

# 機関投資家の視点、企業との対話

～投資家フォーラムの近時の活動を中心として～

投資家フォーラム運営委員会

## 一 はじめに

近年、上場会社のガバナンスをめぐることは、機関投資家が投資先企業との対話で果たすべき役割が重視されている。これをスチュワードシップ責任というが、この責任を果たす実力を機関投資家が備えることを支援し、それによって企業と投資家との建設的な対話を促進することを目指して、2015年6月8日、投資家フォーラム運営委員会（以下「本運営委員会」という）が結成された<sup>1</sup>。

本運営委員会は、機関投資家が集う場としての投資家フォーラム（以下「本フォーラム」という）を中心として活動を展開している。2016年には、主として運用機関の運用担当者が参加する本フォーラム会合を5回、また上場企業の実務担当者と運用機関の運用担当者が意見交換を図るオープンセッションを2回開催した。議論した内容は、本運営委員会が報告書としてとりまとめ、本フォーラムのウェブサイトに掲載している<sup>2</sup>。

以下では、はじめに2016年上期における本フォーラムの活動を簡潔に振り返ったあと（二）、下期の活動について順を追って解説する。具体的には、本フォーラム第7回会合（三）及び第8回会合（四）、続いて2つの会合を受けて開催した第3回オープンセッション（五）、そして2016年最後の本フォーラム第9回会合（六）について、議論の概要を紹介する。最後のセクション（七）は結びである。

本稿が、機関投資家の視点や日本における企業と機関投資家のコミュニケーションのあり方を考える上で参考となり、さらには我が国におけるコーポレートガバナンスの発展の一助となれば幸いである。なお、本稿のうち意見にわたる箇所は、いずれも本運営委員会の私見であり、そのメンバーが所属する組織の意見を表すものではなく、本フォーラム全参加者の意見を代表するものでもない。

## 二 2016年6月までの本フォーラムの活動状況

2016年において本運営委員会が開催した本フォーラム会合及びオープンセッションの日時及びテーマは図表1に示すとおりである。本節では、これらのうち本フォーラム第6回会合までの議論の内容を手短かに紹介する。

---

<sup>1</sup> 本運営委員会は機関投資家における投資実務の経験を有する有志により構成される。現在の構成員は以下の7名である。江口高顕、江良明嗣、大堀龍介、鎌田博光、神山直樹、三瓶裕喜、戸矢博明。なお、本運営委員会の結成及び投資家フォーラム設立の経緯については、本誌2084号24頁以下を参照されたい。

<sup>2</sup> 本フォーラムのウェブサイトのURLは以下のとおりである。<http://investorforum.jp>

図表1 2016年における投資家フォーラムの活動

開催日	会合名	テーマ・議題
2016年1月21日	第2回オープンセッション	業績ガイダンスについて ～本当に有用な開示とは～
2016年4月22日	本フォーラム第5回会合	経営者の視点から見て、企業の価値創造を後押しする投資家とはどのような投資家なのか
2016年7月7日	本フォーラム第6回会合	本フォーラムで議論すべきテーマを抽出するためのブレインストーミング
2016年8月4日、 9月8日	本フォーラム第7回会合	議決権行使についての企業・投資家のコミュニケーションのあり方
2016年9月8日	本フォーラム第8回会合	企業がIRの対象とする投資家や、株をもってもらいたいと思う投資家を選別する動きについて、われわれ投資家としてどう考えるべきか
2016年10月17日	第3回オープンセッション	議決権行使をめぐる投資家と企業のコミュニケーション、および企業が対話の相手となる投資家を選別する動きについて
2016年12月6日	本フォーラム第9回会合	フェア・ディスクロージャー・ルールについて

### 1 第2回オープンセッション 業績ガイダンスについて～本当に有用な開示とは～

2015年中に開催した本フォーラム第3及び第4回会合を受ける形で開催された第2回オープンセッションには、2つの会合に参加した投資家のうち8名と上場企業の実務担当者等51名が参加した。そして、「業績ガイダンスについて～本当に有用な開示とは～」をテーマに、具体的には中長期の経営計画の内容を投資家に伝えるための方法論や開示時期、プレビュー取材・サイレント期間の現状についての疑問点など、様々な論点にわたり活発に意見を交わした<sup>3</sup>。

