

## 投資家フォーラム 第3回オープンセッション 概要

- 日時： 2016年10月17日（月） 18:30～20:30
- 場所： 株式会社 QUICK QUICK Square  
東京都中央区日本橋室町 2-1-1 日本橋三井タワー14F
- テーマ： 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
- 出席者： 投資家フォーラム第7回、第8回会合の参加者のうち9名（司会を含む）および上場企業関係者等72名
- 資料： 投資家フォーラム第7回・第8回会合報告書

議事概要は以下のとおり。

最初に、第7回・第8回投資家フォーラムにおける議論及び報告書の概要について主催者側から説明を行った。

ディスカッション：

### I. 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

#### ▶ 行使結果を会社ごと個別議案ごとに開示する是非に関して

企業 議決権行使結果については、運用会社の顧客であるアセットオーナーや行使した先の企業に対して開示すればよい。一般公衆やマスコミに対して開示する必要はない。（複数名）

企業 どのような株主が株式を所有して議決権行使するかを知ることがよいコミュニケーションをもつ前提条件だが、実質株主の調査をしたところ、守秘義務があるなどとして回答しない機関投資家が相当数存在した。実質株主が判明するように法制化や制度づくりをすべきだ。

企業 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もある。結果の個別開示をした方がよい。

企業 会社提案の個別議案への反対・賛成がわかると、反対した株主との対話に企業が消極的になるなど、企業が投資家を区別するような好ましくない事態が生じることも考えられる。

企業 議決権行使の結果だけ開示されても、個別に反対の理由を聞かないと投資家のメッセージが分からない。結果だけの開示は企業側にとってあまり実質的な意味をもたない。

➤ どうすればより良いコミュニケーションができるか

企業 問題があると考える企業に対して投資家が文書を送って反対理由を説明すればよい。

企業 株主判明調査を毎年行うのは費用の面で困難なこともあり、議決権の行使内容を文書で説明してもらえるとありがたい。

企業 投資家を訪れての IR の面談の場に議決権行使担当者も同席し、議決権行使について説明がある場合が増えている。

企業 議決権行使は議案の賛成・反対だけでなく行使理由が大切だ。ある海外大手機関投資家とも、その投資家から送られた文書をきっかけに対話が始まり、取締役会での議論のきっかけになったりもしている。

企業 総会後のフォローアップの重要性を意識して、今年から議決権行使結果について対話を意識的に行うようにしている。

企業 投資家が行使基準を形式的にあてはめるだけだと、企業として議決権行使をめぐって対話する意義を感じられなくなる。

投資家 面談時期について、株主総会の直前は物理的に困難だ。できれば株主総会議案が固まる前に面談の機会を持ちたい。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。

投資家 株主総会議案の確定後に、どうしても賛成して欲しいという依頼のためミーティングを求められることが未だある。これは無意味だ。

投資家 株主総会直前の時期に議決権行使の内容について問われても、結論が確定していないことも一因で答えられない。決算発表時期などは時間が割きにくいこともある。他方、総会后であれば反対理由なども含めて十分に説明できる。

投資家 株主総会后に企業の IR の方から議決権行使結果について聞かれることは、実は意外に少ない。

➤ 企業内での情報共有の問題点

企業 我々 IR 担当者は潜在株主と保有株主を同じように見ているが、SR 担当者は保有株主しか見ていない。

企業 これまで別々だった IR と SR の担当部署を今年一体化した。

➤ 投資家内での情報共有の問題点

企業 株主がわかってもどの部門にアプローチすればいいのかわからない。IR の面談の場で話題にしようとしても、担当が違うのでわからないと言われることもある。

投資家 面談設定時に議決権行使について聞きたい旨をあらかじめ伝えておいてもらえると、担当者を同席させることができる。

➤ 議決権行使のあり方について企業側に知ってもらいたいこと

投資家 取締役選任議案への反対については、その個人の適不適というより、何らかのメッセージを送るために、代表取締役選任に反対することもある。企業との対話ではその旨を話している。

投資家 配当について反対でも配当議案の上程がないため、取締役選任議案への反対を通じて意思表示するケースもある。

投資家 運用会社の議決権行使に関しては、その顧客であるアセットオーナーの行使基準が影響する場合もある。

投資家 アセットオーナーからは、議決権行使基準について去年から変わった点がないかとよく聞かれる。毎年変えることが当たり前だという認識があるとすれば、それは正しくない。変更する必要がある場合はもちろん修正されるべきだが、毎年のように基準を変えると、却って混乱が生じることもある。

➤ 社外取締役の独立性の基準について企業からの問題提起、投資家からの問題提起

企業 オーナーに対して意見が言える人を取締役に入れようとの考えで、顧問契約のある弁護士を独立社外取締役に選任しようとしたが、顧問契約があるとだめだと形式的に回答され、実質的な対話にならなかった。

企業 何で独立性判定の基準に在任期間があるのかわからない。

投資家 投資家としては、常にフレッシュな方を追加で取締役へ加えていって欲しいと考えている。

投資家 社外取締役の独立性について疑義がある場合には面談で個別に確認していきたいと思っはいるが、2000社以上の企業に投資しているので物理的にほぼ不可能だ。

投資家 社外取締役が少数であれば、独立性が極めて重要だと考える。形式基準からすれば反対だが、個別のケースを考慮して賛成する場合、面談などを通じてその取締役について確信が持てることが必要だ。

投資家 役員選任議案の記載事項に取締役候補自らのメッセージが含まれているとよい。社外取締役との個別の面談が難しい場合でもそうしたメッセージが形式的な基準を超えた評価につながることもある。

投資家 投資家の立場からは納得できない設備投資を企業が行い、社外取締役と面談したところ、形式基準によれば独立でも、実態は知人の伝手で社外取締役になった人であることが判明した。

## II. 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

➤ 投資家の選別について企業は意識しているか

企業 企業側が選り好みをしなくても、役に立つ意見を言ってもらえる投資家と対話することが自然に中心となる。

▶ 長期保有・長期視点について企業はどう考えるか

企業 企業側が考える「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年のようだ。

企業 短期指向の投資家だと、企業への取材は行っても企業に対する提案はない。長期的視点の投資家だと提言もしてもらえらるだろう。責任ある投資家と対話したい。

▶ 企業とのより深いコミュニケーションのために投資家は何をなすべきか

企業 投資家には投資哲学を語って欲しい。それを企業の哲学と摺り合わせ、対話が成り立つのではないか。

投資家 企業のトップの方からIRの場でその会社に対する評価について聞かれることも増えている。あらかじめそうした議論をしたい旨伝えていただくと、さらに実りある議論ができるように思う。

投資家 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。投資家はそのような観点から企業との面談の準備をすべきだ。

投資家 社外取締役の本質的な役割は、意見の異なる投資家や、利害や意見の異なる投資家と経営者の間に立つことだと考える。社外取締役にそうした役割を認識してもらえよう、投資家は社外取締役ともっと接触をもつべきだ。

投資家 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だ。例えば社外役員との対話の成果を投資家の間で共有できればすばらしい。企業の皆さんとも方策を考えていきたい。

以上