## 英国コーポレートガバナンス改革の動向

---

## 英国コーポレートガバナンス・コード改訂の要点

- 英国では2018年7月16日にコーポレートガバナンス・コード改訂を実施(2019年1月1日以降に始まる会計年度から適用)
- ①従業員エンゲージメント、②企業文化、③ダイバーシティとサクセッション、④経営者報酬の4つの観点を中心にガバナンス強化が図られた



(出所) 英国財務報告評議会 (FRC: The Financial Reporting Council) CEOスピーチ「Corporate Governance: Fit for the future?」(2018.7.18)およびFRCウェブサイト (<https://www.frc.org.uk/>)より弊社作成

## 英国コーポレートガバナンス・コード改訂の要点 ①従業員エンゲージメント

- 企業の多様なステークホルダーの中でも、特に従業員とのエンゲージメントを強化する観点から、新しい原則(Principle)や、各則(Provision)が導入された
- 従業員の意向を集約する施策や、従業員報酬を経営者報酬策定時の考慮項目として組み込む必要性が説かれている

主な項目	該当する内容
Principle E	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 取締役会は、従業員向けの制度やその取り扱いが、企業価値と一致し、企業の長期的かつ継続的な成長を支えるものであるようにすべき</li> <li>• 従業員が何らかの懸念を抱えている場合、従業員側から声を上げられることが望ましい</li> </ul>
Provision 2	<ul style="list-style-type: none"> <li>• アニュアルレポートでは、従業員への投資と処遇の方針についても説明するべきである</li> </ul>
Provision 5	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 従業員とのエンゲージメントの観点から、取締役会は以下の施策から少なくとも一つ以上を選択することが求められる                         <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 従業員から取締役を選任</li> <li>2. 自社の正式な組織として、従業員諮問委員会を設立</li> <li>3. 従業員とのエンゲージメントを担当する社外取締役の設置</li> </ol> </li> <li>• 上記のいずれの施策も取らない場合、代わりに自社が行っている施策およびその有効性について説明することが求められる</li> </ul>
Provision 33	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 報酬委員会は従業員の報酬制度や関連するポリシー等をレビューし念頭に置いた上で、経営者報酬ポリシーを策定するべきである</li> </ul>
Provision 41	<ul style="list-style-type: none"> <li>• アニュアルレポートにおける報酬委員会の活動報告では、従業員とのペイレンコ等の指標も用いて経営者報酬の適正性を説明するべきである</li> </ul>

## 英国コーポレートガバナンス・コード改訂の要点 ②企業文化

- 企業文化に言及する原則・各則が新しく組み込まれた
- 経営陣には健全な企業文化を確立し、企業の目的や価値・戦略・報酬制度を企業文化と一致させることが求められている

主な項目	該当する内容
Principle B	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 取締役会は企業の目的や価値・戦略を策定し、それらを企業文化と整合させるべきである</li> <li>• 全ての取締役は、取締役としての品位ある行動と規範を示し、健全な企業文化の確立を推し進めるべきである</li> </ul>
Provision 2	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 取締役会は自社の企業文化をモニター・評価するべきである</li> <li>• その上で、事業のポリシーやプラクティス・行動が会社の目的や価値・戦略と一致していない場合は、マネジメント層による適切な改善策を講じさせるべきである</li> </ul>
Provision 33・40	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 報酬委員会は、経営者報酬ポリシーの策定において、インセンティブ制度や処遇の内容と企業文化の整合性もレビューするべきである</li> </ul>

## 英国コーポレートガバナンス・コード改訂の要点 ③ダイバーシティとサクセッション

- 取締役会を適切なスキルや経験を持った人材で構成する観点から、取締役の多様性に関連する原則・各則が拡充
- 従来のジェンダーによるダイバーシティのみならず、民族や社会的背景等のダイバーシティも組み込まれた
- 取締役を含む経営陣の後継者確保・育成といったサクセッションプランも、CGコードの主要領域として取り上げられている

主な項目	該当する内容
Principle J	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 取締役の選任や上級幹部も含めたサクセッションは、厳格かつ透明性の高い制度運営のもと、実績や客観的な基準に基づき行われ、その中でジェンダーや社会的・民族的背景、知識や個人的長所等のダイバーシティを促進するべきである</li> </ul>
Provision 17	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 取締役を含む経営陣の選任を主導する指名委員会を設置し、計画的なサクセッションプランの遂行、多様な人材パイプラインの開発等を推し進めるべきである</li> </ul>
Provision 23	<ul style="list-style-type: none"> <li>• アニュアルレポートでは、以下を含む指名委員会の活動内容を報告するべきである             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 取締役選任のプロセスやサクセッション計画の遂行状況、またそれらが多様な人材パイプラインの開発をどのように後押ししているか</li> <li>➢ 外部コンサルタントによる、取締役会の実効性評価の遂行方法と結果</li> <li>➢ ダイバーシティポリシーの内容と企業戦略との関係性、ポリシーに基づく施策の実施状況</li> <li>➢ 経営幹部の男女比率</li> </ul> </li> </ul>

## 英国コーポレートガバナンス・コード改訂の要点 ④経営者報酬

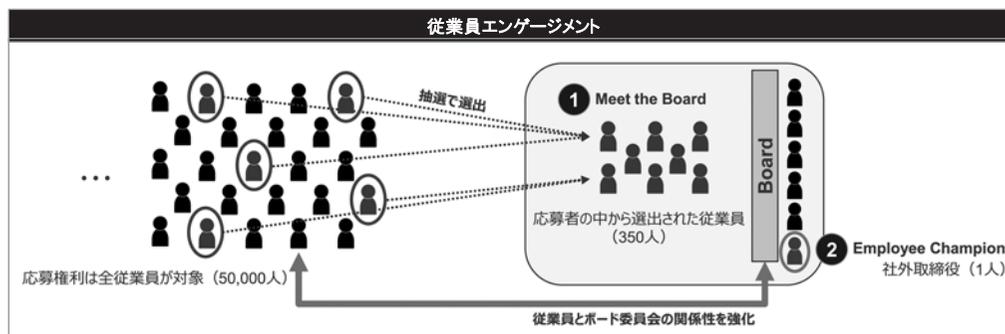
- 経営者報酬は従来よりコーポレートガバナンス・コードの主要領域であったが、今回の改訂では更に、以下の3点を中心とした原則・各則の整理・拡充が為された
  1. 完全なフォーミュラベースの報酬決定方法ではなく、取締役会等の裁量を適用する
  2. 従業員の報酬制度・ポリシーとの平仄を考慮する
  3. 経営者報酬ポリシー策定の際に考慮すべき事項を6項目に整理

主な項目	該当する内容	
Principle R	• 報酬を決定する際には、会社の業績や個人の成果、広範な環境要因を考慮した上で、取締役の独立した判断と裁量を働かせるべきである	
Provision 33	• 報酬委員会は従業員の報酬制度や関連するポリシーをレビューし念頭に置いた上で、経営者報酬ポリシーを策定すべきである(①従業員と同内容)	
Provision 36	• 長期インセンティブの権利移転期間及び譲渡制限期間の合計は5年以上とするべきである	
Provision 40	• 経営者報酬ポリシーや報酬制度を策定する際、報酬委員会は以下の観点を踏まえるべきである	
	①明瞭性	高い透明性を持ち、株主や従業員との効果的なエンゲージメントを促進すること
	②簡潔さ	複雑な設計は避け、金額決定プロセスの理解が容易であること
	③リスク	過大な報酬への社会の批判や、ターゲット型のインセンティブが不適切な経営判断を誘発するリスク等を把握・低減すること
	④予測可能性	ポリシー策定時点で、報酬の変動幅や制限・裁量の余地等が明示されていること
	⑤業績とのバランス	報酬と業績の関係が明確で、業績不芳時は報酬が払われない・引き下げられること
	⑥企業文化との整合性	企業文化と一致した行動を後押しするインセンティブ設計であること

