

投資家からみるコーポレート・ガバナンス報告書

—投資家フォーラムとその活動について—

投資家フォーラム運営委員会

一 はじめに

わが国における上場企業のコーポレート・ガバナンスをめぐるのは、近時さまざまな変革への取組みがなされている。2014年2月には、「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>>」¹（以下「スチュワードシップ・コード」という。）が公表され、同年5月末には内外の機関投資家127社がその受入れを表明した²。同年8月には、「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～」プロジェクト³の「最終報告書」（以下「伊藤レポート」という）が公表された。そして本年5月には、東京証券取引所が上場規則を改正して、「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」⁴（以下「コーポレートガバナンス・コード」という）を公表した。

これらのコードやレポートでは、企業と投資家との目的を持った対話を通じて持続的な企業価値の向上へ向けた取組みを促すべきとするなど、上場企業のコーポレート・ガバナンスの改善へ向けて機関投資家が果たすべき役割に重点が置かれている。こうした役割の重要性を踏まえ、機関投資家が投資先企業に対するスチュワードシップ責任を適切に果たす実力を備えることを支援し、もって企業と投資家との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長へ貢献することを目的として、本年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⁵。

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を中心として活動を展開する。そうした活動の一環として本年7月9日および8月6日に投資家フォーラム（以下「本フォーラム」という）第1回・第2回会合を開催した。会合当日は、機関投資家における投資実務の経験を持つ個人数十名が参加して、活発な議論を交わした。これらの議論の内容は本運営委員会が報告書としてとりまとめ、本年9月11日に投資家フォーラム第1・2回会合報告書（以下「本報告書」という）および報告書別冊資料（以下「本別冊資料」という）として公表した⁶。その後、本年10月22日に、上場企業の実務担当者と本フォーラムの参加者との間で、本報告書を題材とし

¹ 金融庁ウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>）参照。

² スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家の数は、その後本年8月末時点で197社へ増加している。金融庁ウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20150911-1.html>）参照。

³ 経済産業省ウェブサイト（<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>）参照。

⁴ 東京証券取引所ウェブサイト（<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf>）参照。

⁵ 同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、三瓶裕喜、戸矢博明、松原稔。

⁶ これらの文書は、次に述べるオープンセッションにおける議事内容をまとめた文書を含めて、本フォーラムのウェブサイト（<http://investorforum.jp>）に掲載している。

て率直に意見交換を行うことを目的として、本フォーラムのオープンセッションが開催された。

以下では、まず本フォーラムが設立された背景および経緯について説明する(二)。次に本報告書の内容を概説し(三)、本別冊資料に即して政策保有株式に関する意見の内容を概説する(四)。続いて前記オープンセッションにおける議論の概要について述べ(五)、最後に結びとする(六)。

本稿の内容が、上場企業においてコーポレートガバナンス・コードへの対応を検討する上で参考となり、さらにはわ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、筆者らにとって望外の喜びである。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、投資家フォーラム全参加者の意見を代表するものでもない。

二 投資家フォーラム設立の経緯・背景

スチュワードシップ・コードの指針7-3では、「対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる」とされている。また、伊藤レポートのとりまとめへ向けた議論の過程でも、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等ができるプラットフォームの重要性が指摘されていた⁷。

このような場を形成することの重要性を踏まえて、2014年3月、経済産業省と企業活力研究所を共同事務局とする企業報告ラボのプロジェクトの一つとして、投資家フォーラム作業部会が設置された。作業部会の目的は、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等を行うための場の開設を支援し、機関投資家によるエンゲージメントのあり方について知的な共通基盤を提供することにある。

その後、作業部会は設置目的の実現へ向けて準備作業を進め、活動の一環として本年2月27日に、対話シンポジウム「企業と投資家による持続的な価値創造を目指して～スチュワードシップの実践～」を開催した。シンポジウムでは、企業側として三菱重工業執行役員グループ戦略推進室長兼戦略企画部長小口正範氏(役職は当時⁸)および富士重工業取締役専務執行役員高橋充氏が、また投資家側として作業部会メンバー6名が登壇し、企業と投資家との目的ある対話の公開セッションを行った。シンポジウムへの参加者は、企業側担当者と機関投資家、その他関係者を合わせて約300名にのぼり、公開セッションの後は活発な質疑応答が交わされた⁹。

公開セッションの開催後は、作業部会の目的にも沿った次の一步として、部会メンバーを中心として、投資実務経験者の自主運営による投資家フォーラムの開設へ向けた取組みを進めていくこととした。そして冒頭に述べたとおり、本年6月8日に投資家フォーラムの運営を担う本運営