### 2 本フォーラム第5回会合 経営者の視点から見て、企業の価値創造を後押しする投資家とはどのような投資家なのか

本フォーラム第5回会合では、「経営者の視点から見て、企業の価値創造を後押しする投資家とはどのような投資家なのか」というテーマを取り上げた。34名の参加者に加えて、議論を有益なものとするために、丸井グループ青井浩社長をゲストスピーカーにお招きした。会合ではまず青井社長から、丸井グループの経営の変革を意識した背景や、変革を後押しするような材料や意見が投資家からあったのか、経営者から見て「気づきを与えてくれる有益な投資家」はどのような投資家であるか、などのテーマについてプレゼンテーションがあり、そのあと青井社長を交え「企業価値創造を後押しする投資家」について参加者の間で議論を行った。

### 3 本フォーラム第6回会合 本フォーラムで議論すべきテーマを抽出するためのブレインストーミング

<sup>3</sup> 本フォーラム会合及びオープンセッションにおける議論の内容については、本フォーラムのウ

本フォーラムの活動が2年目に入る節目に当たる本フォーラム第6回会合では、今後議論すべきテーマを抽出するためのブレインストーミングを行った。「議決権行使についての企業・投資家のコミュニケーションのありかた」や、「企業がIRを行う投資家や株をもってもらいたいと思う投資家を選別する動き」、「ビジネスモデルについての開示」、「エンゲージメントに対する意識の低い企業への対応」、「取締役会の役割・評価」、「年金の保有銘柄開示の是非」、「パッシブファンドにおけるエンゲージメント」、「ROEを注視すべきだとしても経営者と経営を語るにはROAやROICの視点が重要なことはないか」、「大株主との対話」など多彩なテーマが参加者から提案された。

その中で、議論が集中した「議決権行使についての企業・投資家のコミュニケーションのあり方」を本フォーラム第7回会合で、またこれに次いで多くの反応があった「企業がIRを行う投資家や株をもってもらいたいと思う投資家を選別する動き」を本フォーラム第8回会合で、それぞれ取り上げることにした。

### 三 本フォーラム第7回会合報告書の概要

#### 1 会合の目的

本フォーラム第7回会合では、具体的には以下の論点について議論し、報告書にまとめた。

- ① 企業が議決権行使の内容について機関投資家へ問い合わせても、投資家がなかなか答えられないとの声が近時間かれる。このような指摘の存在を踏まえて、機関投資家は、議決権行使の内容について企業へ十分説明をしているか、また仮に十分説明していないとすればどのような理由・背景があるか
- ② 機関投資家と投資先企業のそれぞれの組織内において、議決権行使について担当者間でどのように情報共有を図ってゆくべきか
- ③ 議決権行使のあり方について
- ④ 個別の議決権行使結果の公表に関する近時の議論

以下では議論の一部を報告書から紹介する。

#### 2 議決権の行使内容の説明

企業が議決権行使の内容について機関投資家へ問い合わせても、投資家がなかなか答えられないという意見は、例えば金融庁のステュワードシップ・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（以下、「フォローアップ会議」という）で述べられている<sup>4</sup>。企業の担当者からも、そうした意見を聞くことがある。

こうした意見に対して、参加者からは、株主総会開催後に企業から反対理由について質問を受けたり、直接会って議論したいとの申し出がある場合、積極的に応じていると反論がなされた。

---

ウェブサイトに掲示されている報告書を参照されたい。

<sup>4</sup> 金融庁「ステュワードシップ・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（第8回）議事録」上田亮子メンバー発言（2016年6月1日）。