## 英国のガバナンス改革に伴う企業・投資家の動向

## 従業員エンゲージメント 事例-Rolls-Royce-

- Rolls-Royceは2017年度に従業員エンゲージメントに係る二つの取り組みを開始。一つ目は、従業員とボードメンバー間の対話を通して関係性を強化する懇親イベントを開催。二つ目は、従業員とのエンゲージメントを担当する社外取締役を設置



エンゲージメント名称	概要
1 Meet the Board	<p>2017年5月に「Meet the Board」と称した、ボードメンバーと従業員代表との懇親イベントを開催。目的は、従業員がボードメンバーの役割を知り、協働して企業文化を創出するため。全従業員5万人が応募権を持ち、応募した中から350人が抽選で選出される</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>イベント開催前に、ボードメンバーへ向けた質問事項を全従業員から聴取。質問内容はダイバーシティ、事業戦略、ボードメンバーの優先事項など、幅広いトピックを含む</li> <li>イベント中は、ボードメンバーの質疑応答を実施</li> <li>イベント終了後に、参加者以外の従業員へ向けてビデオを配信</li> </ul>
2 Employee Champion	<p>2017年から、社外取締役のIrene Dornier氏を「Employee Champion」に任命。従業員とボードの関係性を強化するために、従業員エンゲージメントを担当</p>

## 従業員待遇の情報開示を企業に要求する共同イニシアチブが発足

- 企業に対して従業員待遇の情報開示を要求する共同イニシアチブ「Workforce Disclosure Initiative (WDI)」(2017年7月3日発足)は、ESG投資推進NGOであるShare Actionの呼びかけに世界10ヶ国の機関投資家79社(現在は100社以上参加)が応じたもの
- 企業の就業規則や労働慣行等を細かくチェックし、同業他社と比べた労働リスクやチャンスを把握していくというもの。WDIが団体として一括して企業に質問票を送り、回答結果(質問票送付先と回答先を明示)をまとめたレポートを対外公表

### 主な参加機関投資家

英シュロダーズ、仏アムンディ、仏ナティクシス、英HSBCアセット・マネジメント、仏アクサ・インベストメント・マネージャーズ、英リーガル・アンド・ゼネラル・インベストメント・マネジメント、スイスUBS、蘭APG 等

※参加機関投資家の運用資産総額は12兆米ドル(約1,330兆円)。英国際開発省も活動資金を提供

### 調査対象企業と2017年度の結果

- 初年度の2017年は74社に送付し34社から回答を得た(日本企業はソニー、ダイキン工業が対象だったが、未回答)

#### 【直接的な運営におけるリスクとチャンス(TOP 5)】

リスク	回答	チャンス	回答
優秀な人材の確保と引き留め	19社	多様性の受け入れ	13社
健康と安全	13社	人材教育・育成	12社
人材教育・育成	10社	従業員エンゲージメント	7社
文化と価値観	8社	文化と価値観	6社
多様性の受け入れ	5社	優秀な人材の確保と引き留め	6社
法令	5社		

#### 【サプライチェーンのリスクとチャンス(同)】

リスク	回答	チャンス	回答
外部要因	14社	調達先の変更	9社
労働環境	12社	女性の地位向上	4社
人権侵害	9社	労働環境	4社
採用活動	9社	従業員エンゲージメント	4社
奴隷・人身取引	7社	健康と安全	3社

- 2018年は500社(日本企業は11社、プリチストン、本田技研工業、日産自動車、トヨタ自動車、セブン&アイHD、ダイキン工業、日立製作所、富士通、パナソニック、ソニー、日本電信電話)に調査票を送付している

## 投資家の企業文化に対する意識

英国投資協会が発行する“Long Term Reporting Guidance”では健全な企業文化は価値ある資産だと明記。さらに、取締役会は目標達成のための戦略がどのように企業の価値、文化を反映しているか、またどの程度企業文化の形成、監督にコミットするか示す必要があると記載している

Long Term Reporting Guidance(企業文化)

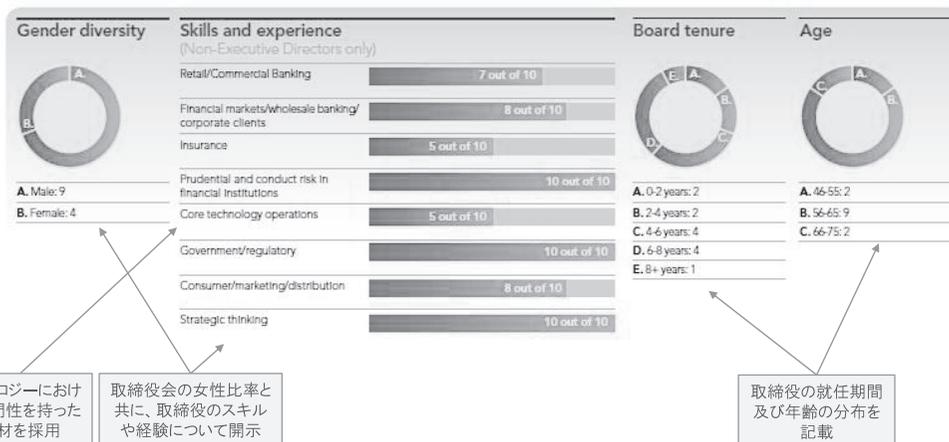
項目	内容
56	(中略)我々(投資家)は、健全な企業文化は価値ある資産であり、競争力の源泉であり、長期的な価値を創造、保護するうえで重要な要素であることに賛同している。
57	我々は、企業文化の適切な理解のためには、単一の基準、報告書に頼ることは難しいと考える。代わりに、企業に係る多くの情報や指標を参照し、企業文化の全体観を捉えるよう努めている。
58	企業文化に係る情報や指標は、資本政策のアプローチから役員報酬、従業員や顧客サーベイの結果、また企業、従業員、マネジメント、取締役会の交流経験など多岐にわたるものだ。
59	取締役会の役割は、企業におけるビジョンの設定、及び企業価値、戦略、ビジネスモデルを自身が設定したビジョンに沿うよう定めることだと我々は考える。取締役会は、目標達成のための戦略がどのように企業の価値、文化を反映しているか、またどの程度企業文化の形成、監督、モニタリングにコミットするか示す必要がある。
60	取締役会は、企業文化がどのように評価され、報告されているか慎重に考える必要がある。企業文化を評価するにあたり、自身のビジネス及びその成果を測るうえで最も適切だと考える指標を選び、モニタリングすべきである。投資家にそれらのパフォーマンス及びなぜその指標を選択したか説明できるものが望ましい。

出典:Investment Association “Long Term Reporting Guidance”より弊社作成

## ボード・ダイバーシティ事例 -Lloyds Banking Group

取締役会の女性比率のほか、スキルや経験、年齢のダイバーシティについても開示。Board Diversity Policyを設定しており、ポリシーには、スキルや経験、性別、年齢、人種等の多様性は、より良い意思決定をする上での助けになると記載している。将来的には、取締役会の女性比率を2020年までに33%以上にすると共に、2021年までに少なくとも取締役の1人を黒人、アジア人、少数民族(Black, Asian and Minority Ethnic)から輩出する目標を掲げる

取締役会におけるダイバーシティ(Lloyds Banking Group)



(出所)Lloyds Banking Group “Annual Report 2018”より弊社作成

## エイジ・ダイバーシティ事例 - Walmart

Walmartのボードは30～70代の幅広い年齢層で構成されており、若い取締役を着任させることによりテクノロジー・イーコマースにおける専門性を担保している

ボードメンバー	年齢	戦略					ガバナンス	
		シニアリーダーシップ	リテール	グローバルビジネス	テクノロジー・イーコマース	マーケティング・ブランディング	財務・会計・財務報告	規制・リスクマネジメント
Steve Easterbrook	50	●	●	●		●	●	
Tim Flynn	61	●		●			●	●
Sarah Friar	45	●		●	●		●	
Carla Harris	55	●		●			●	●
Tom Horton	56	●		●			●	●
Marissa Mayer	42	●		●	●	●		
Doug McMillon (CEO)	51	●	●	●	●		●	
Greg Penner	48	●	●	●	●		●	
Steve Reinemund	70	●		●		●		
Rob Walton	73	●	●	●				●
Steuart Walton	36		●	●				●