⁷ こうした議論を踏まえ、伊藤レポートでも、「企業との対話に向けた『実力』を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することも重要である。……対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう」と述べられている(伊藤レポート90頁)。

⁸ 現在の役職は代表取締役常務執行役員 CFO 兼 グループ戦略推進室長である。

⁹ 作業部会での議論の概要、および対話シンポジウムの議事要旨は経済産業省のウェブサイトにて入手できる。

(http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/if_sagyobukai.html)

委員会を結成したものである。

三 本報告書の概要

1 序

本フォーラム第1回・第2回会合では、コーポレートガバナンス・コードへの投資家の期待の高まりを考慮して、討議のテーマを「企業によるコーポレートガバナンス・コード対応への投資家の評価と期待」とした。その上で、コーポレートガバナンス・コード対応の新様式でコーポレート・ガバナンス報告書を早期開示した企業の開示例を題材に、コーポレートガバナンス・コードに基づく開示項目のうち、機関投資家が特に重視する原則1-4、原則3-1(ii)、原則4-8、原則4-9、原則4-11および原則5-1に関する開示内容を中心として、機関投資家が期待するコーポレートガバナンス・コード対応のあり方等について議論を行った。その後、前述したとおり、これらの議論の結果を本運営委員会がとりまとめ、本年9月11日、本報告書および本別冊資料として公表している¹⁰。

本報告書および本別冊資料は、上場企業によるコーポレートガバナンス・コードへの対応状況を機関投資家がどのように受け止めているかを把握する上で役立つものとする。上場企業担当者においてはぜひ報告書の原文を参照されることを願う次第である。以下では、本報告書のうち、特に重要だと考えられる点を紹介する。

2 コーポレート・ガバナンス報告書全般

(1) コードに基づく開示の意義・位置づけ

コーポレートガバナンス・コードに基づく開示については、これを法令順守的な発想からとらえるのではなく、投資家に対する情報発信のツールとしてとらえ、IRの一環として積極的に開示へ取り組んでほしい、との声が複数の投資家から聞かれた。つまり、コーポレート・ガバナンス報告書の記載をきっかけに、投資家はその企業に興味を抱き、1対1の対話に進む展開を期待しているのである。また、仮に開示の内容が必ずしも投資家にとって納得のいくものでなくても、これを出発点とする対話の中で相互理解を深めていくことができるのであり、そのためには踏み込んだ開示が望まれるとの指摘がなされた。

(2) 独自性の重要性

情報発信のツールという観点からは、他社の開示内容をそのまま転載したかのような開示例が目立つとの指摘がなされた。企業は多様であり、コーポレート・ガバナンスのあるべき姿も一つである必要はない。しかしながら、企業の個性を投資家が把握しようにも、汎用的な文言による

¹⁰ 本報告書および本別冊資料のとりまとめに際しては、本フォーラム第1回・第2回会合において参加者から提出された意見をなるべくそのまま列挙することとした。また、議論の所在および内容を明らかにするため、必ずしも両立しない意見が提出された場合にはこれを併記することとした。すべての意見が必ずしも相互に整合するものではないが、投資家の多様な意見・視点を示すものとしてとらえていただければ幸いである。

開示では、有用な手がかりを得ることが困難である。これに対し、自社の経営理念等と関連づける形でガバナンスの取組みを記述する開示例については、企業の独自性が出て読み手にとってわかりやすいと好評であった。

(3) コンプライまたはエクスプレイン

コーポレートガバナンス・コードの先進国である英国でも、多くの企業が説明の煩雑さを避けてコンプライを選択する傾向にあることが指摘された。本フォーラムの参加者からは、このような状況は投資家の期待に沿うものでなく、率直な開示姿勢のほうが信頼に値するとの声が聞かれた。すなわち、コンプライすることを競うのではなく、正面から自社の考え方をエクスプレインする取組みを投資家は期待しているのである。これに関連して、上場企業が消極的・表層的なコンプライに走らず、きちんとエクスプレインできるような環境を作ることが大切だとの指摘がなされた。そして、そのためには投資家としても、エクスプレインを積極的に評価していく努力が必要だとの自戒の言葉が述べられた。

現在の開示の問題点としては、率直な開示姿勢と相反する例の存在が指摘された。すなわち、原則への取組みの内容がほぼ同一であるにもかかわらず、コンプライと位置づけている企業とエクスプレインと位置づけている企業が並存している。具体的には、政策保有株式に関する議決権行使基準の開示についてコンプライすると記載しながら、「総合的に判断」など実質的に基準の開示がなされていないとみられる場合等がこれに相当する。参加者からは、このようにコンプライしていると必ずしも明確に判断できない場合には、正面からエクスプレインすべきだとの意見が述べられた。