<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20160601.html>

ただ、総会前に個別の議決権行使について質問を受ける場合、事後と異なる考慮が必要になるという指摘があり、どこまで明確に当該案件への賛否を伝えるかについても投資家の間に差がみられた。具体的には、議決権行使基準に沿って明確に賛否を回答しているという意見がある一方、明確に賛否の説明まではしないこともあるが、そのようなときでも感触についてできるだけ伝えるようにしていると述べた参加者もいた。また、第三者経由で質問を受ける場合には、理由の十分な説明なしに結論だけが独り歩きする可能性があるとして、直接連絡を受ける方が望ましいとの指摘があった。

また、投資家が議決権の行使内容を説明していないとの意見が生じる理由について、企業の IR 担当者がファンドマネージャーに質問して回答を得られなかったケースや、企業側の IR・SR 担当者が把握している議決権行使方針の内容が他の部署等へ伝わっていないケースがあるのではないかという指摘がなされた。このような指摘を受けて、3. で後述する、組織内での担当者間のコミュニケーションについての議論が進められた。

### 3 組織内での担当者間のコミュニケーション

#### (1) 運用会社内でのコミュニケーション

運用会社側の問題点としては、議決権行使と投資判断の分離があげられた。すなわち、本来、議決権行使と投資判断とが整合していることが望ましいとはいえ、投資先が千数百社にのぼるような運用会社では、議決権行使と運用を同じ部署で実施することが困難となりがちである。その場合、議決権行使担当者とファンドマネージャーを組織的に分けることが多く、行使判断と投資判断の分離が生じる。この点に関連して、スチュワードシップ・コードの受け入れ過程で、議決権行使基準の検討にファンドマネージャーの意見が反映されるようになったとの発言があった。またファンドマネージャーが個別の行使判断に関わることに關しては、その場合、アクティブファンドとパッシブファンドで議決権行使基準を変える必要性が生じるとの指摘がなされた。

#### (2) 企業内でのコミュニケーション

企業側の問題点としては、株主総会担当者や SR 担当者に比べて IR 担当者が議決権行使の内容にあまり興味を持っていないように感じられるとの指摘があった。ただ、これに関しては、議決権行使に関するミーティングへ企業の IR 担当者が同席する例も増えてきたと指摘する参加者もいた。また、SR と IR の連携がより一層密になっている場合と、依然として SR と IR が別々に活動している場合があり、企業の対応が二極化しているとの発言もあった。

### 4 議決権行使のあり方

#### (1) メッセージとしての役員選任議案への反対

「メッセージとしての反対」とは、投資家が問題視している事項が総会議案に含まれていないことから経営トップ等の選任議案について反対する、といったケースを指す。これに関しては、

企業側にとって反対理由がわかりにくいという指摘がなされた。またメッセージとしての反対であっても、結果として経営トップ等が不選任となってしまったら投資家はそのことに責任を迫るかという指摘もなされた。こうした慎重論が述べられる一方、株主からのメッセージを示すことも重要だと「メッセージとしての反対」を推す声もあった。

## (2) 議決権行使基準はミニマムリクワイアメント型にするか、ベストプラクティス志向にするか

議決権行使基準のあり方については方針が運用機関により異なる。多数の投資先へ議決権を行使する場合に、多くの作業者の間での判断の統一性を優先すれば定性的な基準をできるだけ排する方向性になる。それに対し、個別に妥当な議決権行使判断の実現を優先すれば、担当者に定性的な判断を任せる余地を広く残すアプローチがとられる。また、本当に問題が大きい事項に限って反対する、というアプローチもありうるし、ベストプラクティスの採用を期待すれば会社提案へ賛成するハードルを高めを設定することになる。

こうした事情を反映して参加者の発言もさまざまだった。定性的判断をどれだけ盛り込むべきかという点に関しては、誰が判断しても同じ結論が出る透明性を説く発言がある一方、透明性や外部からのわかりやすさを追求することが必ずしも望ましくない、と定性的な判断を排除することへの疑問も呈された。例えば還元性向の引き上げの可否に係る判断において、企業ごとの設備投資の時期・必要性や、今期業績が特別利益で嵩上げされているといった個別判断を加えることで、より妥当な議決権行使が可能となる、というわけである。また、本当に問題が大きい事項に限って反対するアプローチをとる場合に、反対していない議案に関しても投資家として問題視していることを個別対話の場で説明し、企業へ改善を働きかけることが重要だとの指摘もなされた。さらに、投資先のさまざまな銘柄に単一の基準を適用することに関して、対象が超優良企業か、IPO したての企業かによって行使基準のあり方は違うはずだ、と問題提起がなされた。