取締役会は30～70代を含むメンバーで構成されている

テクノロジー・イーコマースの専門性は40～50代によって担保している

## 英国のステュワードシップ改革とエンゲージメント・ポリシー

## 英国スチュワードシップ・コード改訂の要点

- 2019年10月改訂のスチュワードシップ・コードでは、前回改訂時(2012年)と比較して、組織の目的や価値観、企業文化の開示や投資活動におけるESGへの考慮を原則に盛り込む
- コードの構成はPrinciple(原則)・Guidance(ガイダンス)の2部構成から Principle(原則)・Context(背景)・Activity(活動)・Outcome(結果)の4部構成へと変更

### ○目的とガバナンス

原則(Principles)1

署名機関は、クライアントおよび受益者のために経済、環境、社会に対し持続可能な利益に繋がる長期的な価値を生み出すべく組織の目的、投資信念、自社の戦略や価値観・文化がどのようにスチュワードシップ責任の遂行を可能とするか、開示しなければならない

### ○投資アプローチ

原則(Principles)7

署名機関は自身の責任を果たすためにスチュワードシップを投資のアプローチに組み込み、気候変動を含む主要なESG要素を如何に考慮しているか明示しなければならない

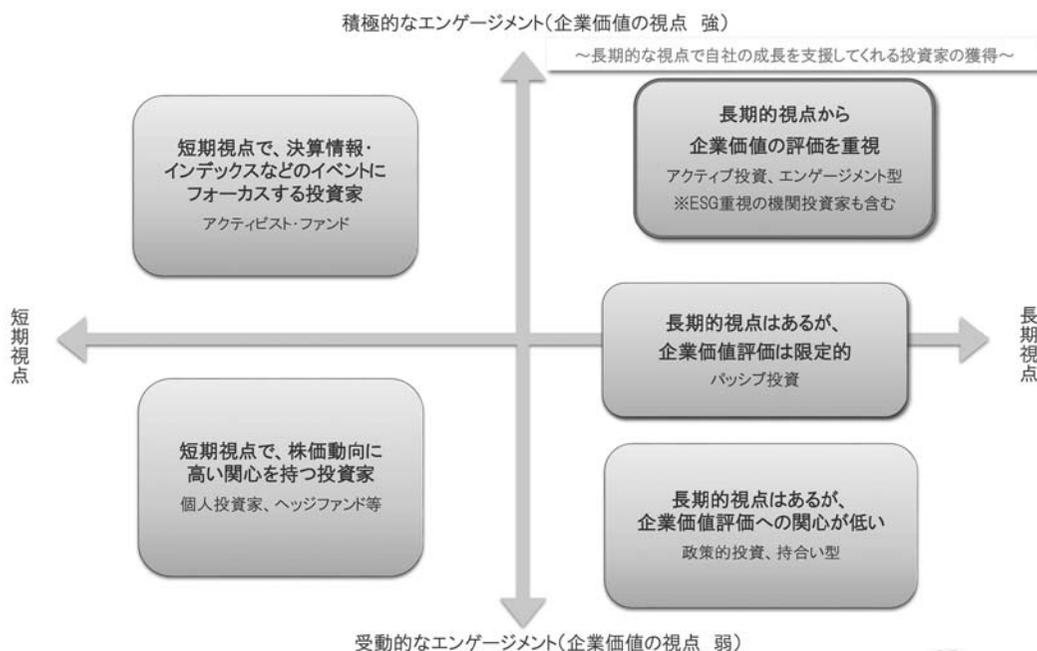
### ○エンゲージメント

原則(Principles)9

署名機関は投資資産価値の維持・向上のため、発行体に対し建設的なエンゲージメントを行わなければならない  
結果として、現在進行中および過去1年で実施したエンゲージメント内容を記述すべき

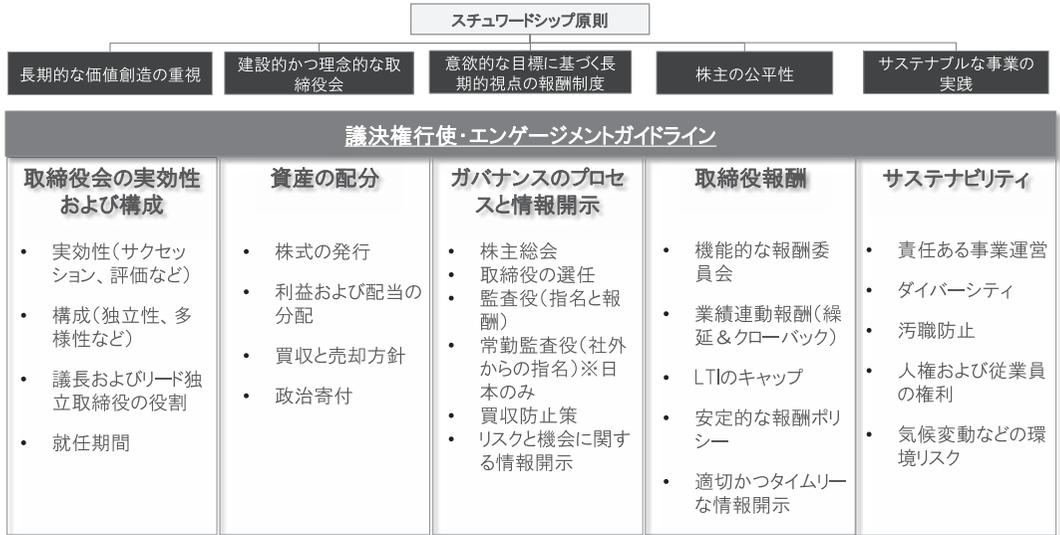
出典:FRC HPより弊社作成

## 株主(機関投資家)の分類



## 機関投資家エンゲージメント Ballie Gifford (英)

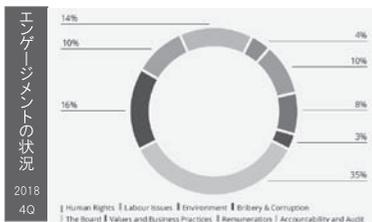
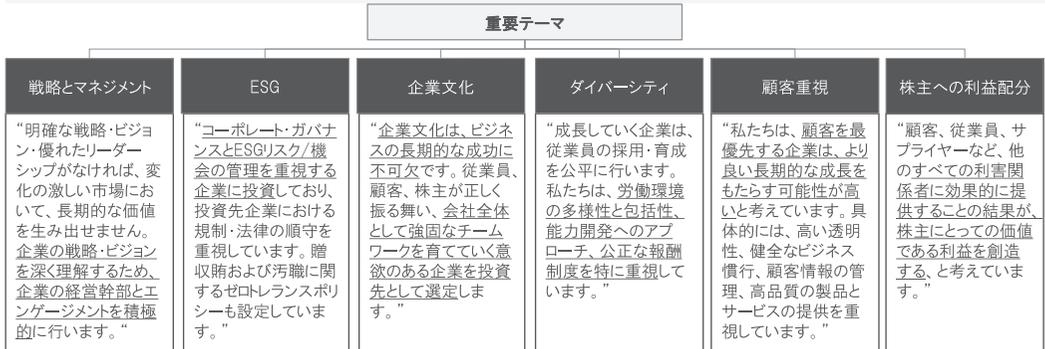
Ballie Giffordは、5つのステewardシップ原則のもと、「議決権行使・エンゲージメントガイドライン」を策定している。投資判断の際には、企業の経営幹部との対話を行い、事業戦略を深く理解すること進捗を確認することを重視している。また、企業と投資家の継続的なエンゲージメントが、長期的なリターンを生む源泉であると認識している。