(4) 参照方式による開示

いわゆる新様式のコーポレート・ガバナンス報告書では、コーポレートガバナンス・コードにより開示が求められる項目について、報告書での記載に代えて、他の開示文書等での記載を参照することができるかとされている。このようないわゆる参照方式による開示について、参照先が多数あり、かつ参照先を逐一読まないと開示内容を把握できない場合は、読み手への配慮を欠くとの指摘があった。

また、参照先が適時開示のプレス・リリースや株主総会の招集通知になっている場合には、開示項目の該当箇所を探すのに労力を要し、読み手への配慮を欠くとの指摘があった。

このほか、企業側が自主的に参照先のデータの更新履歴等を保存・開示するよう要望が寄せられた。これは、コーポレート・ガバナンス報告書自体について過去5年分の更新履歴が東京証券取引所のウェブサイト上で閲覧可能であるのに対し、参照先のデータについては更新の有無を把握する手段が担保されていないからである。

(5) コーポレートガバナンス・ガイドラインによる開示

コーポレート・ガバナンスに関する自社の理念や取組みをコーポレートガバナンス・ガイドラインとして取りまとめ、コーポレート・ガバナンス報告書からこのガイドラインを参照する形で、コードに基づく開示要件を満たそうとする企業が複数見受けられる。この開示方式については、自社の考えるストーリーに沿ってコーポレート・ガバナンスに関する理念や取組みを記述しててわかりやすいと評価する声が多数であった。ただし、この方式では、コードの各原則に基づく

開示内容がどこに記載されているかを把握することが困難となりやすい。この問題を回避するため、ガイドラインのどの部分がコードのどの原則に対応するかを、該当する原則の番号を付記して明示する例は評価が高かった。

3 独立社外取締役

コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会が本年7月に公表した「コーポレート・ガバナンスの実践 ～企業価値向上に向けたインセンティブと改革～」¹¹は、退任したCEOについて、自社に残らずに他社で社外取締役等として積極的に活動することを推奨している。本フォーラムでも、この見解に賛同するとして上で、退任社内役員が相談役や顧問として会社に残り続ける人事慣行は問題だとの指摘があった。これに関連して、役員について定年制を導入した上で、顧問や相談役として自社に残ることはできないと定めている企業の例が紹介された。

このほか、独立社外取締役の独立性・資質との関連で、同一のいわゆる企業グループに属する企業の役職員を独立社外取締役として選任することは問題だとの指摘があった。

4 株主との対話

経営トップが投資家との対話を行う姿勢がある企業は評価できるとの意見が多数発せられた。また、コーポレートガバナンス・コードの補充原則5-1①が株主との対話の対応者に社外取締役も含まれるとしている点に関して、多くの上場会社はそこまで踏み込めていないとの指摘がなされた。また、社外役員と投資家との対話の役割について企業の姿勢を開示してほしいとの要望もあった。

長期的視点での対話ができる機関投資家について社長をはじめとする経営陣ができる限り対応する旨を開示している例について、スチュワードシップ・コードの指針7-3にある投資家の「実力」を高めるインセンティブとして評価できるとの声があった。ただし、特定の投資家を優先/差別することにならないよう、フェアディスクロージャー等の面で配慮が必要との指摘がなされた。また、企業が「与党」株主との対話を差別的に優先することはコーポレートガバナンス・コードの基本原則1に掲げられた株主の権利・平等性の確保に反するとの指摘もあった。

このほか、日本取締役協会の「コーポレートガバナンス・コードに関する基本方針ベスト・プラクティス・モデル」¹²について、ひな型的対応を助長しかねないという懸念を認めつつも、取締役会議長が株主との対話を仕切るべきだとしている点は興味深いとの声が寄せられた。

四 政策保有株式についての提言

1 概要

本フォーラムの第1・2回会合では、政策保有株式について最も活発な議論が行われ、政策保

¹¹ 経済産業省ウェブサイト (<http://www.meti.go.jp/press/2015/07/20150724004/20150724004-1.pdf>) 参照。

¹² 日本取締役協会ウェブサイト (http://www.jacd.jp/news/gov/150420_post-151.html) 参照。

有株式の削減を望む声が圧倒的であった。参加者の多くは、コーポレートガバナンス・コードの原則1-4について、政策保有の継続を前提とした上でコンプライまたはエクスプレインすることを投資家は求めているという見解であった。

会合で示された投資家の関心の高さを踏まえ、本報告書においてはコーポレートガバナンス・コード原則1-4への対応について表明された意見の概要を記載するとともに、それと別に本別冊資料において政策保有株式に関する意見をより詳細に記述することとした。