## (3) 議決権を統一行使するか否か

機関投資家が運用する性格の異なる複数のファンドから同一の企業に対して投資を行うことがしばしばある。このような場合の議決権行使のあり方について参加者の発言は分かれた。ファンドが異なっても企業価値向上という目的が共通する以上、機関投資家の単位で議決権を統一行使するのがよいとする意見がある一方、ファンドごとの投資スタイル等を議決権行使に反映させることができるよう、議決権を不統一行使するのがよいとの見方もあった。

## 5 個別の議決権行使結果の公表

日本の運用会社も、海外と同様に、議決権行使結果について個別企業・議案ごとに賛否を公表すべきだ、という指摘がフォローアップ会議でなされた<sup>5</sup>。この点については否定的な見解が参加者の大半を占めた。具体的には、議決権行使の結果を一般に公開するとマスコミなどで賛否の

<sup>5</sup> 例えば、フォローアップ会議第 10 回における富山和彦メンバーの「議決権行使結果の公表に関する意見書」(2016 年 11 月 8 日)。<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20161108/02.pdf>

結果を過度に強調して取り上げられるという懸念や、行使結果の個別企業・議案ごとの公表がなされると、賛否の結果にのみに関心が集中して対決色が強調され、対話の機運が削がれるという懸念が表明された。また、利益相反の問題を懸念して個別企業・議案ごとの公表を求めるのであれば、例えば第三者機関に議決権行使を委託するなど、他の方法によっても対応が可能だとの指摘もなされた。

## 四 本フォーラム第8回会合報告書の概要

### 1 会合の目的

企業と投資家との建設的な対話による企業価値の持続的成長が重視される中で、対話する投資家を積極的に選び出そうという企業による動きが見られる。例えば中長期の経営を重視する投資家と対話したいという観点から、中長期的な経営に関わる開示に傾斜する姿勢をかなり明確に発信する企業がある。また、長期的な視点での話ができる機関投資家との対話を優先させたいという希望をにじませた記述を、コーポレート・ガバナンス報告書でやんわりとだが行っている企業もある。このような企業による動きをどう考えるべきか、弊害はないかについて、第8回会合で議論し、報告書にまとめた。以下では議論の一部を報告書から紹介する。

### 2 「より良い」対話の相手を求める企業の動き

中長期の経営を重視する投資家と対話したいから、そうした投資家をターゲットに開示内容を考える、いわば「こういう開示をするが、それについてくるかどうかは投資家次第」というスタンスについては、企業の立場からすれば自然だとの見方が述べられた。一方、「望ましい投資家」を想定するとしたら「望ましさ」の基準が重要で、基準はあくまでも企業価値向上の観点から立てられるべきだとの見方が述べられた。そして、企業に対しては、基準がわからないと、投資していて大丈夫かと懸念されるとして、「望ましさ」の基準を、その考え方を含めて明示して欲しい、との要望がなされた。

また、経営陣へのアクセスを狭める動きには注意すべきだとの声や、最近の動きの中で企業の目線が既存株主に偏っていることは問題で、潜在株主や将来の株主にも配慮して対話をすべきだとの指摘がなされた。

### 3 対話の対象とすべきは長期保有の投資家なのか

「望ましい投資家」とは長期保有の投資家であるとの声が入場企業側からしばしば聞かれることに関しては、長期保有と長期的視野とを区別する観点が必要との指摘が参加者からなされた。例えば、投資家は長期的な観点から企業を評価していても長期保有と決めて投資するわけではなく、他銘柄との比較などの結果として短期保有となる場合もある。また、手腕を評価していた社長が急病で倒れたため同社に対する長期的観点からの判断が変わり、その結果、同社株式を売却する場合もある、といった具体例が述べられた。