出典:Ballie Gifford "2019 Principles and Guidelines" より弊社作成

## 機関投資家エンゲージメント Aberdeen Standard Investment(英)

Aberdeen Standardは、長期的な責任投資家として、ステewardシップおよびESGを全社的な投資哲学とプロセスの基本的な要素にしており、以下のテーマのもとで積極的なエンゲージメントを実施。SDGsのフレームを活用し、環境・社会へのインパクトをもたらす企業に投資する「Global Equity Impact Fund」を立ち上げ、財務的リターンと環境・社会インパクトの両立を目指している



Global Impact Fund の評価軸	
循環型経済 / Goal 12, 15	健康と社会的ケア / Goal 1, 3, 5
持続可能な経済 / Goal 7, 13	金融アクセス / Goal 1, 8, 10
食糧と農業 / Goal 1, 2, 4, 15	持続可能なインフラ / Goal 9, 11, 17
水と衛生 / Goal 1, 6, 14	教育とインフラ / Goal 4, 5, 8, 10

## 機関投資家エンゲージメント Legal & General①(英)

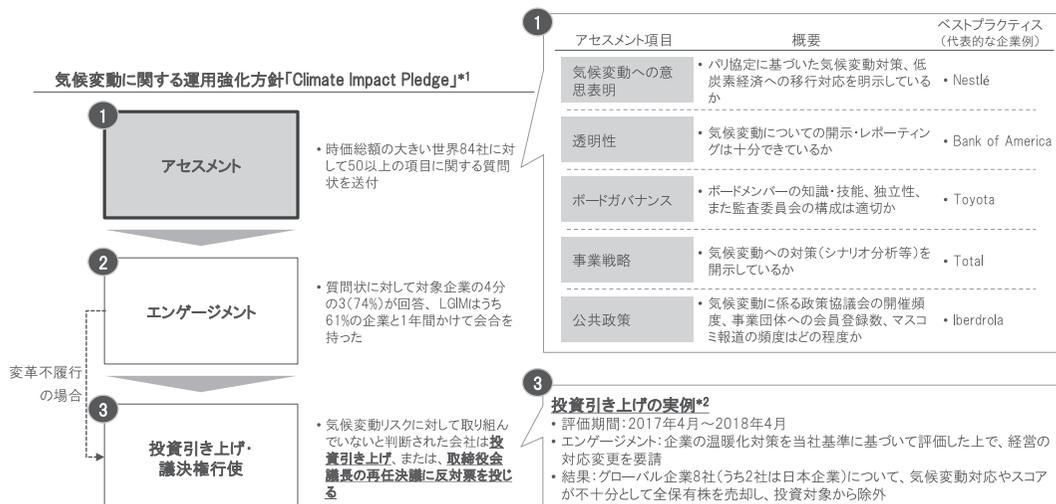
Legal & Generalは気候変動、経営戦略、取締役会のコーポレートガバナンスをはじめとする多様な領域において積極的に対応及び書面にてエンゲージメントを行っている

ESG分類			テーマ	投資先企業の課題	エンゲージメント内容	コンタクト方法
E	S	G				
■	-	-	気候変動	パリ協定（気候変動）に対する明確な支援を開示していない	過去3年間にわたり気候変動に関する対話を実施。 <b>気候変動リスクの開示についての議案を実施することを株主総会前に発表し</b> 、他の株主に対して賛同を求めた	・公の場での意見発信 ・株主提案
-	-	■	役員報酬	議決権行使結果の54%がCEOおよび会長の報酬額を反対していたが、取締役会で報酬制度を改訂しなかった	報酬委員会会長、および当該企業の他の代表者と報酬制度の改訂案についてディスカッションを2回実施。 <b>改訂案について株主の視点として、取締役会に直接的なフィードバックを提供</b>	・トップ経営陣との直接面談
-	-	■	合併・統合戦略	M&Aの買い手企業から提示された買収提案額が低く、財務的にも戦略的にも株主にメリットがない	企業戦略について具体的ななベネフィットとオポチュニティを明示し、 <b>社外へ企業価値を明確に発信するよう提言</b>	・取締役会長と社長との直接面談
-	■	-	取締役会のダイバーシティ	英国企業の取締役会が多様性に乏しく、ダイバーシティ政策を強化する必要がある	英国の130クラブIIに加盟し、共同議長を務め、英国企業の取締役会と従業員レベルにおける <b>ダイバーシティ推進へのコミットメントを探索する活動を実施</b>	・他の投資家とコラボレーションし、ターゲット英国企業の取締役会長と面談
-	■	■	日本企業の取締役の独立性強化	日本企業の取締役の独立性を強化する必要がある	英国投資家2社、米国機関投資家1社が協働し、日本企業32社の社長、会長、独立社外取締役 <b>に書簡を送付(日英併記)し、取締役会の独立性強化を求めた</b>	・書簡送付
-	-	■	サクセッションプランニング	取締役会長を選定するサクセッションプランニングの方向性が決まっていない	サクセッションプランニングを指揮している独立社外取締役と複数回にわたるインタビューを実施し、 <b>機関投資家としての視点と取締役会のサクセッションプランニングに係る専門的な知見を共有</b>	・独立社外取締役との直接面談

出典: Legal & General "2017 Corporate Governance Report" より弊社作成

## 機関投資家エンゲージメント Legal & General② (気候変動)(英)

Legal & Generalは企業の温暖化対策を自社基準に基づいて評価し、直接的なエンゲージメントを通して経営の対応変更を要請する。年間エンゲージメントを行い、対応不十分であれば投資を引き上げることで、資産運用ビジネスの「責任」を明確にしている



\*1 Legal & General "2018 LGM's Climate Impact Pledge: The results so far"

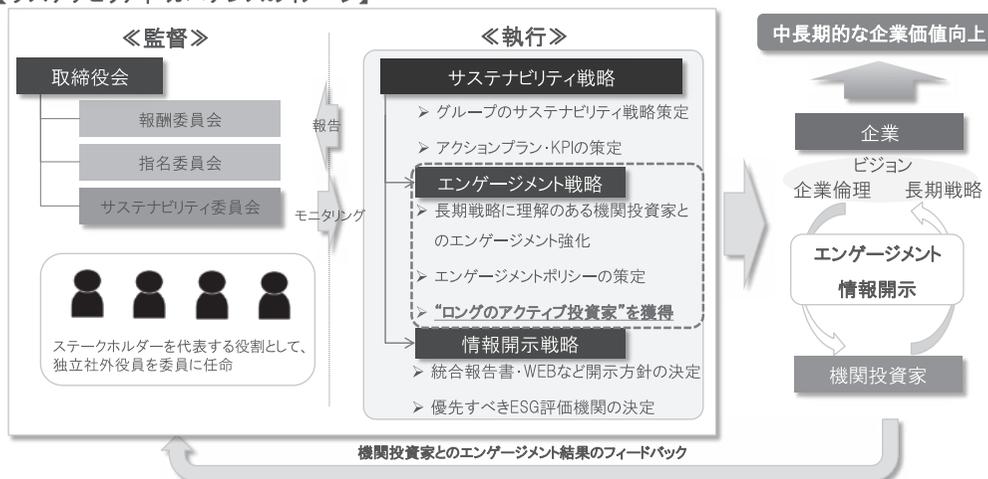
\*2 Legal & General "Press release: Legal & General Investment Management takes action on climate change risks"