以下では、本別冊資料に収められた意見のうち特に重要と考えられるものを紹介する。なお、本報告書と同様に、本別冊資料についても、上場企業担当者においては原文を参照されることを希望する。

2 原則1-4に基づく開示への評価

政策保有に関する方針については、状況に応じて売却する、あるいは長期的に政策保有株式を減らしていくと明記する会社は相対的に評価できるとの声が多数であった。

また、保有目的の記載の仕方に関して、投資家へ向けての説明として不適切なものがあるとの指摘があった。すなわち、保有目的として、最初取引先の成長を挙げた上で最後に自社の企業価値向上としている例がみられるが、取引先の成長を自社の企業価値向上よりも先に挙げることに違和感が表明された。

このほか「総合的判断で」と記載するだけでは不十分との指摘や、政策保有の経済合理性等について担当取締役が検証するのみでは不十分で、社外取締役により構成される委員会で検証する等の取組みを期待したいという意見があった。

次に、議決権行使基準については、実質的な内容を伴う開示がなされていないにもかかわらず、コンプライを表明する企業が多いとの指摘があった。これに対し、個別に定性的かつ総合的な判断が必要だとして現時点で基準を設けていない旨をエクスプレインする例もある。これについては、真摯な姿勢が感じられるとして評価する声があった。

3 「保有させている」側の問題

政策保有株式については、株式を「保有している」側のみならず「保有させている」側の行動に問題が目立つ場合があるとの指摘があった。具体的には、取引先の株式を保有する状況で取引先の株式を売却したら取引に支障が生じるため保有側が自由に売却を決定できない場合である。このような場合、むしろ「保有させている」側の行動を問題とすべきだとの意見が多く投資家から表明された。

4 政策保有の経済合理性を検証する困難さ

(1) 政策保有の経済効果

取引関係の継続等を目的として取引先の株式を保有することについて、実際に経済効果が存在するのかが疑問視する声が聞かれた。これに関して、株式を保有していない取引先との間でも取

引を継続することに支障はないとする経営者の発言や、政策株式の大部分を売却して一時的に取引関係に軋轢が生じたが、より長期的には企業にとってプラスの効果があった例が紹介された。

また、政策保有により長期的な取引関係が構築されたとしても、それにより会社にもたらされる経済効果を定量的に把握することは困難である一方で、政策保有の資本コストは必ず発生するとの指摘があった。

このほか、政策保有のコストについて、海外投資家の多くは、換金可能な株式保有を現預金と同等の資産と位置づけた上で、過剰な現金保有問題と同様に、資産効率の問題としてとらえているとの指摘もあった。

(2) 純投資との混同について

政策保有の理由について、株価リターンの観点から説明するのはおかしいとの声が聞かれた。たとえ政策保有先の株価リターンが高いとしても、純投資先としての魅力は政策保有の理由としては適切だといふ難いというのである。

また、経済合理性の検証の対象を政策保有株式のうち主要な銘柄とする開示例について、主要でない「政策」保有先があることを前提にした説明はおかしいという指摘がなされた。そもそも政策保有とは事業遂行等の観点から特に保有の重要性が高いものをいうはずだからである。

こうした混乱は政策保有にそもそも明確な意図がないことを疑わせるとの発言があり、さらに政策保有といっても過去からの継承にすぎないではないかという声が聞かれた。

5 一般株主との利益相反の問題

政策保有については、政策保有関係にある企業の経営者とその企業の一般株主との間に利益相反関係があるという観点を踏まえることが重要だとの指摘があった。これに関連して、「保有している」側が株式保有を盾にとって取引の拡大や取引条件の改善といった便益を引き出し、また「保有させている」側が商取引を安定株主対策に利用しているとすれば、経営陣の利益のために一般株主の利益が損なわれかねない、との指摘があった。

このほか、独立社外取締役の独立性との関係で、当該取締役が所属する企業との取引は僅少であると説明する一方で、独立取締役を選任した会社が当該企業の株式を政策保有しており、政策保有の理由について取引維持のため重要であると説明している事例が指摘された。僅少な取引であれば取引維持自体が重要でないはずで、これらの説明は相互に一貫していないとの声があがった。

6 プロシクリカリティ問題

1990年代のバブル崩壊や2008年のリーマンショックの際には、保有株式からの損失により銀行の貸出余力が低下したことから、いわゆる「貸し剥がし」の事態が生じ、経済全体へ連鎖的に悪循環をもたらした。すなわち、金融機関による政策保有は实体经济への大きなリスクとなっており、望ましくないとの指摘があった。