このほか、投資家に良いも悪くもなく、リターンをあげることに投資家が集中することによっ

て全体として適正な株価が形成されるとして、短期的な投資を否定して長期保有のみを是とする考え方に違和感を表明する参加者もいた。

また、長期保有を安定株主につなげる発想は、投資家がモノを言わないことを是とする意識を含んでおり、対話の精神とそぐわないといった声も聞かれた。

#### 4 株主、投資家を選別することに関する懸念

企業が対話の相手を選ぼうという動きは、株式持ち合いを解消する過程の中で生まれてきた面があり、自分達が経営したいように経営したい、株価は安定していればよいといった企業の自己都合が背景にあるのではないかとの指摘がなされた。

この指摘を受けて、企業がきちんと株主価値、企業価値を上げていき、その成果が株主の自由な売買を通じて株価へ適切に反映されるという循環が重要であり、この循環を阻害する要素が、企業が株主を選択することの中に入っているとしたら問題だとの声が聞かれた。

また、経営陣の自己都合にもとづく株主や対話の相手の選択は、パブリックな存在である企業として不適切だとの声や、経営者は企業価値を上げることに専念すべきで、投資家や株主の選り好みをするのは筋が違うのではないかといった意見も出された。

#### 5 株主構成と企業価値との関係

米国での調査<sup>6</sup>では、アクティビストはパッシブファンドの保有比率が高い企業で戦術や対応を変える傾向にあるとの声があった。これに関連して、パッシブファンドは議決権行使助言会社の影響を受けやすいことなどから、アクティビストにとって御しやすい面があるのかも知れず、パッシブファンドの拡大が資本市場やガバナンスに及ぼす影響を多面的に検討する必要があるとの指摘がなされた。

### 五 第3回オープンセッションでの意見交換の概要

#### 1 オープンセッションの目的

本フォーラム第7回及び第8回会合を受けて企業との相互理解を目的として第3回オープンセッションが開催された。同セッションには、2つの会合に参加した投資家のうち9名と、上場企業の実務担当者等72名が出席し、活発な意見交換が行われた。

同セッションでは、まず機関投資家の側から、本フォーラム第7回及び第8回会合報告書の概要が説明された。その上で、企業側から投資家側に意見や質問を提示する形で意見交換が進められた。以下では、同セッションにおける議論の報告書である第3回オープンセッション概要にもとづき当日の議論のうち一部を紹介する。

---

<sup>6</sup> Ian R. Appel, Todd A. Gormely & Donald B. Keim, Standing on the Shoulders of Giants: The Effects of Passive Investors on Activism (working paper, Mar. 15, 2016), <https://papers.ssrn.com/abstract=2693145>.

## 2 議決権行使をめぐる投資家と企業のコミュニケーション

### (1) 個別の議決権行使結果の公表

議決権行使結果の個別企業・議案ごとの公表に関しては、運用会社の顧客であるアセットオーナーや行使先の企業に対して伝えれば十分で、さらに一般公衆やマスコミに対して公表する必要はないとの発言が複数の企業担当者からあった。また、議決権行使結果だけ公表されても、個別に反対の理由を聞かないと投資家のメッセージがわからず、企業側にとってあまり実質的な意味を認められないとの指摘もあった。これらの意見の一方、機関投資家の中には議決権行使方針・結果を教えてくれない向きがあり、議決権行使結果を個別企業・議案ごとに公表した方がよいとの発言が企業側からあった。

### (2) 投資家と企業の議決権行使を巡るコミュニケーション

問題があると考える企業に対して反対理由を説明する文書を送付するなど、議決権行使内容を機関投資家が積極的に説明することを期待する声が企業側から聞かれた。これに関連して、投資家から送られた文書をきっかけに投資家との対話が始まり、取締役会での議論の契機となったとの事例が紹介された。