## 英国企業のサステナビリティ・ガバナンス

### サステナビリティ・ガバナンスにおけるエンゲージメント戦略

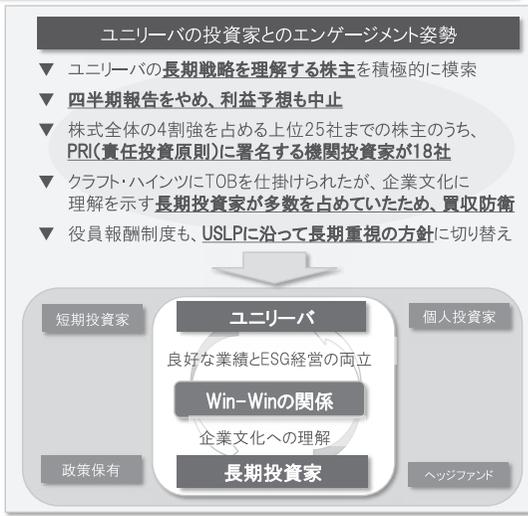
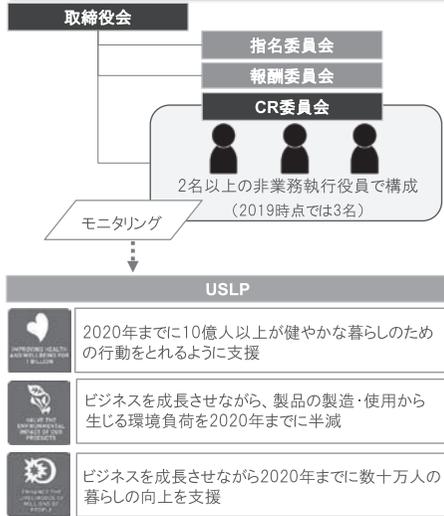
- ・ サステナビリティ委員会などを通じて、長期的な企業価値向上に向けて議論し、エンゲージメント戦略を策定
- ・ 企業の長期戦略を理解してくれる機関投資家を探し、自社にとって望ましい株主を獲得
- ・ 取締役会は、機関投資家の投資哲学を参考に、企業理念を決定し、企業文化を醸成する役割

#### 【サステナビリティ・ガバナンスのイメージ】



## サステナビリティ・ガバナンス - ユニーバ①

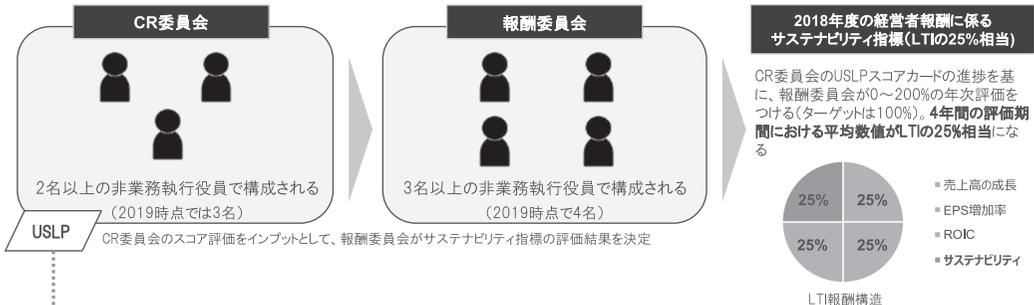
- CR(Corporate Responsibility)委員会にて、ユニリーバ・サステナブル・リビング・プラン(以下、USLP)のモニタリング
- サステナビリティ担当役員もCR委員会に出席
- ユニーバの長期戦略を理解してくれる株主とのエンゲージメントを強化(IRオフィサーによる株主構造のモニタリングが重要 ※全米IR協会 IR基準2014)
- 上位25位までの株主のうち、PRI署名機関(ESG投資にコミット)が18社という株主構成



北川哲雄「サステナブル経営と資本市場-取締役会の新たな役割とは何か-」をもとに、弊社作成

## サステナビリティ・ガバナンス - ユニーバ②(報酬KPI)

Unilever Sustainable Living Plan (USLP)スコアカードの進捗を踏まえた上で、CR委員会(企業責任委員会)のインプットを基に報酬委員会が中長期業績連動のサステナビリティ指標を評価する

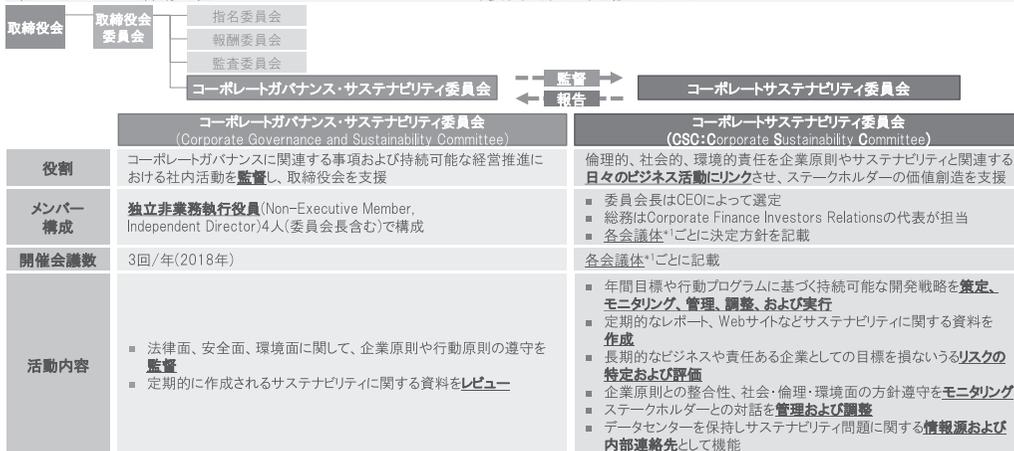


カテゴリー	USLPの概略
健康・衛生、食	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2020年までに10億人以上がより衛生的な習慣を身につけられるよう支援すること</li> <li>• ユニーバの全製品に関して引き続き味と栄養面での品質改善を進め、2020年までには、国際ガイドラインが定めた最も厳しい栄養基準を満たす製品の割合を倍に引き上げること</li> </ul>
温室効果ガス、水資源、廃棄物	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 製品のライフサイクル全体から生じる温室効果ガスによる負荷を2020年までに半減させること</li> <li>• 消費者の皆さまが製品を使う際の水使用量を2020年までに半分に引き下げること</li> <li>• 製品廃棄の際に生じる廃棄物を2020年までに半分にすること</li> </ul>
持続可能な農業、生活の向上	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 原料として使用する農作物を2020年までに100%持続可能なものにする</li> <li>• 2020年までにさらに50万以上の小規模な農家と流通業者をユニリーバのサプライチェーンに迎えること</li> </ul>

出典:Unilever Annual Report and Accounts 2017より弊社作成

## サステナビリティ・ガバナンス – Roche

Roche社は、サステナビリティ活動を監督するコーポレートガバナンス・サステナビリティ委員会、サステナビリティに関する取り組みをビジネス活動に紐づけるコーポレートサステナビリティ委員会(CSC)を設けている