また、株式を政策保有する銀行が主な貸し手となるという商慣習は、金融サービスの質と能力

を基に金融機関の選別が行われていないことを意味するので、一般株主の利益と相反するとの指摘もあった。

7 結論・提言

本フォーラムの第1回・第2回会合の参加者の間では、2つのコードの導入を契機として株式の政策保有解消へ向けた取組みを進めていくべきという声が圧倒的であった。本別冊資料では、コーポレートガバナンス・コードの原則1-4への対応を検討する中で、企業が「政策保有が合理的ではない」ということに気づいて自律的に政策保有解消に向かうことを期待している旨が、結論として述べられている。その上で、今後の政策保有株式の削減の方針を表明する、政策保有株主の地位を濫用した営業活動等が一般株主の利益を損なっていないことを監視する仕組み（例：独立社外者の監視委員会）をつくる、といった提言が投資家の要望として企業に対してなされている。ただし、具体的にどのような行動が適切であるかについては、企業それぞれで異なるとして、投資家との対話を通じて方向性について共通理解を深めていくことが望まれると結んでいる。

五 オープンセッション

1 概要

本年10月22日に、本報告書および本別冊資料を題材として企業と機関投資家との間で互いに理解を深めることを目的として、本フォーラムのオープンセッションが開催された¹³。同セッションには、本フォーラム第1回・第2回会合の参加者のうち8名と、上場企業の実務担当者等45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、本報告書および本別冊資料の概要が説明された。次に企業担当者から、新様式でコーポレート・ガバナンス報告書を準備するに当たり留意した点および社内で議論となった事項が紹介された。その上で企業側から投資家に対して質問する形で意見交換が進められた。以下では、セッション当日の発言のうち、特に重要だと考えられるものを紹介する。

2 企業担当者の発言

企業担当者からは、新様式でコーポレート・ガバナンス報告書を開示するにあたり、今回は自社の現状をあるがままに記載したが、今後改善を図ってゆく上では他部署をどう巻き込んでいくかが課題となるだろう、との発言があった。一方、コーポレートガバナンス・コードの条項の中には、取締役・監査役のトレーニングに関する条項など、趣旨に疑問を感じるものもあった、との声も聞かれた。また、コンプライアすることが企業の方針や実態に照らして難しいとき、躊躇なくエクस्पラインできる環境を、投資家が作ってほしいとの要望が述べられた。全般に、コードへの対応を契機として自社のコーポレート・ガバナンスのあり方を向上させてゆきたい、とのコ

¹³ オープンセッションの進行に関しては、日本 IR 協議会佐藤淑子専務理事兼首席研究員に協力をいただいた。

メントが寄せられた。

3 投資家からの発言

コーポレート・ガバナンス報告書を開示媒体としてどの程度重視しているかとの質問に対して、投資家からは、長期的な投資判断において、企業価値の向上へ向けた中長期の取組みがどのように社内制度として担保されているかが重要で、そうした観点からコーポレート・ガバナンス報告書を利用している、との回答があった。

また、コーポレートガバナンス・コードに基づく開示のうちあまり評価できないものの共通点があるかとの質問に対して、紋切り型であったり、抽象的で解釈の余地が広い内容のものは評価できないとの回答があった。リスク回避の観点からそのような書き方を選択しているのだろうが、会社の姿勢が伝わってこないで誰も読もうとしなくなる。他方、コードにより開示が求められていない事項についても積極的に開示していると、コーポレート・ガバナンスの改善へ向けた積極的な姿勢が伝わり好感が持てる、との発言が投資家からあった。

このほか、社外取締役との対話はどの程度行われているか、どのような内容を確認したいと考えているか、との質問があった。これに対し投資家からは、社外取締役との対話が近時増加傾向にあるとの説明があった。また投資家としては、社外取締役からの質問・反対に経営陣がどのように対応しているか、議案の事前説明などはきちんとなされているかといった点に関心があり、取締役会の運営の実態について社外取締役に質問することが多い、との回答があった。

六 おわりに

スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの制定や、伊藤レポートの公表等に見られるように、わが国における上場企業のコーポレート・ガバナンスをめぐるのは、近時変革へ向けたさまざまな取組みが進められている。これらの取組みの中で機関投資家に寄せられた期待は大きい。そうした潮流の中で、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事前に知りたいとい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¹⁴⁾）。

また、金融庁において進められている両コードのフォローアップ会議に代表されるように、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めぐって、今後ともわが国において活発な議論が進められていくことが予想される。こうした議論に際して、機関投資家のさまざまな意見を集約して情報発信することは非常に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、そしてわ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

¹⁴ メール（admin@investorforum.jp）にて受け付けている。