また、投資家側からは、面談設定時に議決権行使について聞きたい旨を企業側からあらかじめ伝えてもらえると、担当者を同席させることができるとの声があった。

このほか、議決権行使を巡るコミュニケーションの充実へ向けた取り組みとして、企業側からは、総会後に議決権行使結果についての対話を意識的に行うようになった、運用担当者との面談の場に議決権行使担当者も同席し、担当者から直接、議決権行使の結果について説明を受ける場合が増えている、といった事例が紹介された。また投資家側からは、企業側との面談は株主総会議案が固まる前に持ちたい、そして昨年の行使結果についても振り返り併せて議論したい、といった要望が寄せられた。

## 3 企業が対話の相手となる投資家を選別する動き

投資家の選別を意識しているかという質問に対して、企業側からは、意識的な選別というより、役に立つ意見を言ってもらえる投資家と自然に対話するようになるとの指摘があった。また長期保有・長期視点については、企業側から、企業が考える「長期」は5年から10年あるいは20年だが、投資家にとっての「長期」はせいぜい5年程度だとして、認識のギャップを指摘する声があった。また、これに関連して、短期指向の投資家は企業から取材することはあっても企業への提案がないとの不満が聞かれた。

次に、企業側から投資家側への期待として、投資家が投資哲学を語り、それを企業の哲学と折り合わせることで、対話が成り立つとの指摘があった。また、投資家側からは、若いアナリストと老練な社長との間で意味のある対話が成立するのは、国内外の他社との比較を投資家が語る場合だとして、投資家はもっとそのような観点から企業との面談に備えるべきだという自戒の言葉があった。

このほか、投資家から、社外役員と面談することは必ずしも容易でなく、また各投資家が個別に実施するのは非効率であるため、例えば社外役員との話の成果を投資家の間で共有できるようにするなど、何らかの方策を企業の側と考えていきたいとの声があった。

## 六 本フォーラム第9回会合の概要

### 1 会合の目的

2016年4月に、金融審議会ディスクロージャー・ワーキング・グループは報告書を公表し、我が国においてフェア・ディスクロージャー・ルールの導入について、具体的に検討する必要があるとした<sup>7</sup>。これを受けて、同年10月に、金融審議会市場ワーキング・グループの下に「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース」（以下「タスクフォース」という）が設置され、同年12月2日までの間に、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入について3回にわたり検討が行われた。

こうした状況を踏まえて、フェア・ディスクロージャー・ルール導入に係る審議の状況を適切に把握するとともに、実務上の留意事項や懸念点等の有無について議論し、その成果を発信することを目的として、本フォーラム第9回会合が開催された。同会合では、タスクフォース報告書<sup>8</sup>（会合時点では案）の内容をもとに参加者間で実務上の留意事項等について議論を行った。なお、議決権行使結果の個別企業・議案ごとの公表については、すでに本フォーラム第7回会合で議論したが、機関投資家の関心が依然として高い事項であることから、公表の制度化へ向けた動きを中心に、副議題として取り上げた。また、武井一浩弁護士がゲストとして参加し、諸外国におけるフェア・ディスクロージャー・ルールの導入の状況等を概説した。

本フォーラム第9回会合報告書から、当日の議論におけるいくつかの論点を以下で紹介する。

### 2 フェア・ディスクロージャー・ルール

フェア・ディスクロージャー・ルールが規制の対象とすべき情報の範囲に関しては、インサイダー取引規制と同様の範囲とするのが一番明快だ、との意見が多く参加者の間で共有された。今回の提案では、これを超える部分がある。これについては、投資家から見れば意外性はなく、これまでの社内的な体制、コンプライアンスの姿勢で混乱なく対応できるだろう、との見方が示される一方、この記載を普通の人を読むと、インサイダー取引規制の軽微基準があてはまらない場合のことでなく、もっと広く対象を設定しているようにもとれてしまうのではないかと、との懸念も表明された。そして、立法に際しては、規制の対象をもっと明確にして、企業側の開示の萎縮につながらないようにして欲しいとの希望が述べられた。