### SDGsに繋がる非財務KPI(例)

**3** すべての人に健康と福祉を

30種類の医薬品をWHO必須医薬品モデルリストに登録

**5** ジェンダー平等を促進しよう

重要なリーダークラスの女性比率が30.3%

**6** 安全な水とトイレを世界中に

水消費量 340万 m<sup>3</sup>/年

**9** 産業と製造業のイノベーションを促そう

ダウジョーンズサステナビリティインデックス製薬業界で10年連続1位

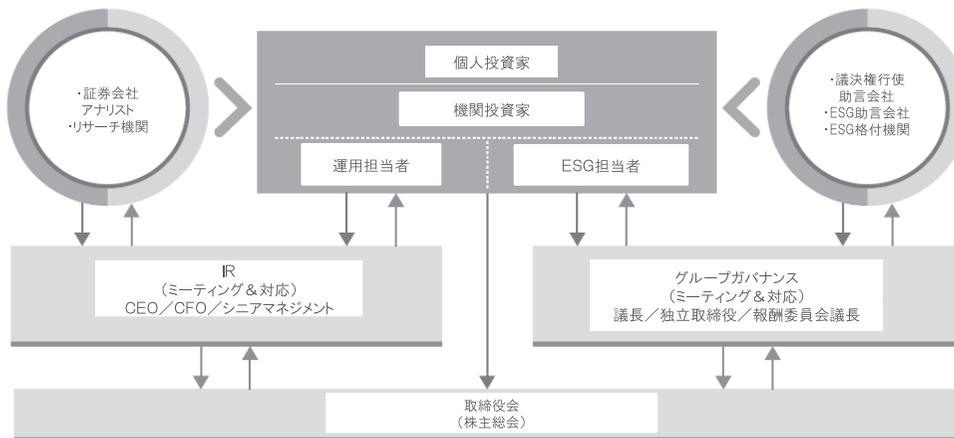
**17** パートナリシップで目標を達成しよう

医薬品事業部門で新規に107契約

## サステナビリティ・ガバナンス – BHP Group①

### エンゲージメントの体制

- ✓運用担当者やアナリストに対してはCEOやCFOが対応
- ✓ESG担当者や議決権行使助言会社等に対しては、取締役会議長や社外取締役、報酬委員会議長が対応



## サステナビリティ・ガバナンス – BHP Group②

### 2018年の実績

- ✓ ESG 이슈を含む様々なトピックでエンゲージメントを実施
- ✓ 投資家からの意見は社外取締役や委員会議長、CEO等を通して取締役会で共有  
共有することによって、取締役に課題を認識させ、現状の投資家の見方を理解させるのに役立っている

トピック	対応者	目的	2018年の行動
戦略、企業統治、報酬	独立社外取締役	戦略や取締役会サクセッション、報酬の課題を議論	独立社外取締役が英豪でミーティング開催
戦略、ファイナンス、企業業績	CEO、CFO、シニアマネジメント、IR	企業業績のアップデート	グローバルで個別ミーティング開催、債券投資家とも電話会議開催
健康・安全・環境・地域社会 (HSEC)	HSEヘッド	キー 이슈のアップデート	サステナビリティレポートリリースを機に欧州でESG投資家回り
企業統治戦略	グループガバナンス	企業統治プロセスの強化策の提供等	グローバルでミーティング開催
気候変動	サステナビリティ気候変動のバイスプレジデント	気候変動に関する戦略のアップデート	豪、英、米、南アでミーティング開催

出典: BHP annual report 2018より弊社作成

## 英国企業の経営者報酬プラクティス

## 経営者報酬制度 - 英国報酬プラクティスの概要

英国企業は、政府や財務報告評議会(FRC)が定める基準に従って、経営者の「ビジョン」を実現するための報酬ポリシーを開示している。報酬水準の設定や報酬体系においても、ステークホルダーが納得を得られる方法を用いて共有している

英国企業における 経営者報酬制度	開示基準	英国政府やFRCが要請する開示基準に沿って、経営者報酬に関する事項をステークホルダーへ開示する <ul style="list-style-type: none"> <li>英国会社法</li> <li>英国コーポレートガバナンス・コード</li> </ul>
	報酬ポリシー	事業や戦略に対する経営者の「思い」や「ビジョン」を実現に向けた報酬ポリシーを設計する <ul style="list-style-type: none"> <li>戦略目標に連動したインセンティブプランを導入し、経営の覚悟を機関投資家に示す</li> <li>株式報酬として在任期間中に株式を保有し続けることで、株主との利益・リスクを共有し、株主視点での経営をアピール</li> <li>独立非業務執行取締役から構成される報酬委員会が報酬の策定・評価に関与することで、経営者報酬の透明性や株主の納得を得る</li> </ul>
	報酬水準	経営者報酬制度の水準を設定する際には、ピアグループ企業的水準と比較検討するケースが多い。FTSE大手30社が採用するピアグループは以下の方法で選定する <ul style="list-style-type: none"> <li>100種総合株価指数などの時価総額連動型インデックス</li> <li>グローバル展開している同業他社</li> <li>その他の選定方法(業種や地域別に調査した経営者報酬サーベイ等)</li> </ul>
	報酬体系	FTSE大手30社における2017年度のペイミックスの目標(平均値)は、基本報酬・STI・LTIがそれぞれ32%、27%、41%で、 <b>バランスの取れた構成</b> である <div style="text-align: center; margin-top: 10px;"> <p style="margin: 0;">← 固定報酬 (Base-Benefit 32%)   変動報酬 (STI 27%, LTI 41%) →</p> </div>

## 経営者報酬の個社事例 - BHP Group(報酬ポリシー)

BHP Groupは、独自の経営者報酬フレームワークを策定しており、同社の戦略目標が経営者報酬ポリシーに直接連動し、それを達成するための具体的な対応策を開示している

BHP Groupの経営者報酬フレームワーク

戦略目標	経営者報酬ポリシー	具体的な対応策
生産性: オペレーショナル・エクセレンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>競争力のある報酬を提供し、有能な人材を確保・定着させること</li> <li>経営戦略の遂行と結果を達成するための責任レベルを反映させること</li> <li>業績目標を引き上げること</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>グローバル市場や競合他社と比較して競争力のある基本報酬とベネフィットを提供すること</li> <li>STIとLTIの業績評価指標は、オペレーショナル・エクセレンス、リスク管理、戦略実行を裏づけること</li> </ul>
サステナビリティ: 長期的な成長と成功	<ul style="list-style-type: none"> <li>パフォーマンスとリスクをバランスさせること</li> <li>経営者報酬の支給額は、大部分をリスクと連動させること</li> <li>株主との長期的な利益共有を促進させること</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>財務指標に加えて、HSEQ(健康、安全、環境、地域社会)を評価する指標を取り入れること</li> <li>STIは半分を現金支給、残り半分を繰り延べて株式支給すること</li> <li>業績指標およびゴールを設定する際、中長期的な事業戦略および市場予測を考慮すること</li> <li>LTI指標は相対的TSRを用いて、5年間の業績評価期間を設定すること</li> </ul>
経営計画: 株主価値の創造	<ul style="list-style-type: none"> <li>業績連動型報酬と株主価値の提供を連動させること</li> <li>社内・社外取締役および経営者の自社株式保有を管理すること</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>5年間にわたる業績評価期間を設定し、長期的に自社株式を保有すること</li> <li>高めの目標を設定し、事業目標と市場状況をバランスさせ、業績と株主利益を連動させること</li> <li>相対的TSRを業績指標に設定すること</li> <li>インセンティブとして支給される株式のヘッジを禁止すること</li> <li>株式保有ガイドラインを設定すること</li> </ul>
資本管理: 投資方針の厳格な適用とガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>報酬が実際の業績に連動し、予期せぬ利益は避けること</li> <li>競争力はあるが過剰でない報酬を支給することにより、株主コストを抑えること</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場水準を参考に報酬制度の見直しを毎年行うこと</li> <li>取締役会が報酬額の最終調整を行う権利をもつこと</li> <li>年次インセンティブ繰越株式報酬制度を設定すること</li> <li>クローバック・マルス制度を設定すること</li> <li>対処金は契約で合意したものに限定すること</li> </ul>

出典：BHP Billiton Annual Report 2017 より弊社作成

## 経営者報酬の個社事例 - GlaxoSmithKline (報酬水準の決定方法)

GlaxoSmithKlineは、役職の特質を踏まえたうえで、報酬総額を比較するベンチマーク企業を使い分けている。CEO・CFOについては英国大手企業10社、CSO(サイエンス)兼R&Dリーダーについてはグローバル製薬企業11社をピアグループ企業として取り上げている