<sup>7</sup> 金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告－建設的な対話の促進に向けて－」（2016年4月18日公表）16頁。[http://fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/toshin/20160418-1/01.pdf](http://fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toshin/20160418-1/01.pdf)

<sup>8</sup> 金融審議会市場ワーキング・グループ「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告～投資家への公平・適時な情報開示の確保のために～」（平成28年12月7日）。[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/siryoku/20161207/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryoku/20161207/01.pdf)

企業の対応に関しては、新しいルールによる規制のあり方との関連でも議論がなされた。すなわち、ルールが導入されれば、それに違反することを恐れて企業が情報開示に消極的になることも考えられる。この点について、当局から指示・命令が発せられるのは公表を促しても企業が従わなかった場合だとして、萎縮する理由はないことを投資家から企業に伝えるべきだとする意見が寄せられた。また規制への投資家の対応としては、特定の人だけが聞いたら問題だという事柄を知ったら早く公表するように企業に伝えるべきであり、投資家にも公平な開示を促す責任があるとの声が聞かれた。

最後に、企業と投資家の対話を推進してゆく観点からは、開示すべき情報の範囲を厳密に定義することよりも、企業、投資家、証券会社、メディアも全部含めて、当事者が相互に経験値を積み上げていく、そのような意味でプラクティスを積み上げていくことが重要であるとの指摘があった。その上で、最初はプラクティスに幅があるとしても、試行錯誤の積み重ねを通じて、関係者間で合意形成が進むにつれ、プラクティスの幅も狭くなっていく、との方向感が述べられた。

### 3 個別の議決権行使結果の公表

フォローアップ会議・意見書(3)<sup>9</sup>では、運用機関による個別の議決権行使結果の公表に関してコンプライ・オア・エクスプレインで対応すべきとしている。これに関して、コンプライしないと、利益相反が適切に管理されていないと受け取られる懸念があり、それを考慮するとコンプライせずにエクスプレインすることが現実にはむしろかくなるとの声が参加者からあった。そして、一律に個別企業・議案ごとの公表を行うのではなく、一定水準を超えて大量保有している投資先などへの行使結果に限定して個別での公表を行う方法も、選択肢として考えられるとの意見が出された。

個別での公表を実際に行う上での問題点としては、グローバルな機関投資家が複数の拠点で日本の上場株式を保有し、かつ拠点ごとに議決権行使ガイドラインが少しずつ異なる、という事例があげられた。この場合、不統一な行使結果をそのまま個別で公表すると情報の利用者(主に最終受益者である個人投資家)にとって却ってわかりにくい内容となりかねない。

## 七 おわりに

日本再興戦略2016では、コーポレートガバナンス改革は成長戦略の最重要課題であるとの位置付けに変わりはないと述べられるとともに、新たに講ずべき具体的な施策の例として企業と投資家との対話の促進等が挙げられている。「コーポレートガバナンス元年」とも称された2015年の後も、コーポレートガバナンスや企業と投資家の対話のあり方を巡って、引き続き変革へ向けた取り組みが進められてゆくことが予想される。こうした潮流の中で、企業からも、コーポレートガバナンスのみならず、経営に関する幅広い事項について、投資家の多数意見を知りたいとい

---

<sup>9</sup> 金融庁「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方～企業の持続的な成長に向けた『建設的な対話』の充実のために～」(「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「意見書(3)」(平成28年11月30日)。  
[http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements\\_3.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_3.pdf)

う要望が増えている（本運営委員会では、本フォーラムにおいて取り上げるべき議題を企業から随時受け付けている<sup>10</sup>）。これらの要望に応えるべく、機関投資家の様々な意見を集約して発信するとともに、上場企業と機関投資家が忌憚ない議論を行うための場を運営してゆくことには、大きな意義があると考えられる。

本運営委員会は、機関投資家が自らに寄せられた期待に応えられるよう、そして我が国上場企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に貢献できるよう、引き続き本フォーラムの活動を推進していく所存である。

以上

---

<sup>10</sup> メール宛先は次のとおり。admin@investorforum.jp