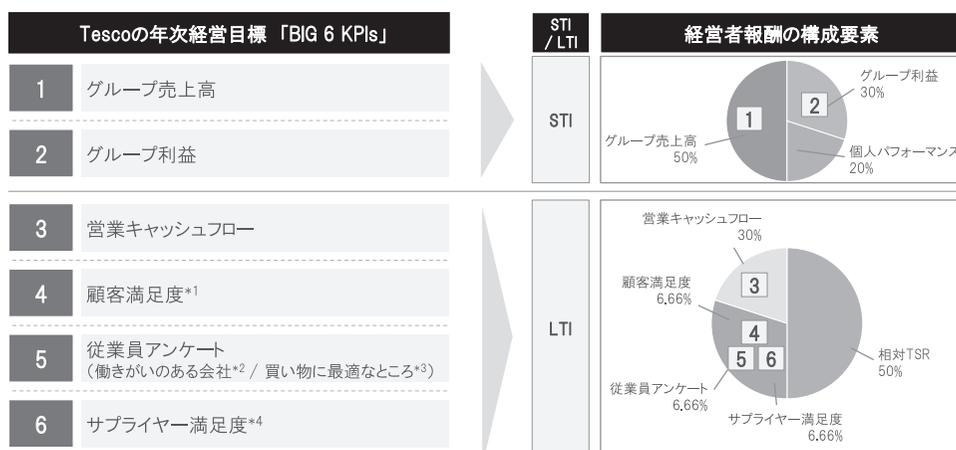
役職ごとの報酬ピアグループ企業(GlaxoSmithKline)

CEO・CFO	CSO(サイエンス) 兼 R&Dリーダー																
<b>英国大手企業(10社)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• AstraZeneca</li> <li>• BHP Billiton</li> <li>• BP</li> <li>• British American Tobacco</li> <li>• Diageo</li> <li>• Reckitt Benckiser</li> <li>• Rio Tinto</li> <li>• Royal Dutch Shell</li> <li>• Unilever</li> <li>• Vodafone</li> </ul>	<b>グローバル製薬会社(11社)</b> <table border="0"> <tr> <td><b>フランス</b></td> <td><b>米国</b></td> </tr> <tr> <td>• Sanofi</td> <td>• AbbVie</td> </tr> <tr> <td><b>スイス</b></td> <td>• Amgen</td> </tr> <tr> <td>• Novartis</td> <td>• Bristol-Myers Squibb</td> </tr> <tr> <td>• Roche Holdings</td> <td>• Eli Lilly</td> </tr> <tr> <td><b>英国</b></td> <td>• Johnson &amp; Johnson</td> </tr> <tr> <td>• AstraZeneca</td> <td>• Merck &amp; Co</td> </tr> <tr> <td></td> <td>• Pfizer</td> </tr> </table>	<b>フランス</b>	<b>米国</b>	• Sanofi	• AbbVie	<b>スイス</b>	• Amgen	• Novartis	• Bristol-Myers Squibb	• Roche Holdings	• Eli Lilly	<b>英国</b>	• Johnson & Johnson	• AstraZeneca	• Merck & Co		• Pfizer
<b>フランス</b>	<b>米国</b>																
• Sanofi	• AbbVie																
<b>スイス</b>	• Amgen																
• Novartis	• Bristol-Myers Squibb																
• Roche Holdings	• Eli Lilly																
<b>英国</b>	• Johnson & Johnson																
• AstraZeneca	• Merck & Co																
	• Pfizer																

出典: GlaxoSmithKline Annual Report 2018より弊社作成

## 経営者報酬の個社事例 - Tesco (インセンティブ報酬制度)

Tescoは、年次経営目標の「Big 6 KPIs」に直接連動した評価指標に沿ってSTIとLTIの一部の報酬額を定めている



\*1 テスコを買い物する場所として推奨すると回答した顧客の割合

\*2 テスコを働きがいのある職場と回答した従業員の割合

\*3 テスコを買い物する場所として推奨すると回答した従業員の割合

\*4 満足度10点中7点以上のスコアをつけたサプライヤーの割合

出典: Tesco Annual Report and Financial Statements 2017より弊社作成

## 経営者報酬の個社事例 – Rio Tinto (STI報酬制度)

Rio Tintoは鉱業会社としての社会的・環境的責任に関するクリティカルな課題に直面している現状\*1から、従業員・サステナビリティに関連するエンゲージメント及びリスクマネジメントの強化が推進できるようなSTIが設計されている

$$\text{STI} = \text{① 個人目標 (30\%)} \times \text{② グループの安全性 (20\%)} \times \text{③ グループの財務目標 (50\%)}$$

KPI	KPIの具体例		
<b>①</b> 個人目標 (30%)	・安全性 ・ピープル ・キャッシュ ・パートナーシップ ・成長性	・現場への訪問や <b>従業員エンゲージメント</b> を通して透明性のあるリーダーシップを発揮し、業務上災害死亡者をゼロにすること ・サステナビリティ戦略の改定を促進し、TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)レポートの第一報を発行すること ・英国および豪州におけるESG投資家のセミナーにて、 <b>サステナビリティに関するエンゲージメント</b> を行うこと 等 ・複数の現場訪問、タウンホールミーティング(対話集会)、ディスカッショングループに参加し、グローバルレベルにおける <b>経営層及び従業員とエンゲージメント</b> を行うこと ・ <b>従業員満足度</b> を継続的に上昇させること 等 ・営業キャッシュフローのターゲット目標を達成すること 等 ・他企業や政府との多様なパートナーシップを結び、イノベーションを起こすこと 等 ・2018年に結成した新商品開発チームのRio Tinto Venturesにおいて、成長の機会を複数生み出すこと 等	
	<b>②</b> グループ (70%)	・安全性 (20%) ・財務目標 (50%)	・ <b>業務上災害死亡者</b> をゼロにすること(40%) ・20万労働時間当たりの <b>死亡災害と休業災害の発生頻度</b> を減少させること(30%) ・現場における <b>リスクマネジメント</b> を徹底させること(30%) ・当期純利益(50%) ・フリー・キャッシュフロー(50%)

\*1業務上災害により2017年度は2名、2018年度は3名の事故死が発生

出典:Rio Tinto 2018 Annual Reportより弊社作成

## 英国の先進的事例が示唆する日本企業の課題

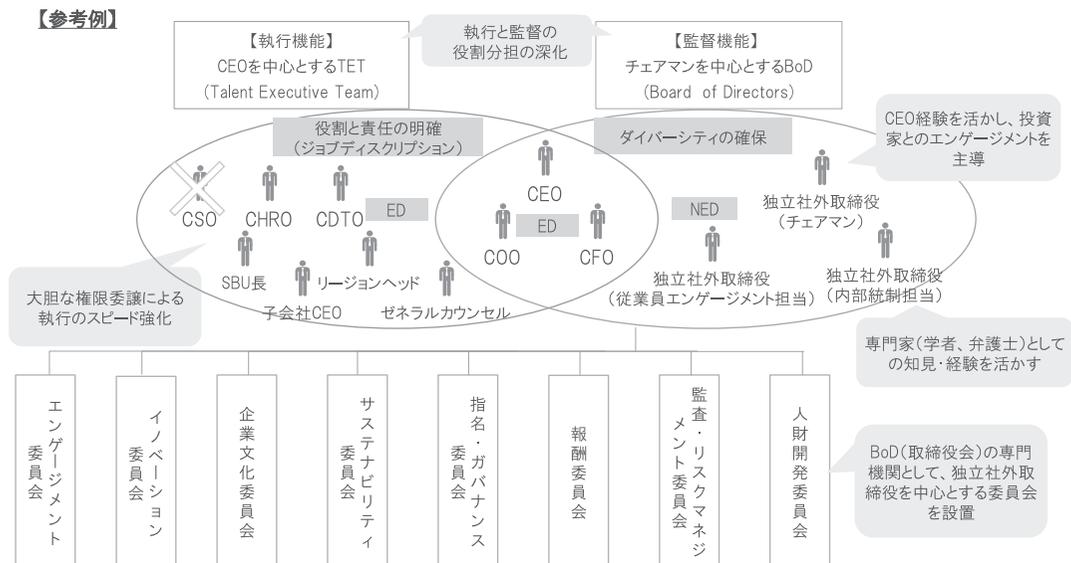
## 英国の先進的事例が示唆する日本企業の課題

日本企業のガバナンス改革、投資家のスチュワードシップ活動は着実に実を結びつつあるが、英国における先進的なプラクティスと比較すると、改善の余地は大いにある

項目	英国	日本企業の課題
ボード・ダイバーシティ	執行と監督の役割分担やダイバーシティが進化。ジェンダーによるダイバーシティのみならず、年齢、民族や社会的背景等のダイバーシティを重視	執行と監督の機能分化は途上。女性取締役の採用は先進国に比べて大きく遅れる。若年層や外国人の採用も進んでいない
サステナビリティ・ガバナンス	サステナビリティ委員会やCR委員会等を設置し、EやSを横断的に管理する他、企業の社会的責任遵守を監督	サステナビリティ委員会等の導入は途上。実効性の担保が課題(独立役員との関与が限定的)
報酬プラクティス	独立性の高い報酬委員会を設定し、チャアマンを中心にSDGs経営やESG投資を議論。インセンティブ報酬では非財務KPIを積極的に採用	報酬委員会は増加しているが、独立性に欠けるケースも。SDGs経営やESG投資への対応は途上で、非財務KPIの採用もこれから
従業員エンゲージメント	従業員エンゲージメントを、従業員と協働して企業文化を創出するサステナビリティ経営の重要な取組みとして位置付けている	従業員との対話に真摯に取り組み、それを企業文化、経営に反映させる動きは限定的

## HRガバナンス体制の構築を通じたサステナビリティ経営の実現

サステナビリティ経営を強力に推進するためのオリジナルなガバナンス(エコシステム; 企業文化)のグランドデザインを構想



- 本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。また、本資料に関連して生じた一切の損害については、当社は責任を負いません。
- その他専門的知識に係る問題については、必ず貴社の弁護士、税理士、公認会計士等の専門家にご相談の上ご確認下さい。記載した内容については、今後の法改正等により変わる可能性があります。
- 本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されています。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

本資料に関するお問い合わせ先  
三菱UFJ信託銀行株式会社  
HR戦略コンサルティング室長  
プリンシパル 内ヶ崎 茂

資料1

# 「企業のサステナブル経営を実現するHRガバナンスの強化」 コメント

戸村 肇

早稲田大学政治経済学術院 准教授

信託経済コンファレンス

2019年11月9日

資料2

## SDGsの4つのタイプ

1. 各企業の長期的な生産性を上げるもの

ダイバーシティ(Goal 5)

雇用環境の改善(Goal 8)

2. 各企業に対して新しい市場を創出するもの

食料の安定確保(Goal 2)

再生エネルギー(Goal 7)

健康的な生活(Goal 3)

頑健なインフラ(Goal 9)

教育機会の提供(Goal 4)

都市づくり(Goal 11)

水資源の管理(Goal 6)

3. 企業活動の負の外部性(市場では負担を求められない生産費用)

貧困の撲滅(Goal 1)

気候変動対策(Goal 13)

持続可能な消費と生産(Goal 12)

海洋資源保護(Goal 14)

陸上の自然環境保護(Goal 15)

4. 政府の専権事項

国内・国家間不平等の是正、移民の権利保護(Goal 10)

グローバルパートナーシップ・国際援助(Goal 17)

社会包摂、司法へのアクセス(Goal 16)

資料3

## 現在の取り組み①： コーポレートガバナンス改革

- ・役員を対象に長期インセンティブ報酬(Long-term Incentive, LTI)の導入(中長期の業績や、株価に応じた、現金・株式報酬)
- ・従業員報酬の一部として株式交付(ESOP)
- ・取締役会と従業員の関係強化、ボード・ダイバーシティの向上
- ・各企業の長期的な企業価値を増やす活動についての非財務KPIの導入(顧客・従業員・サプライヤーの満足度など。)

⇒ 各企業の長期的な生産性を上げるSDGsの達成には有効。

資料4

## 現在の取り組み②： 格付け・インデックス企業による サステナビリティ・インデックスの開発

- ・持続可能な環境・社会の構築に関連する事業を行う企業の選別。
- ・これらの企業の株式パフォーマンスの記録。

⇒ 今後の法規制の導入や国際協調イニシアティブ等によってつくられる新しい市場がもたらす長期的な企業価値の向上の先取り。

⇒ 投資家の行動を通じてESG・SDGsが各企業の財務KPIに間接的に組み込まれる。

- ・ ESG・SDGs関連企業の長期資金獲得コストの低下。

⇒ 各企業に新しい市場を創出するSDGsの達成には有効。

## 資料5

## 残されたSDGs： 企業活動の負の外部性への対応

- ・ 貧困・環境問題に関連する現在の取り組みの例
  - ・ 長期インセンティブ報酬における非財務KPI (CSRなど)の導入。
  - ・ 金融安定理事会 (FSB)による気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD)の設置。

⇒ 現在は、個別企業レベルのSDGsへの取り組みのモチベーションが、各企業の長期的な金銭的企業価値の向上に帰着。

⇒ 長期的な金銭的企業価値の向上につながらない活動を個別企業が目標にできるか？

## 資料6

## 企業活動の負の外部性への対応のための コーポレートファイナンス (試論)

- ・ 長期的な金銭的企業価値と、貧困・環境問題の解決の二つのタスクを個別企業に課すためには何が必要か？
  - ・ プリンシパル・エージェント関係におけるマルチタスク問題  
(Holmstrom and Milgrom, 1991)
    - ・ 株主 (プリンシパル) が複数のタスクのそれぞれに報酬インセンティブ (ボーナス) を与えると、経営者 (エージェント) はパフォーマンスを観察しやすいタスクのみに力を入れる。
    - ・ 各企業活動の負の外部性の変化を正確に測定するのはむずかしい。
- ⇒ 報酬インセンティブがない方が、経営者は複数のタスクをバランスよくこなす。
- ・ 固定報酬でも、経営者はある程度は働くという考え方。

## 資料7

## 企業活動の負の外部性への対応のための コーポレートファイナンス(試論)

- ・マルチタスク問題の解:
  - ・ 債権者、外部株主への一定の金銭的リターンを制約として、企業の内部株主(経営者を兼ねる者)は、やりたいこと(社会の変革)を行う。
  - ・ ESG・SDGsへの一定の貢献を制約として、各企業が金銭的企業価値を最大化する考え方とは反対の考え方。
- ・ 利点:
  - ・ 制約条件は金銭なので計測可能。
  - ・ 経営者への報酬インセンティブの必要がなくなるので、インセンティブによる経営資源配分の歪みは避けられる。

## 資料8

## 企業活動の負の外部性への対応のための コーポレートファイナンス(試論)

- ・ 課題:
  - ・ 経営者の善意・社会的自己実現欲求が前提。
  - ・ 企業理念に共鳴する長期株主の獲得が必要。
  - ・ 企業が外部株主に普通株を発行する場合、事後的に金銭的株式価値の最大化を求められる可能性がある。(ホールドアップ問題。)
- ⇒ 債権・普通株の中間的性質を持つ種類株のような、資金調達手段の選択肢を増やすことが有用。
  - ・ 既存株主の選択肢を拡げる。
  - ・ 株の持ち合いとは異なり、普通株の意義そのものを否定しない。
  - ・ 複数のインスツルメンツ(普通株、種類株)で株主のタイプをスクリーニング。
  - ・ 例:トヨタ自動車(株)のAA型種類株式。

資料9

## 結語

- SDGsの達成に向けた民間の主体的な取り組みがうまくいくかの試行期。
- 個別企業レベルの対応がうまくいかない分野については、法規制・政府補助金などの従来型の対応が必要。